

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

République Algérienne Démocratique et Populaire

و البحث العلمي وزارة التعليم العالي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université MUSTAPHA
Stambouli



جامعة مصطفى اسطمبولي
معسكر

كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث ل. م. د

تخصص: إدارة مالية

تحت عنوان:

أثر تنويع الملكية على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية

دراسة تطبيقية في دول شمال افريقيا خلال الفترة (2014-2021)

تحت إشراف الأستاذ الدكتور:

حسيني إسحاق

من إعداد الطالبة:

فرحي منى

لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة معسكر	أستاذ التعليم العالي	أ.د بن عبو الجيلاي
مقررا	جامعة معسكر	أستاذ التعليم العالي	أ.د حسيني إسحاق
ممتحنا	جامعة معسكر	أستاذ التعليم العالي	أ.د قنوني الحبيب
ممتحنا	جامعة معسكر	أستاذ محاضر قسم أ	د. حداب محي الدين
ممتحنا	جامعة تيارت	أستاذ التعليم العالي	أ.د. سدي علي
ممتحنا	جامعة سعيدة	أستاذ التعليم العالي	أ.د بن سكران بودالي

السنة الجامعية 2022 - 2023

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وتقدير

في البداية الحمد لله حمدا كثيرا بعدد خلقه ورضا نفسه وزنة عرشه وسعة كونه ومداد
عملاته على توفيقه لنا على إتمام هذا العمل المتواضع.

متوجها لله عزوجل الذي مدني بالقوة والصبر على مواصلة هذا العمل وتوفيقه لي وعلى ما
أسداه لي من نعم التي لا تعد ولا تحصى.

كما أتقدم بالشكر الجزيل ومعظيم التقدير إلى كل من كان لي خير مرشد ومعين بالصبر
وكان له الفضل في مساعدتي على إتمام هذا العمل فجزاه الله عنا خير الجزاء وجعل أعماله
في ميزان القبول الأستاذ المشرف على هذا العمل الأستاذ الدكتور "حسيني إسحاق".

ويطيب لي أيضا أن أتوجه بمعظيم الشكر والإمتنان إلى من أسهم في مساعدتي ومد يد العون لي
سواء من قريب أو من بعيد فلهم مني كل الشكر والتقدير

فهرس الجداول

- جدول 1: أوجه الإختلاف والإتفاق بين الربح في المنظور الإقتصادي والمنظور المحاسبي.....35
- جدول 2: سياسة التوزيعات وقيمة السهم وفق نموذج والتر 127
- جدول 3: أثر النظام الضريبي على سياسة التوزيعات..... 143
- جدول 4: خصائص أنظمة الحوكمة في إطار هياكل الملكية 271
- جدول 5: أنماط الرقابة حسب *Chaganti&Damanpour* 291
- جدول 6: أهم مؤشرات السوق المالية التونسية خلال الفترة(2013-2020) 317
- جدول 7: أهم المؤشرات القطاعية خلال سنة 2021..... 320
- جدول 8: أهم تطورات مؤشرات التداول خلال سنة 2021..... 321
- جدول 9: أوزان الأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي(الربع الرابع 2021)..... 323
- جدول 10: قيم مبيعات ومشتريات المساهمين الأجانب لسنة 2021 للبورصة التونسية..... 326
- جدول 11: نسب ملكية الأجانب في رسملة السوق لسنة 2021..... 327
- جدول 12: مؤشرات البورصة المصرية خلال الفترة (2014-2021)..... 329
- جدول 13: إجمالي عدد المساهمين في الشركات المدرجة في السوق المالي المصري خلال سنة 2015 336
- جدول 14: إجمالي عدد المساهمين في الشركات المدرجة في السوق المالي المصري خلال عام 2017 336
- جدول 15: إجمالي عدد المساهمين في الشركات المدرجة في السوق المالي المصري خلال سنة 2020 339
- جدول 16: إجمالي عدد المساهمين في الشركات المدرجة في السوق المالي المصري خلال سنة 2021 339
- جدول 17: عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة(2014-2021) 347
- جدول 18: مؤشرات البورصة خلال الفترة (2017-2021) 347
- جدول 19: تصنيف المساهمين في السوق المركزية للدار البيضاء خلال الفترة (2014-2021)..... 351
- جدول 20: المساهمات الأجنبية لبورصة الدار البيضاء خلال الفترة(2014-2017):..... 354
- جدول 21: المساهمات الأجنبية لبورصة الدار البيضاء خلال الفترة(2018-2021):..... 355
- جدول 22: عينة الشركات المسجلة في السوق المصري 357

جدول 23: عينة الشركات المسجلة في السوق التونسي	358
جدول 24: عينة الشركات المسجلة في السوق المغربي	360
جدول 25: متغيرات الدراسة وطرق قياسها	367
جدول 26: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة	376
جدول 27: مصفوفة الارتباط بين المتغيرات الدراسة	377
جدول 28: اختبار <i>Redundant Fixed Effects Tests</i>	379
جدول 29: اختبار <i>Hausman</i>	379
جدول 30: نموذج الآثار الفردية الثابتة	380
جدول 31: نتائج تقدير للنموذج الديناميكي باستخدام طريقة <i>GMM</i>	381
جدول 32: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة لدولة تونس	385
جدول 33: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة	386
جدول 34: إختبار <i>Redundant Fixed Effects Tests</i>	388
جدول 35: اختبار <i>Hausman</i>	388
جدول 36: نموذج الآثار الفردية الثابتة	389
جدول 37: نتائج تقدير للنموذج الديناميكي باستخدام طريقة <i>GMM</i>	390
جدول 38: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة	392
جدول 39: مصفوفة الارتباط بين المتغيرات الدراسة	393
جدول 40: اختبار <i>Redundant Fixed Effects Tests</i>	395
جدول 41: نموذج الإنحدار التجميعي <i>pooled model</i>	396
جدول 42: نتائج تقدير للنموذج الديناميكي باستخدام طريقة <i>GMM</i>	397

فهرس الاشكال

- الشكل 1: أرباح سهم شركة Microsoft خلال الفترة (2016-2022) 72
- الشكل 2: مثال عن السلم الزمني لدفع التوزيعات 74
- الشكل 3: تطور لتوزيعات الأرباح المحققة للشركة الألمانية بيوانتك في الفترة (2019-2021) 80
- الشكل 4: توزيع الأرباح وإحتجازها حسب القطاعات في فرنسا في الفترة (2000-2015) 81
- الشكل 5: مثال عن إعادة شراء الأسهم لشركات المدرجة في مؤشر (S&P 500) خلال الفترة (2009-2018) 88
- الشكل 6: إجمالي توزيعات الأرباح العالمية خلال الفترة (2009-2020) 90
- الشكل 7: سياسة التمويل، الإستثمار وأثرها على قيمة الشركة 100
- الشكل 8: تعظيم قيمة المساهمين حسب نظرية *Michael C. Jensen* 110
- الشكل 9: توازن سوق الأسهم مع إختلاف النظام الضريبي وفق نموذج *Miller* **Erreur ! Signet non défini.**
- الشكل 10: أثر الإعلان عن التوزيعات على قيمة السهم في ظل نظرية الإشارة 149
- الشكل 11: الأثر الإيجابي للرافعة المالية 183
- الشكل 12: الأثر السلبي للرافعة المالية 183
- الشكل 13: الأثر الحيادي للرافعة المالية 184
- الشكل 14: تحديد نقطة التعادل 188
- الشكل 15: العلاقة بين الرفع المالي والتكلفة حسب مدخل صافي الربح 191
- الشكل 16: العلاقة بين تكلفة رأس المال والرفع المالي حسب نظرية صافي ربح الاستغلال 194
- الشكل 17: منحني سلوك المقرضين 196
- الشكل 18: منحني يبين سلوك المساهمين 197
- الشكل 19 : منحني يبين العلاقة بين تكلفة الأموال والرفع المالي حسب النظرية التقليدية 198
- الشكل 20: منحني تكلفة الأموال 224
- الشكل 21: هياكل الملكية ذات المساهمات المتبادلة 250
- الشكل 22: المحددات الداخلية والخارجية للحوكمة 260
- الشكل 23: تطور مؤشر توناتدكس خلال سنة 2020 318
- الشكل 24: تمثيل أوزان الأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي (الربع الرابع 2021) 324

- الشكل 25: رأس المال السوقي للبورصة المصرية خلال الفترة (2011-2021)..... 330
- الشكل 26: القطاعات من حيث رأس المال السوقي..... 330
- الشكل 27: إجمالي قيم التداول سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة خلال الفترة (2011- 2021). 331.
- الشكل 28: إجمالي قيم تداول الأسهم المقيدة (شاملة الصفقات) 332
- الشكل 29: متوسط نسبة تعاملات غير المصريين من إجمالي التداولات 335
- الشكل 30: إجمالي عدد المساهمين في الشركات المدرجة في السوق المالي المصري خلال عام 2018
..... 337
- الشكل 31: توزيع عدد المساهمين في الشركات المدرجة في السوق المالي المصري لسنة 2019... 337
- الشكل 32: نسب المساهمين الأجانب والعرب خلال سنة 2019..... 338
- الشكل 33: توزيع المساهمين في السوق المصري لأفراد ومؤسسات خلال سنة 2021..... 340
- الشكل 34: تطور مؤشري *MSI20* و *MSCIFM* خلال الفترة (2014-2021)..... 348
- الشكل 35: قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة (2018-2021) 350
- الشكل 36: تصنيف المساهمين لبورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2014-2021)..... 351
- الشكل 37: التطور السنوي لحجم التداولات حسب فئة المساهمين 352

فهرس المحتويات

16	مقدمة عامة:
30	الفصل الأول: سياسة توزيعات الأرباح
31	مقدمة الفصل
32	المبحث الأول: أرباح الشركات
32	المطلب الأول: ماهية الأرباح
32	1- مفهوم الأرباح
34	2- مقارنة بين الربح في المنظور الاقتصادي والربح في المنظور المحاسبي
35	3- تقييم الشركة بواسطة الأرباح
36	المطلب الثاني: جودة الأرباح
37	1- مفهوم جودة الأرباح:
41	2- خصائص جودة الأرباح
47	المطلب الثالث: الربحية
47	1- ماهية الربحية
51	2- معايير الربحية والعوامل المؤثرة فيها
55	3- نسب الربحية:
58	المبحث الثاني: سياسة توزيع الأرباح
58	المطلب الأول: توزيعات الأرباح
58	1- مفهوم توزيعات الأرباح
59	2- شروط توزيع الأرباح
60	3- دوافع توزيعات الأرباح
61	المطلب الثاني: الإعتمادات والسياسات التي تحكم توزيع الأرباح
61	1- مدارس الفكر المختلفة فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح:

62	2-الإعتبرارات التي تحكم توزيع الأرباح
71	3-آليات توزيعات الأرباح
78	4- أشكال توزيعات الأرباح
90	المطلب الثالث: سياسة توزيع الأرباح
91	1- مفهوم سياسة توزيع الأرباح:
92	2- إستراتيجيات سياسة توزيعات الأرباح
93	3-أنواع سياسات توزيع الأرباح
96	4-البدائل المختلفة لسياسة توزيعات الأرباح
98	المبحث الثالث: تأثيرات سياسة توزيع الأرباح
98	المطلب الأول: القرارات المالية وسياسة توزيع الأرباح
98	1-تأثير القرارات المالية في تعظيم قيمة الشركة
100	2-سياسة التوزيع كقرار إستثماري
106	3-سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي
108	المطلب الثاني: تأثير سياسة توزيع الأرباح في تعظيم ثروة المساهمين
108	1-دوافع توزيع الأرباح على المساهمين
109	2-نظرية أصحاب المصلحة لـ <i>Michael C. Jensen</i>
110	3-مقاييس تعظيم ثروة المساهمين
114	المطلب الثالث: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الأسهم
114	1-تحديد القيمة السوقية للسهم
116	2-النماذج المستخدمة في تقييم الأسهم
121	3-نسب السعر كمدخل لتحديد القيمة: (Price Ratio)
123	المبحث الرابع: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح
123	المطلب الأول: المتغيرات المحددة لسياسة توزيعات الأرباح
131	المطلب الثاني: تفسير سياسة توزيع الأرباح في ظل فرض السوق الأمثل

131.....	1- تفسير سياسة توزيع الأرباح في حالة التأكد التام
135.....	2-تفسير سياسة التوزيع في ظل عدم التأكد.....
139.....	المطلب الثالث: نظريات أخرى مفسرة لسياسة توزيع الأرباح
153	خاتمة الفصل:
154	الفصل الثاني: تنوع الملكية.....
155.....	مقدمة الفصل
156.....	المبحث الأول: هيكل رأس المال.....
156.....	المطلب الأول: ماهية هيكل رأس المال.....
157.....	1-مفهوم هيكل رأس المال:
158.....	2-عناصر هيكل رأس المال
173.....	3-محددات هيكل رأس المال.....
177.....	المطلب الثاني: هيكل رأس المال المناسب للشركات.....
177.....	1-مفهوم هيكل رأس المال المناسب
178.....	2-إختيار هيكل رأس المال المناسب.....
188.....	المطلب الثالث: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال.....
188.....	1- النموذج الكلاسيكي لدراسة هيكل رأس المال
202.....	2- النظريات الحديثة لهيكل رأس المال
210.....	المبحث الثاني: الملكية
210.....	المطلب الأول: مفهوم الملكية
210.....	1-الأسهم العادية(<i>Common Stock</i>)
216.....	2- الأسهم الممتازة(<i>Preferred Stock</i>)
218.....	3- الأرباح المحتجزة(<i>Retained Earnings</i>)
220.....	المطلب الثاني: تكلفة أموال الملكية.....

220.....	1-تكلفة الأموال .
224.....	2- تكلفة أموال الملكية.....
230.....	3-مكانة أموال الملكية في الهيكل التمويلي
231.....	المطلب الثالث: المساهمون
231.....	1-تعريف المساهم
233.....	2-الحقوق المالية للمساهم.....
241.....	3-مبدأ تداول الأسهم
244.....	المبحث الثالث: هيكل الملكية .
244.....	المطلب الأول: مفهوم هيكل الملكية(<i>Ownership Structure</i>)
245.....	1-تعريف هيكل الملكية ومحدداته
252.....	2-الملكية المركزة (<i>concentrated ownership</i>):
256.....	3- الملكية المتنوعة <i>Ownership diversity</i>
256.....	المطلب الثاني: : علاقة هيكل الملكية بتحقيق حوكمة الشركات
257.....	1-مفهوم حوكمة الشركات ومحدداتها
268.....	2- تقسيم أنظمة الحوكمة في إطار هيكل الملكية
272.....	3-هيكل الملكية وتأثير طبيعة المساهمين في تفعيل آليات الحوكمة:.....
273.....	المطلب الثالث: هيكل الملكية وفق نظرية تكاليف الوكالة.....
273.....	1- مفهوم نظرية تكاليف الوكالة وفرضياتها
279.....	2-النماذج المفسرة لنظرية الوكالة.....
280.....	3- العلاقة بين نظرية تكاليف الوكالة وهيكل الملكية
283.....	المبحث الرابع: تنوع الملكية.....
283.....	المطلب الأول: مفهوم تنوع الملكية
283.....	1-تعريف الملكية المتنوعة
284.....	2-عناصر الملكية المتنوعة

287.....	المطلب الثاني: إستراتيجيات تنويع الملكية
287.....	1- إستراتيجية تنويع الملكية والرقابة داخل الشركات
294.....	2- إستراتيجية تنويع الملكية وفعالية الأداء المالي
307.....	المطلب الثالث: تنويع الملكية وسياسة توزيع الأرباح
307.....	1- تركيز الملكية وسياسة توزيعات الأرباح:
308.....	2- الملكية الإدارية وسياسة توزيع الأرباح
309.....	3- الملكية الحكومية وسياسة توزيع الأرباح
309.....	4- الملكية المؤسساتية وسياسة توزيع الأرباح
310.....	5- الملكية الأجنبية وسياسة توزيع الأرباح
311.....	خاتمة الفصل:
312	الفصل الثالث: تصميم ومنهجية الدراسة
313.....	مقدمة الفصل
314.....	المبحث الأول: تطور الأسواق المالية في دول الدراسة
314.....	المطلب الأول: السوق المالي التونسي
314.....	1- نبذة عن السوق المالي التونسي
316.....	2- تطورات البورصة التونسية:
325.....	3- مؤشرات حول ملكية الشركات المدرجة في السوق المالي التونسي
327.....	المطلب الثاني: السوق المالي المصري
327.....	1- نبذة عن السوق المالي المصري
329.....	2- تطورات البورصة المصرية
335.....	3- مؤشرات حول ملكية الشركات المدرجة في السوق المالي المصري
340.....	المطلب الثالث: السوق المالي المغربي
340.....	1- نبذة عن السوق المالي المغربي
347.....	2- تطورات بورصة الدار البيضاء

350.....	3-مؤشرات حول ملكية الشركات المدرجة في السوق المالي المغربي
356.....	المبحث الثاني: بيانات الدراسة.....
356.....	المطلب الأول: عينة الدراسة.....
361.....	المطلب الثاني: مصادر جمع البيانات.....
361.....	المطلب الثالث: التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة.....
365.....	المبحث الثالث: نموذج الدراسة.....
365.....	المطلب الأول: متغيرات الدراسة.....
369.....	المطلب الثاني: فرضيات الدراسة.....
370.....	المطلب الثالث: تقدير نموذج الدراسة.....
373.....	خاتمة الفصل:.....
374	الفصل الرابع: تحليل البيانات واختبار الفرضيات
375.....	مقدمة الفصل:.....
375.....	المبحث الأول: التحليل الإحصائي لدولة مصر.....
375.....	المطلب الأول: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة.....
377.....	المطلب الثاني: دراسة الارتباط بين متغيرات الدراسة.....
378.....	المطلب الثالث: تقدير نموذج الدراسة.....
384.....	المبحث الثاني: التحليل الإحصائي لدولة تونس.....
384.....	المطلب الأول: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة.....
386.....	المطلب الثاني: دراسة الارتباط بين متغيرات الدراسة.....
387.....	المطلب الثالث: تقدير نموذج الدراسة.....
392.....	المبحث الثالث: التحليل الإحصائي لدولة المغرب.....
392.....	المطلب الأول: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة.....

393.....	المطلب الثاني: دراسة الارتباط بين متغيرات الدراسة
394.....	المطلب الثالث: تقدير نموذج الدراسة
399.....	المبحث الرابع: نتائج فرضيات الدراسة ومناقشتها
402.....	خاتمة الفصل:
408	قائمة المصادر والمراجع
426	الملاحق:

مقدمة عامة

مقدمة عامة:

إن الإتجاه العام في الأدبيات المحاسبية يميل إلى تأكيد مفاد أنه من أهم الأهداف التي تسعى لها الشركات هي زيادة ثروة المساهمين من خلال تعظيم القيمة السوقية للشركة مع الأخذ بعين الاعتبار أصحاب المصالح الآخرين، ونظرا لأن هدف الشركة المتمثل في تعظيم ثروة المستثمرين من خلال الوصول بسعر السهم إلى أعلى مستوى ممكن وتنمية إستثماراتهم (Shehu, 2015). فإن تحقيق ذلك الهدف يتطلب إختيار سياسة مثلى لتوزيع الأرباح تحقق التوازن بين تعظيم قيمة الشركة من جهة وتعظيم الأرباح للمستثمرين من جهة أخرى.

وتعتبر القرارات المالية واحدة من أهم هذه القرارات التي تتخذها الشركة كونها تعكس قرارات استراتيجية لما لها من تأثير بالغ على مستقبلها، كما أنها تعكس السياسات المتبعة مثل سياسة الإستثمار وسياسة التمويل وسياسة توزيع الأرباح في سبيل بلوغ الأهداف المخطط لها، وتعد سياسة توزيع الأرباح واحدة من أهم القرارات المالية للشركة فقد حظيت بقسط كبير من الدراسات وانقسمت هذه الدراسات بين مؤيدة ومعارضة لها (Nimer & all, 2011) ونظرا لعلاقة سياسة توزيع الأرباح المباشرة مع المساهمين فهي تعتبر من أهم قضايا التمويل، فهي أحد القرارات الرئيسية التي تواجه الإدارة العليا كونها مسؤولة عن الإختيار بين قرار توزيع الأرباح على المساهمين وبالتالي انخفاض التمويل الذاتي للشركة وزيادة الحصة السوقية لأسهمها أو قرار احتجاز الأرباح من أجل زيادة مصادر التمويل وزيادة فرص الإستثمار المتاحة.

إن سياسة توزيع الأرباح في الشركات تحدد ذلك الجزء من الأرباح الذي يوزع على المساهمين وذلك الجزء الذي يتم إحتجازه، حيث ان الأرباح المحتجزة تعد مصدرا رئيسيا لتمويل الإستثمار والتوسيع في الشركات، ويعتبر قرار توزيع الأرباح من القرارات المالية الهامة لما لها من تأثير على قيمة الشركة في السوق وأهميتها بالنسبة للملاك، كما تقوم سياسة توزيع الأرباح بإعطاء إشارات للمستثمرين الحاليين والمحتملين حول وضعية وأداء الشركة، والتي تدرج في إطار ما يعرف بنظرية الإشارة والمحتوى المعلوماتي مما يجعل من هذه السياسة تحظى بأهمية بالغة عند مساهمي الشركة وإدارتها.

إذ يرى (Pindado & all, 2012) أن سياسة توزيع الأرباح تعاني في الشركات من بعض المشكلات تتمثل بتأثير مجموعة من العوامل ومن أهمها تركيبة هيكل المساهمين (هيكل الملكية) في إتخاذ قرار

توزيع الأرباح والحاجة إلى التوسع في الإستثمار ووضع السيولة، ويتوجب على إدارة الشركات الإلمام بتلك العوامل ودراستها عندما يتم إتخاذ القرار المناسب.

كما يرى (مخلوف، 2019) أن توزيعات الأرباح بالنسبة للمستثمرين هي مؤشر على كفاءة الإدارة في ادارة نشاطات الشركة، حيث لا يكون لدى المساهمين الوقت الكافي لمتابعة نشاطات الشركة بالتفصيل وبالتالي ينظرون إلى توزيع الأرباح على أنها مؤشر لمدى نجاح الشركة وأهم عوامل الربح الرأسمالي فكلما زادت قيمة الأرباح الموزعة للسهم من سنة الى أخرى زادت قيمة السهم ودل ذلك على فعالية أداء الشركة لدى المتعاملين في الأسواق المالية.

وركز البحث العلمي على سياسات التوزيع بشكل أساسي خلال السنوات الأخيرة الماضية بالرغم من أن سياسات التوزيع موجودة وتتطور لعدة قرون وهي نتيجة تطور مرتبط بالنشاط الإقتصادي والمالي. (Verhoustraeten Edouard, 2015)، ونتيجة لتلك التطورات تغيرت العوامل التي أثرت في التوزيعات مثل أشكال المنظمات، وتفضيلات المستثمرين، معلمات السوق والبيئة القانونية والتنظيمية التي قد تقيد بعض أشكال التوزيع أو المبالغ المتاحة للتوزيع.

وفي مفهوم لهيكل الملكية (*The Ownership Structure*) قامت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD بدراسة في دول مختلفة وجدت التالي: في الولايات المتحدة 46 في المائة من ملكيات الشركات تعود للشركات المالية المتخصصة مقابل 54 في المائة للأنواع الأخرى. وفي بريطانيا وجدت 68 في المائة مقابل 32 في المائة لمصلحة الشركات المالية، في إيطاليا وفرنسا كانت النسبة 8 في المائة للشركات المالية مقابل 92 في المائة للشركات غير المالية، التي تتضمن شركات غير مالية، أفراداً أو عائلات أو استثماراً أجنبياً فردياً ووصلت نتائجها إلى أن الخليط الذي يتشكل منه رأس المال المؤسس للشركات يؤثر في عمليات التصويت على إتخاذ القرار أكثر من التأثير في حركة النقد في الشركة. وصنف *La Porta & al(2000)* تركيبة هيكل الملكية في الشركات إلى واحد من خمسة أشكال، تتمثل في الملكية الفردية أو العائلية، الملكية الحكومية، الملكية التابعة للشركات المالية المتخصصة مثل البنوك، وشركات التأمين، وصناديق التقاعد، الملكية التابعة للشركات المساهمة المملوكة لعدد كبير من المساهمين وأخيراً الشركات ذات الملكية المتعددة.

ويعرف (حمدان وآخرون، 2016) هيكل الملكية على انه مجموع حصص رأس المال التي تمتلكها المجموعات والأفراد التي تشكل في مجموعها رأس مال الشركة، حيث أن هذه المجموعات المكونة لهيكل الملكية في الشركة والتي تتضمن الملكية الحكومية، الفردية، العائلية، ملكية مجلس الإدارة والملكية الأجنبية والمؤسساتية وغيرها من متغيرات هيكل الملكية تؤثر على أداء الشركة كما يؤثر أيضا على سلوك المستثمرين من خلال الإشارات التي تشير لها إختلاف تركيبة هيكل الملكية .

وهاته التركيبة من الهيكل لها إهتمامات ومصالح وأهداف وتأثيرات في القرارات الإدارية والمالية تختلف عن بعضها الآخر، مما جعل هيكل الملكية يكون من الأدوات الفاعلة في تطبيق قواعد حوكمة الشركات، والتي يقصد بها السياسات والقوانين الداخلية في الشركة التي تضمن حقوق ومصالح المدراء من جهة وحقوق المالكين من جهة أخرى، وبسبب مشكلة تضارب المصالح هذه فإن سياسة التوزيع المفضلة لدى المالكين والمدراء قد لا تتشابه، لذا يجب على مجلس الإدارة إختيار سياسة التوزيع المناسبة للطرفين التي تعظم سعر السهم ومنها ثروة المساهمين، والتي تقلل التكاليف على الشركة وزيادة حجم التداول فيها.(الطعاني، 2018)

وتنوع ملكية يمثل أحد العناصر التي تدرس ضمن إختيار السياسات المحاسبية، وكذلك حماية حقوق المساهمين وخصوصا صغار المساهمين من خلال تخفيض السلوك الإنتهازي الذي تمارسه الإدارة الذي ينشأ عنه ما يسمى بمشكلة الوكالة .ويرى بعض الباحثين أنه عندما تكون الملكية متنوعة فإن رقابة المساهمين على الإدارة تكون ضعيفة نتيجة لقلة حقوق المساهمين لان صغار المساهمين لن يهتموا بالإشراف على رقابة إدارة الشركة نتيجة تحملهم تكاليف عند قيامهم بهذه العملية، كما يرى البعض الآخر منهم أنه عندما يكون تركيز للملكية فإن كبار المساهمين سوف يلعبون الدور المهم في التأثير والرقابة على إدارة الشركة نتيجة لتملكهم نسبة كبيرة من أسهم الشركة.

وعلى ضوء مجموعة من الإصلاحات في سياسات الاستثمار التي إتخذتها دول شمال أفريقيا، والتي كانت تسعى إلى الاستدامة والتنوع للتمكن من تنمية الاستثمارات وتنشيط الأسواق المالية لهاته المنطقة، لا سيما في سياق جائحة كوفيد-19 والاضطرابات الاقتصادية العالمية الناجمة عنها، كانت التوجّهات السياساتية للاستثمار والإصلاحات في دول شمال إفريقيا عبارة عن تحديات مشتركة بالتركيز على أولويات الإصلاح والأخذ بعين الاعتبار مختلف الأبعاد السياساتية التي تؤثر على مناخ الاستثمار

والتركيز بشكلٍ كبيرٍ على كَيْفِيَّةِ استخدام الاستثمار الأجنبي خاصة كمحدد مهم من محددات تنويع الملكية لمساعدة صانعي السياسات في وضع أهم القرارات لجذب الاستثمارات التي تعزّز التنمية الشاملة والمستدامة.

وعليه وإنطلاقاً من مبدأ ضرورة الإلمام بموضوع أهمية تنويع الملكية وتأثيراتها على أهم القرارات المالية للشركات التي وهي سياسات توزيع الأرباح على المساهمين والمستثمرين، وخاصة في دول شمال إفريقيا لما له من أهمية لدراسة هذا الموضوع ومعطياته على الأسواق المالية في البلدان المجاورة، وعليه فقد خصص الفصل الأول لماهية سياسة توزيعات الأرباح وأهم النظريات المفسرة وتأثيراتها على قيمة الشركة وعلى ثروة المساهمين، أما الفصل الثاني فقد تم تخصيصه إلى نظريات هيكل رأس المال وتركيبه هيكل الملكية بمختلف جوانبها وعلاقتها بحوكمة الشركات وتكاليف الوكالة، الفصل الثالث كان حول دراسة ميدانية للأسواق المالية للدول محل الدراسة (مصر، تونس والمغرب) والفصل الأخير يتناول أهم النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة الإحصائية.

أولاً: إشكالية الدراسة

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات في الشركة ومن أهم القرارات التي تؤثر على المساهمين، ولدور هيكل الملكية وتنوعه في تحديد تلك السياسات وأثرها على قرارات المستثمرين في إتخاذ القرارات، قامت العديد من الدراسات بمعرفة تنويع الملكية وأثره على سياسة توزيع الأرباح في عدة دول مختلفة، وبسبب أن نسبة ملكية الشركات التي تقوم بتوزيع الأرباح في دول شمال إفريقيا تختلف من دولة لأخرى، جاءت هذه الدراسة لمعرفة أثر تنويع الملكية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لكل من دولة مصر، المغرب وتونس خلال الفترة (2014-2021)، حيث في ظل ما عرفته الظروف الإقتصادية للعالم بأسره من تحولات هامة خاصة في فترة جائحة كورونا وبعدها، تأتي هذه الأطروحة للبحث في الإشكالية التالية:

- هل يؤثر تنويع الملكية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لكل من دولة مصر، المغرب وتونس خلال الفترة (2014-2021)؟

وسيتم مناقشة هذه الإشكالية إنطلاقاً من الأسئلة الفرعية التالية:

- هل تؤثر الملكية الأجنبية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لكل من دولة مصر، المغرب وتونس خلال الفترة (2014-2021)؟
- هل تؤثر الملكية الفردية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لكل من دولة مصر، المغرب وتونس خلال الفترة (2014-2021)؟
- هل تؤثر الملكية الإدارية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لكل من دولة مصر، المغرب وتونس خلال الفترة (2014-2021)؟
- هل تؤثر الملكية المؤسساتية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لكل من دولة مصر، المغرب وتونس خلال الفترة (2014-2021)؟
- هل تؤثر الملكية العائلية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لكل من دولة مصر، المغرب وتونس خلال الفترة (2014-2021)؟
- هل تؤثر الملكية المركزة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لكل من دولة مصر، المغرب وتونس خلال الفترة (2014-2021)؟
- هل تؤثر الملكية الحكومية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لكل من دولة مصر، المغرب وتونس خلال الفترة (2014-2021)؟

ثانياً: أهمية الدراسة

تكمن أهمية هذه الدراسة في تحديد أثر تنوع نسب ملكية المساهمين على سياسة توزيع الأرباح في دول شمال إفريقيا، وباعتبارها أنها أولى الدراسات التي تناقش هذا الموضوع في هاته الدول، قمنا بدراسة سياسة توزيع الأرباح التي تعتبر من أهم القرارات المالية التي تتخذها الإدارة المالية والتي أصبحت حالياً تلقى إهتماماً كبيراً لما يستعمل فيها من أساليب علمية، والتي كذلك من أهم القرارات التي تؤثر على المستثمرين، كما تعتبر هذه الدراسة مهمة للمستثمرين وأصحاب المصالح في الشركات للدول محل الدراسة، لأنها تعطي معلومات عن كيفية توزيع الأرباح وكيف يحصل المستثمر على الأرباح، وماهي العوامل التي تتأثر بها هذه الأرباح وبالتالي ترشيد القرارات المالية المتخذة والإختيار الأنسب لهيكل رأس

المال للتحسين من سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لكل من دولة (مصر، المغرب، تونس) خلال الفترة (2014-2021).

ثالثا: أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر تنوع الملكية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لكل من دولة (مصر، المغرب، تونس) خلال الفترة (2014-2021)

وينبثق من الهدف الرئيسي الأهداف الفرعية التالية:

- دراسة مدى تأثير الملكية الأجنبية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لكل من دولة (مصر، المغرب، تونس) خلال الفترة (2014-2021).

- دراسة مدى تأثير الملكية الفردية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لكل من دولة (مصر، المغرب، تونس) خلال الفترة (2014-2021).

- دراسة مدى تأثير الملكية الإدارية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لكل من دولة (مصر، المغرب، تونس) خلال الفترة (2014-2021).

- دراسة مدى تأثير الملكية المؤسسية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لكل من دولة (مصر، المغرب، تونس) خلال الفترة (2014-2021).

- دراسة مدى تأثير الملكية العائلية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لكل من دولة (مصر، المغرب، تونس) خلال الفترة (2014-2021).

- دراسة مدى تأثير الملكية المركزة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لكل من دولة (مصر، المغرب، تونس) خلال الفترة (2014-2021).

- دراسة مدى تأثير الملكية الحكومية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لكل من دولة (مصر، المغرب، تونس) خلال الفترة (2014-2021).

رابعا: صعوبات البحث

واجهت الدراسة بعض الصعوبات، أهمها عدم توفر إفصاح مفصل عن نسب ملكية مساهمي الشركات المدرجة في الأسواق المالية محل الدراسة، خاصة دولة مصر التي تجد مواقع معلوماتها هي مواقع تحتاج

إلى إشتراكات مالية للإفصاح وبالتالي كانت هناك صعوبة كبيرة في جمع البيانات، فأصبح من الضروري الإتصال بأطراف مساعدة للحصول على البيانات المالية الخاصة بنسب الملكية.

- كانت هناك إختلافات في مؤشرات التعبير عن التنوع في الملكية بين البلدان محل الدراسة، مما جعلنا نقوم بدراسة كل دولة على حدى (عدم تجانس في عينة الدراسة).

- قلة البيانات، حيث أن بعض الشركات تجدها مفصلة وبعض الشركات تجد سنوات الدراسة وأخرى لا تجدها بالإضافة إلى أن جائحة كورونا جعلت الكثير من الشركات لا تصدر تقاريرها السنوية في وقتها المعتاد مما جعل هذا كله ينصب في صعوبة جمعنا للبيانات وعدم تمديد فترة الدراسة .

خامسا: هيكل الدراسة

تضمنت الدراسة أربعة فصول، حيث خصص الفصل الأول للتعرف على مفهوم توزيعات الأرباح وأهم شروطها ودوافعها بالإضافة إلى أهم النظريات التي فسرت سياسة توزيعات الأرباح وتأثيرها على القيمة سواء تعظيم قيمة المساهمين أو تعظيم قيمة أسهم الشركات.

أما الفصل الثاني فهو يعرف هيكل رأس المال وتركيبته المختلطة سواء الملكية المركزة أو المتنوعة، باعتبار هيكل الملكية من أهم أبعاد الحوكمة وله علاقة مباشرة بإستراتيجيات الرقابة الفعالة وفعالية الأداء المالي والتأثير على أهم القرارات المالية (قرار توزيع الأرباح).

فيما يخص الفصل الثالث يوضح الإطار المنهجي للدراسة، ويعالج أهم التطورات التي عرفت الأسواق المالية للدول محل الدراسة وأهم نسب ملكية مساهمي الشركات المدرجة فيها، منهجية وعينة الدراسة، فرضياتها، الأساليب والأدوات المستخدمة في البحث، وتقدير نموذج الدراسة.

أما الفصل الرابع فهو يحتوي على الوصف الإحصائي لعينة الدراسة وأهم النتائج المتوصل إليها من خلال تحليل مدى تأثير كل عنصر من عناصر تركيبية هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح، لمحاولة فهم السياسات والقرارات المالية للشركات المدرجة في السوق المالي للدول محل الدراسة وإسقاطها على دول شمال إفريقيا التي بالتأكيد تكون لها تقريبا نفس البيئة الإقتصادية ونفس المعطيات والظروف لنصل في الأخير إلى تقديم إقتراحات غالبا ما نجد من يسعى لأخذها بعين الإعتبار من الدول المجاورة ويطبقها عمليا.

سادسا: الدراسات السابقة

نظرا لقلّة الدراسات العربية المتوفرة حول الموضوع محل الدراسة، حيث تناولت أغلب الدراسات الأجنبية المتوفرة الموضوع من جانب هيكل الملكية وتأثيرها على سياسة توزيع الأرباح، مما جعلنا نحاول الربط بين هيكل الملكية الذي بمفهومه هو تنوع ملكيات مساهمي الشركات وموضوعنا الذي يدرس تنوع الملكية والذي ينصب في نفس عناصر هيكل الملكية، فإننا حاولنا قدر الإمكان بتناول تلك الدراسات التي تقترب من إشكالية بحثنا وتوجه دراستنا وأهدافها، والتي حاولنا تلخيصها كمايلي:

الباحث والسنة	بلد الدراسة	عنوان الدراسة	الأسلوب والعينة	النتائج
Khaled A. Alharahsheh (2020)	عمان	<i>Relationship Between Ownership Concentration and Dividend Policy in Jordanian Capital Market</i>	تم جمع بيانات سنوية ل 37 شركة متداولة في بورصة عمان المستخدمة خلال الفترة (2011-2017). تم استخدام مقياس Spearman's rho، ونوذج التأثيرات الثابتة المجمع ونموذج التأثيرات العشوائية	وجود علاقة إيجابية ذودلالة إحصائية بين توزيعات أرباح الشركة و: الملكية المؤسسية، قيمة الأسهم، التدفق النقدي الحر، حجم الشركة، نسبة السوق إلى القيمة الدفترية
Andi Duqi a, Aziz Jaafar b, Mohammed H. Warsame (2019)	16 دولة	<i>Payout policy and ownership structure: The case of Islamic and conventional banks</i>	استخدام عينة من المؤسسات المالية الإسلامية والتقليدية الموجودة في 16 دولة ((البحرين، بنغلاداش، مصر، أندونيسيا، الأردن، الكويت، لبنان، ماليزيا، عمان، باكستان، قطر، العربية السعودية، السودان، تونس، تركيا والإمارات) للفترة من 2000 إلى 2015 وتم تحليل البيانات بطريقة العزوم المعممة (GMM)	وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية معنوية إحصائيا بين الملكية الأجنبية وسياسة توزيع الأرباح حيث يارتفع نسبة مساهمة المستثمرين الأجانب في رأس مال المؤسسات ترتفع الأرباح الموزعةو بالإضافة إلى أن الملكية الحكومية لها آثار سلبية على توزيعات الأرباح في كلا النوعين من البنوك، وهو ما يتماشى مع تفضيل

<p>الحكومات لاستقرار البنوك. أما فيما يتعلق بملكية الأسرة، فإن التأثير سلبي على البنوك التقليدية ولكنه إيجابي الإسلامية، بما يتفق مع نظرية الوكالة.</p>				
<p>توصلت النتائج إلى وجود علاقة إيجابية بين كل من الملكية المؤسسية والملكية الإدارية والملكية الأجنبية مع سياسة توزيع الأرباح. وجود علاقة سلبية بين نسبة تركيز الملكية وسياسة توزيع الأرباح</p>	<p>تم جمع البيانات من التقارير السنوية لـ 63 شركة من الشركات المالية المدرجة في بورصة عمان في الفترة (2014-2016)</p>	<p><i>Ownership Structure and Dividends Policy: Emerging Market Evidence</i></p>	<p>الأردن</p>	<p>Obaidat (2018)</p>
<p>وكانت النتائج أن الشركات المتنوعة الملكية حققت أداءً أفضل من الشركات المركزة الملكية خلال الفترة الأخيرة من الأزمة المالية العالمية وكان مستوى التنوع مرتبطاً إيجابياً وخطياً بالأداء .</p>	<p>تم جمع بيانات ما يقرب من 4000 شركة صينية خاصة، حيث تم جمع البيانات في دراسة استقصائية للشركات الخاصة الصينية التي أجريت في عام 2010 من قبل إدارة عمل الجبهة المتحدة للجنة المركزية لحزب الصين الشيوعي</p>	<p><i>Diversification strategy, Ownership structure, and financial crisis: performance of Chinese private firms</i></p>	<p>الصين</p>	<p>Na shen, Kevin Au, Lan yi (2018)</p>
<p>وكانت النتائج تشير إلى أن الشركات ذات نسب ملكية إدارية وعائلية مرتفعة، يدفع فيها</p>	<p>تحاول هذه الدراسة فحص تأثير هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح لـ 102 شركة فرنسية مدرجة في مؤشر SBF1201 مقابل</p>	<p><i>Does ownership structure affect dividend policy? A panel data analysis for the</i></p>	<p>فرنسا</p>	<p>Wissem Daadaa, Fathi Jouini (2018)</p>

المساهمون أرباحًا أقل	فترة خمس سنوات من 2010 إلى 2014 بإجمالي 510 ملاحظة، وتم تحليلها بنماذج البنابل	<i>French market</i>		
وجود علاقة عكسية بين سياسة توزيع الأرباح وكل من الملكية الإدارية والملكية العائلية والملكية المؤسسية	تم جمع البيانات من التقارير المالية السنوية لـ 100 شركة من الشركات المدرجة في سوق السعودية المالي في الفترة (2012-2015)، وتحليلها باستخدام تحليل الإنحدار المتعدد	<i>The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy the Evidence from Saudi Arabia</i>	السعودية	<i>Al-Qahtani & Ajina (2017)</i>
وجود علاقة إيجابية بين الملكية الحكومية ونسبة توزيع الأرباح. وجود علاقة إيجابية بين الملكية الأجنبية ونسبة توزيع الأرباح. وجود علاقة سلبية بين الملكية العائلية وسياسة توزيع الأرباح.	تم جمع البيانات من التقارير المالية السنوية لـ 710 شركة من الشركات المدرجة في سوق أندونيسيا المالي خلال الفترة (2006-2012) وقد تم تحليلها باستخدام التحليل الوصفي ونموذج التأثير الثابت ونموذج التأثير العشوائي	<i>Ownership structure and dividend policy in Indonesia</i>	أندونيسيا	<i>Setiawan & ALL (2016)</i>
الملكية الإدارية وتركز الملكية لهما تأثير سلبي على سياسة توزيع الأرباح. الملكية المؤسسية لها تأثير إيجابي على سياسة توزيع الأرباح.	تم جمع البيانات لـ 10 بنوك مدرجة في السوق المالي النيجيري في الفترة (2010-2014)، وقد تم استخدام تحليل الإنحدار (Tobit) لإختبار البيانات	<i>Ownership Structure and Dividend Policy of Listed Deposit Money Banks in Nigeria</i>	نيجيريا	<i>Ibrahim & Shuaibu (2016)</i>

<p>الملكية الأجنبية لا تؤثر على سياسة توزيع الأرباح في البنوك النيجيرية المدرجة</p>				
<p>وجود علاقة قوية إيجابية بين الملكية المؤسسية ونسبة توزيع الأرباح وعائد الأرباح وجود علاقة إيجابية بين العائد على الأصول والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية مع كل من نسبة توزيع الأرباح والعائد من توزيعات الأرباح</p>	<p>تم جمع البيانات من قواعد البيانات (Thomson) و(Eikon) ل 284 شركة من الشركات المدرجة في سوق ستوكهولم المالي لافترة (2010-2015)، وقد تم إستخدام تحليل الإنحدار المتعدد لتحليل البيانات وإيجاد المتوسطات والإنحرافات للمتغيرات المستقلة والتابعة</p>	<p><i>Ownership structure's effect on dividend policy: Evidence from Publicly Listed Swedish firms</i></p>	<p>السويد</p>	<p>Lundgren& Lantz (2016)</p>
<p>وجود علاقة طردية بين سياسة توزيع الأرباح والملكية الأجنبية. عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وكل من الملكية الفردية والملكية المؤسسية</p>	<p>تم جمع البيانات من التقارير المالية السنوية للشركات المدرجة في السوق الماليزي في الفترة مابين (2010-2014) وقد تم تحليلها بإستخدام تحليل الإنحدار المتعدد</p>	<p><i>Impact of Ownership Structure on Dividend Payout Policy: An Empirical Study on Listed Plantation Companies in Sri Lanka</i></p>	<p>سيرلانكا</p>	<p>Balagobei& Thiruchenthumathan (2016)</p>
<p>وجود علاقة إيجابية بين حجم الشركة ونسبة توزيع الأرباح وجود علاقة سلبية بين نسبة ملكية المدراء المستقلين وسياسة توزيع الأرباح</p>	<p>تم جمع البيانات من التقارير السنوية للشركات ل 164 شركة من الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا في عام 2013، وقد تم تحليلها بإستخدام تحليل الإنحدار المتعدد</p>	<p><i>The Relationship between Dividend Payout Ratio and Outside Directors among Malaysian Public Listed Companies</i></p>	<p>ماليزيا</p>	<p>Shehu& all (2015)</p>

<p>زيادة تركيز الملكية يزيد من نسبة الأرباح النقدية وجود علاقة عكسية بين الملكية الأجنبية ونسبة توزيع الأرباح زيادة الملكية الإدارية تقلل من نسبة توزيع الأرباح</p>	<p>تم جمع البيانات من التقارير المالية السنوية للشركات ل 271 شركة من شركات قطاع البنوك وقطاع العقارات المدرجة في سوق إسطنبول في الفترة (2004- 2011) وقد تم تحليلها باستخدام أسلوب الإنحدار المتعدد</p>	<p><i>The Relationship between Ownership Structure and Dividend: An Application in Istanbul Stock Exchange</i></p>	<p>تركيا</p>	<p>Saking& Gungor (2015)</p>
<p>وجود علاقة طردية بين الملكية المؤسسية ونسبة توزيع الأرباح. وجود علاقة عكسية بين الملكية الإدارية ونسبة توزيع الأرباح</p>	<p>تم جمع البيانات من التقارير المالية السنوية ل 8 شركات مدرجة في السوق النيجيري في الفترة (2001-2010) وقد تم تحليلها باستخدام الأسلوب الوصفي التحليلي وتحليل الارتباط وتحليل الإنحدار الخطي</p>	<p><i>Ownership Structure and Dividend Policy of Conglomerate Firms in Nigeria</i></p>	<p>نيجيريا</p>	<p>Miko& Kamardin (2015)</p>
<p>الملكية الأجنبية والملكية الحكومية تشير إلى توزيعات أقل من الأرباح. الملكية العائلية والملكية المؤسسية والملكية الأقلية ليس لها تأثير ملحوظ على سياسة توزيع الأرباح.</p>	<p>تم جمع البيانات من التقارير المالية السنوية ل 264 شركة من الشركات المدرجة في سوق أسطنبول المالي للفترة (2003- 2012) وقد تم تحليلها باستخدام تحليل الإنحدار</p>	<p><i>The effect of ownership structure on dividend policy: Evidence from Turkey</i></p>	<p>تركيا</p>	<p>Al-Najjar& Kilincarslan (2015)</p>
<p>وجود علاقة إيجابية بين تركيز الملكية والملكية الحكومية وملكية كبار المستثمرين مع سياسة</p>	<p>تم جمع البيانات من التقارير المالية السنوية ل 3500 شركة من الشركات المدرجة في سوق شنغهاي في الفترة (2007- 2011) وقد</p>	<p><i>Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from China</i></p>	<p>الصين</p>	<p>Thanatawee (2014)</p>

تم تحليلها باستخدام التحليل الوصفي	توزيع الأرباح. وجود علاقة سلبية بين سياسة توزيع الأرباح وكل من الملكية المؤسسية والملكية الأجنبية			
تم جمع البيانات من التقارير المالية السنوية لـ 100 شركة من الشركات المدرجة في سوق مومباي المالي في الفترة (2003-2013) وقد تم تحليلها باستخدام تحليل الارتباط والتحليل الوصفي	الشركات ذات الملكية الأجنبية تزداد فيها نسبة الأرباح. الشركات التي فيها العائد على حقوق المساهمين عالي يكون فيها نسبة توزيع الأرباح مرتفعة	<i>Ownership Structure and Dividend Policy: Indian Evidence</i>	الهند	Shukla (2014)
تم جمع البيانات من التقارير المالية لـ 319 شركة من الشركات المدرجة في سوق أندونيسيا المالي في الفترة (2006-2010) وقد تم تحليلها باستخدام تحليل الانحدار المتعدد ونموذج التأثير الثابت	الشركات ذات الملكية الأجنبية والعائلية وكذا الملكية المركزة لها تأثير ذو قيمة على قيمة الشركة تنوع الملكية له تأثير سلبي على مشكلة الوكالة	<i>Diversification strategy, Ownership Structure, and Firm Value: a study of public-listed firms in Indonesia</i>	أندونيسيا	Brahmana.R.K , Setiawan .D & Hooy. Chee Wooi (2014)
تم جمع البيانات من التقارير المالية السنوية لـ 13 شركة من شركات المعلومات وشركات الإتصالات وشركات النقل المدرجة في سوق كراتشي المالي في الفترة (2007-2011) وقد تم تحليلها باستخدام التحليل الوصفي وتحليل الارتباط	عدم وجود علاقة قوية بين حجم مجلس الإدارة وسياسة توزيع الأرباح	<i>Ownership structure and dividend policy</i>	باكستان	Arshad& all (2013)
تم جمع البيانات من التقارير المالية السنوية لـ 457 شركة من	وجود علاقة طردية بين كل من الملكية	<i>Ownership Structures and Dividend Policy -</i>	الهند	Shama& Wadhwa

المؤسسية والملكية الأجنبية وسياسة توزيع الأرباح	الشركات المدرجة في سوق بومباي المالي في الفترة (2003-2012) وقد تم تحليلها باستخدام تحليل الإنحدار المتعدد	<i>A Study of Bombay Stock Exchange-500</i>		(2013)
وجود علاقة طردية بين كل من الملكية المؤسسية ونسبة تركيز الملكية وسياسة توزيع الأرباح وجود علاقة عكسية بين الملكية الأجنبية وسياسة توزيع الأرباح	تم جمع البيانات من التقارير المالية السنوية ل 1927 شركة من الشركات المدرجة في سوق تايلند المالي في الفترة (2002-2010) وقد تم تحليلها باستخدام التحليل الوصفي والتحليل متعدد المتغيرات وتحليل الإنحدار (Tobit)	<i>Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Thailand</i>	تايلند	<i>Thanatawee (2013)</i>
وجود علاقة طردية بيم الملكية المؤسسية وسياسة توزيع الأرباح الملكية الإدارية لها تأثير سلبي على سياسة توزيع الأرباح، في حين تبين أن الملكية الإدارية لها تأثير إيجابي قوي على سياسة توزيع الأرباح	تم جمع البيانات من التقارير المالية السنوية ل 35 شركة من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي في الفترة (2005-2010) وقد تم تحليلها باستخدام التحليل الوصفي	<i>The Effect of Ownership Structure on Dividends Policy in Jordanian Companies</i>	الأردن	<i>Al-Nawaiseh (2013)</i>

ولاحظنا من خلال تطرقنا لهاته الدراسات انها سلطت الضوء على أهمية الخليط الذي يتشكل منه رأس المال المؤسس للشركات والذي يؤثر في عمليات اتخاذ القرارات المالية سواء كان تأثير زيادة نسبة توزيعات الأرباح (علاقة طردية) أو تأثير سالب (علاقة سلبية) بما يخدم مصلحة الشركة والأهداف المستقبلية المخطط لها ضمن إصلاحات وسياسات لزيادة إستقطاب أهم عنصر في تركيبة هيكل الملكية مثل الملكية الأجنبية أو المؤسساتية أو التخلي عنه، وبما يخدم مصلحة وتعظيم ثروة المساهمين.

الفصل الاول:

سياسة توزيعات الأرباح

الفصل الأول: سياسة توزيعات الأرباح

مقدمة الفصل

تعتبر الأرباح عنصر هام في القوائم المالية فهي تعكس الوضع الحالي والمستقبلي للشركة، وتختلف القرارات التي تبنى على معلومات الأرباح حسب اختلاف مستخدمي القوائم المالية، فالمساهمون ينظرون إلى الأرباح كمقياس لأداء الشركات وفعالية المديرين، أما المقرضين يعتمدون على عنصر الأرباح لاتخاذ القرارات الائتمانية، أما المستثمرون فإنهم يعتمدون على الأرباح لتقييم استثماراتهم من خلال ما تحتويه الأرباح الحالية من قدرة تنبؤيه باستمرارية الأرباح في الفترات المستقبلية، أما المحللون الماليون فيصنفونها في مقدمة المدخلات الأساسية اللازمة لعملية اتخاذ القرارات .

وتعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التمويلية في الشركات نظرا لعلاقتها المباشرة بالمساهمين وإنعكاساتها على سعر السهم في السوق، حيث تتعلق بقرار تقسيم ارباح الشركة الصافية ما بين أرباح موزعة على المساهمين، وأرباح محتجزة، وطبقا لنماذج تسعير الأسهم فإن سعر السهم بسوق الأوراق المالية يتأثر بسياسة توزيع الأرباح التي تتبناها الشركة ومن جانب آخر يتأثر سعر السهم أيضا بمعدل نمو الشركة والذي يتأثر بدوره وبصورة مباشرة بمقدار الأرباح التي يتم إحتجازها وإعادة إستثمارها في الشركة.

ونظرا لأن هدف الشركة يتمثل في تعظيم ثروة المساهمين من خلال الوصول بسعر السهم إلى أعلى مستوى ممكن، فإن تحقيق ذلك يتطلب إختيار سياسة توزيع الأرباح التي تحقق التوازن بين مقدار العائد الذي يتم توزيعه على المساهمين وبين معدل النمو في الأرباح.

ونسعى في هذا الفصل إلى تبيان وضبط مفاهيم الأرباح في الفكر الحديث للإدارة المالية من جهة وكذا سياسة توزيع الأرباح وأنواعها وأشكال التوزيعات فيها، حيث سيتم معالجة هذا الفصل من خلال التعرض لأربعة مباحث اساسية:

- المبحث الأول: أرباح الشركات.
- المبحث الثاني: سياسة توزيع الأرباح
- المبحث الثالث: تأثيرات سياسة توزيع الأرباح.

•المبحث الرابع: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح.

المبحث الأول: أرباح الشركات

لقد بينت الأدبيات المالية أن هناك تباين في وجهات النظر المطروحة حول أرباح الشركات، حيث قامت العديد من الدراسات بتحديد مختلف العوامل المؤثرة في الأرباح من قبل المديرين، وذلك بسبب علاقتهم المباشرة بإعداد التقارير المالية والتي تتيح لهم الفرصة للتأثير على حجم الأرباح المفصح عنها في تلك التقارير بما يحقق مصالحهم الشخصية أو مصالح شركاتهم، إما بتخفيض صافي الربح من أجل تهرب الشركة من الضرائب وتجنب التكاليف ومخاطر سيطرة الشركات الاخرى التي تنشأ جراء الاعلان عن أرباح عالية، أو إستخدام المرونة في السياسات المحاسبية لتعظيم رقم صافي الأرباح والتأثير على سعر السهم وهذا ما سنتطرق إليه لاحقا.

المطلب الأول: ماهية الأرباح

إن الربح هو المؤشر الذي يساعد في توجيه وتخصيص الموارد في الأسواق الرأسمالية، وفي الواقع أن القيمة النظرية لأسهم الشركة عبارة عن القيمة الحالية لأرباحها المستقبلية، وعليه فالزيادة في هذه الأرباح انعكاس على زيادة قيمة الشركة، بينما يدل تراجع الأرباح على التراجع في هذه القيمة، ونذكر فيما يلي بعض التعاريف للأرباح:

1- مفهوم الأرباح

الربح هو مؤشر لتقييم أداء الشركات يعتمد الكثير من مستخدمي القوائم المالية، لما تمثله الأرباح من إنعكاسات للإجراءات المحاسبية التي تعكس الأداء المالي لها، إلا أن الإعتماد على الأرباح من قبل أصحاب المصالح عند إتخاذ القرارات لايعني إتخاذ قرارات رشيدة ويرجع ذلك إلى أن صافي الربح في حد ذاته يؤدي إلى إغفال ما تحتويه بنود المستحقات من معلومات لها تأثير على عملية إتخاذ القرارات (Cho, 2019, p. 3)

الربح هو هدف إستراتيجي، حيث تكون ادارة الشركات مسؤولة عن زيادة ثروة أصحاب المصالح وتعظيم قيمة الشركات، وفي سبيل ذلك تسعى الشركات جاهدة لإيجاد الفرص والبدائل الإستثمارية التي تحقق الربح الأعلى، ونظرا لمحدودية الموارد الداخلية للشركات وعدم كفايتها، تعمل الشركات على

إيجاد موارد إضافية تساعد على إستغلال الفرص المتاحة، وهو الأمر الذي ينتج عنه خليط تمويلي من مصادر داخلية وخارجية (Ardillah, 2018, p. 62).

يعتبر الربح هو زيادة قيمة مبيعات الشركة من السلع والخدمات على تكاليف عوامل الإنتاج المستخدمة في إنتاج السلعة أو الخدمة . فالربح يمثل النتيجة النهائية لأي نشاط اقتصادي وهو الفرق الزائد بين التكلفة والدخل لعملية خلال فترة ما . (إريس، 2017، صفحة 73)

ونفرق بين نوعين من الأرباح:

-الربح الإجمالي: هو الإيراد من المبيعات مطروحا منه تكلفة البضاعة المباعة.

- الربح الصافي: يعادل مجموع الإيرادات مطروحا منه مجموع المصاريف

وتعرف الإدارة المالية الربح على انه ذلك الربح الذي لا يقل في مستواه عن مستوى الإرباح التي يتم تحقيقها في المشاريع المماثلة والتي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر، ولتحقيق هدف الربح لابد للمدير المالي أن يحصل على الأموال المطلوبة بأقل ما يمكن من التكاليف والمخاطر واستثمار هذه الأموال بطريقة تمكن الشركة وكوحدة واحدة من تحقيق عائد لا يقل في مستواه عما يستطيع أصحاب الأسهم فيها(مالكيها) تحصيله من استثمار أموالهم في مشاريع أخرى تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر (عباس، 2016، صفحة 2).

▪ ولقد تعرض علماء الاقتصاد للربح عند حديثهم عن نظرية التوزيع ونظرية الربح إلى: (غربي، 2013، صفحة 32)

1.1 مفهوم الأرباح في نظرية التوزيع

حيث تشتمل نظرية توزيع الدخل على قسمين رئيسيين هما:

- ❖ التوزيع الشخصي: يختص بتوزيع ملكية عناصر الإنتاج في المجتمع
- ❖ التوزيع الوظيفي: يختص بتوزيع الدخل الوطني بين عناصر الإنتاج بناء على الوظيفة التي يؤديها كل عنصر في العمليات الإنتاجية.

إن التحليل الاقتصادي خصص الربح لأصحاب التنظيم حيث يحصل المنظم الذي ينظم ويشارك في العملية الإنتاجية على عائد يتمثل في الربح، ولا تدخل فيه العوائد المحققة من عناصر الإنتاج الأخرى،

في حين قام بتقسيم عناصر الإنتاج إلى الأرض التي يحصل أصحابها على الربح، العمل ويحصل العمال على أجور ورأس المال الذي يحصل أصحابه على الفائدة.

2.1 مفهوم الأرباح في نظرية الربح

الربح هو زيادة في العائد الناشئ عن المخاطرة، حيث يحصل المسير على الربح بسبب تحمله المخاطرة، ففي تحمله لمخاطر الابتكارات وظروف عدم التأكد يكمن استحقاقه للربح. وهو العائد الاقتصادي الخاص بخدمات عناصر الإنتاج المملوكة لصاحب الشركة التي ساهم بها في العملية الإنتاجية بعد الاقتطاعات المحاسبية ويقدر هذا العائد بتكلفة الفرصة البديلة لتلك الخدمات، أي مقدار الأجور والربح والفائدة التي كان يمكنه الحصول عليها لو أنه قام بتأجير عمله أو أرضه أو اقراض ماله إلى الغير، ولكنه استغل هذه الخدمات في الشركة الخاصة به وما يتبقى بعد ذلك هو ما يعتبر ربحا.

ويفرق التحليل الاقتصادي بين الربح العادي والربح غير العادي انطلاق من فرضية المنافسة الكاملة، التي تجعل الربح يميل في الأجل الطويل إلى أن يتساوى مع التكاليف. والربح العادي هو أدنى ربح ممكن يبقى المستثمر في استثماره، وما زاد عن ذلك فهو ربح غير عادي.

2- مقارنة بين الربح في المنظور الاقتصادي والربح في المنظور المحاسبي

من الانتقادات التي يوجهها الاقتصاديون للمحاسبين اعتمادهم على مبدأ التكلفة التاريخية وإغفالهم حساب تكلفة الفرصة البديلة (أي النفقات الضمنية) عند احتساب الأرباح، كما يمكن أن تظهر الدفاتر المحاسبية للشركة أرباحا في بعض الأحيان، في الوقت التي تكون فيه الأرباح غير معتبرة من الناحية الاقتصادية. لذا قد يلتقي الربح بمنظوره الاقتصادي مع الربح بمنظوره المحاسبي في بعض الجوانب، ويختلف معه في جوانب أخرى وذلك ما سوف يوضحه الجدول التالي:

جدول 1: أوجه الاختلاف والاتفاق بين الربح في المنظور الإقتصادي والمنظور المحاسبي

عنصر المقارنة	الربح في المنظور الإقتصادي	الربح في المنظور المحاسبي
أوجه الاتفاق	يتحدد الربح عن طريق الفارق الإيجابي بين الإيرادات والنفقات. إرتباط الإيرادات بالسلع والخدمات المنتجة. إرتباط النفقات بتكلفة الحصول على الإيرادات. عائد ناتج عن جميع الأنشطة الإستثمارية.	
تحقق الإيراد	يتحقق بمجرد الإنتاج	يتحقق بالبيع
عناصر النفقة	تتكون من جميع النفقات الفعلية(الظاهرة) والمحاسبية(الضمنية)	جميع النفقات المسددة فعلا أو المستحقة دون النفقات الضمنية
أثر تقلبات الأسعار	يأخذ تقلبات الأسعار في الإعتبار	يأخذ بمبدأ التكلفة التاريخية
الربح مكافئة عن:	المخاطرة	رأس المال المملوك العمل المخاطرة

المصدر: (غربي، 2013، صفحة 35)

3-تقييم الشركة بواسطة الأرباح

تعادل قيمة الشركة بموجب هذا الأسلوب رسمة سلسلة من الأرباح الصافية الحقيقية المتوقعة على مدى عدد معين من السنوات والربح المستخدم أو القدرة الإيرادية الصافية الحقيقية (*net earning power*)، يحصل من خلال صافي الربح الذي تقرره الشركة، وإن قيمة العائد تعبر عن القيمة الحالية لجميع الأرباح الصافية التي يمكن إستلامها على مدى فترة محددة وإستنادا إلى ذلك فإنه يمكن إيجاد علاقة تتضمن عاملين لإحتساب قيمة العائد (المردود) هما معدل الرسمة والربح كما يلي: (العامري و آخرون، 2020، صفحة 296)

$$RV = \frac{100}{c} \times NB$$

حيث أن:

RV: قيمة العائد(المردود)

\bar{C} : معدل الرسملة

NB: صافي الربح

غير أن هذه القاعدة يجب أن تحدد بدقة من ناحية إحتساب هذه القيمة في الإستعمال الداخلي للشركة أو إحتسابها لأغراض المساهمين والمستثمرين، فإذا كان إحتساب القيمة لأغراض الإستعمال الداخلي للشركة فإن الربح المعتمد يكون من حساب النتيجة(كشف الدخل)، ومعدل الرسملة سيكون معدل الفائدة المطبق في سوق السندات، أما إذا كان إحتساب القيمة لأغراض المساهمين والمستثمرين فإن الربح المعتمد سيكون متوسط الربح الموزع خلال السنوات الأخيرة ومعدل الرسملة المعتمد سيكون أعلى من المعدل السابق الذكر للأخذ في الحسبان الأخطار المتوقعة.

وفي حالة تحميل الربح بأعباء أخرى ناجمة عن تحميله بإندثار إضافية فإن بعض المتخصصين يفضل صافي التدفق النقدي محل الربح، ولكن يتعين إستخدام معدل رسملة أكثر إرتفاعاً لكي لا تحصل زيادة مصطنعة في قيمة الربحية.

المطلب الثاني: جودة الأرباح

إن مفهوم جودة الأرباح يمثل دالة للاختلاف بين الربح المحاسبي المفصح عنه والربح الاقتصادي للوحدة الاقتصادية، وينتج هذا الاختلاف من التسجيل والقياس للأحداث المالية استناداً إلى المبادئ المحاسبية المقبولة GAAP التي قد تتأثر بالتقديرات من الإدارة.

وقد اشار Richardson الى ان مفهوم جودة الأرباح يمكن تحقيقه من خلال مدى قدرة الأرباح الحالية على الإستمرار في الفترات المستقبلية، فكلما تمتعت الأرباح بالإستمرارية أكثر فإن ذلك يشير إلى ارتفاع مستوى جودة الأرباح، وهو المفهوم الذي يعبر عن الأرباح الفعلية التي تم تحقيقها خلال الفترة، ويمثل مدى إستمرارية تدفق الأرباح الحالية في الفترات المستقبلية، كما يعد مؤشر جيد في تقييم الأداء الحالي والمستقبلي للشركة. (Richardson & all, 2005, p. 53)

1- مفهوم جودة الأرباح:

وانسجاما مع التصورات السابقة لمفهوم جودة الأرباح فقد بين *Penman* بأن جودة الأرباح تتمثل في القدرة التنبؤية للأرباح في المستقبل وفي قدرتها كذلك على التعبير عن الأداء الحقيقي للشركة واستمراريتها في المستقبل، وبالتالي أن جودة الأرباح إنما هي قدرة الأرباح المفصح عنها في التعبير عن الأداء الحقيقي للشركة والتنبؤ بالأرباح المستقبلية، حيث أن جودة الأرباح تتمثل في استمرارية وعدم تذبذبها. (Penman, 2003, p. 9)

- وتعرف على أنها: " قدرة الأرباح الحالية بالتنبؤ بالأرباح المستقبلية للوحدة (كرار، 2016، صفحة 149)

- " هي قدرة الأرباح المفصح عنها على التنبؤ بالأرقام المستقبلية للشركة" (حمدان، 2011، صفحة 416)

- هي الأرباح التي تتصف بالخصائص الرئيسية للمعلومات المحاسبية المرغوبة لمستخدمي التقارير المالية، التي تساعد على تحقيق أهداف الإبلاغ المالي على نحو عام وأهداف الإبلاغ من الربح المحاسبي على نحو خاص (سوزي و آخرون، 2011، صفحة 67) أهمية جودة الأرباح:

لقد تم تعريف جودة الأرباح المحاسبية، بالأرباح التي تتصف بالخصائص الرئيسية للمعلومات المحاسبية وهي الملاءمة والموثوقية، التي تقابل الأهداف الرئيسية للإبلاغ المالي من حيث تمكين مستخدمي البيانات المالية من مستثمرين ومقرضين من اتخاذ القرارات الرشيدة .

وتستمد جودة الأرباح أهميتها من أهمية الأرباح ذاتها كون الأخيرة ركيزة أساسية في عملية إتخاذ القرارات الإقتصادية من قبل مختلف الجهات المستفيدة من التقارير المالية، ومما زاد من أهمية جودة الأرباح هو الإنهيارات الإقتصادية الكبيرة التي لحقت بالعديد من كبرى الشركات العالمية، ويمكن إيجاز أهمية جودة الأرباح في المجالات الآتية: (كرار، 2016، صفحة 149)

أ- التعاقدات:

ويقصد بالتعاقدات هنا هو مكافآت المدراء والقروض الممنوحة، فجودة الأرباح في هذا السياق أمر ضروري لأن الضعف فيها تعني زيادة المكافآت الممنوحة للإدارة على حساب مالكي الشركة فعندما يكون صافي الربح مبالغاً فيه فهذا يعني حصول المدراء على مكافآت أكثر من إستحقاقهم الحقيقي، وفيما يتعلق بإتفاقات القروض فإنها وبما لا يقبل الشك يتوقف قرار منحها ومدتها والفائدة المترتبة عليها بشكل كبير على صافي أرباح الشركة.

ب- القرارات الإقتصادية

تشكل الأرباح المحاسبية نقطة الإنطلاق لإتخاذ العديد من القرارات الإستثمارية كونها أحد أهم مصادر المعلومات التي يعتمد عليها المستثمرون والمحللون في تقييم أداء الشركة والمخاطر المحيطة بها، فضلا عن القرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح على المساهمين.

ج- المعايير المحاسبية

تعد الأرباح المحاسبية مؤشرا غير مباشر لبيان جودة المعايير المحاسبية إذ ان الجهات المسؤولة عن وضع المعايير يطالبون بالتغذية العكسية للتأكد من صحة وكفاءة المعايير ومدى كونها صالحة للتطبيق العملي وذلك بالإعتماد على نتائج ذلك التطبيق.

•تقييم جودة الأرباح بواسطة التدفقات النقدية

تعتبر التدفقات النقدية إحدى معايير قياس جودة الأرباح، لذا سنتطرق أولا إلى مفهوم التدفقات

النقدية:

أ-التدفقات النقدية:

إن التدفقات النقدية هي عبارة عن التدفقات النقدية الداخلة والخارجة من النقدية وما يعادلها، ويعرض المشروع تدفقاته النقدية من الأنشطة المختلفة بالأسلوب الأكثر ملائمة لأعماله، فالتصنيف حسب النشاط يوفر معلوما تسمح للموظفين تقدير أثر هذه النشاطات على المركز المالي ومبلغ النقدية وما يعادلها للمشروع، كما يمكن إستخدام هذه المعلومات لتقييم العلاقات بين تلك النشاطات، وقد تشمل العملية الواحدة للتدفق النقدي على أكثر من نشاط، حيث يصنف عنصر الفائدة على أنه نشاط تشغيلي لأن سداد القرض نقدا يتضمن الفائدة وأصل القرض، بينما يصنف عنصر سداد القرض على أنه نشاط

تمويلي (زيرام، 2012، صفحة 11)

ولمعرفة دور التدفقات النقدية في التقييم لا بد من التعرف على بعض المفاهيم الأساسية:

❖ أساس الإستحقاق:

يستخدم لتسجيل العمليات المالية في السجلات المحاسبية، حيث تثبت الإيرادات عند إكتساب الإيراد وذلك بغض النظر عن توقيت التحصيل النقدي، بينما تثبت المصاريف بمجرد حدوثها وذلك بغض النظر عن توقيت تسديدها.

❖ الأساس النقدي:

بموجب هذا الأساس يثبت في سجلات المشروع الإيرادات التي يتم تحصيلها خلال الفترة المالية بغض النظر عن توقيت واقعة إكتسابها، كما تثبت المصروفات التي يتم دفع قيمتها خلال الفترة المالية وذلك بغض النظر عن توقيت دفعها أو تسديدها.

❖ صافي التدفق النقدي:

يمثل الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة خلال الفترة المالية.: (بيرام، 2012، صفحة 12)

✓ الإستمرارية:

تعتبر الإستمرارية أحد فروض المحاسبة الرئيسية، ووفقا لهذا الفرض يعتبر المشروع مستمرا في نشاطه إلى أمد غير محدد ما لم تظهر أدلة موضوعية ودلائل تثبت العكس ذلك كما هو الحال عند تصفية المشروع أو دمجها بآخر حيث ينهي ذلك إستمراريته.

✓ التدفقات النقدية الحرة:

التدفقات النقدية الحرة هي التدفقات التي يتم توزيعها على حملة الأسهم وأصحاب الديون بعد قيام الشركة بالإستثمار في الأصول الثابتة الضرورية ورأس المال العامل للمحافظة على إستمرارية الأنشطة التشغيلية، وتوفر التدفقات النقدية الحرة للمحللين الماليين معلومات عن قدرة المنشأة على النمو داخليا وزيادة مردوديتها المالية.

وتحدد بالمعادلة التالية:

$$\text{التدفقات النقدية الحرة} = \text{صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية} - (\text{الإنفاق الرأسمالي} + \text{توزيعات الأرباح})$$

ب- التقييم بواسطة التدفقات النقدية

تتعدد وتتوعد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المستثمر، وتختلف النتائج المحتملة لها من فرص استثمارية إلى أخرى وفقا لاختلاف مستوى الربحية ودرجة المخاطرة المرتبطة بهذا الربح، حيث تمثل ربحية الشركة محصلة مختلف السياسات التي تتخذها الإدارة، وتعبّر عن مدى كفاءة الإدارة في إتخاذ القرارات التشغيلية والاستثمارية، كما تقيس كفاءتها أيضا في إستغلال مواردها بشكل أمثل لتحقيق الأرباح.

وسعيا في تحقيق هدف المستثمر الخاص والذي يتمثل في الحصول على أقصى عائد ممكن من استثماريته.فانه يتعين عليه الاختيار بين نتائج تلك الفرص بنا يسمح له بتحقيق هذا الهدف.وأيا كانت درجة التكامل أو الارتباط بين الفرص الاستثمارية المتاحة (فيما بين بعضها البعض أو بين الاستثمارات القائمة).فان عملية تقييم نتائج تلك الفرص تتضمن عملية التقييم المالي والاقتصادي والاجتماعي للفرص الاستثمارية المتاحة قبل القيام بتنفيذها. وقبل أن يتخذ المستثمر قرار استثماره بشأن تنفيذ فرصة استثمارية معينة أو الاختيار بين مجموعة متاحة من الفرص الاستثمارية فانه يستند إلى مجموعة من الطرق والمعايير لتقييم النتائج النهائية لهذه الفرص بغرض اختيار أفضل المشاريع واستغلال أحسن للفرص الاستثمارية المتاحة أمام المنظمة ومن بين أشهر طريقة المعروفة في تقييم المشروعات هي طريقة القيمة الحالية الصافية (VAN)

معيار صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية.(VAN)

تعتبر من أهم المعايير المستخدمة في تقييم المشاريع الاستثمارية ويمكن تعريفها بأنها ذلك المعيار الذي يقارن بين التدفقات النقدية الحالية وقيمة الاستثمار ويتضح لنا أن صافي القيمة الحالية هو ذلك الفرق الناتج عن مجموعة الإيرادات الصافية المتوقع الحصول عليها خلال العمر الاقتصادي مقيمة بالقيمة الحالية بعد طرح مبلغ الاستثمار ويشير معيار القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمشروع إلى الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي ستتحقق على مدى عمر المشروع وبين قيمة الاستثمار في بداية حياة المشروع (Surendranath & all, 2016, p. 85).

ويتحدد صافي القيمة الحالية للمشروع الاستثماري بطرح القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجية من القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة، حيث توضح كيف يمكن أن يؤثر المشروع الاستثماري على ثروة مساهمي الشركة من حيث القيمة الحالية، لأن تعظيم ثروة المساهمين هو هدف مهم للإدارة والمشاريع الاستثمارية ذات VAN الإيجابية .

• وهناك ثلاث حالات:

- لما تكون $VAN > 0$ معناه أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة أكبر من القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة ومنه المشروع يعتبر مربحا
 - لما تكون $VAN = 0$ في هذه الحالة تتساوى التدفقات النقدية الداخلة والخارجة للمشروع وفي هذه الحالة نلجأ إلى معيار المعدل العائد الداخلي .
 - لما تكون $VAN < 0$ يدل أن التدفقات النقدية الداخلة أقل من القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة وعليه فالمشروع مرفوضا مبدئيا .
- وإذا وجدت مجموعة من المشروعات الاستثمارية لها قيم حالية صافية موجبة فإنه يتم اختيار المشروع ذو القيمة الحالية الصافية الأكبر.

2- خصائص جودة الأرباح

حدد (Francis & all, 2004) صفات الأرباح التي تشكل بعدين من أبعاد خصائص الأرباح وهما ملاءمة الأرباح المحاسبية وموثوقية الأرباح المحاسبية .

وتتضمن صفات ملاءمة الأرباح: استمرارية الأرباح، وقدرة الأرباح على التنبؤ، وتمهيد الأرباح، وقيمة التغذية العكسية، وتوقيت الاعتراف المحاسبي، حيث تأخذ هذه الصفات النقد أو الأرباح أو المقاييس الأخرى التي يمكن استخالصها منها مثل المستحقات كمصدر لتكوينها، ويتم تقديرها باستخدام البيانات المحاسبية فقط . اما الموثوقية فإنها قائمة على أساس السوق اعتمادا على الافتراضات الأساسية حول وظيفة التقارير المالية وتشمل: اقتراب الربح من النقد، وجودة المستحقات، والتحفز المحاسبي، والحياد، وتأخذ هذه الصفات عوائد السهم أو الأسعار كمصدر لتكوينها . وتستند مقاييس هذه الصفات على العلاقة المقدره بين الأرباح والأسعار أو عوائد السوق. ويعتقد أن هذه الاختلافات في مصادر التكوين تتعلق بالافتراضات الضمنية بشأن الغرض من وظيفة المحاسبة تحديدا، تفترض صفات جودة

الأرباح القائمة على المحاسبة أن وظيفة الأرباح تتمثل في التخصيص الفعال للتدفقات النقدية لفترات إعداد التقارير من خلال الاستحقاقات، بينما تستمد مقاييس جودة الأرباح القائمة على السوق من افتراض ضمني مفاده أن وظيفة الأرباح تعكس صورة الدخل الاقتصادي كما تمثله عوائد السهم.

1.2 ملاءمة الأرباح: وتشمل مايلي:

1.1.2 مقياس استمرارية الأرباح

ويقصد باستمرارية الأرباح هو مدى ارتباط الأرباح الحالية بالأرباح المستقبلية، وينظر إلى الأرباح المستمرة على أنها أرباح عالية الجودة .

ولقد إتبع (Francis & all, 2004) لقياس هذه الصفة وباستخدام نموذج انحدار *Autoregressive*

(Francis & all, 2004, p. 14) كما يلي: *model order one(ARI)*

$$X_{g,t} = \alpha_{0,j} + \alpha_1 X_{j,t-1} + \varepsilon_{j,t}$$

حيث:

$X_{j,t}$: أرباح الشركة j في السنة مقسومة على المتوسط المرجح لعدد الأسهم في السنة t

إن إقتراب قيمة المعامل (α_1) من 1 يشير إلى أرباح عالية الإستمرارية، وبحيث أن الأرباح عالية الإستمرارية تعتبر عالية الجودة، ولقد تم استخدام سالب قيمة المعامل للتعبير عن إستمرارية الأرباح بحيث تكون $Persistence = -\alpha_1$ وبالتالي فإن إنخفاضها يشير إلى إرتفاع قيمة إستمرارية الأرباح.

2.1.2 القدرة التنبؤية

تعرف القدرة التنبؤية للأرباح بقدرة الأرباح ومكوناتها أو أي تصنيف من التصنيفات داخل ملخص رقم الربح على تحسين قدرة المستخدم على التنبؤ ببنود البيانات المالية المعنية. وإتبع (Francis & all, 2004) لقياس هذه الصفة كما يلي:

$$PRED_{j,t} = \sqrt{\sigma^2 \varepsilon_{j,t}}$$

حيث أن:

$PRED_{j,t}$: قدرة أرباح الشركة j على التنبؤ في السنة t

$\epsilon_{j,t}$: خطأ التقدير للنموذج المستخدم في قياس إستمرارة الأرباح أعلاه

$\sigma^2(\epsilon_{j,t})$: تباين خطأ التقدير للشركة j

حيث يدل إرتفاع التباين في الأرباح على إنخفاض قدرة الأرباح على التنبؤ، وتعتبر الأرباح عالية القدرة على التنبؤ أرباح عالية الجودة.

3.1.2 تمهيد الأرباح

يعتبر استقرار الأرباح أحد الصفات المرغوبة في الأرباح، ويؤدي تمهيد الأرباح إلى تقليل أثر التذبذبات المستقبلية المؤقتة في الأرباح. وإتباع منهج (Francis & all, 2004) تم قياس هذه الصفة، حيث احتسبت نسبة تذبذب الأرباح إلى ممثل (Benchmark) التذبذب في التدفقات النقدية التشغيلية وذلك من خلال احتساب نسبة الانحراف المعياري لصادفي الدخل إلى الانحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية للشركة وبقسمة الطرفين على مجموع الأصول للسنة السابقة $t-1$ وكما يلي:

(Francis & all, 2004, p. 15)

$$Smooth_{j,t} = \sigma(NIBE_{j,t}) / TA_{j,t-1} \div \sigma(NIBE_{j,t}) / TA_{j,t-1}$$

حيث أن:

$Smooth_{j,t}$: الأرباح الممهدة للشركة j للسنة t

$\sigma(NIBE_{j,t})$: الإنحراف المعياري لصادفي الأرباح في السنة t

$\sigma(CFO_{j,t})$: الإنحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية للشركة j للسنة t

فكلما إنخفضت قيمة $Smooth$ فهذا يشير إلى إنخفاض التذبذب في الأرباح بالمقارنة مع التدفقات النقدية التشغيلية وبالتالي تمهيد أرباح أعلى، وهو مؤشر على زيادة الجودة.

4.1.2 قيمة التغذية العكسية

تعود قيمة التغذية العكسية إلى قدرة الأرباح على التأثير على القرارات من خلال تأكيد أو تصحيح التوقعات الأولية أو السابقة لمتخذي القرارات. وإتباع منهجية (Barua, 2006) تم قياس هذه الصفة من خلال تنبؤ الأرباح بالتدفقات النقدية المستقبلية وكما يلي:

$$FV_t = [|PE_{Bt+1}| - |PE_{At+1}|]$$

حيث أن:

FVt: قيمة التغذية العكسية لأرباح الشركة j وللسنة t

PEB: خطأ التنبؤ لأرباح السنة القادمة (تنبؤ الأرباح الحالية بالتدفقات النقدية المستقبلية) بدون أخذ الأرباح الحالية بعين الاعتبار .

PEA: خطأ التنبؤ لأرباح السنة القادمة (تنبؤ الأرباح الحالية بالتدفقات النقدية المستقبلية) بعد أخذ الأرباح الحالية بعين الاعتبار .

وبحيث أن قدرة الأرباح الحالية على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية من الممكن أن تقاس كمايلي:

$$OCF_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Earn_t + \varepsilon_2$$

وحتى تكون النتيجة منسقة مع المقاييس السابقة لصفات الأرباح المحاسبية، فقد تم استخدام سالب القيمة FVt كمقياس عكسي لقيمة التغذية العكسية.

5.1.2 توقيت الاعتراف المحاسبي:

بإتباع منهجية كل من (Basu, 1997) و (Francis & all, 2004) تم قياس هذه الصفة باستخدام انحدار عكسي للأرباح على عوائد الأسهم الموجبة والسالبة، حيث إنه كلما ازداد الارتباط فإن هذا مؤشراً على زيادة توقيت الاعتراف المحاسبي للأرباح وكما يلي: (Francis & all, 2004, p. 15)

$$EARN_{j,t} = \alpha_{0,j} + \alpha_{1,j} NEG_{j,t} + \beta_{1,j} RET_{j,t} + \beta_{2,j} NEG_{j,t} * RET_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$$

حيث أن:

NEG_{j,t} = 1 إذا كانت RET_{j,t} أقل من صفر و 0 إذا كانت غير ذلك .

RET_{j,t}: عائد شهري مجمع 12 شهرا للشركة j

EARN_{j,t}: صافي الربح للشركة j في سنة t مقسومة على القيمة السوقية في نهاية السنة t-1

وتم استخدام إنحدار عكسي بحيث يكون العائد المتغير المستقل وتكون الأرباح المحاسبية المتغير التابع، وحتى تكون صفات الأرباح متنسقة، فقد تم قياس توقيت الإعراف المحاسبي *Timeliness* بسالب القيمة بحيث $Timeliness = -R^2$ وبالتالي كمل إرتفعت قيمة *Timeliness* فإن هذا مؤشر على إنخفاض توقيت الإعراف المحاسبي وبالتالي إنخفاض جودة الأرباح المحاسبية.

2.2 موثوقية الأرباح المحاسبية: وتشمل مايلي:

1.2.2 جودة المستحقات

تم إحتساب جودة المستحقات بإستخدام المنهجية المتبعة من قبل (Francis & all, 2004) وكما

يلي:

$$\begin{aligned} TCA_{j,t}/A_{j,t} = & b_{0,j} + b_{1,j} * \\ & CFO_{j,t-1}/A_{j,t} + b_{2,j} * \\ & CFO_{j,t}/A_{j,t} + b_{3,j} * \\ & CFO_{j,t+1}/A_{j,t} + b_{4,j} * \\ & \Delta Sales_{j,t}/A_{j,t} + b_{5,j} * \\ & PPE_{j,t}/A_{j,t} + \epsilon_{j,j} * \end{aligned}$$

حيث أن:

$TCA_{j,t}$: مجموع المستحقات المتداولة للشركة ز في سنة t (التغير في الأصول المتداولة للشركة ز بين السنة t والسنة t-1 ناقص التغير في الإلتزامات المتداولة للشركة ز بين السنة t والسنة t-1 ناقص التغير في النقد للشركة ز بين السنة t والسنة t-1 زائد التغير في الديون ضمن الإلتزامات المتداولة للشركة ز بين السنة t والسنة t-1.

$CFO_{j,t}$: التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية للشركة ز في السنة

$\Delta Sales_{j,t}$: التغير في المبيعات للشركة ز بين السنوات t و t-1

$PPE_{j,t}$: المباني والمعدات والممتلكات للشركة ز في السنة t

تم إحتساب الإنحراف المعياري لخطأ التنبؤ من النموذج وبحيث إن إرتفاع قيمة الإنحراف المعياري يشير إلى زيادة الخطأ غير المفسر في النموذج وبالتالي إنخفاض جودة المستحقات وإنخفاض جودة الأرباح المحاسبية.

2.2.2 الحيادية

يعرف الحياد بعدم إدارة رقم الربح المعلن لتحقيق غرض أو هدف من أهداف الإدارة، وتم قياس الحياد من خلال تجنب الإدارة الإبلاغ عن خسائر بالإضافة إلى تجنب الادارة لانخفاض الأرباح. وبإتباع منهجية (Baura, 2006) تم قياس الحيادية.

حيث تم استخدام متغير ربحية السهم EPS مقسومة على سعر سهم الشركة z وللسنة $t-1$ كممثل للخسائر التي تسعى الشركة إلى تجنبها بالمقابل الأرباح التي تسعى الإدارة إلى الإبلاغ عنها بالنسبة للحيادية في تجنب الإدارة الإبلاغ عن خسائر، اما بالنسبة للحيادية في إنخفاض الأرباح فقد تم إحتسابها من خلال مقارنة الأداء الحالي مع الأداء للفترة السابقة ويتم ذلك من خلال إختبار Z لعدم التماثل لمتغير ربحية السهم على سعر السهم.

3.2.2 التحفظ المحاسبي:

بإتباع منهجية (Francis & all, 2004) تم قياس هذه الصفة بإستخدام إنحدار عكسي للأرباح على عوائد الأسهم الموجبة والسالبة، حيث تمثل عوائد الأسهم الموجبة الأرباح الإقتصادية في حين تمثل عوائد الأسهم الموجبة الأرباح الإقتصادية في حين تمثل عوائد الأسهم السالبة الخسائر الإقتصادية وعلى النحو التالي:

$$EARN_{j,t} = \alpha_{0,t} + \alpha_{1,j} NEG_{j,t} + \beta_{1,j} RET_{j,t} + \beta_{2,j} NEG_{j,t} * RET_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$$

حيث أن: $NEG_{j,t} = 1$ إذا كانت $RET_{j,t}$ أقل من صفر، و 0 إذا كانت غير ذلك.

وبحيث أن التحفظ يساوي:

$$Conservati \ sim = - (\beta_{1,j} + \beta_{2,j}) / \beta_{1,j}$$

تكون الأرباح المحاسبية أكثر تحفظا إذا كانت درجة حسايتها لعوائد الأسهم السالبة (الخسائر الإقتصادية) أعلى من درجة حساسيتها لعوائد الأسهم الموجبة (الأرباح الإقتصادية)، وبالتالي في حالة التحفظ المحاسبي فإن معامل العوائد السالبة من المتوقع ان يكون أكبر من معامل العوائد الموجبة لان الأرباح المتحفظة ستكون أكثر حساسية للعوائد السالبة، أيضا وحتى تكون صفات الأرباح متسقة تم أخذ سالب قيمة التحفظ كمؤشر للتحفظ المحاسبي وبحيث إنه كلما إزدادت قيمة Conservatism فهذا مؤشر على إنخفاض التحفظ المحاسبي وبالتالي إنخفاض الجودة.

4.2.2 قيمة الملاءمة

كلما إزداد إرتباط الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم كان الربح المحاسبي أكثر ملاءمة لمتخذي القرارات، وإتباع منهجية (Francis & all, 2004) تم قياس ملاءمة الأرباح المحاسبية، وحيث إن الأبحاث في ملاءمة الأرباح المحاسبية وجدت ان المواصفة الأمثل للعلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم تكون بإدخال مستوى الأرباح والتغير في أرباح النموذج.

$$Re \ t_{j,t} = \alpha_{0,j} + \beta_{1,j} EARN_{j,t} + \beta_{2,j} \Delta EARN_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$$

حيث أن:

$RET_{j,t}$ عائد شهري لمدة سنة للشركة j

$EARN_{j,t}$: أرباح الشركة j في سنة t مقسومة على القيمة السوقية في السنة $t-1$

$\Delta EARN_{j,t}$: التغير في الأرباح في السنة t إلى القيمة السوقية للسنة $t-1$

وقد تم أخذ سالب القيمة لتمثل قيمة الملاءمة حيث $Relevance = -R^2$ وبالتالي كلما إزدادت القيمة فإن هذا مؤشرا على انخفاض قيمة الملاءمة وبالتالي انخفاض الجودة.

المطلب الثالث: الربحية

1- ماهية الربحية

الربحية هي إحدى المهام الرئيسية للشركات على وجه الخصوص في سياق التكامل الاقتصادي الدولي. فقط لأن الاقتصاد المستقر مع ارتفاع الربحية يمكن الشركات من توفير موارد مالية كافية للتنمية

المستدامة، وبالتالي يمكن أن تجذب الانتباه والاستثمار من المستثمرين الداخليين والدوليين وذلك ليس فقط كون الربحية أساساً موثوقاً به لتقييم أداء الشركات بل هي أيضاً معيار هام لتوقع أداء الأعمال في المستقبل. (Nguyen & all, 2020, p. 48)

1.1 مفهوم الربحية

تعتبر الربحية من الأهداف الأساسية لجميع الشركات وأمر ضروري لبقائها واستمرارها وغاية يتطلع إليها المستثمرون ومؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع الشركة، وهي أيضاً أداة هامة لقياس كفاءة الإدارة في استخدام الموارد الموجودة بجورتها، لذا نجد أن جهداً كبيراً من الإدارة المالية في الشركة يوجه بالدرجة الأولى نحو الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بهدف تحقيق أفضل عائد ممكن لأصحابها لا تقل قيمته عن العائد الممكن تحقيقه على الاستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر. (عباس، 2016، صفحة 2)

وتعرف الربحية أيضاً على أنها المقياس النهائي للنجاح الاقتصادي المحقق من طرف الشركة مقارنة بالأموال المستثمرة، حيث أن هذه النجاح الاقتصادي يتحدد من خلال تسجيل أرباح واسعة (Pimentel & all, 2005, p. 123)

كما تعرف على أنها مؤشر على كفاءة توظيف رأس المال لتحقيق الربح (الميداني، 2015، صفحة 154)

ومما سبق نلاحظ أنه هناك فرق بين مفهوم الربح والربحية، فالربح يعني صافي الدخل الذي تظهره قائمة الدخل الذي يمثل الفرق بين إيرادات الشركة وبين مصاريفها، أما بالنسبة للربحية فهي تشير إلى الربح منسوباً إلى بعض المكونات من الميزانية العمومية أو قائمة الدخل، والربحية تقيس الكفاءة التشغيلية للشركة وأنها تمكن الأطراف التي لها مصلحة بارتفاع هذه الكفاءة من مراقبتها، والكفاءة التشغيلية تعني قدرة الشركة على تحقيق العوائد الكافية للمالكين، المقرضين والعاملين (النعمي و الخرشة، 2007، صفحة 36)

2.1 تحليل الربحية:

يمكن القول بأن الربحية هي مفهوم عام يطلق على كل نشاط مفيد وبالتالي ينجم عن هذا النشاط عائد معين أو ربح معين، وعند تحليل الربحية لابد من تحليلها من جوانبها المختلفة التي عادة ما تنحصر بالربحية التجارية والمالية والإقتصادية. (العامي و آخرون، 2020، صفحة 63)

▪ الربحية التجارية:

وتقيس هذه الربحية نسبة الأرباح المتحققة من نشاط الشركة التجاري معتمدة بذلك على السياسة السعرية وعوامل أخرى كالسمعة أو الشهرة للشركة في السوق.

$$\frac{\text{هامش الربح التجاري } 100\%}{\text{المبيعات}} = \text{الربحية التجارية}$$

ويقصد بهامش الربح التجاري إجمالي الربح أي الفرق بين المبيعات وكلفت البضاعة المباعة.

هامش الربح التجاري = المبيعات - كلفة البضاعة المباعة

كلفة البضاعة المباعة = مخزون أول المدة + المشتريات - مخزون آخر المدة

ويمكن حساب الربحية التجارية بطريقة أخرى من خلال المعادلة الآتية:

$$\frac{\text{صافي الربح } \times 100\%}{\text{المبيعات}} = \text{الربحية التجارية}$$

ومن مزايا هذه المؤشر أنه يعبر عن إستقلالية الشركة وعن السياسة المالية المعتمدة من قبلها بمعنى آخر إذا أخذنا هامش الربح التجاري مقسوما على المبيعات لحساب الربحية التجارية فإن ذلك يعني عدم الأخذ بنظر الإعتبار الفوائد المدفوعة من الشركة مقابل إقتراضها للأموال من الغير، كذلك تمتاز الربحية بالإبتعاد عن التأثير الضريبي على السياسة الإستثمارية .

▪ الربحية المالية

ويقصد بها العائد على حقوق الملكية أي أن هذه الربحية خاصة بالمساهمين وتقيس مدى إستخدام رؤوس الأموال في تحقيق الأرباح من قبل المساهمين فكلما كانت هذه مرتفعة كلما دل ذلك على زيادة نسبة العائد المتحققة للمساهمين ومن زيادة ثروة المساهمين وتحسب هذه الربحية من خلال المعادلة التالية:

$$\frac{\text{الربح الصافي بعد الضريبة}}{\text{حقوق الملكية}} = \text{الربحية المالية}$$

وكتعبير آخر عن ما يحققه المساهم بأمواله في نسبة معينة من الأرباح وتستكمل هذه الربحية وتستكمل هذه الربحية بإستخراج نسبة الأرباح لكل سهم حيث أن حصة الأرباح لكل سهم تحسب كمايلي:

$$\frac{\text{أرباح الأسهم الممتازة - الربح الصافي بعد الضريبة}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{حصة الأرباح لكل سهم}$$

يلاحظ أننا أخذنا في الحسبان الأسهم العادية لأن توزيع الأرباح على الأسهم الممتازة عادة يخضع إلى إعتبارات متعددة وهذه الإعتبارات لا تخضع لكمية الأرباح ولكن الشركة غالبا ما تلتزم في توزيع حد أدنى من الأرباح على الأسهم أو جملة الأسهم الممتازة.

▪ الربحية الإقتصادية:

يعود سبب نشوء الربحية الإقتصادية إلى إستخدام المنشأة لعواملها الإنتاجية عناصر الطاقة التشغيلية، وهي تمثل الموجودات بمجموعها لذا من الضروري معرفة وقياس الربحية الإقتصادية الناشئة عن إستثمارات الشركة، ومن المؤشرات المهمة في قياس العائد المتحقق من إستثمارات الشركة هي الربحية الإقتصادية وتحسب كالتالي:

$$\frac{\text{الربح الصافي بعد الضريبة} \times 100\%}{\text{مجموع الموجودات}} = \text{الربحية الإقتصادية}$$

ويستخدم هذا المؤشر لبيان مقدرة الشركة في تشغيل موجوداتها وتحقيق الأرباح منها وتتم مقارنته بالسنوات السابقة أو بالشركات المماثلة، وعادة تنشأ أرباح الشركات من خلال ربحية الإستثمارات أو الربحية الإقتصادية، وتعتمد هذه الربحية على عنصرين أساسيين هما:

- ❖ هامش الربح التجاري المتحقق من المبيعات والذي يعتمد على السياسة السعرية المطبقة في الشركة.
- ❖ درجة استخدام الاستثمارات والتي يعبر عنها من خلال سرعة دورانها.

2-معايير الربحية والعوامل المؤثرة فيها:

إختلفت معايير الربحية وإختلفت العوامل المؤثرة فيها وسنتناول:

1.2 معايير الربحية

هناك معيارين للربحية يتمثلان فيما يلي: (مخوف، 2019، صفحة 20)

▪ معدل العائد على الاستثمار:

وهو النسبة بين الأموال التي تم اكتسابها اي الارباح او الخسائر وبين الاموال التي ولدت هذه الارباح وأحيانا يتم تسميتها بالعائد على رأس المال وغالبا ما يتم قياسه خلال سنة مالية واحدة، لذلك تتم تسميته بالعائد السنوي على الاستثمار.

ويسمى أيضا العائد على الأصول وهو من المقاييس المهمة لقياس الربحية ويستخدم أيضا لتقييم الشركة بوجه عام:

✓ وقياس العلاقة بين الربح الصافي وحجم الأصول.

✓ يقيس مدى قدرة المستثمر في الأصول.

✓ يعكس كفاءة أنشطة العمليات والأنشطة التمويلية .

وتكون معادلته كالتالي:

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = (\text{صافي الربح بعد الضرائب} / \text{الإستثمارات}) \times 100$$

يدل ارتفاع معدل العائد على الاستثمار على قدرة الشركة الإيرادية فهو معيار هام لقياس كفاءة الشركة في استثمار مواردها وتحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح.

▪ القوة الإيرادية للشركة:

يقصد بها قدرة الشركة على تحقيق الأرباح من العمل الاساسى الذي تقوم به عن طريق:

✓ قدرة المبيعات على توليد أرباح تشغيلية .

- قدرة الأصول العاملة الملموسة على تحقيق المبيعات ويستثنى منها الاستثمارات قصيرة الأجل، وشهرة الشركة، وبراءة الاختراع، ومصاريف التأسيس، والعلامات التجارية. وتقاس القوة الإيرادية بالمعادلة التالية:

$$\text{القوة الإيرادية} = \text{هامش الربح التشغيلي} \times \text{معدل دوران الاصول العاملة}$$

ويقاس هامش الربح التشغيلي بالمعادلة التالية:

$$\text{هامش الربح التشغيلي} = (\text{صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب} / \text{صافي المبيعات}) \times 100$$

أما معدل دوران الاصول العاملة فيقاس بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل دوران الاصول العاملة} = \text{صافي المبيعات} / \text{صافي الاصول العاملة}$$

وبزيادة قيمة المبيعات التي تولدها الأصول العاملة يزداد الربح تزداد قدرة الشركة على تحقيق الأرباح (القوة الايرادية) .

▪ ربحية السهم:

يتفق المحللين الماليين على وجود عوامل يجب ان ينظر اليها قبل اتخاذ قرار شراء الاسهم في الاسواق المالية، تساعد هذه العوامل المستثمرين على حساب المخاطر والأرباح وفترة استرداد رأس المال ومن أهم هذه العوامل: العائد على السهم والسعر الحالي للسهم.

وتعرف ربحية السهم على أنها المكاسب والخسائر الناجمة عن الاستثمار بالاسهم خلال فترة زمنية محددة وتحتسب ربحية السهم كما يلي: (مخوف، 2019، صفحة 21)

$$\text{ربحية السهم EPS} = (\text{صافي الدخل} - \text{توزيعات الارباح على الاسهم الممتازة}) / (\text{متوسط عدد الاسهم المتداولة خلال الفترة المالية})$$

▪ العائد على حقوق الملكية

يسمى أيضا بالعائد على أموال المساهمين أو أصحاب المشروع أو العائد على القيمة المضافة ويأخذ هذا المقياس بعين الاعتبار اثر النشاط التشغيلي والتمويلي، وعندما لا يوجد ديون في هيكل رأسمال الشركة فان معدل العائد على حقوق الملكية يساوى معدل العائد على الأصول .

2.2 العوامل المؤثرة على ربحية الشركات:

أشار العديد من المؤلفين إلى خمسة عوامل مختلفة التي تؤثر على الربحية في الشركات وهي: السيولة، النمو، حجم الشركات.

■ العلاقة بين السيولة وربحية الشركات

إن هدف تعظيم القيمة السوقية لثروة المساهمين له علاقة قوية بهدف السيولة والربحية ويتأثر بهما إلى حد بعيد، فالسيولة ضرورية لوفاء الشركة بالتزاماتها وتجنب الوقوع في العسر المالي ولكن زيادة السيولة عن حاجة الشركة للنقد سوف يؤدي إلى انخفاض الإرباح نتيجة لعدم توظيف الشركة لجزء من أموالها في استثمارات تجلب لها عوائد (عباس، 2016، صفحة 2).

وكذلك فإن الربحية ضرورية أيضا للشركة حتى تنمو وتبقى وتستمر ولأن عدم تحقيق الإرباح يعني عدم قدرة الشركة على النمو والاستثمار في مشاريع جديدة تعود بالنفع على الشركة ومساهميها كذلك فإن عدم تحقيق الإرباح يضر بسمعة الشركة ويقلل من ثقة الدائنين بها، مما يعني عدم قدرة الشركة على الحصول على تمويل جديد وبأسعار بفائدة مناسبة، إضافة إلى ذلك فإن عدم تحقيق الإرباح يعني انخفاض سعر السهم في السوق وهو معاكس تماما للهدف الاساسي الذي تسعى الشركات إلى تحقيقه وهو تعظيم القيمة السوقية لثروة المساهمين عن طريق تعظيم سعر سهم الشركة في السوق.

ولتحقيق الربحية تسعى الشركات لتوظيف اكبر جزء من أموالها في استثمارات ذات عوائد مرتفعة الأمر الذي يتعارض مع هدف السيولة .

وللسيولة والربحية هدفان متعارضان لكنهما متلازمان بمعنى أن تحقيق احدهما سيكون على حساب الآخر فزيادة الربحية تتطلب الاستثمار في المزيد من الأموال والأصول الأقل سيوله وهذا يتعارض مع هدف السيولة وكذلك فإن الاحتفاظ بالأموال على شكل نقد أو شبه نقد يعني زيادة الأصول التي لا تحقق عوائد أو التي تحقق عوائد منخفضة وهذا يتعارض مع هدف الربحية .

ومن هنا فإنه يجب على الإدارة المالية في الشركات خلق توازن بين السيولة والربحية والمدير المالي الجيد هو القادر على توجيه استثمارات الشركة واستغلال الفوائض المالية وتوظيفها بحيث تعطى عائدا جيدا وبنفس الوقت قادرا على الاحتفاظ بأموال على شكل نقد وشبه نقد لمواجهة الالتزامات .

▪ النمو وربحية الشركات:

قام الباحثين بتتظير عدة نظريات مفسرة للعلاقات المختلفة التي تربط بين النمو وربحية الشركات،
نذكر منها: (الحاج، 2019، صفحة 77)

نظرية قيد التمويل

تنص هذه النظرية على أن الشركات التي تحقق أرباح وتحتفظ بها حيث تستخدمها في إغتنام أفضل فرص نمو، في حين أن الشركات التي لا تحقق أرباح أو تحقق أرباح غير كافية فلا يمكنها الاستفادة من فرص الإستثمار وبالتالي لا تنمو بسرعة.

النظرية الكلاسيكية ل Ricardo

تدعى هذه النظرية على أن الشركات المربحة تستفيد كثيرا من فرص النمو، وتصف هذه النظرية
ثلاثة أشياء:

- ✓ على المدى البعيد تصل معدلات الربح إلى الصفر.
- ✓ يتم تعزيز النمو من خلال الأرباح المتزايدة.
- ✓ زيادة النمو يعيق الربح.

فرضية تعظيم النمو

تعتقد هذه النظرية على أن المسيرين يختارون تعظيم النمو كهدف أساسي للشركة وليس الربح،
لذلك يوجد علاقة تنافسية بين ربحية الشركة ونموها.

قانون Kaldor & Verdoorn

حسب الباحثان Kaldor & Verdoorn فإن إنتاجية الشركة ترتفع بتحسن نموها، وعندما تزداد
الإنتاجية فإم مبيعات الشركة ترتفع أيضا وبالتالي ترتفع ربحيتها.

▪ العلاقة بين الحجم وربحية الشركات:

إختلفت وجهات نظر الباحثين في العلاقة بين حجم الشركة وربحيتها من خلال النظريات التالية:
(الحاج، 2019، صفحة 78).

النظريات التنظيمية:

يؤكد مؤسسي هذه النظريات على وجود علاقة إيجابية وتأثير إيجابي لحجم الشركة على ربحيتها من خلال تكاليف المعاملات وتكاليف الوكالة، أي كلما زاد حجم الشركة كانت الشركة قادرة على توليد أرباح أكبر وبالتالي نقص الصراعات والنزاعات بين أطراف ملاك الشركة ونقص تكاليف الوكالة والمعاملات مع أطراف خارجية.

نظريات إقتصاديات السلم

حسب هذه النظرية يعتبر حجم الشركة عامل مهم وأساسي في تحديد ربحيتها، حيث أن الشركات كبيرة الحجم تستفيد من إقتصاديات سلمية (لا توجد اضطرابات إقتصادية كبيرة)، وبالتالي توجد علاقة ايجابية بين حجم الشركة وربحيتها، أي كلما زاد حجم الشركة زادت معه الإقتصاديات السلمية وانخفضت تكاليف الإنتاج ومن ثم زيادة ربحية الشركات

3-نسب الربحية:

وما هو معرف بنسب الربحية التقليدية، ونذكر منها: (الطراونة، 2020، صفحة 36)

1.3 العائد على الأصول (ROA) : Return on Assets

وهي عبارة عن العلاقة بين صافي الربح إلى مجموع الأصول ويتم إحتسابها حسب المعادلة التالية:

$$ROA = \frac{EBIT}{TA}$$

حيث أن

ROA: نسبة العائد على الأصول

EBIT: صافي ربح الشركة قبل الفائدة والضريبة

TA: مجموع الأصول

2.3 العائد على الملكية (ROE) : Return on Equity

وهي النسب التقليدية الأهم على الإطلاق إذ ان المساهمون يستثمرون أموالهم للحصول على العائد لهذه الأموال وهم يحاولون تعظيم ذلك العائد حيث أنه كلما زاد ذلك العائد فإن هذا يعتبر مؤشر إيجابي بالنسبة لثروة الملاك ونلاحظ أن نسبة العائد على الملكية تعطي للملاك مؤشرا عن مدى تحقيق

الهدف الذين يسعون إليه من وجهة نظر محاسبية ويتم احتساب العائد على الملكية من خلال المعادلة التالية:

$$ROE = \frac{NP}{OE}$$

حيث أن:

ROE: هو العائد على حقوق الملكية

OE: هي حقوق الملكية

3.3 نصيب السهم من الأرباح (EPS) Earning per share:

تعتبر هذه النسبة إحدى مؤشرات الربحية، وهي تقيس كمية الأرباح التي تخص كل سهم من أسهم الشركة في نهاية الفترة المالية، ويعتبر العائد على السهم من أكثر مؤشرات الأداء إستعمال لقياس كفاءة الأداء المالي للشركات إضافة إلى كونه أحد أهم مكونات معادلة سعر السهم السوقي ويتم احتساب العائد على السهم من خلال المعادلة التالية:

$$EPS = \frac{NP}{NCS}$$

حيث أن:

EPS: هي العائد لكل سهم

NCS: هي عدد الأسهم القائمة

4.3 نسبة سعر السهم إلى عائدته (P/E) Price Earning Ratio

والمعروف بمضاعف السهم، تقوم هذه النسبة على العلاقة بين سعر السهم السوقي إلى نصيبه من صافي الربح التي تحققها الشركة من خلال السنة المالية ويتم احتسابها بالمعادلة التالية:

$$P/E = \frac{P}{EPS}$$

حيث أن:

P/E: مضاعف سعر السهم

P: القيمة السوقية للسهم

حيث أن إنخفاض هذه النسبة يعطي مؤشرا جيدا عن عائد السهم (ثروة الملاك)، كما أن لهذه النسبة دلالة أخرى وهي تستخدم كمؤشر لنمو الشركة حيث نلاحظ أن الشركة التي يكون لديها النسبة مرتفعة يكون النمو لديها قويا.

5.3 القوة الإيرادية (EP) Earning Power

يتم حساب القوة الإيرادية بقسمة صافي الربح قبل الفائدة والضريبة على مجموع الأصول وحسب المعادلة التالية:

$$EP = \frac{EBIT}{TA}$$

حيث أن:

EP: هي القوة الإيرادية

EBIT: هي صافي الربح قبل الفائدة والضريبة

إن هذه النسبة تعطي مؤشرا على القوة الإيرادية الإبتدائية للشركة قبل أن يدخل تأثير الضرائب والفوائد، وهي مفيدة في عملية المقارنة بين الشركات التي تختلف من حيث الوضع الضريبي ودرجة الرفع المالي (الدين) وتتأثر هذه النسبة بمتغيرين هما الهامش الربحي على المبيعات ومعدل دوران الأصول حيث أن زيادة أي من هذين المتغيرين يؤدي إلى زيادة القوة الإيرادية والعكس صحيح ولكن في معظم نلاحظ علاقة أن هناك علاقة عكسية بين الهامش الربحي ومعدل دوران الأصول، حيث أن الشركات التي تعتمد على البيع في ظل المنافسة الكاملة يجب ان تخفض من أسعار منتجاتها مما يؤدي إلى زيادة الهامش الربحي وفي هذه الحالة فإن الشركات ترفع مستوى أسعارها مما يؤدي إلى زيادة الهامش الربحي وإنخفاض معدل دوران الأصول وعليه فإن على الشركة إتخاذ القرار المتعلق بهذين المتغيرين بشكل يؤدي إلى زيادة القوة الإيرادية .

6.3 هامش صافي الربح إلى المبيعات (NPM):

يتم حساب هامش ربح المبيعات من خلال تقسيم صافي الربح على المبيعات، حيث أن هذه النسبة تعطي مؤشرا عن مستوى الربح، ويتم حساب هذه النسبة بالمعادلة التالية:

$$NPM = \frac{NP}{S}$$

حيث أن:

NPM: هي هامش صافي الربح إلى المبيعات

S: حجم المبيعات

المبحث الثاني: سياسة توزيع الأرباح

تعد تلك الأرباح التي تحققها الشركة محل خلاف وجدل بين إدارة الشركة والمساهمين، حيث أنها تعد مصدر الإستثمار والتمويل الداخلي للشركة، إذا ماتم الإحتفاظ بها وإستثمارها داخل الشركة، كما تمثل مكافأة أو عائد للمساهمين إذا ماتم توزيعها مقابل إستثمارهم داخل الشركة وتحملهم للمخاطر..

المطلب الأول: توزيعات الأرباح

إن توزيعات الأرباح هي من بين القرارات الأكثر أهمية التي يتعين اتخاذها بكفاءة وفاعلية في أي شركة ففي إقتصاديات تمويل الشركات يوجد نوعان من العناصر الأساسية في ملكية الشركات هما: الحق في السيطرة والرقابة، والحق في الحصول على صافي الأرباح، ويعد الحصول على التوزيعات هو الوسيلة التي يحص من خلالها المساهمون على العائد من إستثماراتهم في الشركة، وبالرغم من أن توزيعات الأرباح أحد حقوق المساهمين إلا أن في الشركات المساهمة لا يكون من حق المساهمين إجبار الشركات على دفع التوزيعات إذ أن دفع هذه التوزيعات يعد قرار إختياريا للأطراف الداخلية التي تسيطر على الشركة سواء توزيع الأرباح أو أحتجازها أو إعادة إستثمارها لتحقيق أرباح مستقبليّة (Tran, 2019, p. 117) ،

1- مفهوم توزيعات الأرباح:

حيث عرفت الأرباح الموزعة إلى أنها:

تلك الدفعات النقدية المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية وفق ربحية الشركة وسيولتها (الضرب،

2009، صفحة 156)

كما يمكن تعريف التوزيعات بأنها: "عبارة عن تعيين جزء من الأرباح الجارية أو المحجوزة مع توفر النية لتوزيع قيمة مماثلة من أصول المشروع على حملة الأسهم أو من لهم الحق في هذه التوزيعات (البراجنة، 2009، صفحة 16)

التوزيعات النقدية لأرباح الأسهم عبارة عن مبلغ نقدي (قد يكون غير نقدي في بعض الحالات) يتم دفعه من قبل الشركة للمساهمين ويكون خلال فترة 3 أشهر أو 6 أشهر، ويتم ذلك بعد خصم الضرائب من الأرباح المحققة، فمثلا في الشركات البريطانية يتم الإعلان عن أرباح الأسهم (تكون مؤقتة) كل 6 أشهر في حين أن الشركات الأمريكية . يتم الإعلان عن أرباح الأسهم كل 3 أشهر (Denzil & Antony, 2007, p. 283)

في حين رأى كل من *CLARKSON & ELLIOT* سنة 1966 ، أن التوزيعات تعتبر رفاهية بالنسبة للمساهمين في الشركة، وعليه لا داعي لتوزيعها (Bellah, 2000, p. 4)

2-شروط توزيع الأرباح

لكي تقوم الشركة بتوزيع أرباحها فهي مقيدة بعدة شروط، نذكر منها: (كامل و حامد، 2006، صفحة 154)

✓ الأرباح تكون قابلة للتوزيع:

الأرباح التي توزع على المساهمين ليست الأرباح الإجمالية، بل هي الأرباح الصافية التي حققتها الشركة في سنتها المالية، ويقصد بالأرباح الصافية الأرباح الناتجة عن العمليات التي باشرتتها الشركة وذلك بعد خصم جميع التكاليف اللازمة لتحقيق هذه الأرباح وبعد حساب وتجنب كافة الاستهلاكات والمخصصات التي تقضي الأصول المحاسبية بحسابها وتجنبيها.

فالأرباح الصافية هي إذا المتبقى من الأرباح الإجمالية بعد استنزال جميع التكاليف كأجور العاملين، والنفقات العامة، والنفقات المالية التي تنفقها الشركة للحصول على الائتمان، والاستهلاكات، والمخصصات الأخرى التي تقضي الأصول المحاسبية بحسابها.

ولاتكون الأرباح الصافية قابلة للتوزيع إلا بعد ان يخصم منها ما يكون قد لحق برأس المال من خسائر في سنوات سابقة، والاحتياطات بأنواعها المختلفة. وذلك أمر طبيعي، إذ أنه يتعين على المشروع أن يجتريء من أرباح الشركة ما يسمح لها بإعادة تكوين رأس المال المستنزف للحصول على أصول ثابتة.

ولا تقتصر الأرباح الصافية، القابلة للتوزيع على ما تنتجه الشركة عند مباشرة نشاطها، بل تمتد لتشمل ناتج بيع الشركة لأصل من الأصول الثابتة أو التعويض عنه.

✓ قواعد التوزيع:

القاعدة أن نظام الشركة هو الذي يبين الكيفية التي يتم بها توزيع الأرباح، وتتولى الجمعية العمومية تنفيذ أحكام النظام في هذا الشأن، وتحديد نصيب الأرباح بناء على اقتراح مجلس الإدارة وتقرير مفوضي المراقبة.

ويجري العمل على توزيع حصة أولى من الأرباح، يحددها غالبا نظام الشركة بنسبة معينة من القيمة الإسمية للسهم على المساهمين، وتعرف هذه الحصة بالربح الثابت، وهذا الربح يشبه الفائدة التي تمنح لحملة السندات ولكنها تختلف عنها في أنه لا يتم توزيعه إلا إذا حققت الشركة بالفعل أرباحا، أما الفائدة فينبغي صرفها بغض النظر عن نتيجة نشاط الشركة.

وإذا كان نشاط الشركة ينص على تخصيص معدل نسبي من الأرباح الصافية كمكافأة لمجلس الإدارة، يتم توزيع هذه النسبة عليهم بعد إعطاء المساهمين حصة الربح الثابت، ثم يجري توزيع ما تبقى بعد ذلك على المساهمين كحصة إضافية في الأرباح، إلا إذا قررت الجمعية ترحيله إلى حساب السنوات التالية. ولما كانت الأسهم متساوية القيمة، فالأصل أن يتم توزيع الأرباح عليها بالتساوي.

✓ تاريخ إستحقاق الأرباح ونشوء الحق فيها:

لا يتأكد حق المساهم في الأرباح القابلة للتوزيع إلا بصدور قرار الجمعية العمومية بتوزيعها أما قبل هذا التاريخ فليس له سوى مجرد حق احتمالي في نصيب هذه الأرباح، ولا يكون دين الربح مستحق الأداء إلا في المواعيد التي تحددها الجمعية العمومية أو يحددها مجلس الإدارة.

3-دوافع توزيعات الأرباح

قدمت الأدبيات المالية العديد من الدوافع التي تجعل الشركات أكثر تحفيزا لتوزيع جزء من أرباحها، وتتضمن هذه الدوافع مايلي: (Ahn & Tran, 2019, p. 140)

- ✓ تستخدم توزيعات الأرباح كإشارة لإرسال معلومات عن التنبؤات الحالية والمستقبلية لأرباح الشركة وأدائها، ومن ثم التأثير على القيمة السوقية للشركة.
- ✓ تحفيز المساهمين على الإحتفاظ بأسهم الشركة وعدم بيعها، وكذلك تحفيزهم على الإكتتاب عند زيادة رأس المال، ما قد يسهم في تعظيم قيمة الشركة.
- ✓ زيادة ثقة المستثمرين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية من خلال تلبية إحتياجاتهم، والحد من إستغلال صغار المساهمين.
- ✓ تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والمساهمين، من خلال توفير المعلومات بشأن فرص النمو المستقبلي للشركات.
- ✓ تسهيل رقابة سوق رأس المال على أنشطة الشركات ومتابعة أدائها.

✓ إن الإلتزام بدفع توزيعات أرباح يمكن أن يساعد في تقليل التعارض ما بين المساهمين والمدراء من خلال تقليل التدفقات النقدية المتوفرة للمدراء وبالتالي تخفيض مشاكل الوكالة.

المطلب الثاني: الإعتبارات والسياسات التي تحكم توزيع الأرباح

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات المالية في الشركات، حيث تمثل التوزيعات حجر الزاوية في مجال تمويل الشركات، بالإضافة إلى جانب إنعكاسها على القيمة السوقية للأسهم في السوق المالية، وينظر إلى قرار التوزيعات بوصفه من المكونات الأساسية لسياسة الشركة وأحد القضايا المهمة في الأدب المحاسبي والتي مازالت تخضع للكثير من الجدل في مجال التمويل.

ويعد توزيع الأرباح مكافأة للمساهمين عن إستثماراتهم في الشركة وتحملهم للمخاطر، لذا يجب أن تراعي سياسة توزيع الأرباح أهداف الشركة بما يساهم في تعظيم ثروة المساهمين.

1-مدارس الفكر المختلفة فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح:

اختلفت المدارس الفكرية حول توزيعات الأرباح وأهمها مايلي: (شحادة، 2014، صفحة 11)

المدرسة الأولى: تعتقد هذه المدرسة أن توزيعات الأرباح ليست ذات صلة بالمستتر، حيث أن المستثمر لا يبالي بإستلام أو عدم إستلام توزيعات الأرباح، وذلك لأن الشركات التي تقوم بتوزيعات أرباح كبيرة تقدم قيمة سوقية أقل للسهم، حيث يبقى إجمالي العائد الثابت بالنسبة للمساهمين، وفي ظل إفتراض عدم وجود ضرائب أو إذا كانت توزيعات الأرباح والمكاسب الرأسمالية تخضع لنسب ضريبة سنوية مرتفعة، يكون المستثمرون غير مبالين لإستلام عوائدهم من خلال توزيعات أرباح وعوائد من تقييم السهم.

تفترض هذه المدرسة عدم وجود تكاليف للعملية التي تتم لتحويل تقييم السهم *Price* إلى *appreciation* نقد من خلال بيع الاسهم، كما تفترض أن الشركات التي تدفع توزيعات أرباح أكبر يمكن أن تصدر أسهم جديدة بدون تكلفة إصدار أو تكلفة عملية، وتفترض هذه المدرسة ضمناً أن سعر السهم مقيم بشكل عادل.

إن مضامين الفكر في هذه المدرسة هو ن قيمة السهم لا تتأثر بتغير سياسة توزيعات الأرباح، وهذا لا يعني أن سعر السهم في السوق لن يتأثر بتغيير سياسة توزيع الأرباح، وذلك لأن إجراء توزيعات الأرباح في شكل أسهم منحة كبيرة ينتج عنها تخفيض أسعار الأسهم وزيادة عدد الأسهم القائمة، ولك

على المدى البعيد ترى هذه المدرسة أنه لا توجد علاقة إرتباط ما بين سياسة توزيع الأرباح وعوائد الأسهم.

المدرسة الثانية: تعتقد هذه المدرسة أن توزيعات الأرباح هي سيئة، وتقوم هذه الفكرة على أن توزيعات الأرباح تخضع لضرائب كبيرة وثقيلة مما يجعل المساهمين والمستثمرين ليس لديهم حافز لإستلام هذه الأرباح..

المدرسة الثالثة: تقول هذه المدرسة أن توزيعات الأرباح جيدة حيث يعتقد مفكرو هذه المدرسة أن المساهمين والمستثمرين ينظرون إلى توزيعات الأرباح بشكل إيجابي، ويعتقدون أن سياسة توزيعات الأرباح تؤدي إلى زيادة قيمة الشركة وتستند هذه المدرسة إلى الأمور التالية:

- أ- أن توزيعات الأرباح عند الإعلان عنها تكون مؤكدة بينما تقييمات الأسهم أو المكاسب الرأسمالية غير مؤكدة، حيث يفضل المستثمرون توزيعات الأرباح لأنها مؤكدة وهذا الإفتراض ليس دقيقاً.
- ب- تقوم سياسة توزيعات الأرباح على إعادة النقد المتوفر المؤقت زيادة عن حاجة الشركة إلى المساهمين، وهذا الأمر أيضا غير دقيق، حيث أن الشركة يتوجب أن تنظر إلى حاجاتها طويلة الأمد من النقد وليس تخطيط حاجتها للنقد على أساس قصير الأجل.

2-الإعتبرات التي تحكم توزيع الأرباح:

عندما ترغب إدارة الشركة في إتخاذ قرارها بتوزيع الأرباح فإنها تضع أمامها مجموعة من الإعتبرات التي قد تحكمها في عملية التوزيع، ومن هذه الإعتبرات مايلي:

1.2 إعتبرات قانونية:

تتأثر قدرة الشركة على توزيع الأرباح إلى حد كبير بالإعتبرات والقيود القانونية التي تتحكم في سياسة توزيع الأرباح، ، وتختلف القواعد القانونية التي تؤثر في سياسة توزيع الأرباح من بلد لآخر ومن زمن لآخر، فكثير من القوانين تنص على ضرورة عدم توزيع أرباح ناتجة عن بيع أصول، ويهدف هذا القانون إلى حماية المساهمين لأن توزيع أرباح بهذا الشكل ليس معناه مجرد توزيع أرباح، ولكنه توزيع للأموال المستثمرة في الشركة وتآكل للأصول، كما تنص بعض القوانين الأخرى على عدم جواز توزيع أرباح في حالات العسر المالي للشركة وربما تصل القواعد القانونية إلى تحديد الحد الأدنى والأقصى للأرباح الموزعة وربما تحديد نسبة التوزيع ذاتيا. (هندي، 2005، صفحة 349)

وترتكز هذه القوانين على ثلاث قواعد رئيسية، وهي:

- **قاعدة صافي الأرباح:** وتوضح أن توزيعات الأرباح يمكن دفعها من الأرباح الحالية، والماضية الصافية.
- **قاعدة إضعاف قيمة رأس المال:** لحماية ودائع الدائنين قد يشترط عدم تجاوز التوزيعات لرصيد الأرباح المحتجزة، بغية تدعيم صافي المركز المالي للشركة، لذلك تمنع توزيع الأرباح من رأس المال حماية للمقترضين.

ويعرف رأس المال على أنه المبلغ الأصلي المدفوع من حملة الأسهم والذي يظهر في الميزانية في شكل أسهم العادية.

- **قاعدة الإعسار المالي:** تعني عدم توافر نقد يمكن الشركة من دفع ديونها في مواعيدها، والعسر المالي يكون إما عسر مالي فني، أو عسر مالي حقيقي.

العسر المالي الفني يتمثل في عدم إمتلاك الشركة للنقد بما يكفي لسداد إلتزاماتها وسد حاجاتها في فترة معينة، أما العسر المالي الحقيقي فيعني ان الشركة لن تستطيع الوفاء بإلتزاماتها حتى لو اعطيت الوقت الكافي لذلك، وبيع أصولها لا يكفي لسداد إلتزاماتها، ومن ثمة يشهر إفلاسها.

2.2 إعتبرات تعاقدية:

إن مثل هذه القيود توضع لحماية الدائنين، وغالبا مت تنص على أن الأرباح الموزعة تتم من خلال الأرباح التي تحققت بعد توقيع عقد الدين بحيث تحد عقود الدين طويلة الأجل من حرية الشركة في توزيع الأرباح النقدية، بمعنى أن الأرباح يمكن أن توزع من الأرباح المستقبلية وليس من الأرباح المحتجزة السابقة، كما يمكن أن تكون هناك قيود بعدم توزيع أرباح إذا كان صافي أرس المال العامل (الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة) أقل من حد معين (حنفي، 2004، صفحة 233)

علاوة على ذلك فهناك بعض اتفاقيات القروض المبرمة بين الشركة والدائنين أو بينها وبين حملة الأسهم الممتازة قد تشترط بعدم توزيع أرباح على المساهمين من الأرباح التي تحققها الشركة بعد أخذ القرض لحين سداد القرض والفوائد (مطلوت، 2014، صفحة 46)

2. إعتبرات إقتصادية:

وتتضمن مايلي:

✓ السيولة النقدية:

تعد سيولة الشركة أمرا أساسيا في الكثير من قرارات توزيع الأرباح، بينما تمثل التوزيعات تدفق خارجي، فإنه كلما كان النقد متوفرا والسيولة الكلية للشركة أكبر كانت قابليتها على دفع التوزيعات أكبر، حيث تعتمد الشركة على تمويل إستثماراتها على الأرباح التي تحتفظ بها (الأرباح المحتجزة)، قد تكون هذه الأرباح بشكل سائل نقدي فقد تقوم بإستخدامها لأغراض إنشاء مبنى للشركة، أو لشراء آلات، أو أية أصول أخرى، وبالتالي قد لا تستطيع توزيع ارباح بسبب انخفاض حجم السيولة لديها.

إذا فالسيولة تحد من التوزيعات النقدية والبدل قد يكون التوزيع في شكل عيني أو الإقتراض. الشركات التي تكون في مراحل النمو عادة في أشد الحاجة إلى الأموال لتمويل إحتياجاتها، ويشير كينز إلى لإحتفاظ بالنقد له ثلاثة دوافع هي: (الضب، 2009، صفحة 125)

• دافع العمليات (Transactions Motive): يعني وجود نقدية كافية لتسديد الإلتزامات الخاصة بعمليات الشركة.

• دافع الإحتياط (Precautioary Motive): يعني الإحتفاظ بقدر معين من النقدية لمواجهة التدفق النقدي الغير المتوقع.

• دافع المضاربة (Speculative Motive): قدرة الشركة في الإحتفاظ بقدر معين من النقد يمكنها من إغتنام فرص من الربح الممكنة إذا كان مفاجيء.

✓ التوسعات:

إن متطلبات التوسع بمختلف أنواعها تستلزم قيام الشركات بحشد إمكانياتها المالية، وهذا بدوره يتطلب قيام الشركات بتوفير الأموال اللازمة لذلك التوسع، حيث إن الإعتماد على مصادر التمويل الذاتية قد يكون أفضل من اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية وهذا ما يدعو الشركات إلى قيامها بإحتجاز الأرباح بدلا من توزيعها، وإن لجوء الشركات إلى حجز أرباحها لتمويل عمليات التوسع يعفيها من اللجوء إلى الإقتراض وفوائده وآجال تسديده، لا سيما إذا ماكانت تلك الأرباح المحتجزة كافية لهذه العمليات (السنيدي، 2017، صفحة 145)

✓ التضخم:

تستدعي حالة التضخم التي يمر بها الاقتصاد احتجاز المزيد من الأرباح وهذا لأجل المحافظة على القدرة الإيرادية للشركة، وهذا من أجل عمليات إحلال الاستثمارات، وما ينطبق على الاستثمار في الأصول الثابتة ينطبق على الاستثمار في المخزون، ففي ظل التضخم يتوقع أن يرتفع حجم الاستثمار في الأصول، وترتفع نسبة الأرباح المحتجزة بالتبعية (هندي، 2003، صفحة 357)

✓ الرفع المالي:

تناولت العديد من الدراسات أثر الرفع المالي على سياسة توزيع الأرباح، وقد اختلفت النتائج المتوصل إليها ما بين تأثير الرفع المالي على سياسة توزيع الأرباح، تأثير سلبي وتأثير ايجابي، فقد أوضح (Rozeff، 1982) أن الشركات التي لديها رفع مالي عالي تقوم بتوزيع أرباح منخفضة لكي تتفادى تكلفة الحصول على الأموال الخارجية (شروقي، 2018، صفحة 160)

يقصد بالرفع المالي استخدام أموال الغير بتكاليف ثابتة وتتمثل في القروض والأسهم الممتازة والسندات وجميعها لها تكلفة ثابتة ويجب على الشركة الالتزام بدفعها، أي أن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل الشركات فكلما ازداد اعتماد الشركة على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرفع المالي، ويصبح فعالاً إذا استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة الأموال المقترضة، وإذا لم تتجح الشركة في استثمار الأموال المقترضة فإنها ستعرض لمخاطرة أكبر وتحقق خسائر أكبر فيما لو أنها لم تستخدم الرفع المالي. (Brigham & Ehrhardt, 2013, p. 101)

وترتبط الرافعة المالية بالقرارات التمويلية التي يتخذها المسيرين عند توفر فرص مناسبة للنمو، حيث يتضح من ذلك أن الشركات التي تحاول التوسع ترغب في رفع نسبة الدين الخارجي، أو جعل الدين جزءاً دائماً في هيكل التمويل، تميل إلى احتجاز جزء كبير من أرباحها وذلك للوفاء بتسديد الديون، فعندما تقوم الشركة بتمويل التوسع بالقروض فإنها تواجه بدليين، إما تسديد القرض عند الاستحقاق عن طريق الحصول على قرض جديد أو عمل خطط لسداد قيمة القرض من الأموال الخاصة بالشركة، وعلى المسيرين أخذ هذا الأمر بالحسبان عند توزيع الأرباح حسب هيكل التمويل. (Tamimi & Takhtaei, 2014, p. 54)

✓ **معدل النمو:** تعمل الشركات على تحقيق توسعها من خلال حشدها لإمكانياتها المالية، وهذا يتطلب منها القيام بتوفير الأموال اللازمة، حيث الإعتماد على مصادر التمويل الذاتي تعتبر من أهم

السياسات المتبعة لتحقيق ذلك التوسع، وهذا ما يدعو الشركات إلى قيام بإحتجاز الأرباح بدل من توزيعها ويعفيها عن اللجوء إلى الإقتراض وما يتبعه من فوائد ومخاطر، خاصة إذا ما كانت الأرباح المحتجزة كافية. (حنفي، 2004، صفحة 233)

تتأثر سياسة توزيع الأرباح كثيراً بمدى فرص النمو، التوسع، إمكانية توفير الأموال، لذلك وقد أدت هذه الحقيقة إلى تطوير سياسة توزيع الأرباح المتبقية التي تنص على أن الشركة ينبغي أن تتبع الخطوات الآتية عندما تقرر الأرباح التي سيتم توزيعها بشكل دوري:

- تحديد موازنة رأس المال السنوي المثلى.
- تحديد رأس المال المطلوب لتمويل تلك الموازنة.
- توزيع الأرباح فقط في حالة توفر أرباح أكثر من المطلوب لدعم الميزانية.
- ✓ الربحية: وتشمل
- استقرار الأرباح:

قد تتعرض الشركة لتغيرات كبيرة في أرباحها حسب ما يتعرض له السوق من تغيرات مختلفة، إذا يجب استغلال الانقلاب في الأرباح وربطه بما يوازيه من تغييرات جذرية في توزيعات الأرباح (Fama & French, 2000, p. 174)، حيث أنه إذا كان مستوى الأرباح للشركة مستقراً فإن ذلك يشجع الشركة على أن توزع نسبة مرتفعة منها، لأنها تستطيع أن تتنبأ بأرباحها المستقبلية، أما إذا كان مستوى الأرباح غير مستقر، وبالتالي فإن مستوى الأرباح المتوقعة لا يمكن تحديده فإن ذلك يشجع الشركة على أن تحتفظ بجزء كبير من أرباحها الحالية من أجل أن تحتفظ بمستوى معين للتوزيعات النقدية في حال انخفاض الأرباح.

▪ ربحية السهم:

يعتبر EPS بالنسبة للمساهمين مقدمة للتنبؤ بربحية السهم في سنوات مقبلة، ويقاس ربحية السهم أو العائد على السهم أو نصيب السهم من الأرباح بقسمة صافي الربح بعد الفوائد، والضريبة وحقوق حملة الأسهم الممتازة على عدد الأسهم العادية في نهاية الفترة (هندي، 2002، صفحة 403)

وتتبع أهمية هذا المؤشر كونه أحد مؤشرات الربحية، ويقاس كمية الأرباح التي تخص كل سهم من أسهم الشركة في نهاية الفترة، ويعتبر العائد على السهم من أكثر مؤشرات الأداء استعمالاً لقياس كفاءة الأداء المالي، وهو يلعب دوراً مهماً في التحليل الاستثماري، كما يعتبر ضرورياً لمالكي: (محلوت، 2014، صفحة 47)

- التنبؤ بالأرباح المتوقع توزيعها.
- التنبؤ بمعدل النمو المتوقع تحقيقه في الأرباح.
- التنبؤ بالقيمة المستقبلية للأسهم.
- وضع السياسات الخاصة بالأرباح حيث تحدد إدارة الشركة هدفها بتحديد عائد معين للسهم.

■ معدل العائد على الأصول:

يعتبر (ROA) مقياساً كمياً يعبر عن أداء الشركة، لأنه يحمل في طياتها قدرتها على تحقيق العوائد من كافة مصادر التمويل كما يحدد معدل العائد على الأصول مدى ملاءمة توزيع أرباح للملاك، ويتيح للشركة مقارنة هذا المعدل مع معدل العائد على الأصول الذي يحققه المساهمون في أوجه أخرى بالمقارنة مع استخدامها في الشركة، وعلى ذلك فإنه كلما زادت فرص الاستثمار للشركة وإذا زاد هذا المعدل شجع ذلك على احتجاز الأرباح للاستفادة من الفرص المتاحة (محلوت، 2014، صفحة 48).

4.2 الإعتبارات الضريبية: وتشمل

■ الضريبة على دخل المساهم

إن دخل المساهم يتكون من عنصرين أساسيين هما: التوزيعات والمكاسب الرأسمالية وكل منها يخضع للضريبة، وغالبا ما نجد الأنظمة الضريبية تفرض معدلات ضريبية على توزيعات الأرباح أعلى منها على المكاسب الرأسمالية وهذا ما يكسب هذه الأخيرة الميزة الضريبية ولهذا فإن الشركات تتجه إلى الإحتجاز والعمل قدر الإمكان على التقليل من حجم التوزيعات، إضافة إلى ذلك فهي تهدف إلى الرفع من القيمة السوقية لأسهمها كما في حالة تساوي المعدلين فإن التمويل بواسطة الإحتجاز يفقد ميزته الضريبية والنتيجة المحتملة هي زيادة التوزيعات أو الإتجاه المتزايد نحو التمويل الخارجي وتزداد المشكلة تعقيدا إذا ما حدث تفاوت بين ومعدل الضريبة الشخصي مما يؤدي إلى حدوث تباين في تأثير الضريبة الشخصية. (حنفي و قرياص، 2002، صفحة 403)

■ الضريبة على المبالغة في حجز الأرباح:

تقوم بعض الشركات باحتجاز الأرباح دون استخدامها في شراء أصول إنتاجية وتقتصر عملية احتجاز الأرباح في شكل نقدي أو بدائل النقدية فقط (أسهم، سندات، أدونات الخزينة)، فإذا تراكم لدى الشركة

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 الأصول والمتجاوز للمستوى المقبول، ويعتبر هذا الإجراء أداة فعالة للإحالة دون لجوء الشركات لمثل هذه الأساليب لتجنب توزيع الأرباح (محلوت، 2014، صفحة 45)

■ الضريبة على دخل الشركة

إن الشركة مستعدة لإستخدام درجة ما من الرفع المالي وذلك بتمويل بعض الإستثمارات عن طريق القروض، وهذا يعني أنه في الأجل الطويل يمكن التوسع في إستخدام التمويل بالقروض والإستفادة من الميزة الضريبية للتمويل بالمديونية.

ويترتب على هذه الميزة أن يشكل هيكل رأس المال من نسبة لا بأس بها من التمويل الخارجي مقارنة بالتمويل عن طريق حقوق الملكية، فمثل هذا الأسلوب من شأنه أن يزيد من التدفق النقدي الخارجي في شكل فوائد ويكون ذلك على حساب التوزيعات النقدية.

5.2 الاعتبارات المتعلقة بالسوق:

وتعتبر سياسة توزيع الأرباح ذات أهمية بالغة ومن القرارات الاستراتيجية التي تتخذها الشركة، حيث ترتبط بالهدف الجديد الذي تطمح إليه المؤسسات الاقتصادية وهو تعظيم قيمة الشركة، وهي تعبر عن قرار الشركة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على الملاك وبين احتجاز الأرباح بغرض إعادة استثمارها، وعادة ما تشير إلى النسبة التي سيتم توزيعها من الأرباح المحققة والنسبة الواجب احتجازها، حيث تقوم هذه السياسة بإعطاء إشارات للمستثمرين حول وضعية الشركة وأدائها، إضافة إلى هذا وما يترتب عن قرار توزيع الأرباح من تأثير على القيمة السوقية للشركة.

ويتضح من ذلك أن هناك تضارب في المصالح بين المساهمين حول سياسات توزيع الأرباح، وقد يكون من الصعب اتباع سياسة توزيع أرباح تخدم الجميع، وتزداد هذه الصعوبة كلما إزداد عدد المساهمين، إلا أن الشركة بمقدورها أن تتجاوز هذه المسألة بدراسة طبيعة مساهميتها حول السياسة المفضلة لديهم.

ومن هنا نظير أهمية أن تتبنى الشركة سياسة توزيع أرباح وتكون معلنة في السوق المالي، وبالتالي فإن كل مساهم يقوم بتحديد موقف من الشركة في ضوء تقارب سياسة التوزيعات مع رغباتهم واهتماماتهم.

■ نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم:

إن هذه النسبة مهمة للمستثمر الذي يريد شراء الأسهم، حيث تعكس نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية مؤشرات النمو المتوقع للسهم، فإذا كانت المؤسسة محققة للأرباح، وهذه النسبة أقل من واحد صحيح، فينصح بشراء أسهم هذه الشركة، أي أن المساهم يشتري سهم بأقل من قيمته الدفترية لشركة تحقق أرباح فمن المتوقع زيادة الطلب على أسهم هذه الشركة وبالتالي زيادة سعر السهم وربما زيادة التوزيعات من قبل الشركة.

أما عن علاقة نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية على مبلغ التوزيعات، يتضح أن تأثير هذا العامل على مبلغ التوزيعات النقدية يعود إلى الهدف الأساسي للإدارة وهي تعظيم ثروة حملة الأسهم وهي تتم من خلال تعظيم هذه النسبة، وبالتالي تكون الإدارة حريصة على رفع قيمة التوزيعات لزيادة هذه النسبة أو المحافظة عليها، فمن المنطقي أن يكون هناك علاقة إيجابية بين نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية ومبلغ التوزيعات، في حال تفضيل المساهمين لهاته التوزيعات (محلوت، 2014، صفحة 54).

■ القدرة على الإقتراض والتمويل: تعاني الشركات الصغيرة والجديدة من القدرة المحدودة على الإقتراض والتمويل بإصدار أسهم وذلك لأنها لا تكون معروفة جيدا من قبل المصارف والمستثمرين، لذلك تتجه نحو احتجاز نسبة كبيرة من الأرباح مقارنة بالشركات الكبيرة والقديمة التي توزع نسب أرباح أكثر على المساهمين.

■ إمكانية الحصول على الأموال من السوق النقدي:

إن الكثير من الشركات تستطيع الحصول على الأموال من القروض أو من خلال طرح أسهم للإكتتاب أو قد تمتلك فوائض نقدية كافية لتغطية احتياجها من رأس المال الجديد، وبالمقابل فقد تكون هناك شركات أخرى، خصوصا التي هي في طور النمو ليس لديها مثل هذه الفوائض لتنفيذ المشروعات الاستثمارية المستقبلية، وهذه الشركة قد تعتمد بشكل كبير على التمويل الداخلي عن طريق احتجاز الأرباح، الأمر الذي قد يجعلها تدفع نسب متدنية من أرباحها كتوزيعات، حيث ترتبط الاحتياجات المالية للشركة بشكل مباشر بمقدار ما تتوقعه من نمو في نشاطها وبحجم الأصول المطلوب توفرها لتنفيذ النمو المطلوب، وتكلفة الأموال تلعب دورا بالغ الأهمية في سياسة توزيع الأرباح، ففي حال ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي، فإن الشركة تميل إلى تمويل النشاط الاستثماري من الأرباح المحتجزة (النعمي و النعمي، 2009، صفحة 480)

■ الفرص الاستثمارية:

تتأثر سياسة توزيع الأرباح في الواقع العملي كثيرا بمدى توفر فرصة للنمو، والتوسع، وبإمكانية توفير الأموال لذلك، وقد أدت هذه الحقيقة إلى تطوير سياسة "توزيع الأرباح المتبقية" التي تنص على أن الشركة ينبغي ان تقرر مقدار الأرباح التي سيتم توزيعها بشكل دوري.

تستلزم متطلبات التوسع بمختلف انواعها قيام الشركات بحشد إمكانياتها المالية، وهذا بدوره يتطلب قيام الشركة بتوفير الأموال اللازمة لذلك التوسع، حيث الإعتماد على مصادر تمويل ذاتي قد يكون أفضل من اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية في بعض الحالات، وهذا يدعو الشركات إلى قيامها بإحتجاز الأرباح بدلا من توزيعها، ومن ثم تواجه الشركات عدداً من الفرص الإستثمارية المهمة لتعظيم قيمتها وزيادة فرص نموها، فتسعى إلى تقليل توزيعات الأرباح قدر الإمكان من أجل تمويل مثل هذه المشاريع من الأرباح المحتجزة. وبالتالي سوف تعتمد على عدد من العوامل: (Denzil & Antony, 2007, p. 284)

- ✓ موقف المساهمين وأسواق رأس المال من خفض أرباح الأسهم.
- ✓ توافر وتكلفة مصادر التمويل الخارجية.
- ✓ مقدار الأموال المطلوبة بالنسبة للأرباح المتاحة القابلة للتوزيع

■ الرغبة في السيطرة:

وتظهر هذه الحالة عند رغبة أصحاب الشركة من حملة الأسهم الاحتفاظ بسيطرتهم على ملكية الشركة، فيعتبر عامل السيطرة من المتغيرات التي تؤثر في رسم سياسة توزيع الأرباح، قد يفضل الملاك الحاليين للشركة الراغبين في السيطرة على إدارة الشركة عدم الاعتماد على إصدار الأسهم في تمويل الشركة لاستثماراتها لأن التمويل بإصدار أسهم عادية جديدة يخفف من سيطرة الملاك الحاليين أصحاب الأسهم الحالية، من أجل ذلك فإن بعض الشركات تجد أن أسلوب التمويل المناسب هو الاعتماد على الأرباح المحتجزة، معنى ذلك أن الأرباح الموزعة يجب أن تكون نسبتها قليلة (هندي، 2003، صفحة 357)

▪ المحتوى المعلوماتي:

ينظر المحللون إلى دفعات التوزيعات كإشارة إلى النجاح المستقبلي التي تتمتع به الشركة، في حين أنهم ينظرون إلى دفعات التوزيعات المتذبذبة والمتقلبة كإشارات سلبية على الصحة المالية للشركات في المستقبل، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم، وينظر المساهمون إلى دفعات التوزيعات في فترات الخسائر التي تمر بها الشركات كمؤشر إلى أن هذه الخسائر مؤقتة (النعيمة و التميمي، 2009، صفحة 483)

3- آليات توزيعات الأرباح

يعد قرار التوزيعات من صلاحيات مجلس إدارة الشركة، وذلك من خلال جمع المعلومات المتوفرة عن القدرة المالية للشركة إضافة إلى الطموحات التي تتطلع لتحقيقها مستقبلاً، فمقدار التوزيعات يعد أمراً ذا أهمية كبيرة سواء بالنسبة للشركة أو المستثمر، إضافة إلى العارفين والمتتبعين للأمور المالية للشركات.

1.3 آلية دفع التوزيعات

1.1.3 مقدار التوزيعات *Amount of dividend*

تعد الأرباح المحققة من قبل الشركة المحدد الرئيسي لمقدار التوزيعات، رغم أن الإدارة تسعى إلى تحقيق الاستقرار في هذه النسبة قدر المستطاع، ويكون مجلس الإدارة المسؤول الأول عن تحديد نسبتها، كما يمكن أن يقرر رفعها أو تخفيضها حسب ما تقتضيه الظروف.

ويتم عموماً استخدام معدلين أساسيين لتحديد مقدار التوزيعات المحولة من الشركة إلى حاملي الأسهم، وتتمثل في: (بوحدارة، 2012، صفحة 111)

أ- مردودية السهم

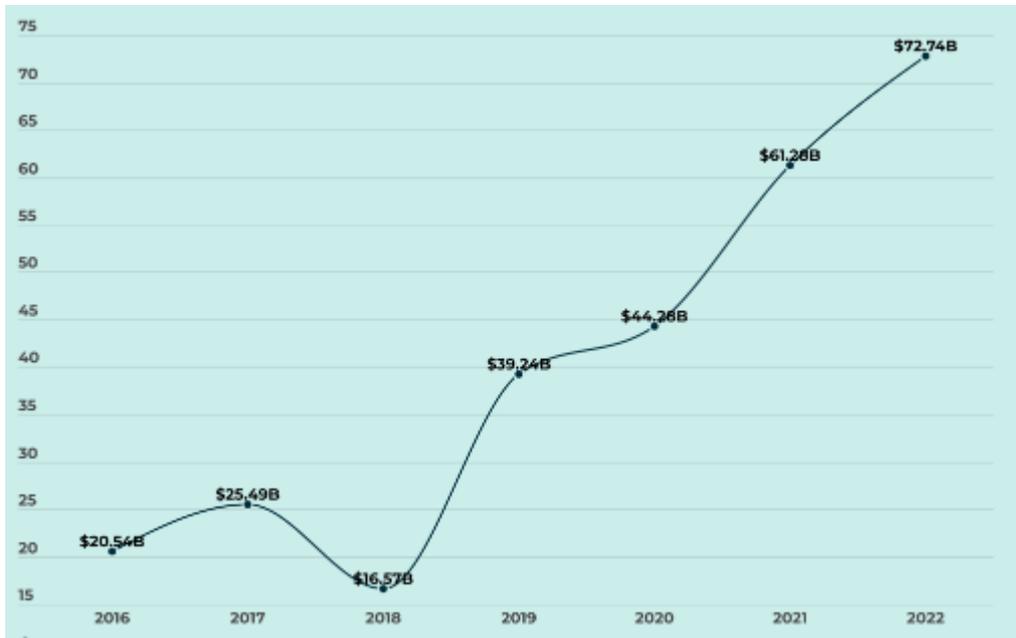
تقاس مردودية السهم بالقيمة السنوية من التوزيعات المحولة للسهم مقسمة على سعر السهم السوقي، فمردودية السهم عند بعض المستثمرين يعد بمثابة مقياس لدرجة الخطر وشبكة توضيحية للمستثمر حول وضعية المؤسسة، وبالتالي فالمستثمر يتجه إلى الشركة التي يكون فيها مردود السهم عالي .

$$\text{مردودية السهم} = \text{سعر السهم السوقي} / \text{القيمة السنوية للسهم المحولة للتوزيعات}$$

إن أرباح السهم تمثل حق مالي أي حصة كل مساهم من الأرباح الموزعة، حيث يقرر مجلس إدارة الشركة والمساهمين توزيع النتيجة الصافية أو ابقائها واستعمالها في تمويل نشاطات الشركة وذلك من أجل ضمان تدفقات نقدية عالية في المستقبل، ومثال على ذلك نأخذ شركة *Microsoft* التي حققت مرونة كبيرة خلال عام 2020، حيث عزز الوباء من الطلب على منتجات الشركة وخدماتها، بسبب بيئة العمل في المنزل للموظفين والموردين أثناء عمليات الإغلاق الوبائية. واشترك المزيد من العملاء المؤسسين في البرنامج الإنتاجية التي تقدمها برمجيات (*Microsoft Office*)، بالإضافة إلى تسريع انتقالهم إلى البنية التحتية للحوسبة السحابية.

وبمساعدة هذا الارتفاع المفاجئ في الطلب، تقدمت أسهم الشركة بأكثر من 38% هذا العام، الذي حصل المستثمرون خلاله أيضاً على زيادة بنسبة 10% في توزيعات الأرباح ربع السنوية للشركة التي تتخذ من ريدموند في واشنطن مقراً لها. ووصلت المدفوعات إلى 56 سنتاً للسهم وتتداول *Microsoft* حالياً عند 218.59 دولار، مما يعني أن عائد توزيعات الأرباح يبلغ 1.02%.

الشكل 1: أرباح سهم شركة *Microsoft* خلال الفترة (2016-2022)



Source: <https://sa.investing.com>

تم الاطلاع عليه: 21 ديسمبر 2020 على الساعة 7: 54 د

✓ قيمة السهم بعد تاريخ الدفع

كما ذكرنا سابقا تاريخ الدفع هو التاريخ الذي يكون فيه الحق بالتوزيعات لمن هو مسجل في سجلات الشركة في تاريخ التسجيل.

فمثلا لو باع مستثمر ما أسهم شركة معينة لمستثمر آخر قبل تاريخ الدفع، فإن التوزيعات تصبح من حق البائع، بينما لو أجريت العملية في تاريخ الدفع فستكون التوزيعات من حق المشتري، على اعتبار أننا في عالم لا تفرض فيه ضرائب على دخول المستثمرين، حينئذ يتوقع أن تنخفض القيمة السوقية للسهم بعد تاريخ الدفع، وذلك بمقدار نصيب السهم من التوزيعات التي أجريت، وهذا هو فكر *MM* (هندي، 2005، صفحة 378)

ما في العالم الذي تفرض فيه ضرائب على دخول المستثمرين، فإن الصورة ستختلف، بحيث المشتري الذي يشتري السهم قبل تاريخ الدفع وأصبح له الحق في التوزيعات، يدرك أن عليه أن يدفع على ما حصل عليه منها، وإذا ما انتظر واشترى إلى ما بعد تاريخ الدفع، فستكون التوزيعات من حق البائع، ومن ثم لن يدفع المشتري أي ضرائب عليها.

ب- نسبة التوزيعات

تحدد نسبة التوزيعات بتوزيعات الأرباح مقسمة على إجمالي الأرباح، وتعتبر من أهم النسب المستعملة من قبل المحللين، فهي أداة تستعمل في الغالب للتنبؤ بالتوزيعات في الفترات المستقبلية، إذ يحظى التنبؤ بالنمو في الأرباح المستقبلية بالأهمية البالغة من طرف المحللين مقارنة بالتوزيعات، وخير ما تحدد به هو نسبة الأرباح المحتجزة والتي تمثل الجزء المعاد استثماره من الأرباح المحققة، فارتفاع هذه النسبة ينبأ بارتفاع في معدل نمو الأرباح.

ويعتبر هذين المعدلين من أهم المقاييس المستعملة في تحليل سياسة توزيعات الأرباح، حيث يعتبر تركيز الشركة على تحقيق مستوى معين من هذين المعدلين المؤثر على عملية تداول أسهمها وكذا على تركيبة مساهميتها.

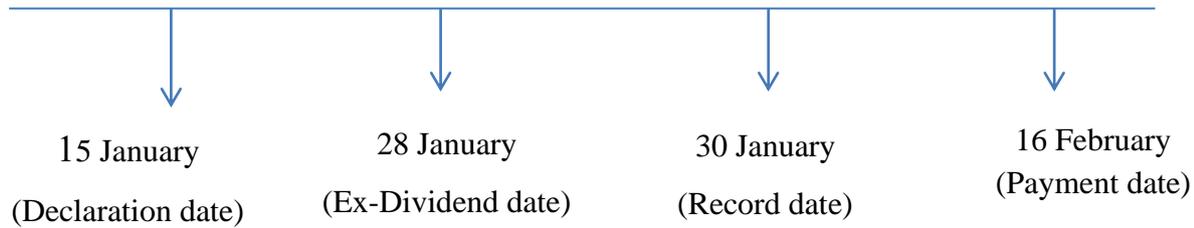
نسبة التوزيعات = توزيعات الأرباح / إجمالي الأرباح

2.1.3 السلم الزمني لدفع توزيعات الأرباح:

يقع قرار دفع أرباح الأسهم في يد مجلس إدارة الشركة، عندما يتم الإعلان عن توزيعات أرباح فإنها تصبح دينًا للشركة ولا يمكن إلغاؤها بسهولة. في وقت ما بعد الإعلان عنه، يتم توزيع أرباح على جميع المساهمين اعتبارًا من تاريخ معين، بشكل عام يتم التعبير عنها أيضًا كنسبة مئوية من سعر السوق (عائد توزيعات الأرباح) أو كنسبة مئوية من صافي الدخل أو ربحية السهم (توزيعات الأرباح).

• يمكن التمييز بين ثلاثة تواريخ مهمة عند عملية توزيع الأرباح:

الشكل 2: مثال عن السلم الزمني لدفع التوزيعات

Example of procedure for dividend payment

Source: (Vijayan, 2019, p. 3)

- **تاريخ الإعلان Declaration date:** وهو تاريخ يحدد فيه مجلس الإدارة مقدار التوزيعات وتاريخ تسليمها، فهذا اليوم يعد ذا أهمية كبيرة كونه قد يتم رفع نسبة التوزيعات أو تخفيضها.
- **تاريخ التوزيعات السابق Ex-dividend date:** ويعتبر هذا التاريخ بمثابة تاريخ لإستحقاق الحصول على التوزيعات، فإذا تم شراء السهم من قبل المستثمر قبل هذا التاريخ يكون له الحق في الحصول على التوزيعات، لكن في حال شراء السهم عند هذا التاريخ أو بعده فيكون المالك الأصلي هو صاحب الحق في الحصول على التوزيعات المقررة، مما يفرض في هذه الحالة ضرورة إنخفاض سعر السهم بقيمة التوزيعات الصافية (بعد الضريبة)، وعموما يحدد هذا التاريخ بيومين قبل تاريخ التسجيل.
- **تاريخ التسجيل Record date:** تقوم الشركة بعد أيام من تاريخ التوزيعات السابق بغلق سجلاتها الخاصة بتحويل الأسهم التي ستحصل على التوزيعات، ويكون كل المستثمرين المسجلين في السجلات كحملة أسهم الشركة لهم الحق في الحصول على التوزيعات، وبسبب الوقت المطلوب لعمليات الترحيل عند تحويل الملكية للأسهم، فإنه ينجر عن شراء الأسهم قبل يومين من تاريخ السجل حرمان صاحبها من

إستلام التوزيعات الحالية، اما قبل ذلك فالمشتري عليه أن لا يقلق حيال تسجيل أسهمه في الوقت لأن البائع هو الذي يكون مطالب بدفع قيمة هذه التوزيعات في حال لم يستلمها.

• **تاريخ الدفع Payment date:** ويتم تحديده من قبل مجلس الإدارة، وعموما يكون بعد أسبوعين أو ثلاثة من تاريخ التسجيل، وتلتزم فيه الإدارة بدفع التوزيعات إلى حملة الأسهم العادية.

2.3 مقاييس توزيعات الأرباح:

يتم قياس توزيعات الأرباح الموزعة على المساهمين من قبل الشركات المدرجة من خلال مقاييس

رئيسية: (شعادة، 2014، صفحة 9)

الأول: عائد توزيعات الأرباح Dividend yield وهو مقياس يؤدي إلى إحتساب نسبة توزيعات الأرباح المدفوعة لكل سهم على سعر السهم بتاريخ إجراء توزيع الأرباح وذلك وفقا للمعادلة التالية:

$$\text{عائد توزيعات الأرباح} = \frac{\text{توزيعات الأرباح للسهم الواحد}}{\text{سعر السهم}}$$

يقدم هذا المقياس إحتسابا للجزء من العائد الإجمالي للسهم الذي مصدره توزيعات الأرباح، والرصيد المتبقي بعد طرح هذا الجزء يكون مصدره تقييم السهم (قيمة السهم) وبالتالي فإن العائد المتوقع على السهم كالآتي:

$$\text{العائد المتوقع على السهم} = \text{عائد توزيعات الأرباح} + \text{تقييم السهم}$$

يقوم المستثمر بإستخدام عائد توزيعات الأرباح كمقياس للمخاطر المتضمنة في أسهم الشركة، وفي إختياره للشركات المدرجة التي سيتم الإستثمار في أسهمها، حيث يقوم المستثمرون بالإستثمار في أسهم الشركات التي لها عائد توزيعات أرباح مرتفع.

الثاني: نسبة دفع الأرباح Dividend payout Ratio: وهو مقياس ينسب توزيعات الأرباح إلى أرباح الشركة المحققة كالآتي:

$$\text{نسبة دفع الأرباح} = \frac{\text{توزيعات الأرباح المدفوعة}}{\text{صافي أرباح الشركة}}$$

تعد نسبة دفع الأرباح (التدفقات النقدية المدفوعة لحملة الأسهم) مؤشرا لسياسة توزيعات الأرباح التي تتبعها إدارة الشركة وكذلك مؤشرا لمدى جاذبية العائد المتاح للإستثمار في الشركة. إن القرارات المرتبطة بتوزيع الأرباح يجب أن تكون متلازمة للقرارات المالية الأخرى مثل شراء أسهم الخزينة أو الإستثمار في مشاريع جديدة تلبى مقاييس الجودة. يقوم المستثمرون بإستخدام هذه النسبة في التقييم وتقدير توزيعات الأرباح في القدرات المستقبلية، حيث يقوم المستثمرون والممولون بتقدير النمو في الأرباح وليس توزيعات الأرباح نفسها. كما أن نسبة الإحتفاظ (الباقية).

الثالث: ربحية(خسارة) السهم - العائد على السهم EPS: يتم إحتساب ربحية (خسارة) السهم الأساسية بتقسيم صافي الربح أو الخسارة للسنة العائدة لحملة الأسهم العادية للشركة الأم على المتوسط المرجح لعدد الأسهم المتداولة، إن الغرض من المعلومات حول الأرباح الأساسية للسهم الواحد هي توفير قياس للعائد الذي يعود على كل سهم عادي نتيجة لأداء الشركة خلال السنة، تعتبر ربحية السهم الواحد من أكثر المقاييس إستخداما لقياس عائد حامل السهم ويمثل الأرباح المستحقة الدفع المترتبة على الشركة لحملة أسهمها(أصحاب الحق في التصويت).

3.3 خصائص توزيعات الأرباح

تعكس سياسة التوزيعات الأهداف التي تسعى الشركة للوصول إليها، والتي تكون في مقدمتها تعظيم قيمتها في السوق، إذ تتحكم مجموعة من الخصائص في الواقع على قرار تحديد سياسة التوزيعات المثلى للشركة، وهو ما سنحاول إبرازه فيما سيأتي: (Aswath, 2006, p. 88)

■ التوزيعات لها نفس ميل الأرباح

لقد قام J. Linter بدراسة الطريقة التي تحدد من خلالها الشركة مبلغا للتوزيعات الذي يتم تحويله للمساهمين، إذ توصل إلى أن الشركة تحدد نسبة مستهدفة من التوزيعات بالاعتماد على مستوى الأرباح المحققة، والتي قد تشهد تغيرات في قيمتها بفعل التغير في تطور مستوى الأرباح، حيث يتم صرف التوزيعات اعتمادا على الأرباح المحققة من قبل الشركة. وكان ذلك إثبات لما توصل إليه J. Linter أن التغيرات على مستوى التوزيعات إنما تكون محصلة للتطورات الحاصلة في الأرباح.

■ التوزيعات مستقرة

إن فكرة إجراء تعديلات على قيمة التوزيعات غالبا لا تحببها الشركات، ويعود هذا الخوف من تعديل قيمة التوزيعات إلى مجموعة من العوامل، منها تخوف الشركة من عدم قدرتها على تغطية توزيعات أعلى في الفترات المستقبلية، والعمل على تجنب رد فعل السوق نتيجة الإعلان عن تخفيض التوزيعات، لذا تحاول جعل قيمة التوزيعات مستقرة.

■ التوزيعات تتبع دورة حياة الشركة

عموما تتبع سياسة التوزيعات موقع الشركة من دورة حياتها وما تفرضه من متطلبات استثمارية، حيث تعتبر سياسة توزيع الأرباح قرار قائم على المفاضلة بين الإحتفاظ بالأرباح من أجل إعادة استثمارها أو توزيعها في شكل نقدي أو في أشكال أخرى، هذا القرار هو دالة تابعة خصوصا للسيولة، الأرباح، للإستثمارات وللإستدانة، والمراحل التي تتميز بإستهلاك للسيولة وزيادة في الإستثمارات تحد من التوزيعات النقدية (الإنتلاق، النمو) على عكس المراحل الأخرى والتي تشجع على الدفع أين تكون السيولة متوفرة والإستثمارات منخفضة.

■ تتميز التوزيعات بتطور أكثر سلاسة من الأرباح المحققة من قبل الشركة

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

■ اختلاف سياسة التوزيعات عبر الدول

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

4- أشكال توزيعات الأرباح

هناك العديد من الطرق لتوزيع الأرباح في الشركة، خلال عملية التوزيع لابد الأخذ بعين الاعتبار جانبين مهمين، الأول توفير أموال كافية لدفع توزيع الأرباح والثاني تعظيم ثروة المساهمين في الشركة، وتنشأ سياسات توزيع الأرباح إلى جانبين رئيسيين: فإما يتم بإحتجاز الأرباح أو توزيعها، وذلك حسب أهداف وظروف الشركة، كما قد تمزج بينهما في ظل نسب متفاوتة. ومن خلال دراستنا وجدنا أن هناك ثلاثة أشكال أساسية لسياسة توزيع الأرباح هي: سياسة التوزيعات النقدية، سياسة الأرباح المحتجزة وسياسة التوزيعات في شكل أسهم. وسوف نستعرضها فيما يأتي:

1.4 التوزيعات النقدية *Cash Dividend*

أكثر أنواع توزيعات الأرباح شيوعًا هو توزيعات الأرباح النقدية. بشكل عام، تدفع الشركات عامة أرباح نقدية منتظمة أربع مرات في السنة، هذه المدفوعات نقدية يتم توزيعها مباشرةً للمساهمين، ويتم توزيعها في سياق الإجراءات المعتادة. بالأحرى لا ترى الإدارة مانعا في توزيعات الأرباح، وأحيانًا تدفع الشركات توزيعات نقدية منتظمة وأرباح نقدية إضافية، حيث أن الجزء "الإضافي" قد يتكرر أو لا يتكرر في المستقبل. (Ross & all, 2008, p. 547)

وعادة ما يتم وصف هذه التوزيعات في شكل نقدي والتي تدفع من قبل الشركة في آجال محددة بالتوزيعات على الأسهم *DPS (Dividend per Share)* والتي تساوي مقدار التوزيعات على الأسهم على عدد الأسهم، أي يمكن كتابة *DPS* بالعلاقة التالية: (Frank & all, 2003, p. 548)

$$DPS = \frac{\text{مقدار التوزيعات على الاسهم العادية}}{\text{عدد الاسهم العادية}}$$

كما توجد طريقة أخرى لوصف التوزيعات على شكل نقدي وذلك بواسطة مقدار الأرباح الموزعة

يدعى *Dividend payuot*

وهذا يؤدي إلى التطرق إلى نسبة الأرباح الموزعة *Dividend payuot ratio* فهذه الأخيرة تمكن

المستثمر من معرف مقدار الأرباح التي سوف يحصل عليها في شكل توزيعات نقدية،

ويمكن التعبير عنها بقسمة توزيعات على السهم على ربحية السهم وتكون على الشكل التالي:

(Frank & all, 2003, p. 549)

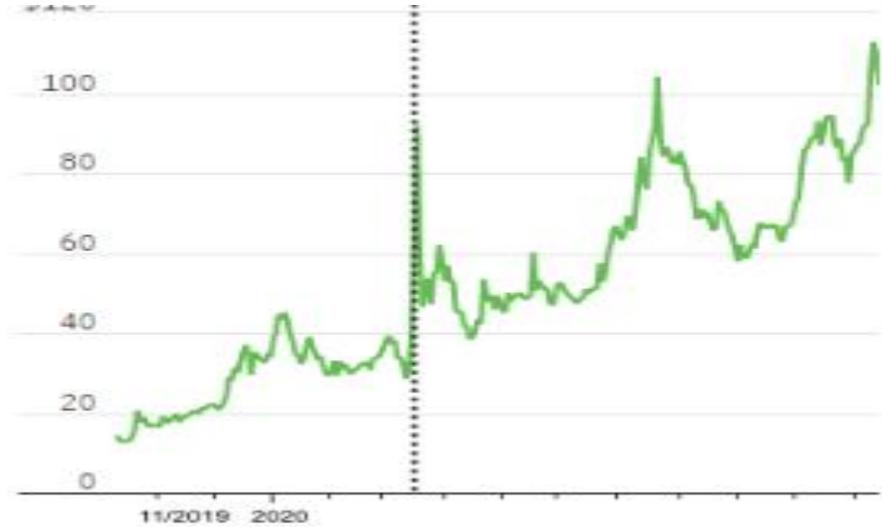
$$DRP = \text{Dividend per share} / \text{Earnings per share}$$

كما توجد طريقة أخرى لوصف التوزيعات على شكل نقدي وذلك بواسطة طريقة الربح من التوزيعات النقدية **Dividend Yield** وهناك من يطلق عليه مصطلح **مردود الربح الموزع** بحيث أن هذا المؤشر يمكننا من قياس المستوى الفعلي للنقدية على توزيعات الشركة ويرمز له بالرمز (DY) ويتم حسابه وفق العلاقة التالية:

$$DY = \frac{\text{الربح الموزع السهم العادي}}{\text{القيمة السوقية للسهم العادي}}$$

مثلاً: تمتك ألمانيا التي تعد رابع أكبر اقتصاد عالمي وأقوى اقتصاد أوروبي بقيمة 3.8 تريليون دولار، وتعد شركة **بيوانتك BNTX** التي هي شركة صناعة الأدوية واللقاحات أحد أهم الشركات في الفترة الأخيرة، التي قفزت أرباحها في 2020 بأكثر من أربعة أضعاف ما كانت عليه في 2019، حيث بلغت 638 مليون دولار مقارنة بـ 141 مليار دولار، وفي الـ 12 شهرا الماضية قفزت مبيعاتها بشكل كبير إلى تسعة مليارات دولار، مقارنة بـ 638 مليون دولار في 2020، لتحقق أكثر من أربعة مليارات دولار صافي ربح. لدى الشركة تدفقات تشغيلية خلال الـ 12 شهرا الماضية نحو 412 مليون دولار. وهو ما يعادله من تطوراً موازياً لتوزيعات الأرباح والأرباح المحققة بين عامي 2019 و2021، وهذا بالطبع يكون منطقياً حيث يتم دفع توزيعات الأرباح من الأرباح المكتسبة.

الشكل 3: تطور لتوزيعات الأرباح المحققة للشركة الألمانية بيوانتك في الفترة (2019-2021)



Source: <https://toquoc.vn/biontech-cong>

تم الإطلاع عليه بتاريخ 2022/01/27 على الساعة 21: 35

2.4 الأرباح المحتجزة:

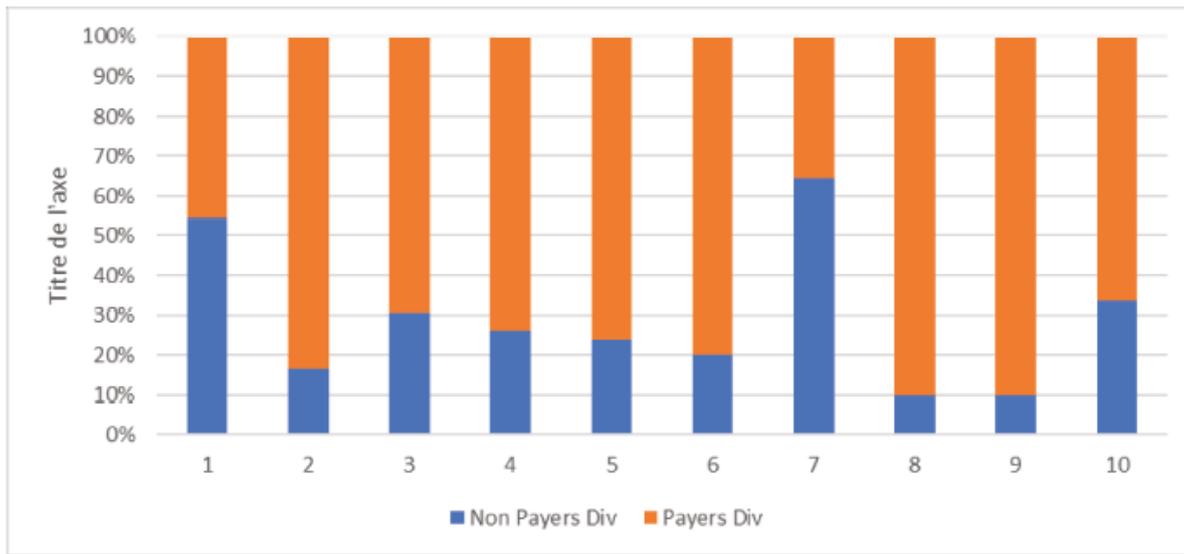
إن قرار توزيع الأرباح واحتجازها هو أحد هذه القرارات بالغة الأهمية. لذا ينبغي على المدراء أن يقرروا بعناية مقدار الأرباح التي يجب أن توزع على المساهمين ومقدار الأرباح التي ينبغي استثمارها في الأعمال التجارية. فعند إتخاذ مثل هذا القرار، ينبغي التركيز على تعظيم ثروة المساهمين.

ويمكن تعريف الأرباح المحتجزة على أنها ذلك الجزء من أرباح الشركة الذي لم يتم توزيعه على المساهمين بحيث يتم تسجيله ضمن حقوق المساهمين في الميزانية العمومية للشركة، وبالتالي فإن الأرباح المحتجزة تمثل ذلك الجزء غير الموزع من أرباح الشركة حيث تمتلك الشركة عدة خيارات للتصرف بصافي الربح المحقق في سنة من السنوات فقد تقوم بتوزيعه بالكامل على المساهمين وقد تقوم بإحتجازة والاحتفاظ به لديها بعد تسجيله في حقوق المساهمين، أو قد تقوم الشركة بتوزيع جزء من صافي الربح وإحتجاز الجزء الباقي.

وإن الاستثمار الفعال لرأس المال في الفرص الاستثمارية المربحة يصب في صميم خلق الثروة للمساهمين، ومن أجل ضمان خلق الشركة القيمة لمساهميها فينبغي أن يستثمر رأس مال الشركة المتاح فقط

إذا كان العائد المتولد من تلك الاستثمارات أكثر من كلفة رأس مال المؤسسة وينطبق نفس المبدأ على رأس المال المتولد داخلياً عبر الأرباح المحتجزة. وهذا يعني أن الشركة ينبغي أن تعيد استثمار أرباحها فقط إذا كان لديها القدرة على خلق القيمة من الفرص الاستثمارية، فينبغي أن تستهدف القرارات المختلفة للمدراء الماليين مثل بناء المحافظ الاستثمارية، وتطوير المنتجات المالية، والتمويل إلخ، إلى زيادة القيمة السوقية للشركة. (CHarbaty, 2020, p. 67)

الشكل 4: توزيع الأرباح وإحتجازها حسب القطاعات في فرنسا في الفترة (2000-2015)



Dividend payers: the percentages of dividend-paying and non-dividend-paying firms: Sector: 1 = technology; 2 = consumer goods; 3 = consumer services; 4 = health and care; 5 = community services; 6 = industrial sector; 7 = software; 8 = mobile and telecommunications; 9 = oil and gas; 10 = basic materials.

Source: (CHarbaty, 2020, p. 67)

وفسرت العلاقة بين توزيعات الأرباح والأرباح المحتجزة من خلال عدة تفسيرات: (Tirmizi & all, 2013, p. 1834)

- اعتبر (Dobrovolsky (1951 أن قرار الشركة للاحتفاظ بالأرباح هو قرار أساسي لأن الشركات الموجهة نحو النمو تفضل إعادة استثمار الأرباح بدلاً من دفع أرباح الأسهم إلى المساهمين.
- أشار (Rozeff (1982 إلى أن الشركات سريعة النمو تحاول التقليل من اعتمادها على التمويل الخارجي لإستثماراتها من خلال دفع أرباح أقل للمساهمين. لذا، تعتبر أن النمو يرتبط بشكل سلبي بتوزيعات الأرباح.

• ورأى (1984) *Myers and Majluf* أن الشركات تفضل الأرباح المحتجزة (الأصول السائلة المتاحة) كمصدر رئيسي لتمويل الاستثمار وتلجأ إلى التمويل الخارجي فقط بعد استنفاد التمويل الداخلي لأن الإقتراض حسب رأيهم يؤدي إلى الإفلاس.

3.4 توزيعات الأرباح في شكل أسهم (Stock Dividend)

تلجأ العديد من الشركات إلى توزيع أسهم جديدة على المساهمين بدلا من دفع توزيعات نقدية، فهذا الإجراء يتطلب أن تمتلك الشركة احتياطات وأرباح محتجزة بشكل كبير، وترغب في احتجاز المزيد من الأرباح على شكل احتياطات في المستقبل، كأن يكون لها فرص استثمارية واعدة.

وتعتبر التوزيعات في شكل أسهم أقل تكلفة بالمقارنة مع التوزيعات في شكل نقدي لكن تعتبر توزيعات غير حقيقية، لأنها لا تدفع نقدا فالعرض الجوهري من هذه التوزيعات هو زيادة عدد الأسهم التي يمتلكها كل مساهم كما أن التوزيعات في شكل أسهم يمكن التعبير عنها بنسبة معينة، ولتكن مثلا 20% سنويا في شكل أسهم أي أنه يحصل كل مساهم على سهم إضافي لكل 5 أسهم يملكها حاليا. حيث أن هذه التوزيعات قد تهدف إلى الحد من رغبة المساهمين في الحصول على توزيعات في شكل نقدي لأن الشركة تحاول النمو بشكل أسرع وتحتاج إلى مصادر تمويل خاصة التمويل الداخلي. (Ross & all, 2001, p. 542)

■ ويوجد سببين رئيسيين لإعتماد التوزيعات في شكل أسهم هما: (Frank & all, 2003, p. 550)

أ- تزويد السوق المالي بالمعلومة:

تحاول الشركات ترك إنطباع إيجابي لدى المستثمرين وحملة الأسهم، لذلك التوزيع في شكل أسهم يجعلهم يعتقدون أن للشركة فرص إستثمارية مهمة تجعلها بحاجة إلى رؤوس الأموال لتحقيق فرصتها الإستثمارية، غير ان التوزيع في شكل نقدي لا يترك هذا الانطباع.

ب- تخفيض القيمة السوقية للسهم:

إن ارتفاع تكاليف الصفقات التي تقوم بها الشركة يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهمها، مما يجعل الشركة تقوم بإجراء التوزيعات في شكل أسهم مما يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم وبالتالي تخفيض القيمة السوقية للسهم.

وينقسم هذا النوع بدوره إلى نوعين:

• توزيعات في شكل أسهم غير عادية «*Extra Ordinary*»

تعرف على أنها جزء من الأرباح المتراكمة للسنة الماضية، أي يمكن أن يعبر عنها في شكل رأسمال ثم يدفع إلى حملة الأسهم في شكل أسهم إضافية.

• توزيعات في شكل أسهم دورية «*Periodic*»

تعرف على أنها رسملة جزء من الأرباح السنة الجارية، وبالتالي فإن هذه الأرباح نسبيا تكون بأقل قدر وهي تسمى بالدورية لأن كل التوزيعات تعاد في بداية كل سنة وفقا للسياسة المعتمدة من قبل الشركة.

1.3.4 تجزئة السهم (*Stock Splits*)

يُعتبر تجزئة الأسهم بديلا آخر لتوزيع الأرباح النقدية، فعند قيام الشركة بهذا الإجراء ينتج عن كل سهم أسهم إضافية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة عدد أسهم الشركة من خلال تخفيض القيمة الاسمية للسهم، ويتم استخدام هذا البديل عادة لإعطاء الأسهم مرونة في التداول ولخلق زيادة في الطلب على الأسهم، وذلك من خلال أن زيادة عدد الأسهم في رأس مال الشركة من خلال تلك العملية والذي يؤدي إلى تخفيض توزيعات السهم الواحد عند ثبات مبلغ التوزيعات، أو إلى ثبات توزيعات السهم الواحد مع زيادة مبلغ التوزيعات الإجمالية. (النعمي و آخرون، 2011، صفحة 462)

وعند تناول تجزئة السهم (*Stok Split*) تبين بانها تقود إلى زيادة سعر السهم، وأن هذا لا يعني بأن التجزئة تخلق القيمة ولكن بسبب الإشارة المستقبلية للزيادة السريعة في توزيعات الأرباح، وبالتالي إن الزيادة في توزيعات الأرباح ستكون مهمة في كونها تشكل الإشارات تجاه الأرباح المستقبلية، ومهمة لأنها ستخبر المستثمرين بشيء عن المقاييس الحقيقية للشركة: وهي التدفق النقدي (*Cash Folow*)، وصافي القيمة الحالية (*NPV*) لفرص الإستثمار في رأس المال.

مثلا: أعلنت شركة X عن توزيعات أرباحها في شكل إشتقاق للأسهم بسهمين لكل سهم قديم، حيث كان هيكلها المالي القديم كما يلي:

الأسهم العادية: 10.000 سهم

القيمة الإسمية للسهم: \$1

فائض رأس المال: \$20.000

الأرباح غير الموزعة: \$290.000

مجموع الاموال الخاصة: \$500.000

وبعد عملية إشتقاق الأسهم، فإن الأموال الخاصة للشركة تصبح على النحو التالي:

الأسهم العادية: 20.000 سهم

القيمة الإسمية للسهم: \$0,5

فائض رأس المال: \$20.000

الأرباح غير الموزعة: \$290.000

مجموع الاموال الخاصة: \$500.000

حيث نرى من خلال المثال السابق انه لم يحدث أي تغيير إلا في القيمة الإسمية للسهم التي إنخفضت من \$1 إلى \$0,5 وكذا إرتفاع الأسهم العادية 10.000 سهم إلى 20.000 سهم، حيث أن الهدف الأساسي التي تسعى من وراءه الشركة إلى هذا النوع من الإجراء هو رغبتها في تخفيض القيمة السوقية لأسهمها العادية لتجعلها أكثر رغبة لدى المستثمرين، كما أنها تفتح المجال للتداول بيع وشراء الأسهم وهذا ما يطلق عليه ب: *Tranding Range* وهذا من شأنه أن يخفض في تكاليف الصفقات لأنه يسمح لحملة الأسهم بالتداول في ظل عدد كبير من السهم مع تكلفة سمسة أقل. (زيرام، 2012، صفحة 45)

2.3.4 عكس تجزئة الأسهم (Reverse Stock Splits)

تعتبر عن قيام الشركة بعملية تخفيض عدد أسهمها الغير مدفوعة أي التي لم تستند من التوزيع، وهو كما يظهر من اسمه ينطلق من نفس مبدأ عملية تجزئة الأسهم لكن بطريقة عكسية، مثلا إستبدال سهمين قديمين بسهم واحد جديد، الأمر الذي يؤدي إلى رفع القيمة الاسمية للسهم، وبالتالي لا يحدث أي تغيير على مستوى الهيكل المالي للشركة عدا عدد الأسهم الذي ينخفض، لذلك تعتبر طريقة عكس تجزئة الاسهم سياسة لمنع انخفاض سعر السهم إلى مستويات متدنية، (Raymaond & all, 2014, p. 56)

كما توجد هناك العديد من الأسباب التي تجعل الشركة تقوم بعملية عكس الإشتقاق، وهناك سببين مهمين لهذا الإجراء الأول إختياري والثاني غير إختياري: (زيرام، 2012، صفحة 46)

أ- عملية عكس الإشتقاق الإختيارية: *Reverse Stock Splits discretionary*

تستعمل الشركة هذا النوع من التوزيعات لزيادة الطلب على أسهمها لأن إنخفاض أسعارها من شأنه أن يترك إنطباع سلبي لدى المستثمرين، لكن عندما ترفع الشركة لأسعار أسهمها بواسطة هذه العملية يمكنها التأثير على صورة أسهمها وجعلها أكثر جاذبية لدى المؤسسات الإستثمارية من خلال تخفيض عدد الأسهم.

ب- عملية عكس إشتقاق الأسهم الغير إختيارية *Reverse Stock Splits non discretionary*

حيث تقوم الشركة بهذا الإجراء نزولا عند رغبة بعض المقرضين والمؤسسات المالية. لكن قد يشترطون أن لا تتخفف أسعار السهم عن حد معين.

وإن الأخذ بعين الإعتبار عيوب الواقع الفعلي يمكن أن تكون التجزئة المعكوسة لا تغير شيء كبير بالشركة لثلاثة أسباب مرتبطة: (العامري، 2010، صفحة 444)

- تكلفة المعاملات التجارية للمساهمين ربما تقل بعد التجزئة المعكوسة .
- سيولة وبيع أسهم الشركة يمكن أن تتحسن عندما السعر يرتفع بمدى التداول العام.

- بيع الأسهم بأدنى من المستوى المعين هو عدم مراعاة للإحترام.

3.3.4 إعادة شراء الأسهم (Stock Repurchase)

عندما تريد شركة ما أن تدفع التوزيعات لمساهميها، فإنها تعلن عادةً عن رغبتها في إعادة شراء أسهمها وفق كمية وسعر محددين، ، فتعتبر هذه الطريقة من الطرق البديلة لتوزيع الأرباح حيث يقصد بعملية إعادة شراء الشركة لأسهمها هو أن تقوم باستعمال فائض النقد لديها في شراء أسهمها المتداولة، الأسهم المعاد شراؤها قد يتم الاحتفاظ بها في خزانة الشركة على شكل أسهم خزينة (*Treasury stocks*) وإعادة بيعها إذا كانت الشركة بحاجة إلى تمويل إضافي .

حيث تلجأ الشركة إلى هذه الطريقة لوجود إختلاف من حيث فرض الضرائب، لأنه هناك فرق مهم في فرض الضرائب على أرباح الأسهم وإعادة شراء الأسهم، حيث توزيعات الأرباح تؤدي إلى التزام فوري بضريبة الدخل الخاضع للضريبة بالنسبة للمستثمرين، لكن الوضع مع عمليات إعادة الشراء أكثر

إختلافًا، لأن هنا الشركة تدفع الضريبة فقط على مكاسب رأس المال المحققة في البيع (Meyers, 2003, p. 434).

وتتم عملية إعادة الشراء وفق عمليات إعادة الشراء في السوق المفتوحة (*Open market repurchases (OMR)*) وعمليات عروض المناقصات (*Tender offer repurchase (TOR)*) وإعادة شراء الأسهم المستهدفة:

أ- إعادة الشراء في السوق المفتوحة (*Open market repurchases (OMR)*):

هي الطريقة الأكثر شيوعًا هي تعلن الشركة أنها تخطط لشراء أسهمها في السوق المفتوحة (*Open Market*) تمامًا مثل أي مستثمر آخر، وهي عمليات تنظمها لجنة الأوراق المالية والبورصات من خلال وسيط بأسعار السوق السائدة غالبًا وفي بعض الأحيان تعرض الشركات إعادة شراء عدد الأسهم بسعر ثابت والذي يتم تحديده عادةً بحوالي 20 بالمائة من مستوى السوق الحالي، حيث تلجأ الشركة إلى هذا الأسلوب إذا كان هدفها الأساسي هو توزيع الفائض من التدفقات النقدية على المساهمين.

ب- إعادة الشراء في العطاء (*Tender offer repurchase (TOR)*):

إن عملية إعادة الشراء لعرض العطاء تمت دراستها بواسطة (*Dann & Varmaelen, 1981*)، حيث تعلن الشركة عن العملية ولا يوجد شرط للإعلان، عادة ما يحددان كمية المخزون المطلوب لإعادة الشراء بسعر معين، والذي يكون عادة أعلى من سعر السوق الحالي، وغالبًا ما تحتفظ الشركة بالحق في تمديد العرض من مدته الأصلية من ثلاثة أسابيع إلى شهر والحق في إعادة شراء المزيد من الأسهم التي تم طرحها لإعادة شراء الأسهم .

ج- إعادة شراء الأسهم المستهدفة:

هذه الطريقة نجد لها عدة أسماء منها: *Targeted share repurchase* أو *Green Mail* أو *Duch oucation*، وهي الطريقة الثالثة لإعادة شراء الأسهم والتي من خلالها تدخل إدارة الشركة في عملية التفاوض مع حاملي النسبة الكبيرة لأسهم الشركة لشراء حصصهم من خلال تحفيزهم بعرض مميز، وفي العادة تقوم الشركة بهذا الإجراء لمواجهة سيطرة بعض المستثمرين على الشركة أو إذا كان سعر السهم السوقي أقل من قيمته الحقيقية (Vermaelen, 2005, p. 173).

وهذه العملية لاتتم إلا بواسطة القيام بالمفاوضات المباشرة بين الشركة وحملة الأسهم وتدعى *argeted Block Repurchase*

Targeted: إستهداف حملة الأسهم المميزين أو المحددين

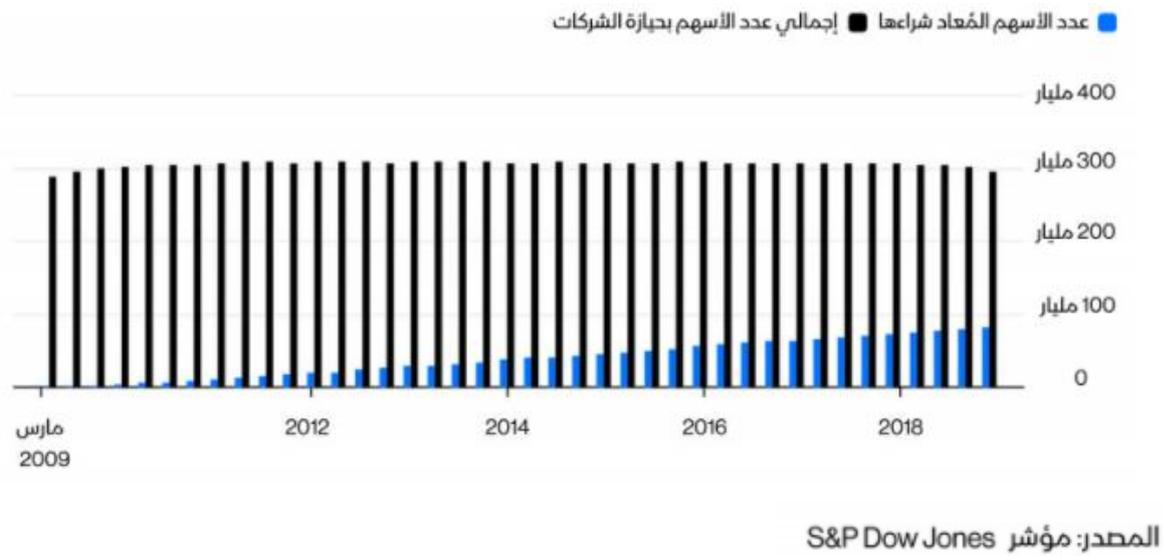
Block: عد كبير من الأسهم

Repurchase: الأسهم التي تعاد شراؤها في دفعة واحدة

إن الشركات المدرجة في مؤشر (S&P 500) تملك 289 مليار سهم قائم، وأعادت شراء 82 مليار سهم في 10 سنوات، حيث نسبة عمليات إعادة شراء الأسهم شهدت نموًا ملحوظًا طوال سنوات العقد الماضي، وارتفعت بحوالي 50% في 2018 لتصل إلى 800 مليار مسجلة ارتفاعًا سنويًا جديدًا.

ويرى الكثير من المراقبين أنها نتيجة سيئة سببها التخفيضات الضريبية، بل ويعتبرونها مجالاً ضعيفاً لتأمين أرباح الشركات بوجه عام، ومن المحتمل حتى أن تؤدي هذه الموجة إلى سنّ لوائح جديدة لتنظيم هذه العمليات، حيث اقترح عضوان ديمقراطيان بمجلس الشيوخ الأمريكي وهما السيناتور (Bernie Sanders) والسيناتور (Chuck Schumer) إقرار تشريع يحدّ من قدرة الشركات على إعادة شراء الأسهم وتبعهما السيناتور الجمهوري (Marco Rubio) بمقترح لتقييد عمليات إعادة الشراء بزيادة الضرائب على الأرباح الرأسمالية، بما يضبط مستوى الأفضلية التي تمتاز بها عمليات إعادة شراء الأسهم على الأرباح التي تخضع لضريبة الدخل.

الشكل 5: مثال عن إعادة شراء الأسهم لشركات المدرجة في مؤشر (S&P 500) خلال الفترة (2018-2009)



Source: <https://www.asharqbusiness.com>

تم الاطلاع عليه يوم 2022/02/08 على الساعة 10: 55

- ✓ وهناك العديد من إيجابيات إعادة شراء الأسهم، ومنها مايلي: (صبح، 2000، صفحة 227)
- يوفر هذا الأسلوب وسائل بديلة لتوزيع النقدية الفائضة في الشركة على أصحابها، فهو يسمح للمساهمين باتخاذ قرار ما إذا كانوا يبيعون أسهمهم ويحصلون على نقدية أم لا، لكن عندما يتم مراعاة الضرائب وتكاليف المعاملات في الحسابات فإن الموقف قد يتغير.
- قد تقوم إدارة الشركة بإعادة شراء أسهم لأنها ترى أنه قد يفسر من قبل المستثمرين على أنه إشارة إيجابية وهذا راجع إلى أن إدارة الشركة ترى بأن أسهمها مقيمة بأقل مما يجب (*Under Valued*).
- يمكن إعادة بيع أسهم الشركة مرة ثانية للحصول على أموال، وقد يتم هذا البيع بسعر أعلى من السعر الذي تم إعادة الشراء به.
- قد تشتري الشركة أسهمها كأسلوب وقائي ضد عمليات الإستيلاء عليها من خلال الإدماج.

- الرغبة في تعديل هيكل تمويل الشركة، ويتم ذلك بإصدار سندات جديدة لإستخدام حصيلتها في إعاءة شراء الأسهم وبالتالي يؤدي إعادة شراء الأسهم إلى إرتفاع نسبة الأموال المقترضة وزيادة الرافعة المالية نتيجة إنخفاض الملكية.
 - قد يؤدي إعادة شراء الأسهم إلى زيادة كل من ربحية السهم الواحد، وسعر السهم في السوق نتيجة الإنخفاض في عدد الأسهم المتاحة حالياً.
 - وقد نجد بعض العيوب لإعادة شراء الأسهم، تتمثل هذه العيوب في النقاط التالية:
 - قد يفضل المساهمون التوزيعات النقدية على إعادة شراء الأسهم.
 - قد يؤدي إنخفاض عدد الأسهم القائمة في الأسواق المالية إلى إنخفاض نشاط المتاجرة والتعامل في هذه الأسهم.
 - قد يحول إعادة شراء الأسهم دون تدفق الأموال الفائضة في الشركة إلى الفرص الإستثمارية أخرى.
 - قد ينقل إعادة شراء الأسهم السيطرة على الشركة إلى عدد محدود من الملاك.
- ❖ تأثير سياسة إعادة شراء الأسهم على أسعار الأسهم

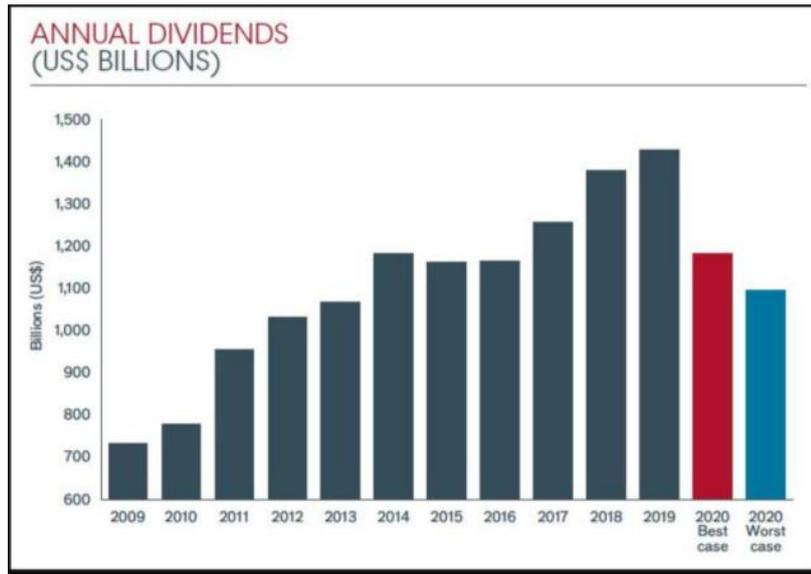
قد تفوق الإحتياجات الإستثمارية للشركة الموارد المالية المتاحة وبالتالي فقد يكون من الأفضل توزيع الفائض على المساهمين، وقد يكون التوزيع في صورة نقدية أو على شكل إعادة شراء الأسهم (زيرام، 2012، صفحة 49)، ويؤدي هذا الإجراء إلى إنخفاض عدد الأسهم وبالتالي إرتفاع ربحية السهم ومن ثم قيمته السوقية، ومن جهة أخرى فإن عدد الأسهم المعروضة للتداول قد تحمل في طياتها معلومات لها أثر إيجابي قد يترتب عليه إرتفاع القيمة السوقية للسهم بعد قرار إعادة الشراء عما كانت عليه قبلاً

لكن بعض الأنظمة الضريبية التي يكون فيهل معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية أعلى من معدلها على التوزيعات النقدية فذلك يدفع المستثمر إلى تفضيل الحصول على دخله من الأسهم على شكل زيادة في قيمة الأسهم بدلاً من الحصول عليها في شكل توزيعات نقدية.

أما في حالة تساوي المعدلين فإن الضريبة على التوزيعات تستحق بمجرد الحصول عليها فيما الضريبة على الأرباح الرأسمالية فلا تستحق إلا بعد بيع الأسهم وهو ما يجعل معدلها الفعلي أقل من معدلها الإسمي، ولعل الميزة الضريبية هي التي تدفع الشركات إلى إجراء توزيعات إضافية في صورة إعادة شراء الأسهم بدلاً من إجرائها على شكل توزيعات نقدية، يث أن السلطات الرقابية تفرض قيود على

عملية إعادة شراء الأسهم وذلك لحماية حقوق الدائنين وكذا حملة الأسهم فمثلا إعادة شراء الأسهم يجب أن تكون من الأرباح المخصصة كما لا بد من تحديد نسبة الأسهم لإعادة شراءها.

الشكل 6: إجمالي توزيعات الأرباح العالمية خلال الفترة (2009-2020)



Source: Janus Henderson Investors, <https://news.albraq-news.com/business>

تم الإطلاع عليه يوم 2022/02/08 على الساعة 16:35

في كافة أنحاء العالم، خفضت 27 بالمائة من الشركات توزيعات أرباحها، بينما كانت أوروبا الأكثر تضرراً، حيث شهدت قيام أكثر من نصف الشركات بالخفض في التوزيعات، في حين أن ثلثي تلك الشركات ألغت توزيعات الأرباح بشكل مباشر. ويتوقع التقرير أن تقوم الشركات العالمية الكبرى بتخفيض توزيعات الأرباح خلال عام 2020 بنسبة تتراوح بين 17 بالمائة في أفضل الأحوال وحتى 23 بالمائة في أسوأها، أو ما قد يصل إلى 400 مليار دولار. وبحسب تقرير "Janus Henderson" فمن المتوقع بذلك أن يشهد عام 2020 أسوأ نتيجة لتوزيعات الأرباح العالمية منذ الأزمة المالية العالمية.

المطلب الثالث: سياسة توزيع الأرباح

لقد كانت سياسة التوزيعات بمثابة اللغز بالنسبة للمستثمرين من جهة والشركات من جهة أخرى، لهذا تناولت العديد من البحوث هذه القضية، محاولة إعطاء تفسير منطقي لها بما يتمشى وواقع

الشركات في هذا الشأن، ولقد ناقش الأدب المالي والمحاسبي مفهوم سياسة توزيع الأرباح، إذ أشار إلى أنها توزيع جزء من أرباح الشركة على المساهمين العاديين، وقد تكون التوزيعات على شكل توزيعات نقدية أو أسهم، حيث وصفها (Brealey & Myers, 2003) بأنها واحدة من أصعب عشر مشاكل التي لم يتم حلها في الاقتصاد المالي، ويتوافق هذا الوصف مع Black سنة 1976 الذي وصفها على أنها الحلقة المفقودة بين التوزيعات والنمو .

1- مفهوم سياسة توزيع الأرباح:

تقاربت التعريفات لسياسة توزيعات الأرباح، حيث:

عرفها (Ross & al, 2005) بأنها اختيار مبلغ التوزيعات النقدية التي سيتحصل عليها المساهمين والمبلغ الذي يتم الاحتفاظ به من أجل إعادة الاستثمار في مشاريع أخرى مربحة أو تغطية الاحتياجات المستقبلية وتعتبر هذه السياسة ذات أهمية كبيرة لأنها تؤثر على اتجاهات المستثمرين وعلى العديد من المجالات المالية مثل: الهيكل المالي، التدفق المالي والسيولة، معدل النمو، تكلفة رؤوس الأموال.

عرفت أيضا على أنها سياسة لتحديد التخصيص بين الأرباح المحتجزة لإعادة الإستثمار وأرباح الأسهم الموزعة على المساهمين. (Naeem & Khurram, 2019, p. 2)

كما عرفها (قرشي، 2020) على أنها: "جزء لا يتجزأ من قرار التمويل الإستراتيجي للشركة، وجوهر هذه السياسة هو قيام مديري الشركة بتحديد نسبة الأرباح التي ينبغي توزيعها على المساهمين الذين يمتلكون الأسهم العادية في الشركة كعوائد على إستثماراتهم، وتحديد نسبة الأرباح التي إحتجازها لتمويل النمو المستقبلي في الشركة، ويجب ان يكون هدف قرار توزيع الأرباح هو تعظيم ثروة المساهمين"

وعرفها أيضا (Tijani & all, 2019) : هي إحدى القرارات الإستراتيجية المهمة في الشركة، والتي تخضع لإعتبارات عديدة في تحديدها، حيث تؤثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، وما لذلك من أهمية بالنسبة للمستثمرين والمقرضين والمدراء وغيرهم من أصحاب المصلحة

■ كما فسر (DeAngelo & al, 2008) سياسة توزيع الأرباح من خلال معالجته للأسئلة التالية:
(Verhoustraeten & Edouard, 2015, p. 2)

- ما هي العوامل الرئيسية المحددة للمبالغ التي توزعها الشركة؟
- ما أسباب هذه التوزيعات وما هو تأثير التوزيعات على قيمة الشركة؟

- ما هي العوامل والأنماط التي تؤثر على الشكل أو طريقة التوزيع المختارة، يتم توزيع الأرباح وإعادة شراء الأسهم الخاصة؟

مما سبق نجد انه يوجد إختلاف بين مفهوم توزيعات الأرباح، وسياسة توزيع الأرباح، فإذا كانت الأرباح هي عبارة عن العوائد التي حققتها الشركة سواء خلال الفترة المالية الحالية أو خلال الفترة الماضية والتي يستحقها المساهمون أو أولئك الذين يملكون حصص في رأس مال الشركة، فإن سياسة توزيع الأرباح هي عبارة عن النهج الذي تتبعه الشركة عند المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين إحتجاز تلك الأرباح لإعادة إستثمارها في الشركة بهدف تعظيم قيمة الشركة وثروة المساهمين مستقبلا، حيث كان هناك نهجان نظريان مفيدان يفسران ماسبق مقدم من (Lintner, 1956) و (Higgins, 1972) حيث إقترح Lintner أن الشركات تكون لديها هدف محدد يتمثل في تحديد نسب المدفوعات وتعديل توزيعات الأرباح بما يحقق أفضل عائد عند إتخاذ القرار، أما Higgins اهتم بقيود التدفق النقدي ونسبة الدين إلى حقوق الملكية بالتوازي مع نتائج الدفع المثلى من توزيعات ارباح الاسهم وتقليل تكاليف الأصول المتداولة وتكاليف التمويل الخارجي لرأس المال.

2- إستراتيجيات سياسة توزيعات الأرباح:

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التي يستخدمها المديرون لإرسال إشارة للمحللين الماليين والمستثمرين الحاليين والمحتملين حول ربحية وأداء الشركة في المستقبل، لذلك فهي مقياس رئيسي لتحديد قيمة الشركة السوقية، وقد تحتار الشركات بين ثلاث إستراتيجيات لسياسة توزيعات الأرباح وهي (Rampershad & Villiers, 2019, p. 25):

الإستراتيجية الأولى: تحديد مقدار الأرباح الموزعة كنسبة مستهدفة من صافي ربح الشركة، وهو ما يؤدي إلى تقلب توزيعات الأرباح خاصة عندما تكون الأرباح غير مستقرة، وتعد هذه الإستراتيجية أكثر إنتشارا في إقتصاديات الدول الناشئة.

الإستراتيجية الثانية: إحتفاظ الشركة بتوزيعات أرباح ثابتة نسبيا، وهو أمر شائع في إقتصاديات الدول المتقدمة.

الإستراتيجية الثالثة: إحتجاز الأرباح كمصدر داخلي للمعلومات.

3-أنواع سياسات توزيع الأرباح

تتنوع سياسات توزيع الأرباح في الشركات ما بين قيمة ثابتة من رأس المال أو سياسة توزيع أرباح ثابتة تحتسب على أساس نسبة مئوية من صافي الأرباح القابلة للتوزيع أو معدل نمو ثابت في نسبة التوزيع، وهذه السياسات تتوقف على هذه الإحتياجات المالية للشركة ومركزها الضريبي ومدى توفر الفرص الإستثمارية في السوق، وترجع أهمية إختيار سياسة توزيع الأرباح المناسبة لكل شركة إلى تأثيرها على كل من إتجاهات المستثمرين ومدى رغبتهم في الحصول على عوائد منتظمة أم لا، إلى جانب أنها تؤثر على هيكل رأسمال الشركة وطريقة تمويل إستثماراتها سواء من الأموال الذاتية أو من الأموال المقترضة، وكذلك تأثيرها على التدفقات النقدية للشركة وسيولتها ومعدل نموها المستقبلي، وعلى تكلفة مصادر الأموال لدى الشركة، آخذاً في الإعتبار أن سياسة التوزيع تهدف إلى تعظيم ثروة المساهمين، وبالتالي فإن سياسة التوزيع المثالية هي التي تعمل على تحقيق الموازنة ما بين توزيعات الأرباح الحالية والنمو المستقبلي الذي يعظم سعر السهم (السنيدي، 2017، صفحة 149)

وسوف نستعرض أهم أنواع هذه السياسات، وفقاً للآتي:

1.3 سياسة التوزيعات المستقرة

تمتلك الشركات الحق في إختيار السياسة الخاصة بتوزيع الأرباح وفق ما يتناسب وخططها وعلاقتها بالمساهمين، إلا ان الملاحظ أن أكثر الشركات تركز على سياسة تتسم بنوع من الإستقرار .

وتتميز سياسة التوزيع المستقرة بعدم الإتجاه نحو تخفيض التوزيعات حتى في وقت الأزمات

المالية، وتتجه المؤسسات نحو سياسة التوزيع المستقرة لعدة أسباب منها: (السنيدي، 2017، صفحة 150)

- يعتقد كثير من المديرين أن سياسات التوزيع المستقرة تؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم..
- أن سياسة التوزيع المستقرة تعني تأكد المستثمرين بشأن التوقعات النقدية من التوزيعات.
- لا تميل الشركات إلى تخفيض التوزيعات لأن المستثمرون ينظرون إلى التغيير الذي يحدث في التوزيعات على انها علامة على تنبؤ الإدارة بالمكاسب في المستقبل.

ويفضل المساهمون والمستثمرون بصفة عامة الشركات التي تقوم بتوزيع أرباح مستقرة، ويعود ذلك لعدة أسباب، أهمها مايلي:

يعتبر المستثمرون أن تيار الأرباح الموزعة المستقرة أقل خطرا من تيار الأرباح الموزعة المتقلب، وبالتالي فإنهم مستعدون لأن يطلبوا عائدا أقل على الإستثمار في سهم يوزع أرباحا مستقرة من العائد المطلوب على الإستثمار في سهم تتقلب الأرباح الموزعة عليه بحدة، وهذا التوجه من المستثمرين يجعل سعر السهم الذي يوزع أرباحا مستقرة يكون أعلى من سعر السهم الذي يوزع أرباحا متقلبة.

إن الكثير من المساهمين يستثمرون في الأسهم للحصول على إيرادات منتظمة ومنتامية من الأرباح الموزعة تدعم دخلهم الجاري للمحافظة على مستوى معيشي مرغوب به.إم مثل هؤلاء المساهمين قد يصابون بخيبة أمل كبيرة إذا لم يحصلوا على الأقل على أرباح موزعة مساوية إلى ما تلقوه العام السابق، لأن ذلك يؤدي إلى تخفيض مستواهم المعيشي، وإذا إستمر عدم الإستقرار في سياسة توزيع الأرباح للمؤسسة، فإن هؤلاء المساهمين قد يعمدون للتخلص من أسهم المؤسسة التي يحملونها، مما قد يؤدي إلى تدهور سعر سهم الشركة في السوق.

2.3 سياسة التوزيعات ذات النسبة الثابتة *Constant payout ratio dividend policy*

وفق هذه الطريقة فإن الإدارة المالية تسعى إلى تحديد نسبة ثابتة يتم توزيعها سنويا من الأرباح المتحققة، وكما يلاحظ من الإجراء أن مقدار الربح الموزع سوف يختلف وفق التغير في مقدار الأرباح المحققة. (الهادي، 2013، صفحة 48)

3.3 سياسة توزيع أرباح منتظمة:

يعتبر المساهمين هذه السياسة بأنها سياسة إيجابية تخفض من درجة عدم التأكد لديهم فيمت يتعلق بتوزيعات الأرباح المستقبلية وغالبا ما تقوم الشركات التي تتبع هذه السياسة بزيادة توزيعات الأرباح كلما تأكدت من زيادة أرباحها وتحت هذه السياسة فإن توزيعات الأرباح لا تتخض أبدا.

4.3 سياسة توزيع أرباح كنسبة من القيمة السوقية للسهم:

إن معظم المستثمرين ما بين القيمة السوقية لأسهم الشركة وبين الأرباح الموزعة، وتفضل أحيانا إدارة الشركة ربط الأرباح الموزعة بقيمة المؤسسة بدلا من ربطها بالأرباح المحققة. (السندي، 2017، صفحة 153).

5.3 سياسة عدم توزيع الأرباح على المدى القصير:

تعتمد بعض الشركات إلى عدم توزيع أرباح على المدى القصير، وذلك عندما يكون الإقتراض صعبا أو تكون تكاليف عالية، وعندما يفضل المساهمين الأرباح الرأسمالية على الأرباح الحالية، وكذلك تكون المؤسسة حديثة النشأة ونموها سريع.

6.3 النمط المستقر(المنتظم) مع علاوة إضافية:

تسعى الكثير من الشركات إلى توزيع الأرباح بنمط مستقر مع علاوة إضافية للتوزيع وعادة ما تلجأ الشركات إلى هذا الإجراء عندما تكون أرباحها السنوية متقلبة فهي تعطيها مرونة في إجراءات التوزيع للأرباح، وفي هذه الحالة تقوم الإدارة في الشركة بتوزيع أرباح مستقر ولكنها منخفضة.

وبالإمكان التصريح على علاوة إضافية في نهاية السنة إذغ ما تحسنت الأرباح وبذلك لها مرونة بإلغاء تلك العلاوة والإستمرار بالإجراء المستقر المنخفض، ومثل هذا الإجراء يضيف صفة الإستمرارية بتوزيع أرباح نقدية مما ينعكس إيجابا على سعر السهم في السوق.

ويفضل المساهمون سياسة توزيع الأرباح المستقرة للأسباب التالية:

- خلق حالة من التأكد بشأن التدفقات النقدية المستقبلية.
- يعتبر المستثمرون أن تيار الأرباح الموزعة المستقرة أقل خطرا من تيار الأرباح الموزعة المتقلب، ولذلك فهم مستعدون لأن يطلبوا معدل عائد على الإستثمار في سهم يوزع أرباحا مستقرة أقل من معدل العائد المطلوب على الإستثمار في سهم تتقلب الأرباح الموزعة علي

بحدة .

- إن الكثير من المستثمرين في الأسهم قد استثمروا بتلك الموجودات أَملا في الحصول على إيرادات منتظمة ومنتامية من الأرباح الموزعة تدعم دخلهم الجاري للإرتقاء أو المحافظة على مستوى معيشي

مرغوب به، فالتقلب المستمر يعرضهم لمشاكل ونفقات تصفية جزء من الأسهم، ناهيك عن القلق بمستقبل الأسعار السوقية والتوزيع المتوقع .

- إن المستثمرين يفضلون الشركات التي تقرر سياسة توزيع الأرباح التي تتناسب مع أوضاعها من حيث معدلات نمو هذه الشركات وحاجتها التمويلية وتستمر بتطبيق هذه السياسة بثبات، وسبب هذا التفضيل أن المستثمرين سوف يختارون الإستثمار في أسهم شركة ما تتناسب في توزيع الأرباح مع تفضيالاتهم، فهناك شركات تدفع أرباح موزعة عالية وشركات تدفع أرباح موزعة معتدلة وأخرى تدفع أرباح

- لإعطاء اشارة إلى المستثمرين بأن الشركة لديها سيولة كافية لدفع التوزيعات النقدية ولتغطية التزاماتها الحالية والمستقبلية.

4- البدائل المختلفة لسياسة توزيعات الأرباح:

يمثل القرار بشأن سياسة توزيعات الأرباح أحد مجالات الإهتمام سواء بالنسبة للمستثمر أو الشركة، ففي مثل سكون لهذا القرار إنعكاسات على سعر السهم في السوق وبالتالي قيمة الشركة، فإن المستثمر ينظر إلى التوزيعات باعتبارها أحد مصادر الدخل التي يعتمد عليها في مقابلة إحتياجاته، بالإضافة إلى كونها مؤشر يتيح له التعرف على توقعات الإدارة بشأن أرباح ومستقبل الشركة، لذا تحاول الشركة التفرقة بين ثلاث بدائل لسياسة توزيعات الأرباح (Partington, 1985, p. 536)

البديل الأول: يعتمد على عدم قيام الشركة بدفع توزيعات الأرباح إلا بعد تمويل كافة الإستثمارات المربحة مع المحافظة على نسبة مستهدفة من الديون إلى حقوق الملكية، وهو ما يعرف بسياسة توزيع الفائض.

حيث أن نظرية توزيع الفائض لها جذور عميقة في الأدبيات المالية، حيث أن الشركة تقوم بدفع توزيعات للمساهمين بعد تمويل جميع الاستثمارات المربحة وتكوين أرصدة نقدية لتمويل الاستثمارات المستقبلية، يبرر إنتهاج الشركة لهذه السياسة بأنها تكون ذات إعتقاد كبير على المصادر التمويلية الداخلية (الأرباح المحتجزة) في تمويل المشاريع الإستثمارية الجديدة، الأمر الذي يحتم دفع التوزيعات من المتبقي من الأرباح والذي يطلق عليه الفائض، ويكون هدف الشركة عند إعتقاد هذه السياسة هو العمل على تقادي إصدار وبيع أسهم جديدة، حيث تعمل هذه السياسة على مواجهة التقلبات في أرباح الشركة الدورية، مع دفع الدخل الضروري من الأرباح للمساهمين إضافة إلى محاولة بناء الثقة بمستقبلها.

وتستند نظرية الفائض للتوزيعات إلى مبدأ أن تكون سياسات التمويل والأرباح مترابطة، وهذا يعني أن الشركة تستغل هذه الطريقة من خلال المقارنة بين العائد المتوقع من الفرص الإستثمارية والعائد المطلوب من المالكين، ففي حال كان العائد المتوقع أعلى فإن الشركة والمستثمرين يفضلون إحتجاز أكبر قدر من الأرباح وهذا من أجل تمويل هذه الفرص الإستثمارية التي سينتج عنها عائد أعلى وفي هذه الحالة سيكون التوزيع صفراً والعكس صحيح مما يعني أن قيمة التوزيعات تكون مرهونة بالعائد على الفرص الإستثمارية المتاحة، وبالتالي حاجات الشركة التمويلية. (Smith, 2018, p. 2)

وبتعبير آخر: يعتبر قرار توزيع الأرباح المتبقية من أهم قرارات الاستثمار التي تتخذها إدارة الشركات لدعم الميزانية إذا كان لديهم مشروع استثماري قابل للتطبيق، وبالتالي يجب على هذه الشركات الاحتفاظ بالأرباح كمصدر للتمويل الداخلي منخفض التكلفة للحصول على تلك الاستثمارات وتجنب إصدار أسهم جديدة. لذلك، فهو يتضمن عمليات مهمة وإجراءات اتخاذ قرارات مثل قرار الإحتجاز لقرارات التمويل والاستثمار. الشركات التي تميل إلى التوسع الاستثماري تحتاج إلى مزيد من التمويل وبالتالي من المحتمل أن يكون نسبة الأرباح المحتجزة مرتفعة وترتبط قرارات الاستثمار بالنوع والمبلغ من الأصول التي ترغب الشركة الاستثمار فيها.

بينما قرارات التمويل المتعلقة بكيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل الأصول إما من خلال الملكية أو الديون. في الواقع، تستخدم سياسات الاحتفاظ معظم الشركات التي لديها فرصة للاستثمار في المشاريع ذات القيمة الصافية الحالية الإيجابية وبدون أوراق مالية خطيرة ومن أجل تحقيق هدف الشركة المتمثل في تعظيم ثروة المساهمين ويجب أن تسعى الإدارة إلى تعظيم قيمة العوائد المستقبلية المتوقعة لمساهميها (ALJanabil & all, 2018, p. 2689)

البديل الثاني: يشير إلى قيام الشركة بتحديد نسبة توزيعات مستهدفة من الأرباح السنوية مع العمل على إستقرار تلك التوزيعات من سنة لأخرى، وبناء على ذلك فإن مستوى التوزيعات في ضوء هذه البديل يتحدد بناء على عوامل خارجية مثل الرغبة في إستقرار التوزيعات وليس بناء على قرارات الإستثمار والتمويل.

أما بالنسبة للبديل الثالث: فإن مستوى التوزيعات يتحدد بناء على بعض العوامل الخارجية مع إعطاء أهمية لقرارات الإستثمار والتمويل وهو ما يعرف بسياسة التوزيعات المتواءمة.

المبحث الثالث: تأثيرات سياسة توزيع الأرباح

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم سياسات الوظيفة المالية في الشركات نظرا لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاساتها على سعر الأسهم في السوق المالية حيث تتعلق سياسة توزيع الأرباح بقرار تقسيم صافي دخل الشركة ما بين أرباح موزعة على المساهمين وأرباح محتجزة.

المطلب الأول: القرارات المالية وسياسة توزيع الأرباح

تعطي القرارات المالية صورة واضحة عن مختلف الأنشطة التي تقوم بها الشركة، حيث ينتهج المسيرين سياسة تمويلية وإتخاذ مجموعة من القرارات المالية بغرض تعظيم ثروة المساهمين والتي تسمح لها بتحقيق أهدافها المالية، بكفاءة وفعالية للوصول إلى التركيبة المثلى وذلك بمراعاة تكلفة الحصول على الأموال هذا من جهة، وبهذا يعتبر قرار التمويل والاستثمار أهم هذه القرارات المالية ويصاحبه نوع ثالث من القرارات ألا وهو قرار توزيع الأرباح، وتحديد مقدار التوزيعات، وقت وكيفية توزيع هذه الأرباح، باعتبار أن ملكية الأموال الخاصة في الشركة تعود للمساهمين الذين يستثمرون أموالهم مقابل الحصول على فوائد في وتحملهم درجة معينة من المخاطر.

1- تأثير القرارات المالية في تعظيم قيمة الشركة

تعتبر القرارات المالية واحدة من أهم هذه القرارات التي تتخذها الشركة كونها تعكس قرارات استراتيجية لما لها من تأثير بالغ على مستقبل الشركة، كما أنها تعكس السياسات المتبعة مثل سياسة الإستثمار وسياسة التمويل وسياسة توزيع الأرباح في سبيل بلوغ الأهداف المخطط لها.

إن الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار والتمويل تبدو واضحة من خلال العلاقة

التالية (زرغون، 2010، صفحة 5)

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

■ ولقد درست النظرية المالية بشكل عام وبدقة علمية أكبر موضوع تأثير القرارات المالية على قيمة الشركة حيث قامت بدراسة كل من قرار التمويل والإستثمار وتوزيع الأرباح وفيما يلي ملخص لتأثير القرارات المالية على قيمة الشركة (بديدة، 2010، صفحة 87)

تأثير قرار الإستثمار على قيمة الشركة: انطلقا من عمل *Miller & Modigliani* سنة 1958 الذي يشير في عنوانه لنظرية الإستثمار والتي تظهر أهمية قرار الإستثمار حيث كانت تمثل صلب الدراسات النظرية المالية الكلاسيكية والحديثة معا في تأثيره على قيمة الشركة من خلال تدنية تكلفته وفي المقابل زيادة مردوديته.

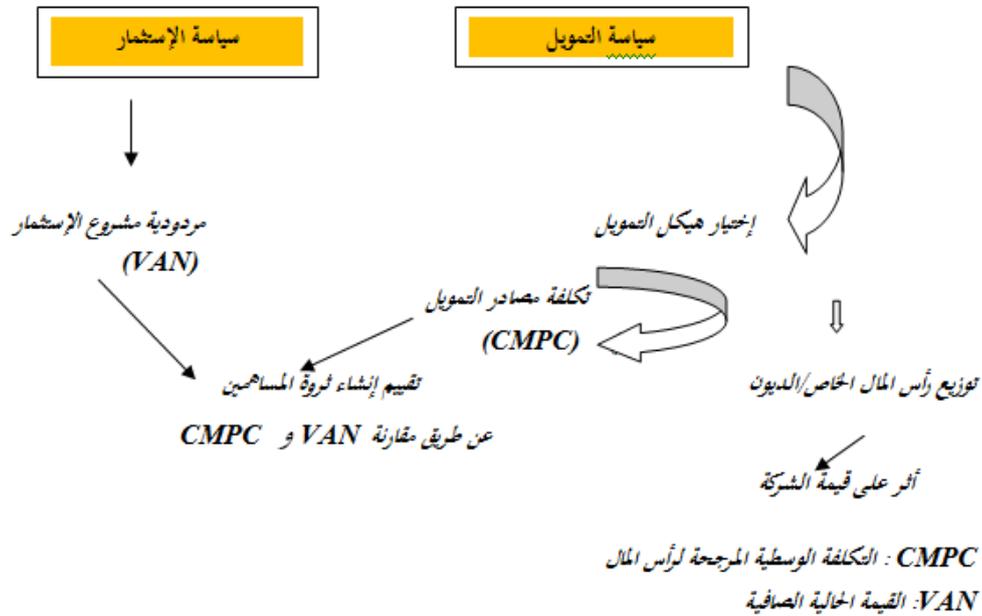
تأثير قرار التمويل على قيمة الشركة: أي تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة، ويقصد بالهيكل المالي البحث عن مصادر تمويل في الشركة والتي تتمثل في كل من الأموال الخاصة والديون، وتعتبر نظرية الهيكل المالي من النظريات التي تمثل نواة النظرية المالية إلى جانب نظرية الإستثمار.

وفي ظل بروز تعظيم قيمة الشركة كهدف وتنشده وترتكز عليه النظرية المالية الحديثة حيث حاولت أن تقدم النظريات المفسرة للهيكل المالي التي تحاول أن تجيب في جزء منها عن إمكانية تقليل تكاليف الحصول على أموال من خلال وضع الهيكل المالي المناسب ومن ثم رفع قيمة الشركة في الواقع العملي مع وجود كل من الضرائب على أرباح الشركات، بالإضافة إلى تكاليف الإفلاس والوكالة، وبالتالي يؤثر الهيكل المالي على قيمة الشركة انطلاقا من تخفيض تكلفة التمويل إلى الحد الذي تصبح فيه قيمة الشركة أعلى ما يمكن.

تأثير قرار توزيع الأرباح على قيمة الشركة: يعتبر قرار توزيع الأرباح من القرارات المالية الهامة التي لا تقل أهمية عن قراري الإستثمار والتمويل التي تناولتها العديد من النظريات في إطار نظرية توزيع الأرباح ويتضح تأثير قرار توزيع الأرباح على قيمة الشركة انطلاقا من الكيفية التي يتم بها التصرف في الأرباح بين احتجازها أو توزيعها.

وهذا ما يمكن تفسيره وفق الشكل التالي:

الشكل 7: سياسة التمويل، الإستثمار وأثرها على قيمة الشركة



Source: (Barneto & Gregorio, 2009, p. 544)

2- سياسة التوزيع كقرار إستثماري:

تشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قرارا إستثماريا ضروريا قد يفرض على الشركة ان تنتظر حتى تقرر إختيار الفرص الإستثمارية المتاحة، وإستخدام ذلك الجزء المتبقي من النقدية الناتجة عن التشغيل في عملية توزيع الأرباح وذلك بعد إستيفاء كافة متطلبات الإستثمار في الشركة.

إن سياسة الاستثمار المثلى تتطلب من الشركة أن تستثمر في المشاريع التي تكون فيها القيمة الحالية الصافية VAN موجبة والسوق المالي يكون متكامل وجيد وعدم تجزئة رأس المال إلى حصص إضافية وتجنب كل العوائق على المدى الطويل، فإذا كان رأس المال الداخلي للشركة غير كافي يمكنها أن تلجأ للأسواق المالية لتغطية العجز الناقص وذلك من أجل تمويل كل المشاريع التي ترغب فيها. أما إذا استثمرت الشركة في المشاريع وكانت القيمة الحالية الصافية موجبة فان الأرباح المحتجزة سيتم توزيعها فيما بعد على شكل أرباح متبقية.

إن مدفوعات الأرباح ليست سوى عنصر واحد في القرارات المالية التي يؤخذها المسؤولين في الشركة، وهناك أربعة سياسات رئيسية تخضع لها هاته القرارات هي: سياسة الديون، سياسة تمويل رأس

المال الخارجي، سياسة الاستثمار وسياسة توزيع الأرباح، وهذا مع الأخذ بعين الاعتبار هوية تدفق الأموال والأولوية المخصصة لأرباح الأسهم.

ويمكن التعبير عن العلاقة بين توزيعات الأرباح والإستثمار كمايلي: (Partington, 1985, p. 532)

$$\Delta I_t + D_t = \Delta S_t + \Delta \beta_t + Y_t$$

حيث:

I_t : صافي التغير في الاستثمار في الفترة t

D_t : صافي التغير في تمويل الأسهم الخارجية في الفترة t

S_t : صافي التغير في تمويل الديون في الفترة t

B_t : توزيعات الأرباح في الفترة t

Y_t : الأرباح في الفترة t

1.2 سياسة الإستثمار

تمثل القرارات الإستثمارية إختيار الموجودات التي يتم إنفاق الاموال عليها وتقسّم الموجودات على

قسمين: (العامري و آخرون، 2020، صفحة 22)

✓ **موجودات طويلة الأجل:** والتي يكون تأثيرها على مدى سنوات طويلة.

✓ **موجودات قصيرة الأجل:** هي كل الموجودات التي يمكن تحويلها إلى نقدية أو سيولة حكر السنة المالية وتتصف بدرجة عالية من السيولة.

وبناء على ذلك فإن إختيار الموجودات يكون ذا شقين: يتعلق بالإستثمارات الرأسمالية، يتعلق

بإدارة رأس المال العامل.

أما الإستثمارات المالية فإن هناك عناصر أساسية تدخل في اتخاذ القرارات الرأسمالية ومنها مجموعة الموجودات في الشركة وتكوينها والمخاطر المتعلقة بأعمال الشركة بشكل عام، كذلك مبدأ قياس كلفة رأس المال، أما إدارة رأس المال العامل فإنها من المهام الرئيسية للإدارة المالية إذ يجب خلق حالة من التوازن بين الربحية والسيولة بسبب وجود تعارض بين الإثنين، فرأس المال العامل يقصد به الفرق بين الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة، فإذا كان الفرق كبير فذلك يعني أن هناك أموالاً كبيرة جمدت في الموجودات المتداولة كان يمكن لها أن تستثمر بشكل فعال، أما إذا كان الفرق قليل فذلك يعني أن

الشركة تعاني من العسر المالي أو من رداءة الوضع المالي، وعليه يجب أن تزيد من رأس المال العامل لكي تستطيع تسديد إلتزاماتها المستحقة خلال الفترة المالية .

2.2 مفهوم القرار الاستثماري

يعتبر القرار الاستثماري أهم وأصعب وأخطر القرارات التي يتخذها المستثمر، ويقوم هذا القرار على جملة من المبادئ والمقومات، وتلعب المعلومات دورا هاما في تنشيط سوق رأس المال وكذا بالنسبة للمتدخلين فيه. فالكثير من الأفراد والجهات يحتاجون إلى هذه المعلومات لاستخدامها في قرار الاستثمار، فتوفر المعلومات الموثوق فيها وخاصة المعلومات المحاسبية يؤدي إلى زيادة حجم السوق وتخفيض تكلفة العمليات وزيادة عدد المتعاملين في السوق المالية وهذا ما يؤدي إلى زيادة العائد في التعاملات وبالتالي تحقيق التنمية الاقتصادية.

فقد عرفه *Simon* بأنه إختيار بديل معين من بين البدائل المتاحة لإيجاد الحل المناسب لمشكلة أو معضلة ناتجة عن عالم متغير وتمثل جوهر النشاط التنفيذي في الأعمال، في حين أن *Bernard* عرفه بأنه التصرف العقلاني الذي يأتي نتيجة التدابير والحساب والتفكير . (بورديمة، 2015، صفحة 362)

اما القرار الاستثماري الرشيد فيرجع مفهومه الى مبدأ الرشادة الاقتصادية الذي عليه تبنى علوم الاقتصاد الأساسية، حيث ان متخذ القرارات الاقتصادية يجب عليه ان يتسم بحسن التصرف والتدبير الاقتصادي للموارد المحدودة المتاحة، أي بشكل اخر عملية الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بحيث يوظف تلك الموارد في المشروع أحسن توظيف لتعطي أكبر عائد ومردود على الاستثمار مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة .(المطرب و الحميد، 2000، صفحة 37)

وبناء على ذلك يمكن تعريف القرار الاستثماري الرشيد بأنه: ذلك القرار الذي يقوم على إختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد على الاستثمار من بين عدة بدائل وذلك بعد الرجوع الى دراسة جدوى تحليلية للسوق والفرص المتاحة، وتعتبر دراسة الجدوى هي الأساس والقاعدة التي ينطلق منها القرار الاستثماري الرشيد وبالتالي يقوم القرار الاستثماري الرشيد على دراسات متعمقة مبنية على أساس علمي اخذة في الاعتبار جميع المتغيرات التي من الممكن ان تؤثر على عملية اتخاذ القرار وتخضع للتحليل العلمي الدقيق للوصول الى أكثر التقديرات واقعية للتدفقات النقدية الخارجة والداخلة المتوقعة.

✓ خصائص القرار الاستثماري:

للقرار الاستثماري عدة خصائص أساسية وهي: (المطلب و الحميد، 2000، صفحة 39)

- يعتبر قرار غير متكرر، أي ان كل المجالات التطبيقية لدراسات الجدوى يتم القيام بها على فترات زمنية متباعدة.
- ان القرار الاستثماري الرشيد هو قرار استراتيجي يحتاج الى بعد نظر ونظرة مستقبلية ثاقبة.
- تتربص بالقرار الاستثماري عدد من المشكلات أهمها ظروف عدم التأكد، وتغير قيمة النقود، وعدم قابلية بعض المتغيرات للقياس الكمي.
- يترتب على القرار الاستثماري تكاليف ثابتة غارقة لا يمكن تعديلها او التراجع عنها.
- تحيط بالقرار الاستثماري العديد من المخاطر نظرا لارتباطه بأنشطة مستقبلية في اغلب الأحيان.

3.2 أنواع القرارات الاستثمارية والمبادئ التي تقوم عليها

يعتبر قرار الاستثمار خطوة أولية لاختيار البدائل المتاحة بغية تحقيق أكبر عائد ممكن وبأدنى مخاطرة

1.3.2 أنواع القرارات الاستثمارية:

هناك ثلاث أنواع من القرارات الاستثمارية وهي قرار الشراء، البيع والتداول. كما يقوم القرار الاستثماري على جملة من المبادئ.

▪ قرارات تحديد الأولويات في جانب الاستثمار.

يتم اتخاذ القرار في هذه الحالة من بين عدد من البدائل الاستثمارية الممكنة حيث يصبح المستثمر امام عملية اختيار أفضل الفرص والخيارات المطروحة بناء على العائد وتكلفة الفرصة البديلة لكل خيار من الخيارات المطروحة، فيقوم المستثمر بترتيب أولوياته ربما من ناحية العائد على الاستثمار او فترة الاسترداد او المخاطر المصاحبة لكل خيار من الخيارات المطروحة.

• قرارات القبول او الرفض للاستثمار.

في هذا النوع من القرارات الاستثمارية يكون المستثمر اما بديل واحد وعليه الاختيار اما بالاستثمار او الاحتفاظ بأمواله بدون استثمار، وهذا النوع من القرارات يجعل المستثمر امام فرص محدودة للاستثمار على خلاف النوع السابق من أنواع القرارات الاستثمارية الرشيدة.

•قرارات الاستثمار المانعة تبادليا.

في هذا النوع من القرارات توجد العديد من الفرص الاستثمارية، ولكن في حال اختيار المستثمر لإحدى هذه الفرص فهذا يمنع المستثمر من اختيار أي فرصة أخرى، فيقوم النشاط الأول بمنع النشاط الاخر تبادليا، فعلا سبيل المثال إذا اختار الاستثمار في مشروع زراعي فهذا يمنعه من الاستثمار في مشروع صناعي وهكذا.

▪القرارات الاستثمارية في ظروف التأكد وعدم التأكد والمخاطرة.

حيث يمكن ان يتم اتخاذ القرارات الاستثمارية في حالة من التأكد والاستقرار وعدم وجود مخاطر، وهذا يساعد متخذ القرار في اتخاذ القرار بسهولة حيث تكون لديه المعلومات والدراسة التامة بالمستقبل ونتائجه، وحالة التأكد وانعدام المخاطر هذه تكاد تكون معدومة حيث من المستبعد عدم وجود نسبة معينة من الخاطر مع كل قرار استثماري يتم اتخاذه.

▪القرارات المبنية على التحليل الكمي والوصفي.

يمكن ان نجد قرارات معتمدة على التحليل الوصفي فقط وهذا النوع من القرارات قليلا ما يحدث، او قرارات تعتمد على التحليل الكمي فقط وهذه أيضا قليلة الحدوث، حيث ان الواقع العلمي للقرار الاستثماري الصحيح يجب ان يبنى على تحليل كمي ووصفي.

2.3.2 المبادئ التي يقوم عليها القرار الاستثماري

حتى يتمكن المستثمر من القيام بعملية المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة ينبغي عليه مراعاة مجموعة من المبادئ تتمثل فيمل يلي: (صايم، 2017، صفحة 142)

▪ **مبدأ الاختيار:** يفترض في المستثمر الرشادة ومنه فإنه دائما يبحث عن فرص استثمارية متعددة لما لديه من مدخرات ليقوم بالاختيار.

المناسب من بين الفرص المتاحة بدلا من توظيفها في أول فرصة تتاح له. ويتوقف تحقيق هذا المبدأ على وجود سوق مالية كفؤة مزودة بنظام معلوماتي وهياكل قوية وذات شفافية، حيث تكون فيها كل المعلومات متاحة للجميع.

■ **مبدأ المقارنة:** إذا كان المستثمر أمام مجموعة من البدائل المختلفة من حيث مداها الزمني وعوائدها ومميزاتها والتي تكون متفاوتة من حيث العائد والمخاطرة، حيث يقوم المستثمر بالمفاضلة بين البدائل المتاحة واختيار البديل الذي يناسبه، لا بد أن يقوم بعملية المقارنة بين تلك البدائل المتاحة بالاستعانة بأدوات التحليل والتقييم لتحديد وحصر البديل المناسب لرغباته وإمكانياته الاستثمارية التي يتميز بها.

■ **مبدأ الملائمة:** كل مستثمر يتميز بخصائص ذاتية تتمثل في العمر، الدخل والرغبات هذه العناصر تكون نمط تفضيل لدى المستثمر يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقرار الاستثمار المتمثلة فيما يلي:

-معدل العائد على الاستثمار.

-درجة المخاطرة التي يتصف بها.

- مستوى السيولة التي يتمتع بها كل مستثمر.

■ **مبدأ التوزيع:** تختلف الأصول المالية من حيث درجة المخاطرة والعوائد التي تدرها وعليه فالقرار الاستثماري السليم ينبغي أن يقوم على التنوع من هذه الأصول، وذلك من أجل الحد من المخاطر وزيادة العوائد.

4.2 المقومات الأساسية لقرار الاستثمار

يقوم القرار الاستثماري الناجح على مقومات أساسية تتمثل فيما يلي:

1.4.2 الاستراتيجية الملائمة للاستثمار

تبنى استراتيجية المستثمر على ضوء منحنى تفضيله الشخصي، وهو المعيار الذي يصنف المستثمرين الى عدة أصناف.

2.4.2 العناصر المحددة لاستراتيجية المستثمر

يتميز المستثمرون عن بعضهم البعض من حيث ميولتهم وأولوياتهم الاستثمارية، فلكل مستثمر منحنى تفضيله الاستثماري الذي يتخذه من خلال الربحية، السيولة والأمان. وتحدد ميول المستثمر اتجاه عنصر السيولة، وعنصر الأمان بالمخاطرة التي يستطيع تحملها مقابل العائد الذي يتوقعه بينما يترجم ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل العائد على الاستثمار المتوقع.

3.4.2 أصناف المستثمرين

وطبيعياً أنه كلما زاد العائد تزيد المخاطرة، وتبعاً لهذا سوف يكون هناك مستثمر يقبل بعائد منخفض ومخاطرة متدنية بينما مستثمر آخر لا يهاب المخاطرة يذهب إلى أبعد الحدود فيستثمر في أصول ذات مخاطرة مرتفعة مقابل عائد مغري، وعليه فإن المستثمرين يصنفون إلى عدة أصناف تتمثل فيما يلي:

■ المستثمر المتحفظ

هذا النوع من المستثمرين يهاب المخاطرة، وبالتالي لا يقبل الدخول في استثمارات ذات مخاطرة عالية، ولكن يقبل باستثمارات ذات مخاطرة متدنية بالرغم من عوائدها المنخفضة بمعنى أنه يفضل عنصر الأمان على عنصر المخاطرة ويرجع هذا التفضيل إلى قيود موضوعية تتعلق بمحدودية الموارد لدى المستثمر.

■ المستثمر المضارب

هو على عكس من المستثمر المتحفظ، هناك نوع آخر من المستثمرين لا يهبون من المخاطرة فيفضلون الأصول المالية ذات المخاطرة المرتفعة وذلك قصد الحصول على عوائد مرتفعة بمعنى هذا الصنف من المستثمرين يعطي الأولوية لعنصر العائد مهما كانت المخاطر المرتبطة بالاستثمار.

■ المستثمر المتوازن

وهو المستثمر الرشيد الذي يأخذ بالحل الوسط، فيوجه اهتمامه لعنصر العائد والمخاطرة بقدر متوازن، فلا يقبل بالربحية على حساب الأمان ولا العكس، وهكذا يكون قراره الاستثماري في أصول مالية ذات عائد ومخاطرة معقولين.

3- سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي:

قرارات توزيع الأرباح هي نوع من قرارات التمويل التي تؤثر على مقدار التوزيعات على المساهمين مقابل المبلغ الذي يتم احتجازه وإعادة استثماره. وتشير سياسة توزيع الأرباح إلى السياسة التي تتبعها الشركة في تحديد حجم ونمط التوزيعات النقدية للمساهمين مع مرور الوقت (Baker, 2009, p. 8) ، حيث قد تلجأ الشركة في بعض الحالات إلى الاعتماد على مصدر خارجي في توزيعات الأرباح، وذلك لتجنب المشكلة الاستثمارية الناجمة عن استخدام النقدية المترتبة عن عمليات التشغيل الداخلية، وفي مثل هذا الموقف قد يعكس قرار توزيع الأرباح باستخدام الأموال الخارجية (القروض أو الأسهم الجديدة) مشكلة تمويلية، خاصة إذا

ما كان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في الشركة، وهذا يعنى بالدرجة الأولى أن الاتجاه نحو استخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح، لابد وأن يتم تخطيطه في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل، أي بما لا يخل بهدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى أقصى حد ممكن (تعظيم ثروة الملاك).

1.3 مفهوم القرار التمويلي:

القرار التمويلي هو من القرارات التي يهتم بها المدير المالي وينصب الإهتمام على مثل هذه القرارات بإختيار المزيج التمويلي المثالي مثل هيكل رأس المال أي ينصب على حالة من التوازن في أنواع مصادر التمويل وحجم رأس المال المساهم به ومن المعروف أن مصادر التمويل تكون من مصدرين داخلي وخارجي (العامري و آخرون، 2020، صفحة 23)

2.3 العوامل المؤثرة في القرار التمويلي:

يتأثر القرار التمويلي بجملة من العوامل التي تلعب دورا أساسيا في اتخاذه والتي يجب أخذها بعين الاعتبار عند دراسته، وتتمثل هذه العوامل في: (مطر، 2000، صفحة 27)

عنصر الملائمة: يتحقق ذلك من خلال الحرص على أن يكون مصدر التمويل ملائما ومتوافقا مع المجال الذي تستخدم فيه الأموال فالملائمة بين مصادر التمويل ومجال الإنفاق والاستخدام من العناصر الأساسية التي يجب مراعاتها في اتخاذ القرار التمويلي.

وضع السيولة النقدية للشركة: يجب على متخذ القرار التمويلي أن يكون عارفا بالوضع المالي للشركة، وملما بحالة السيولة النقدية ومدركا للسياسات التي تنتهجها الشركة في إدارة تلك السيولة، ففي حالة ما إذا كان وضع السيولة حساسا وحرجا في الشركة هنا تكون الشركة مضطرة للبحث عن مصادر تمويل طويلة أجل لتجنب الضغط على السيولة مستقبلا.

القيود المفروضة على الشركة من أمثلة هذه القيود سياسة توزيع الأرباح داخل الشركة أو قيود على مصادر تمويل أخرى، لذا يجب على متخذ القرار التمويلي دراسة مختلف تلك القيود المفروضة وتحليلها ودراستها.

المزايا الضريبية: تعتبر المزايا الضريبية من أبرز العوامل المؤثرة في القرار التمويلي، إذ أن مصادر التمويل الخارجية تحقق وفورات ضريبية تخفض من المتوسط المرجح لتكلفة الأموال لذا يجب مراعاة تلك المزايا الضريبية في عملية اتخاذ القرار التمويلي.

التكلفة المختلفة لمصادر التمويل: إذ يجب على متخذ القرار التمويلي مراعاة تكلفة مصادر التمويل المختلفة التي يمكن اعتمادها في تمويل الشركة والوقوف على تكلفة كل مصدر.

المطلب الثاني: تأثير سياسة توزيع الأرباح في تعظيم ثروة المساهمين

إن افتراض تعظيم قيمة المساهم في الشركة أو قيمتها السوقية في الأسواق الفعالة يكون من خلال تحقيق أرباح في المستقبل والأخذ بعين الاعتبار المخاطر التي يتعرض لها المساهمين، حيث يتساءل (jensen 2001) عما يجب أن تهدف إليه الشركات لتحسين أدائهم فيجب: "يجب أن يكون المعيار تعظيم قيمة الشركة على المدى الطويل. وقيمة الشركة هنا ليست مجرد قيمة المساهم، ولكن القيمة الإجمالية لحقوق ملكية الشركة" (Verhoustraeten & Edouard, 2015, p. 9)

1-دوافع توزيع الأرباح على المساهمين.

إن هدف سياسة التوزيع هو تعظيم مساهمتها نحو زيادة ثروة المساهم، فسياسة التوزيع المثلى تسعى إلى إحداث التوازن بين التوزيعات الحالية والنمو المستقبلي الذي يعظم سعر سهم الشركة، وبالتالي ثروة المساهم (صبح، 2000، صفحة 209)

فيجب أن تكون أهداف سياسة توزيع الأرباح للشركة متوافقة مع هدف تعظيم ثروة المساهمين. لذلك، وقصد تحقيق أهدافها المسطرة لابد عليهما من دفع هاته التوزيعات للمساهمين بالكمية والطريقة التي تناسبهم.

ويوجد نموذج بسيط لتحليل توزيعات الأرباح من قبل (Porterfield, 1965)، الذي اقترح أن توزيع الأرباح سوف يزيد من ثروة المساهمين فقط عندما: (Denzil & Antony, 2007, p. 286)

$$d_1 + p_1 > p_0$$

حيث: DI القيمة النقدية لأرباح الأسهم المدفوعة للمساهمين

: سعر السهم المتوقع بدون توزيعات أرباح

P_0 : سعر السهم السوقي وقت الإعلان عن توزيعات الأرباح

من المهم مراعاة العوامل التي تؤثر على هذه المتغيرات، فمثلا تتأثر قيمة d_1 بمعدل ضربية الدخل الهامشي للمساهمين الأفراد، بينما تعكس P_0 توقعات السوق لأداء الشركة قبل أن يتم دفع توزيعات

الأرباح وسيتأثر P1 بأي معلومات جديدة حول مستقبل الشركة والسوق يشير إلى التغيير في قرارات توزيعات الأرباح. يتوافق نظرية *Porterfield* مع أهمية توزيع الأرباح *Dividend relevance*، أما إذا تم تعديل التعبير إلى:

$$d_1 + p_1 = p_0$$

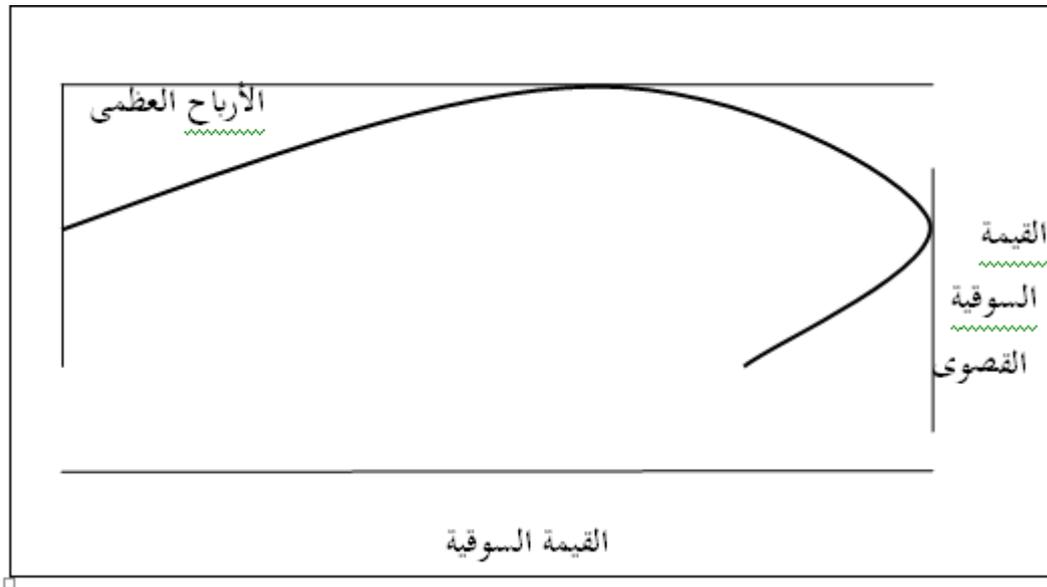
إنه يعني أن توزيعات الأرباح لا تؤثر على ثروة المساهمين من *Miller and Modigliani's* (*Dividend irrelevance*) التي تناقش أن المستثمرين العقلانيين دائماً يعملون على اتخاذ القرار الذي يضاعف ثروتهم غير مبالين بما إذا كانوا يتلقون أرباح رأس المال أو توزيعات الأرباح على أسهمهم.

2-نظرية أصحاب المصلحة لـ *Michael C. Jensen*

طرح *Michael C. Jensen* سنة 1986 نظرية أصحاب المصلحة ويعرض الهدف الجديد الذي تسعى إليه الشركة لتعظيم ثروة المساهمين أو سعر السهم أو القيمة السوقية للشركة "stakeholder theory".

"تعظيم القيمة" فرضية لها جذور في 200 عام من البحث في الاقتصاد والتمويل. وتقول نظرية أصحاب المصلحة أن المسيرين يجب أن يأخذوا القرارات التي تأخذ في الاعتبار مصالح جميع أصحاب المصلحة في الشركة. يشمل أصحاب المصلحة جميع المساهمين أو المجموعات الذين يمكنهم التأثير بشكل كبير في الشركة. "تعظيم إجمالي قيمة الشركة جنباً إلى جنب مع زيادة ثروة المساهمين (*Michael & Jensen, 2001, p. 8*)

الشكل 8: تعظيم قيمة المساهمين حسب نظرية Michael C. Jensen



Source: (Michael & Jensen, 2001, p. 10)

حيث يرى Jensen حسب هيكل "نظرية أصحاب المصلحة" أن تعظيم قيمة المساهمين يكون بتعظيم للقيمة طويلة المدى للشركة وفق معيار المفاضلة بين قرارات المسيرين فيما يخص قرارات تعظيم القيمة، وإفترض أنه إذا كانت هناك شركة تحدد تعظيم القيمة على المدى الطويل كهدف لها وتوسعى إلى زيادة كل من أرباح العام الحالي وحصتها في السوق وبالتالي زيادة حصة المساهمين كما هو مبين في الشكل أعلاه هناك في مرحلة ما، الزيادات في الحصة السوقية تأتي فقط على حساب تخفيض بعض النفقات الخاصة بالبحث والتطوير والإعلان، أو تخفيضات الأسعار لزيادة حصتها في السوق .

3-مقاييس تعظيم ثروة المساهمين

يسعى المسيرين الماليين الاستجابة لرغبات المساهمين الأفراد والشركات من خلال خلق القيمة وتعظيم ثروتهم، حيث أن خلق القيمة يشير إلى نجاحهم الاستراتيجي، وبالتالي يعملون على دراسة المؤشرات المالية ومستوى الأسعار قصد تحقيق الهدف المطلوب ومواءمة ارباحهم مع مؤشر القيمة الذي تم إنشاؤه لتعظيم ثروة المساهمين، مما يعني: (Legros, 2010, p. 136)

- الاستثمار في المشاريع التي يكون معدل عائدها أكبر من تكلفة الموارد المستعملة
- تقليل تكلفة الموارد (تكلفة حقوق الملكية، تكلفة الإقتراض وهيكال التمويل)

1.3 تعظيم العائد

إن تعظيم ثروة الساهمين تتحقق عندما يتم تعظيم العائد الذي يحققه حملة الأسهم نسبة إلى ثروتهم، وقد تترجم هذه العوائد المحققة على شكل أرباح رأسمالية تتمثل في زيادة القيمة السوقية للسهم العادي الذي يحمله المساهمون والتي يتم التعبير عنها بالمعادلة التالية: (Brigham, 2001, p. 36)

$$CGR = \frac{Pt - Pt - 1}{Pt - 1}$$

حيث أن:

CGR: هو العائد المتحقق من الربح الرأسمالي الناتج عن تغير سعر السهم خلال الفترات.

Pt: هي السعر السوقي للسهم بالفترة t

Pt-1: هو السعر السوقي للسهم بالفترة t-1

بالإضافة إلى ذلك فإن حملة الأسهم يحققون عوائد ويتم تعظيم ثروتهم من خلال الأرباح الموزعة في نهاية كل فترة مالية والتي بدورها تؤثر على القيمة السوقية، وهذا ما أشارت إليه النظريات المالية المتعلقة بالتوزيعات مثل نظرية Gordon ونظرية Walter والتي سنتناولها لاحقاً.

2.3 القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة

لكي تقوم الشركة بتعظيم ثروة المساهمين لابد عليها من دراسة العلاقة بين نسبة التوزيعات والقيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة، وتستخدم الشركات صيغا مختلفة لحساب القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) حيث أن القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) مفهوم بالغ الأهمية في تقييم أداء أي شركة وتشير القيمة السوقية المضافة إلى القيمة الإضافية أو القيمة المتزايدة والناجمة عن نشاط أو مشروع تجاري معين. وأن القيمة الاقتصادية المضافة هي تطوير لهذا المفهوم (Legros, 2010, p. 136)

1.2.3 القيمة السوقية المضافة (MVA)

يتحدد الهدف الرئيسي للشركات بتعظيم ثروة المساهمين، وإن هذه الهدف يظهر واضحا كهدف رئيسي للمساهمين ولكنه يساعد أيضا المدراء في زيادة درجة التأكد بأن الموارد التي قد تم تخصيصها

وتشغيلها بشكل كفؤ أيض يؤدي إلة زيادة ثروة المساهمين وبالتالي زيادة رضاهم عن إدارة الشركة ويزيد الطلب على أسهمها وإرتفاع قيمته السوقية. (الطراونة، 2020، صفحة 44)

ويتم تعظيم ثروة الملاك من خلال تعظيم الفارق بين القيمة السوقية لأسهم الشركة وقيمة رأس مال الملاك تم تقديمه من قبل حملة الأسهم أن هذا الفرق يسمى القيمة السوقية المضافة.

تحتسب القيمة السوقية المضافة (MVA) وفقا للمعادلة الآتية:

القيمة السوقية للأسهم = (عدد الأسهم القائمة) (السعر السوقي للسهم). قيمة الملكية العادية

$$MVA = NS(P) - OE$$

NS: عدد الأسهم القائمة

OE: حقوق الملكية العادية

P: سعر السهم في السوق

ويجب أن نلاحظ أن زيادة هذه القيمة تعني أن الإدارة قدمت جهودا جيدة ونافعة لحملة الأسهم وعكسها يعني تدهورا في جهود الإدارة وفي قدرتها في إرضاء رغبات حملة الأسهم العادية.

2.2.3 القيمة الإقتصادية المضافة (EVA):

وهو مقياس أداء فني مبني على أساس القيمة الإقتصادية من صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة، حيث أن القيمة الإقتصادية للشركات تحسب بعد طرح المجموع الكلي لكلفة رأس المال ويقصد بالمجموع الكلي لكلفة رأس المال كلفة كلا من الدين والملكية التي تطون هيكل رأس المال للشركة، كما عرفها Stewart (1991) بانها العائد المتبقي والذي يتم إحتسابه بواسطة طرح كلفة رأس المال المستثمر من صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة.

ويتم حساب القيمة الإقتصادية وفق المعادلة التالية:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times IC)$$

$$NOPAT = [EBIT] \times (1 - T)$$

حيث أن:

NOPAT: صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة

$WACC$: هي المعدل الموزون لكلفة رأس المال

$EBIT$: صافي الربح التشغيلي قبل الفائدة والضريبة

I : نسبة الفائدة

T : نسبة الضريبة

IC : قيمة رأس المال المستثمر ويساوي صافي الأصول بعد طرح الإستهلاك المتراكم.

ويتم إحتساب كلفة رأس المال كآتي:

المتوسط الموزون لكلفة رأس المال = (تكلفة التمويل بالدين معدل بالضريبة) + (تكلفة التمويل بالملكية)

$$WACC = [WdRd(1 - T)] + (WsRs)$$

حيث أن:

$WACC$: المعدل الموزون لكلفة رأس المال.

Wd : نسبة الدين إلى هيكل رأس المال.

Rd : كلفة الدين.

T : معدل الضريبة الذي تخضع له الشركة.

Ws : نسبة الملكية إلى هيكل رأس المال.

Rs : كلفة الملكية.

- يستند EVA إلى افتراض أن المساهمين يمكنهم خلال بداية السنة المالية سحب رأس مالهم ووضعهم في مكان آخر مع الأخذ بعين الإعتبار عامل المخاطرة، ، فإن منطق EVA يتوافق مع منطق VAN صافي القيمة الحالية هو الفرق بين ما يجب أن تكسبه الشركة من الاستثمار وتكلفة ذلك. (Legros, 2010, p. 137)

- VAN تتوقع خلق القيمة والقدرة على تكوين الاحتياطات، لرفع القيمة السوقية عن طريق تراكم الأرباح المحتجزة وهي أداة مساعدة في صنع القرار بشأن توزيعات الأرباح.

المطلب الثالث: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الأسهم

لمعرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الأسهم، فإن الأمر يتطلب تحديد طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم وربحه، وبين القيمة السوقية للسهم وزمن تحقيق الأرباح

1-تحديد القيمة السوقية للسهم

سيتم إيضاح تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة السهم على النحو التالي: (السنيدي، 2017، صفحة 183)

1.1 العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وربحه

Functional Relationship Between Market Value of Stock And its Profitability

تتأثر القيمة السوقية للسهم بصافي الربح المتوقع بعد الضريبة، وتكون هذه الحركة دائمة وتدل على فاعلية إدارة الأموال، فعندما يتوقع المستثمرون أن هناك زيادة في صافي الربح بعد الضريبة فإنهم يقدمون على إقتناء أو شراء الأسهم، وبالتالي تزداد العلاقة ما بين زيادة صافي الربح بعد الضريبة وزيادة القيمة السوقية للأسهم، مع ثبات العوامل الأخرى بإستثناء العوامل التي لا يمكن للشركة السيطرة عليها.

2.1 العلاقة بين القيمة السوقية للسهم وزمن تحقيق الأرباح

Functional Relationship Between Market Value of Stock And the time of making profits

قد تتغير العلاقة بين القيمة السوقية للسهم وزمن تحقيق الأرباح، فإذا تم التوقع بأن يكون هناك توزيع فوري، فإن القيمة السوقية للسهم تكون أكبر مما لو تم توزيع الربح بعد شهر أو سنة، كما أنه إذا تم التوقع بأن كشف الدخل عن فترة ثلاثة أشهر يحتوي على أرباح، فإن القيمة السوقية للسهم تكون أكبر مما لو إحتوى كشف الدخل على أرباح بعد سنة أو أكثر، وبالتالي زادت فترة تحقيق الأرباح كلما إنخفضت القيمة السوقية للسهم.

ولذلك فقرار توزيع الأرباح ما بين أرباح نقدية أو على شكل أسهم وأيضا ما سيتم الإحتفاظ به من أرباح محتجزة سيؤدي بكل تأكيد إلى التأثير على قرارات المستثمرين والمساهمين إما بشراء السهم أو بيعه والإنتقال إلى أسهم جديدة مما ينعكس بالضرورة على سعر السهم وقيمة الإستثمار بالنسبة لبقية المساهمين في تلك الشركة، وكذلك يتأثر سعر السهم بمعدل نمو الأرباح والإيرادات وبالتالي نمو أداء الشركة مقارنة بالسنة السابقة، والتوقعات للسنة اللاحقة، وكذلك بما يتم إحتجازه من الأرباح وإعادة تدويرها وإستثمارها وماهية العائد الذي سيتم تحقيقه من تلك القرارات نتيجة توزيعات ارباح نقدية أقل والإستعاضة

عنها بتوزيعات أرباح على شكل أسهم وأرباح محتجزة، وبالتالي يتضح أن زيادة نسبة توزيع الأرباح النقدية تؤثر بصورة إيجابية على سعر السهم وبشكل مؤقت (لفترة زمنية قصيرة)، بينما تؤدي في الوقت نفسه إلى تخفيض الأرباح المحتجزة وبالتالي تخفيض معدل النمو مما يؤثر بصورة سلبية على سعر السهم (على المدى المتوسط والطويل)، ونظرا لأن الهدف الرئيسي لإدارة أي شركة يتمثل في زيادة قيمة إستثمارات المساهمين والمحافظة عليها في الشركة من خلال الوصول إلى تقييم عادل ومنتزاد لسعر السهم وبالتالي زيادة ثروتهم وإستثماراتهم، وللوصول إلى تحقيق ذلك يتطلب إختيار سياسة توزيع أرباح تحقق ما بين نسبة الأرباح التي يتم توزيعها على المساهمين وبين معدل النمو في الأرباح المتوقعة.

3.1 العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم والسيولة

Functional Relationship Between Market Value of Stock And Liquidity

تعرف السيولة بأنها إمكانية تحويل الموجودات المتداولة إلى نقدية وتختلف درجة مرونة تحويل الموجودات المتداولة بعضها عن البعض الآخر فمنها ما يتم تحويله بسرعة إلى نقدية كالإستثمارات المالية في الأسهم ومنا ما يصعب نوعا ما تحويله إلى سيولة نقدية كالمخزون، ولذلك فإن القيمة السوقية للسهم علفة دالية مع السيولة، فإذا ما نظرنا إلى السيولة الخاصة بالشركة من الناحية الإيجابية فإنه ينكم الحكم على إرتفاع القيمة السوقية للسهم وتكون هذه العلاقة طردية حيث كلما كانت درجة السيولة عالية ترتفع القيمة السوقية للسهم والسبب في ذلك هو إمكانية دخول المشروع أو الشركة في مجالات إستثمارية أو فرص إستثمارية داخلية أو خارجية في حالة توفر السيولة لديها ومن ثم تؤدي هذه الأرباح إلى إرتفاع قيمتها السوقية . (العامري و آخرون، 2020، صفحة 40)

4.1 العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم والقدرة على الوفاء بالتزاماتها:

Functional Relationship Between Market Value of Stock And ability to meet obligations

تتمثل قدرة الشركة في الوفاء بالتزاماتها في قابلية الشركة على الإيفاء بالإلتزامات المستحقة الأداء في تاريخ الإستحقاق ولا بد من التمييز بين السيولة وقدرة المشروع على أداء الإلتزامات في تاريخها وهذا يساعد على تصنيف الإلتزامات إلى مجموعتين من حيث درجة السداد:

- الإلتزامات مبكرة السداد.
- الإلتزامات مؤجلة السداد.

ويعتبر هذا التصنيف في مصادر التمويل التي يمكن الإعتماد عليها في سداد الإلتزامات من تاريخ إستحقاقها وكذلك بيان نوع التمويل سواء كان داخليا أو خارجيا، ولبيان العلاقة ما بين القيمة السوقية للسهم والقدرة على أداء الإلتزامات لا بد من دراسة العلاقة وإستخراجها من البيانات المحاسبية المدرجة في الكشوفات المالية مثل النسب المالية ونسب إجمالي الأصول إلى المديونية.

2-النماذج المستخدمة في تقييم الأسهم

إن قيمة السهم تمثل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، وعموما تتكون هذه التدفقات المتوقعة من عنصرين أساسيين هما: التوزيعات المتوقعة والتغيرات في سعر بيع السهم، إذ يعتبران كمدخلين أساسيين في تحديد قيمة السهم العادي.

1.2 نموذج خصم أرباح الأسهم (DDM) (Dividend discount model) «

إقترح الباحثان (Gordon & SHaporo (1956) صيغة لتقييم سياسة توزيع الأرباح عن طريق التوزيعات المتوقعة معروف عالمياً بموجب "نموذج خصم أرباح الأسهم (DDM) (Dividend discount model) « أو نموذج « Gordon-growth model », أو « Gordon-Shapiro model », حيث يعد أفضل النماذج إستخداما في حساب القيمة الحقيقية للسهم العادي ولأن توزيعات الأرباح تعد الأساس وينص هذا النموذج على أن قيمة السهم عبارة عن دالة لأرباح الأسهم المستقبلية ومعدل العائد المطلوب على السهم، حيث أن قيمة السهم في الزمن "0" في الوقت الحالي هو ببساطة القيمة الحالية لجميع الأرباح المستقبلية مخصومة بمعدل خصم مناسب (Verhoustraeten & Edouard, 2015, p. 30)

بمعنى آخر الهدف الرئيسي من هذا النموذج هو إيجاد القيمة الحقيقية للسهم، المتمثلة في جمع القيم الحالية لسلسلة متنامية من توزيعات الأرباح المستقبلية والتي تخصم كل مرحلة من مراحل السلسلة عند معدل خصم معيناً ومعدل عائد مطلوب يتلائم مع درجة مخاطرتها.

ويعبر عنها بالعلاقة التالية: (عبيدات، 2008، صفحة 58)

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + k_t)^t}$$

حيث:

V: القيمة العادلة للسهم (القيمة الحقيقية للسهم)

Dt: التوزيعات الدورية المتوقعة عن نهاية السنة

Kt: كلفة التمويل (معدل الخصم أو معدل العائد المطلوب) خلال الفترة t

-وعلى الرغم من أن هذا النموذج يتسم بالسهولة ألا أن صعوبات تطبيقه تكمن في دقة التنبؤ بالتوزيعات المستقبلية، لأن التوزيعات المتوقعة (المستقبلية) تكون لها أكثر من حالة أو نموذج، فقد تكون في نموذج النمو الصفري، أو في نموذج النمو الثابت، وأخيراً قد تكون في حالة المتعدد، وذلك حسب معدل نمو التوزيعات المستقبلية.

1.1.2 نموذج النمو الصفري *zero- Growth Model*: الافتراض الرئيسي لنموذج النمو الصفري ثبات

توزيعات الأرباح المستقبلية، لانتتمو طوال حياة الشركة، أي أن توزيعات الأرباح الحالية مساوية توزيعات الأرباح المستقبلية ولجميع الفترات ($D_1=D_2=D_3=D_t$)، وعليه فإن معدل النمو لهذه التوزيعات مساوي للصفر. والصيغة الرياضية لنموذج النمو الصفري كالاتي:

$$P_0 = \frac{D_0}{K}$$

2.1.2 نموذج النمو الثابت *Growth Model: The Constant* طور هذا النموذج من قبل Gordon عام

1963، حيث يفترض أن توزيعات الأرباح المستقبلية ينمو بمعدل ثابت وعلى وفق الآتي: (العامري، 2010، صفحة 484)

$$\begin{aligned} D_1 &= D_0(1 + g) \\ D_2 &= D_0(1 + g)^2 \\ &\vdots \\ &\vdots \\ D_\infty &= D_0(1 + g)^\infty \end{aligned}$$

وان القيمة العادلة للسهم وفق هذا النموذج هي كالاتي:

$$p_0 = \frac{D_1}{K - g}$$

حيث ان:

g : معدل النمو التوزيعات الثابت وعليه فإن قيمة الأسهم العادية مع نمو توزيعات الارباح بمعدل ثابت يمكن حسابها هي وفق الصيغة الآتية:

$$\begin{aligned} p_o &= \frac{D_{iv}}{(1+k)} + \frac{D_{iv}(1+g)}{(1+k)^2} + \frac{D_{iv}(1+g)^2}{(1+k)^3} + \frac{D_{iv}(1+g)^3}{(1+k)^4} \\ &= \frac{D_{iv}}{1+k} \times \left[1 + \frac{(1+g)}{(1+k)} + \frac{(1+g)^2}{(1+k)^2} + \frac{(1+g)^3}{(1+k)^3} \dots \right] \\ &= \frac{D_{iv}}{(1+g)} \end{aligned}$$

حيث إن:

g: معدل نمو

Div: التوزيعات المتوقعة في نهاية الفترة الأولى

إن هذا النموذج قائم على افتراض ثبات معدل نمو توزيعات الأرباح، الذي يعد في الواقع أمراً مثالياً، بالإضافة إلى إن افتراض ثبات معدل العائد المطلوب عبر الزمن أمراً غير مقبول وذلك لتأثر العائد بالعديد من العوامل على سبيل المثال أسعار الفائدة (معدل العائد الخالي من المخاطرة) هذا من جانب ومن جانب آخر انه يمكن استخدام النموذج إذا كان معدل العائد المطلوب (K) أكبر من معدل نمو توزيعات الأرباح (g) فقط، أما في حالة كون معدل نمو توزيعات الأرباح أكبر من معدل العائد المطلوب، فإن القيمة العادلة (الحقيقية) للسهم ستكون سالبة، كما أن في حالة تساوي معدل العائد المطلوب مع معدل نمو توزيعات الأرباح فإن القيمة العادلة (الحقيقية) للسهم ستكون ما لا نهاية، وليس من المنطق أن تكون القيمة العادلة للسهم سالبة أو ما لا نهاية.

3.1.2 نموذج النمو المتعدد Growth Model: The Multiple يعد هذا النموذج المطور من قبل *Soldofsky and Murphy* والقائم على أساس انه من غير الواقعي بقاء توزيعات الأرباح المستقبلية الخاصة بالمشركة بدون نمو، كما انه من المستحيل استمرار نموها بشكل ثابت طول عمرها لأنه في

بداية كل شركة تنمو توزيعات أرباحها بشكل كبير، وبعدها يبدأ معدل نمو التوزيعات بالانخفاض حتى يستقر عند معدلات نمو متقاربة.

ويعبر عنه بالعلاقة التالية: (أبراهيم و صالح، 2016، صفحة 12)

$$V = VT_- + VT_+$$

V: القيمة العادلة للسهم

VT₋: القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح لفترة النمو المتقلب

VT₊: القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح لفترة النمو الثابت

ويتم حساب القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح لفترة النمو المتقلب على وفق الصيغة الآتية:

$$VT_- = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

وفيما يتم حساب القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح لفترة النمو الثابت على وفق الصيغة الآتية:

$$VT_+ = \sum_{t=1}^T \frac{D_{t+1}}{(k-g)(1+k)^t}$$

وبالتعويض فان القيمة العادلة للسهم العادي تتحدد على وفق الصيغة الآتية:

$$\sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{DT+1}{(k-g)(1+k)^T}$$

2.2 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية MEDAF

يقوم هذا الاختبار على فرض جوهرى مفاده أن معدل المردودية الذي يطلبه المساهمون هو محصلة للمخاطر العامة التي تصيب الاقتصاد ككل، وبالتالي تؤثر على عوائد أسهم كافة الشركات، كما أنه محصلة لمعدل التوزيعات *yield Divident* والصيغة الرياضية لهذا النموذج، هي كالتالي:

$$R_t = R_{SR} + \beta(R_M - R_{SR}) + \lambda(TD_t - TD_M)$$

λ: معدل ثابت يقيس درجة حساسية معدل المردودية المفروض للتوزيعات

TD_t: معدل توزيعات السهم

TDM: معدل توزيعات محفظة السوق

β : معامل بيتا، لقياس المخاطر النظامية

RM: معدل عائد محفظة السوق

Rt: معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون

RSR: معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر

وقد اختبرت هذه المعادلة باستخدام تحليل الانحدار، على أساس بيانات تاريخية للمتغيرات TDM ، TDt ، RSR ، RM ، Rt ذلك على أساس أنه لو اتضح أن قيمة معامل التوزيعات λ مساوية للصفر، فيعد ذلك بمثابة تأكيد لفكر MM أي تأكيد لنظرية عدم وجود تأثير للتوزيعات على معدل العائد الذي يطلبه المستثمرين

أما إذا اتضح أن قيمة المعامل سالبة، فيعد هذا بمثابة تأكيد لفكر جوردون ولتتر، أي تأكيد لنظرية عصفور في اليد التي تقضي بأن المستثمرين يطلبون عائد أقل كلما زادت نسبة الأرباح الموزعة أي كلما زادت التوزيعات وقد كشفت الدراسات التي استخدمت هذا الأسلوب عن نتائج متضاربة فيما بينها، فبعضها يؤيد نظرية تأثير لسياسة التوزيعات، وبعضها يؤيد نظرية عصفور في اليد.

ومن أهم الانتقادات الموجهة لهذا الأسلوب:

■ أنه يعتمد على بيانات تاريخية، في حين أن هذه الأخيرة قد لا تعكس ما ستكون عليه تلك البيانات في المستقبل.

■ السوق المالي كفاء، والذي يعتبر حالة غير واقعية

3.2 نموذج ليرنر وكارلتون (Lerner and Carleton L-C Model)

يدل هذا النموذج على إستراتيجية تخص سياسة توزيع الأرباح واتي تهدف إلى تعظيم القيمة الحقيقية للأسهم، إضافة إلى سعر السهم السوقي، حيث تقوم هذه الإستراتيجية على مبدأ تخفيض الأرباح الموزعة لمالكين الأسهم في حالة كان معدل العائد على الإستثمار أكبر من معدل العائد المطلوب، والعكس صحيح، ويمكن توضيح النموذج من خلال المعادلة التالية: (عبيدات، 2008، صفحة 67)

$$V = \frac{(1 - b)rBV}{K - rb}$$

حيث أن:

b: نسبة إحتجاز الأرباح في الشركة

1-b: توزيعات الأرباح النقدية للسهم العادي

r: معدل العائد على الإستثمار في صيغة القيمة الدفترية للسهم العادي

rb: معدل نمو الأرباح للسهم العادي

BV: القيمة الدفترية للسهم

K: معدل العائد المطلوب

3-نسب السعر كمدخل لتحديد القيمة: (Price Ratio)

ويعتمد هذا المدخل في تحديد القيمة للسهم على الأسعار السوقية للسهم، وهذا من خلال ربطها بمؤشرات، ومن أهم الطرق التي تكون هذا المدخل هي: (النعمي و التميمي، 2009، صفحة 131)

نسبة السعر إلى ربحيته (Price/Earning Ratio): ويتم حساب هذا المضاعف بالإعتماد على العلاقة الموالية:

$$P/E = PV/EP_S$$

EPS: ربحية السهم

PV: قيمة السهم

ويعتبر هذا المضاعف ذا أهمية كونه يمثل دالة إلى معدل النمو في ربحية السهم، فالمستثمر يقيم السهم بناءً على معدلات النمو في الربحية، ويعرف المحللون أسهم الشركات التي تتميز بإرتفاع P/E على أنها أسهم نمو، بينما تعرف أسهم الشركات التي تتميز بإنخفاض P/E بأنها أسهم القيمة.

ولتحديد القيمة الحقيقية للسهم يتم إستعمال هذل المضاعف، وذلك كمتوسط نسبة تاريخية مع الأخذ بعين الإعتبار ربحية السهم المتوقعة على أساس معدل نمو متوقع، بإستعمال العلاقة: (النعمي و التميمي، 2009، صفحة 148)

$$V = P/E \times EP_S(1 + g)$$

1.3 نسبة السعر إلى التدفق النقدي (*Price- Cash Flow Ratio*):

تعتبر التدفقات النقدية الناتجة عن الأسهم ذات أهمية بالغة عند تقييم الأسهم، وذلك من خلال احتساب نسبة سعر السهم إلى التدفق النقدي للسهم، فبعض المحللين يعتقدون أن مؤشر التدفق النقدي أكثر دلالة من صافي الربح، فمؤشر نسبة السعر إلى التدفق النقدي ($P/CFPs$) يمكن أن يكون كدالة لنوعية الأرباح كونها تعكس التدفق الفعلي، مما يعني أنها دالة لمعدل النمو في الأرباح، ويمكن إيجادها بالعلاقة: (النعمي و التميمي، 2009، صفحة 150)

$$P/CFPsRatio = PV/CFPs$$

$$V = \left(\frac{PV}{CFPs} \right) \times CFPs(1 + g)$$

2.3 نسبة السعر إلى القيمة الدفترية: (*Price-Book Ratio*)

وترجع أهمية هذه النسبة إلى أنها تعتمد على مقياس محاسبي لثروة السهم الواحد، مما يضفي إعتقاد لدى بعض المحللين بضرورة بيع السهم بأكثر من قيمته الدفترية، وهذه النسبة إنما هي مؤشر لقدرة خلق الثروة لحملة الأسهم العادية من قبل الشركة، وهذا نسبة إلى تكلفتها التاريخية، وبالتالي فإن القيمة الحقيقية للسهم تتحدد كما يلي:

$$Book Value(BV) = (Equity - Preferred Stock) / Number of common Stock$$

$$P/BV = PV/BV \Rightarrow V = (P/BV) \times BV(1 + g)$$

المبحث الرابع: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

إن مختلف النظريات والنماذج والملاحظات والدراسات الكمية في مجال الإقتصاد وإدارة الاعمال كانت معظمها بعد الحرب العالمية الثانية. وتوجد مقاربات نظرية اساسية تحاول فهم سياسات التوزيع، المبالغ الموزعة، الأشكال المختلفة المستخدمة لهذا الغرض وتحاول تحديد السياسة المثلى للشركة ومساهميها.

المطلب الأول: المتغيرات المحددة لسياسة توزيعات الأرباح

لقد تم وضع عدة نماذج ودراسات لتفسير سياسة توزيعات الأرباح في الشركة، وأوضحت أن هناك العديد من المتغيرات ذات العلاقة بسياسة توزيعات الأرباح، كما أنها تؤثر بشكل كبير على القرار الخاص بهذه السياسة ومن هذه الدراسات والنماذج:

1- دراسة (John Lintner (1956) "النموذج السلوكي لتوزيع الأرباح"

وضع (Linter, 1956) أسس البحث في سلوك توزيعات أرباح الأسهم في عام 1956، من خلال دراسته لـ 28 فريق إدارة بمؤسسات إمبريكية، وحاول التحقيق في اتجاهات مديري الشركات من خلال تتبعه لتوزيع أرباحها لمدة 7 سنوات من 1947 إلى 1953 وتوصل إلى أن الشركات تحدد سياسة توزيع أرباحها تبعاً لأرباحها الجارية ونسبة التوزيعات المستهدفة، كما وجد أن الشركات تقوم بتعديل نسب توزيع أرباحها طبقاً لهذه النسبة وأن هذه النسبة تختلف من شركة لأخرى ومن فترة لأخرى.

بناء على هذه النتائج قام Lintner بتطوير "نموذج الضبط الجزئي" للتغير في مستوى التوزيعات عبر الزمن وبإختلاف الشركات يرى من خلاله أن المسيرين مقتنعون بأن المساهمين يقدرّون استقرار أرباح وبالتالي يفضلون تجنب أي تخفيضات في معدل التوزيعات في المستقبل لأن هذه تخضع لعقوبات شديدة من قبل الأسواق، لذلك يتبنى المسيرين سياسة حكيمة لتوزيع الأرباح وثابتة ويكرهون المستويات الشاذة لأشكال توزيعات ارباح السهم بحيث يجب أن تكون "نسبة التوزيعات المستهدفة" مستدامة على المدى الطويل ، ويسمى النموذج "نموذج الضبط الجزئي"، لأنه بدلاً من ضبط معدل التوزيعات مباشرة، تتكيف التوزيعات جزئياً مع التغيرات في الأرباح .

النموذج السلوكي للأرباح ينتج بالتالي سياسة مستقرة، بدون تخفيض وزيادة في معدل التوزيعات، بحيث توزيعات الأرباح يتم تحديدها من خلال الأرباح طويلة الأجل ونسبة الدفع المستهدفة.

ويعبر عنها بالعلاقة التالية: (Verhoustraeten & Edouard, 2015, p. 7)

$$\Delta D_t = a + c(D^* - D_{t-1}) + e_t$$

حيث:

(ΔD_t): التغيير في توزيعات الأرباح في الفترة t

(a): قيمة ثابتة وتكون في الغالب موجبة لتعكس رغبة المسيرين في عدم تخفيض قيمة التوزيعات

(c): النسبة المقبولة للزيادة في التوزيعات

(D*): نسبة التوزيعات المستهدفة أو طويلة الأجل

(Dt-1): التوزيعات للسنة السابقة

(et): الحد العشوائي للخطأ

يعتبر نموذج *Lintner* من بين أحسن النماذج التي أستخدمت لدراسة سياسة توزيع الأرباح، فنمو التوزيعات دليل على نمو الأرباح في المستقبل، لكن كباقي النماذج لا يخلو من النقائص على رأسها أنه تجاهل الإرتباط بين سياسة التوزيعات المعتمدة، وسياسة التوزيعات الشركات الأخرى، كما أنه إستخدم على مستوى الإقتصاد الجزئي، وليس على المستوى الإقتصاد الكلي (توزيعات مجمل الشركات).

2- قدم (Harkins & Walsh, 1971) ترتيباً للمتغيرات المؤثرة على سياسة توزيعات الأرباح وذلك في دراسة عينة من الشركات الأمريكية، وقد إعتد هذا الترتيب على التكرار الخاص بالمتغيرات التي ذكرها المستقصي منهم: ، وتتمثل هذه المتغيرات في الترتيب التالي:

✓ سجل الأرباح وتوقعات المستقبل

✓ مدى إنتظام توزيعات الأرباح

✓ مدى ثبات معدل توزيعات السهم

✓ التدفق النقدي

✓ إحتياجات وتوقعات حملة الأسهم.

3- دراسة (Higgins, 1972) والذي يرى أن سياسة توزيعات أرباح الشركة تعكس رغبة الإدارة في المحافظة على نسبة مستهدفة من الديون إلى الملكية دون الإعتماد بشكل كبير على التمويل الخارجي، وأن برامج الإستثمار المتوقعة وعلاقتها بالتدفق النقدي التشغيلي تمثل المتغير الرئيسي المحدد لسياسة التوزيعات، وأن نسبة التوزيعات المثلى تتحدد على ضوء الموازنة بين نوعين من التكاليف هما: تكاليف إصدار الملكية الجديدة لتمويل دفع توزيعات أعلى، وتكاليف دعم المزيد من الأصول المتداولة والتي تنشأ من دفع توزيعات أقل.

4- دراسة والتر 1962 *Walter's Model*

قدم النموذج الذي طرحه البروفيسور *James E. Walter* تفسيراً لعلاقة التوزيعات بالقيمة السوقية للسهم، حيث رأى أن الدور الأساسي الذي يلعبه معدل العائد الداخلي وتكلفة التمويل في سياسة التوزيعات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية للسهم.

لا يعتبر والتر من خلال نموذجه خيار توزيع الأرباح كقرار مالي رئيسي ؛ يأتي هذا بعدما يتم اتخاذ قرارات الاستثمار والتمويل الخاصة بالشركة. بناء على افتراض أن توزيع الأرباح يقلل من قدرة الشركة على التمويل الذاتي، يبدو من الضروري في هذه الحالة منح امتياز للدخل المحتفظ به وإعادة استثماره فيه مشاريع الشركة. وعند اعتبار توزيعات الأرباح كمتغير لتعديل تمويل الشركات، سيكون قرار التوزيع (أو عدم التوزيع) بسيطاً نسبياً (CHarbt, 2020, p. 12)

- يمزج نموذج *James E. Walter* لتقييم الأسهم بين سياسة توزيع الأرباح مع سياسة الاستثمار للشركة حيث يفترض أن فرص الاستثمار للشركة يتم تمويلها من خلال الأرباح المحتجزة فقط ولا يتم استخدام أي دين أو تمويل خارجي. وسوف تزداد ثروة الملاك إلى الحد الأقصى فقط عندما يتم تحقيق هذا الاستثمار الأمثل. (KHana & all, 2011, p. 202)

• يعتمد نموذج والتر على الافتراضات التالية:

✓ التمويل الداخلي *Internal financing* : تمول الشركة جميع الاستثمارات من خلال الأرباح المحتجزة. أي، لا يتم إصدار الديون أو حقوق الملكية الجديدة.

- ✓ ثبات العائد وتكلفة التمويل *Constant return and cost of capital* : معدل عائد الشركة r ، وتكلفة التمويل k ، ثابتان
- ✓ 100% أرباح محتجزة (*100% per cent retention*): يتم الإحتفاظ بجميع الأرباح لإعادة استثمارها داخليًا على الفور في مشاريع مستقبلية.
- ✓ *EPS* و *DIV* ثابت (*Constant EPS and DIV*): ربحية السهم *EPS* وتوزيعات أرباح لكل سهم *DIV*، لا تتغير أبدًا تظل ثابتة إلى الأبد
- ✓ الوقت غير المحدود *Infinite time*: عمر الشركة طويل جدًا أو لانهائي (إستمرارية الشركة)
- ركز *James E. Walter* على الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة، وذلك لإعتبار أنهما عاملين مهمين في تحديد القيمة الحقيقية للأسهم، حيث يمكن توضيح النموذج من خلال المعادلة:

$$p = \frac{DIV}{K} + \frac{r(EPS - DIV)/K}{K}$$

حيث:

P : السعر السوقي للسهم الواحد

DIV : التوزيع السنوي لأرباح السهم

r : معدل العائد الداخلي (معدل العائد المطلوب)

EPS : ربحية السهم العادي الواحد

K : تكلفة رأس المال

ويتضح من العلاقة أعلاه أنه عندما يكون معدل العائد المتوقع على الإستثمار أكبر من معدل العائد المطلوب فإن زيادة حجز الأرباح لها أثر إيجابي على القيمة السوقية للسهم، وعندما يكون العكس فإن توزيع الأرباح هو الأمثل لتعظيم سعر السهم ومنه القيمة السوقية للشركة وفي حالة التساوي لا يكن لها أي أثر على القيمة السوقية للسهم (حيادية سياسة توزيع الأرباح).

ويمكن توضيح ذلك من خلال المثال الموالي لثلاث شركات:

جدول 2: سياسة التوزيعات وقيمة السهم وفق نموذج والتر

Dividend Policy and the Value of Share (Walter's Model)

شركة نامية $r > k$ Growth Firm, $r > k$	شركة عادية $r = k$ Normal Firm, $r = k$	شركة متراجعة $r < k$ Declining Firm, $r < k$
$r=0,15$ $k= 0,10$ $EPS=10$ Payout Ratio 0% $DIV= 0$ $P=[0+(0,15/0,10)(10-0)]/0,10$ $P= 150$	$r=0,10$ $k= 0,10$ $EPS=10$ Payout Ratio 0% $DIV= 0$ $P=[0+(0,10/0,10)(10-0)]/0,10$ $P= 100$	$r=0,08$ $k= 0,10$ $EPS=10$ Payout Ratio 0% $DIV= 0$ $P=[0+(0,08/0,10)(10-0)]/0,10$ $P= 80$
Payout Ratio 40% $DIV= 4$ $P=[4+(0,15/0,10)(10-4)]/0,10$ $P=130$	$DIV= 4$ $P=[4+(0,10/0,10)(10-4)]/0,10$ $P= 100$	$DIV= 4$ $P=[4+(0,08/0,10)(10-4)]/0,10$ $P= 88$
Payout Ratio 80% $DIV= 8$ $P=[8+(0,15/0,10)(10-8)]/0,10$ $P=110$	$DIV= 8$ $P=[8+(0,10/0,10)(10-8)]/0,10$ $P=100$	$DIV= 8$ $P=[8+(0,08/0,10)(10-8)]/0,10$ $P= 96$
Payout Ratio 100% $DIV= 10$ $P=[10+(0,15/0,10)(10-10)]/0,10$ $P=100$	$DIV= 10$ $P=[10+(0,10/0,10)(10-10)]/0,10$ $P=100$	$DIV= 10$ $P=[10+(0,08/0,10)(10-10)]/0,10$ $P= 100$

SOURCE: (KHana & all, 2011, p. 202)

-ومن خلال هذا المثال نجد:

■ الشركات النامية: معدل العائد الداخلي أكبر من تكلفة التمويل ($r > k$)

Growth Firm: Internal Rate more than Opportunity Cost of Capital

الشركات النامية هي تلك الشركات التي تتوسع بسرعة بسبب الاستثمار الواسع والفرص التي تدر عوائد أعلى من تكلفة التمويل. هذه الشركات قادرة على إعادة استثمار الأرباح بمعدل (r) أعلى من المعدل المتوقع من قبل المساهمين (K). وبالتالي المساهمون سوف يقومون بتعظيم قيمة السهم إذا اتبعوا سياسة الاحتفاظ بجميع الأرباح للاستثمار الداخلي

■ الشركات العادية: السعر الداخلي يساوي تكلفة التمويل ($r = k$)

Normal Firms: Internal Rate Equals Opportunity Cost of Capital

لا تمتلك معظم الشركات فرص استثمار جيدة لتوليد الفائض، ولتوليد عوائد أعلى من تكلفة التمويل، حيث تكسب هذه الشركات على استثماراتها معدل عائد متساوٍ لتكلفة التمويل ($r = k$)، فإن سياسة توزيع الأرباح ليس لها أي تأثير على القيمة السوقية للسهم الواحد في نموذج والتر.

■ الشركات المتراجعة: المعدل الداخلي أقل من تكلفة التمويل ($r < k$)

Declining Firms: Internal Rate less than Opportunity Cost of Capital

الشركات المتراجعة ليس لديها أي فرص استثمارية مربحة. ستكسب هذه الشركات على استثماراتها معدلات عائد أقل من الحد الأدنى للمعدل المطلوب من قبل المستثمرين. يرغب المستثمرون في هذه الشركة في تحقيق أرباح لتوزيعها عليهم حتى يتمكنوا من إنفاقها أو الاستثمار في مكان آخر الحصول على معدل أعلى مما تحصل عليه الشركات المتراجعة. فتكون سياسة التوزيعات المثلى في مثل هذه الشركات التي تقضي بتوزيع كل الأرباح، ليتم إعادة استثمارها من قبل المستثمرين أنفسهم.

ومع أن نموذج والتر قدم تفسيراً لعلاقة التوزيعات بالقيمة السوقية للسهم، وذلك في ظل الافتراضات السابقة الذكر إلا أن بعض هذه الافتراضات قد تكون غير واقعية، فاعتماد الشركة على الأرباح المحتجزة فقط في تمويل استثماراتها لا يمكن الشركة من تعظيم قيمة ثروة الملاك، كما أنه دليل على عدم مثالية كل من السياسة الاستثمارية للشركة وتوزيعات الأرباح، أو إحداها، كما أن افتراض ثبات كل من معدل العائد وتكلفة التمويل غير واقعي، فباعتبار أن تكلفة التمويل ثابتة تكون بذلك تغاضت عن المخاطر وأثرها على قيمة

الشركة وبالتالي فإن سياسة توزيع الأرباح في نموذج والتر هي قرار تمويل وتعتمد على توافر فرص الاستثمار والعلاقة بين معدل العائد الداخلي للشركة r وتكلفة التمويل k . هكذا:

• الاحتفاظ بجميع الأرباح عندما $r > k$

• توزيع جميع الأرباح عندما $r < k$

• سياسة توزيع الأرباح (أو الاحتفاظ بها) ليس لها أي تأثير عندما $r = k$.

5- استخدم الأسلوب البياني في دراسة (Brigham, 1968)، وهي دراسة أجريت على عينة من شركات تتبع نفس سياسات توزيع وتختلف فيما بينها من حيث معدل التوزيعات $Growth rate$ ومعدل النمو $Dividend Yield$ ، يعتقد كل MM أن العائد الذي يطلبه المساهمون يتصف بالثبات، في حين يعتقد Gordon & Linter في أنه يتصف بعدم من الثبات، حيث يزداد كلما انخفضت نسبة الأرباح الموزعة، وذلك بسبب عدم التأكد بشأن الحصول على نصيبهم فيما أحتجز من الأرباح.

6- أظهرت دراسة MC Cabe, 1979 أن الديون طويلة الأجل الجديدة لها تأثير سلبي على مقدار التوزيعات المدفوعة، وأن الشركات ذات الرافعة المالية العالية تنظر إلى التوزيعات الكبيرة باعتبارها زيادة في الأعباء من التكاليف الثابتة، وبناء على ذلك فإن مثل هذه الشركات تسعى إلى المحافظة على نسب توزيعاتها عند مستوى أقل لكي تتجنب منع توزيعات الأرباح، ولنفس الأسباب تختار الشركات ذات الرافعة التشغيلية العالية وبالتالي أرباح أقل إستقرار أي نسب توزيعات أقل.

7- إعتمدت دراسة Rozeff, 1980 على أسلوب تحليل الإنحدار المتعدد لوصف العلاقة بين نسبة توزيعات الأرباح المستهدفة، وثلاث متغيرات مستقلة هي: تكلفة معاملات التمويل الخارجي، تكلفة الوكالة، والرافعة التشغيلية والمالية، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إرتباط قوية بين نسبة توزيعات الأرباح ومتغيرات النموذج الثلاث، حيث أن إرتفاع تكلفة المعاملات وتكلفة الوكالة مع وجود درجة عالية من الرافعة التشغيلية المالية يرتبط بوجود نسب توزيعات منخفضة، كذلك أشارت نتائج الدراسة إلى أن السياسة التي تنتهجها الشركة لا تساعد في تفسير توزيعاتها، وأن التشابه في سياسة توزيعات الأرباح يرجع إلى التشابه في متغيرات أخرى وليس إلى السياسة في حد ذاتها.

8- دراسة Baker & all, 1985 والتي أجريت على عينة من الشركات الأمريكية تشمل ثلاث أنواع هي: شركات منافع، شركات صناعية، وشركات تجارة جملة وتجزئة، ومن بين خمسة عشر متغير أشارت

نتائج الدراسة إلى أن هناك أربعة متغيرات رئيسية تعتبر محددة لسياسة التوزيعات وتتمثل في المستوى المتوقع من الأرباح، نمط التوزيعات في الماضي، حجم النقدية المتاحة وسعر السهم، وقد جاءت نتائج هذه الدراسة مؤيدة لنتائج دراسة (Lintner, 1956)، إذ أشارت إلى أن الشركات تسعى إلى المحافظة على نسبة توزيعات مستهدفة مع إجراء تعديلات جزئية بشكل دوري مع تجنب التغيرات السريعة والمتقلبة في معدلات توزيعات الأرباح، كذلك أظهرت الدراسة أن نوعية الصناعة تؤثر على سياسة التوزيعات .

9- أشارت دراسة (Partington, 1985) والتي أجريت على عينة من الشركات الأسترالية إلى أن هناك عدد من المتغيرات على سياسة التوزيعات، وقد تم تصنيف هذه المتغيرات في خمس مجموعات رئيسية هي: الربحية، استقرار التوزيعات، متغيرات الإستثمار ومتغيرات التمويل، وقد أشارت الدراسة إلى أن مجموعة المتغيرات الخاصة بالربحية والإستقرار قد احتلت المرتبة الأولى من حيث درجة الأهمية والتأثير على قرار التوزيعات، وأن جزءا كبيرا من هذه المتغيرات يمثل جانبا من رغبات المستثمرين وقد احتلت متغيرات السيولة والإستثمار درجة متوسطة من حيث الأهمية والتأثير، في حين جاءت متغيرات التمويل في ترتيب أقل، وقد تم تفسير الترتيب المتوسط والمحدود لمتغيرات الإستثمار والتمويل باعتبار أن الشركات عادة ما تتبنى سياسة وإستثمار مستقلة وتعالج أية خلافات من خلال الحصول على التمويل الخارجي.

10- ومن ناحية أخرى أشارت دراسة (Partington, 1989) إلى وجود موافقة كبيرة من جانب الإدارة على أن منع التوزيعات يكون له تأثيرا سلبيا على سعر السهم في السوق وأن تقلب التوزيعات من وقت لآخر يزيد من درجة عدم تأكد المستثمر بشأن مستقبل الشركة وأرباحها، وأن الإدارة تسعى دائما إلى المحافظة على تيار مستقر من التوزيعات وبشكل متزايد أو على الأقل متناقص مع مرور الوقت، وذلك بهدف زيادة ثقة المستثمر في الشركة مع دعم سعر السهم في السوق، أي أن الإدارة لها ميلا كبيرا نحو تجنب منع التوزيعات إلا إذا كان هناك إنخفاضا كبيرا في الأرباح.

11- دراسة (Sant & Cowan, 1994)، بحيث يرى أن توزيعات الأرباح تقدم معلومات تساعد المستثمرين والمحليين في تقدير قيمة الشركة، وأن قرار منع التوزيعات يسبق زيادة في تباين العائد، وكذلك تشتت كبير في توقعات المحليين بشأن الأرباح، أي أن الإدارة تمنع التوزيعات في حال عدم القدرة على التنبؤ بالأرباح.

12- دراسة White, 1996 والتي أجريت بهدف دراسة العلاقة بين حوافز التوزيعات الواردة في عقود مكافأة الإدارة وسياسة توزيعات الأرباح، حيث بين من خلالها أن وجود حوافز التوزيعات في عقود مكافأة الإدارة يرتبط إيجابيا بوجود معدلات توزيع أعلى وكذلك تغيرات سنوية أعلى في مستويات التوزيع.

المطلب الثاني: تفسير سياسة توزيع الأرباح في ظل فرض السوق الأمثل

إن صلب الجدل الدائر بين الباحثين حول سياسة توزيع الأرباح، ينصب على الأرباح النقدية التي يتم توزيعها على المساهمين، وتأثيرها على قيمة الشركة، وبالتالي على ثروة أصحاب الشركة. ويرى (Miller & Modigliani, 1961) أن الأرباح النقدية الموزعة لا تؤثر في سعر السهم ومنه قيمة الشركة، حيث أن قيمة الشركة لا تتأثر بكيفية تقسيم الأرباح المتحققة بين أرباح موزعة وأرباح محتفظ بها، بل تتأثر بقدرة الشركة على تحقيق الأرباح، وبالتالي فلا فائدة من التفكير في كيفية تقسيم الأرباح بين أرباح محتجزة وأرباح موزعة. في حين يجب التفكير في كيفية تعظيم هذه الأرباح من خلال سياسة استثمار مثلى، في حين كان (Gordon, 1959) قد أوضح أن المستثمرين يفضلون الشركات التي توزع أرباحا نقدية على الشركات التي تحتجز الأرباح لتحويلها إلى أرباح رأسمالية، ولذلك فإن المستثمرين وبسبب تفضيلاتهم يدفعون سعرا أعلى لسهم الشركة التي توزع أرباحا نقدية مما يدفعونه لشركة تحتجز الأرباح مع ثبات العوامل الأخرى وفي كلا الحالتين فإن حجم الأرباح سواء محتجزة أو موزعة يمارس الدور الرئيسي في سياسة التوزيعات والقيمة السوقية للشركة.

1- تفسير سياسة توزيع الأرباح في حالة التأكد التام

تقوم النظريات التي تعمل في ظل التأكد التام على مجموعة من الأسس والمتمثلة أساسا في توفر كل المعلومات للشركة هذا إلى جانب المعرفة المسبقة لأرباحها وإستثماراتها دون وجود أي مخاطر، وتتمثل أهم هذه النظريات في:

1.1 نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح Miller and Modigliani

لقد قدم كل من Miller and Modigliani (M & M), 1961 نظرية الحياد أو عدم ملائمة التوزيعات "Dividend Irrelevance Theory"، وحسب هذه النظرية فإن سياسة توزيع الأرباح غير ملائمة لتحديد سعر السهم والفكرة المركزية سياسة الاستثمار تخلق القيمة، حيث أن قيام الشركة بإحتجاز

الأرباح أو توزيعها هو أمر لا يهتم المستثمرين ومن ثم لا يمكن أن يكون لها تأثير على القيمة السوقية للسهم، أي قيمة السهم دالة تابعة لقرار الإستثمار. وذلك وفق عدة من الافتراضات التي هي: (Miller & Modigliani, 1961, p. 412)

❖ تعمل الشركة في ظل سوق راس مال مثالي مع إتباع سياسة استثمار ثابتة لا تخضع للتغيير.
 ✓ عقلانية جميع المستثمرين: يُفترض أن يكون المستثمرون عقلانيين بشكل مثالي ويكرهون المخاطرة، والافتراضات التي يصوغونها حول توزيع العوائد دقيقة ويفضلون دائما تحقيق أقصى الأرباح من دون التفريق بين مصادر الأرباح ويكونون في حالة تأكد تام فيما يتعلق بالاستثمارات والأرباح المستقبلية للشركة.

✓ معلومات متاحة للجميع بدون تكلفة، معاملات فورية بدون تكلفة، وعدم قدرة مسثمر واحد على التأثير في سعر الاسهم في الاسواق.
 ✓ عالم لا ضرائب، او انها لا تختلف عنها في التوزيعات على الارباح الراسمالية.

وبالتالي إفترض *MM* بأن قيمة الشركة تحددها قيمة أصول الشركة أو سياستها الاستثمارية وأن الطريقة التي يتم بها تقسيم تدفق الأرباح بين توزيعات الأرباح والأرباح المحتجزة لا تؤثر على تلك القيمة، حيث كانت حجتهم الأساسية في هذا الإفتراض في أن لوكان لشركة ما مشروع إستثماري، ومن خلال دراستها للمشروع سوف تعمل لمعرفة كم يحتاج هذا المشروع إلى تمويل من الإقتراض، وسوف تخطط لمحافظة على الأموال بواسطة الأرباح المحتجزة، وأن أي أموال فائضة سوف يتم دفعها كتوزيعات أرباح.

لكن في حال كانت الشركة تحاول زيادة توزيعات الأرباح بدون تغيير سياسة الإستثمار والإقتراض، وكانت ترغب في الإقتراض بالطريقة الوحيدة التي تستطيع من خلالها تمويل التوزيعات الإضافية هو طبع أسهم جديدة وبيعها، المساهمون الجدد سوف يتنازلون عن أموالهم فقط إذا كان بإمكانك أن تعرض عليهم أسهمًا قيمتها بقدر تكلفتها، ولكي لا تتغير القيمة السوقية للمؤسسة لا بد ان يكون هناك قيمة متحولة أو تحول في القيمة من المساهمين القدامى إلى المساهمين الجدد، حيث أن المساهمون الجدد سيحصلون على الأسهم الجديدة، أما المساهمون القدامى سيتعرضون إلى خسارة رأس المال في حصصهم والذين سيستلمون التوزيع النقدي للأرباح الإضافي (Brealey & Myers, 2003, p. 442).

الإثبات الرياضي لنظرية M&M

جادل موديجلياني وميلر أن قيمة الشركة تتحدد بقوة ربحها الأساسية ومخاطرة أعمالها فقط، فإستنتج

العلاقة الموالية: (Horne, 2011, p. 311)

$$P_0 = \frac{1}{1+p}(D_1 + P_1)$$

حيث: p_0, p_1 : هو سعر السهم في بداية الفترة ونهاية الفترة على التوالي

P : معدل العائد المطلوب

D_1 : التوزيعات في بداية الفترة

وبأخذ المعطيات السابقة، وباعتبار أن الشركة قررت إصدار أسهم عادية جديدة عددها m .

افتراضنا أن:

n : هو عدد الأسهم القديمة

m : هو عدد الأسهم الجديدة. يمكن أن تكون المعادلة:

$$nP_0 = \frac{1}{1+p}[nD_1 + (n+m)P_1 - mP_1]$$

مما يعني أن القيمة الجديدة للأسهم القديمة تساوي إلى القيمة الحالية لكل من التوزيعات التي يحصل عليها المستثمرين في نهاية الفترة nD_1 ، والقيمة الحالية للأسهم القديمة في نهاية الفترة $(n+m)p_1$ ، أما بالنسبة للأسهم الجديدة فقيمتها تعمل على إحداث التوازن بين التمويل المتاح للشركة والفرص الإستثمارية، مما يعني وفي ظل اعتماد الشركة في تمويلها على الأرباح المحققة وبيع الأسهم العادية، فإن قيمة الأسهم الجديدة تصبح كالآتي:

$$mP_1 = 1 - (X - nD_1)$$

حيث: X : هو قيمة الاستثمارات المقرر تمويلها

X : هو الأرباح المحققة لهذه الفترة.

وهو ما يعني أن القيمة الجديدة للأسهم القديمة إنما تمثل القيمة الحالية لقيمة الأسهم القديمة الجديدة مضافا إليها القيمة الحالية للأرباح ومطروح منها القيمة الحالية لمبلغ الإستثمارات التي تم تنفيذها ويمكن إبراز ذلك من خلال المعادلة:

$$nP_0 = \frac{1}{1+p} [(n+m)P_1 - I + X]$$

ويتضح من خلال المعادلة غياب التوزيعات كأحد العوامل المؤثرة على قيمة السهم، وقد أثبتنا MM أن القيمة الحالية للشركة مستقلة عن قرار توزيع الأرباح. ما يكسبه المساهمون في زيادة توزيعات الأرباح يقابله بالضبط (نفس المقدار) الانخفاض في القيمة النهائية من الاموال الخاصة، استمر MM في إظهار أن قيمة الشركة لا يتأثر ليس فقط بقرارات توزيع الأرباح الحالية ولكن بقرارات توزيع الأرباح المستقبلية أيضًا. تحت افتراض التأكد التام من قبل جميع المستثمرين وبالتالي، فإن حملة الأسهم غير مبالين بين الاحتفاظ بالأرباح ودفع أرباح الأسهم (وتمويل الأسهم المتزامن) في جميع الفترات المستقبلية. نتيجة لذلك، لا تتأثر ثروة المساهمين بالحاضر والمستقبل بقرارات توزيع الأرباح يعتمد كليا على تدفق الأرباح المستقبلية المتوقعة. وهذا مادعمه كل من: (Miller (1986), Black & Scholes (1974)

2.1 وجهة نظر جوردن $GORDON'S MODEL$

كانت وجهة نظر جوردن مخالفة لوجهة نظر $M&M$ ، حيث وجهة الاختلاف تبدو في تصور كل منهما للعلاقة بين الزمن وحالة عدم التأكد التي تنطوي عليها توزيعات الأرباح، فبموجب نظرية $Gordon$ فإن درجة تاكد المستثمر بشأن التوزيعات المتوقع الحصول عليها في العام الحالي ستزيد درجة تأكده بشأن التوزيعات المتوقع الحصول عليها في العام القادم، لذا يرى بأن القيمة السوقية للأسهم يجب أن تحدد بالقيمة الحالية لتوزيعات الأرباح، وأن معدل الخصم لهذه التوزيعات ينبغي له ان يزداد من سنة لأخرى لمواجهة المخاطر المحتملة، وهذا ما تجاهلته نظرية لا علاقة لتوزيعات الأرباح، إذ يعتقد واضعو هذه النظرية أن الشركات طالما تعمل في ظل المنافسة التامة، فإن توزيعات الأرباح لن تؤثر على القيمة السوقية للأسهم، إذ أن القيمة السوقية للسهم سوف تتخفف بمقدار التوزيعات التي يحصل عليها حامل السهم وتزداد بمقدار الأرباح التي لم يتم توزيعها (نور، 2003، صفحة 46).

وقد أقام نموذجه على مجموعة من الإفتراضات والمتمثلة في: (Gordon, 1959, p. 99)

- ✓ إعتقاد الشركة على حقوق الملكية فقط في تمويل إستثماراتها.
- ✓ ثبات معدل العائد المتوقع على إستثمارات الشركة.
- ✓ عدم خضوع كل من دخل الشركة ودخل المستثمر للضرائب.
- ✓ ثبات معدل نمو الشركة مع:

EB: الأرباح المحتجزة K: معدل العائد المتوقع على إستثمارات الشركة $g = EB \times K$

- ✓ معدل العائد المطلوب على الإستثمار أكبر من معدل النمو.
- ✓ ثبات نسبة لأرباح الموزعة.

2- تفسير سياسة التوزيع في ظل عدم التأكد

لقد تم تناول أهم النتائج التي توصل إليها كل من M&M و Gordon في ظل ظروف التأكد التام، ولكن في الواقع غير ذلك وفيما يلي سيتم التطرق إلى سياسة التوزيع في ظل عدم التأكد، من خلال وجهة نظر كل من Miller and Modigliani ووجهة نظر كل من Gordon and Linter.

1.2 وجهة نظر كل من Miller and Modigliani (مقاربة سياسة التوزيعات الشخصية)

لم تتغير وجهة نظر كلا M&M بالرغم من الإنقلاب من حالة التأكد المطلق إلى حالة عدم التأكد إزاء سياسة التوزيعات، يصر Miller & Modigliani على ما توصلوا إليه من نتائج وهذا حتى في ظل عدم التأكد، وذلك بعدم تأثير سياسة التوزيعات على قيمة السهم، وهذا بحجة أن المستثمر بإمكانه تشكيل سياسة التوزيع التي تناسبه بغض النظر عن تلك التي تنتهجها الشركة وهذا وفقا لاحتياجاته (الضب، 2009، صفحة 146)

فإذا كان المستثمر بحاجة للسيولة فإنه يستطيع بيع جزء من الأسهم التي يمتلكها لتغطية الإحتياج، وفي الجهة المقابلة إذا كان لديه فائض يستطيع شراء مقدار ما يمتص فائض السيولة المتاح، هذا الإثبات بطبيعة الحال كان تحت جملة من الإفتراضات والتي لا تختلف عن سابقتها سوى في إسقاط إفتراض حالة التأكد.

وبالتالي فالمستثمر يمكنه أن يكون لنفسه سياسة توزيعات خاصة به دون الحاجة إلى التقيد بتلك التي تنتهجها الشركة، وهذا نظرا لأن هذه السياسة لا تؤثر على قيمة الأسهم التي يمتلكها المستثمرون، فالأصل

في الأثر إنما يكون نتيجة تقديم خدمة خاصة لهذا المستثمر بحيث لا يكون قادر على الحصول عليها دون مساعدة من الشركة، وهذا ما لا يتوفر في سياسة التوزيعات.

فمن خلال مناقشة *Miller & Modigliani* لما سبق فقد توصلنا إلى أن المستثمرين يفضلون السياسة التي تنتهجها الشركة وفق ما يخدم مصالحهم، بينما يتنازل المستثمرون الذين لا تروقهم هذه السياسة عن الأسهم التي بجوزتهم، وبالتالي فحتى في حالات عدم التأكد فإنه لا تتأثر ثروة مالكي الأسهم بالقرارات التمويلية وإنما بالقرارات الاستثمارية.

ولكن في واقع الأمر فإن الافتراضات التي بني عليها النموذج غير واقعية، وصعبة التحقق فتوفر سوق رأس مال تام إنما هو في واقع الأمر فرض نظري بحت، إضافة إلى باقي الجوانب الأخرى والتي سنوجزها فيما يلي: (هندي، 1998، صفحة 330)

فرض عدم وجود ضرائب بعيد كل البعد عن الواقع.

- عادة ما ترتبط عملية إصدار أو راق مالية جديدة (أسهم عادية) بتكاليف المعاملات وتكون مكلفة خاصة بالنسبة للعمليات الصغيرة.

- قد يميل المستثمرين إلى تنويع محافظهم المالية، مما يجعلهم يفضلون التوزيعات من أجل استثمارها في مؤسسات أخرى، الأمر الذي يدحض فرضية تساوي معدلي الخصم والعائد في ظروف التأكد.

▪ الصيغة الرياضية للنظرية:

- يفترض النموذج أن النتيجة المحققة هي R_{net} لهذه السنة ومبلغ الإستثمار خلال السنة الحالية هو I
- مصادر التمويل المتاحة للشركة هي إما الأرباح المحتجزة أو إصدار أسهم عادية أو طرح سندات جديدة أو الحصول على التمويل من مصادر خارجية D إذا لم يكفي ما تبقى من الرباح المتولدة في العام السابق R_{net} لتمويل الإستثمارات والتوزيعات المعتمدة Div .

ويمكن توضيح هذا وفق المعادلة التالية: (الضب، 2009، صفحة 146)

المعادلة (1):

$$R_{net} + D_0 = I + DIV$$

ومنه:

$$DIV = R_{net} - I + D$$

حيث:

Rnet: الأرباح المحققة أو النتيجة الصافية

D: التمويل بمصادر خارجية

(D+RNET): الموارد المالية (داخلية وخارجية)

I: الإستثمار المنفذ من طرف الشركة

Div: التوزيعات المعتمدة

I+Div: الإستخدامات المالية

إن حصول الشركة على أموال من مصادر خارجية سوف يترتب عليها مصاريف مالية تتمثل في تكلفة هذه الأموال، هذه الأخيرة هي اعباء غير مؤكدة.

لتصبح المعادلة (2) بالشكل:

$$DIV = Rnet - FF_1$$

نقوم بإفتراض أن الشركة يتم تصفيته بنهاية العام الحالي، اين يتم توزيع حصيلة التصفية آنذاك

Rnet1 بين المساهمون على ماقيمه Dive1 وبين مصادر التمويل الجديدة التس ستحصل على قيمة

D1 وفق المعادلة التالية:

المعادلة (3):

$$P_0 = D_0 + P_1 = D_0 + D_1/1 + K$$

المعادلة (4):

$$P_1 + (DIV_1 - P.R. COV (DIV_1 \cdot R_M)) / (1 + R_{SR})$$

حيث:

PR: تمثل بدل المخاطرة، والمتمثل في نسبة الفرق بين مردودية السوق ومردودية الأصل بدون مخاطر

إلى تباين السوق.

COV(DIV1.RM): التباين المشترك بين عائد التوزيعات DIV1 ومردودية السوق RM

RSR: معدل المردودية بدون مخاطر

بتعويض المعادلة (2) في (4) نجد:

$$P_1 = \left((R_{net_1} - FF_1) - PR \cdot COV((R_{net_1} - FF_1).RM) \right) / (R_{sr} + 1)$$

$$COV((FF_1 - R_1).RM) = COV(R_1.RM) - COV(FF_1.RM)$$

بالتعويض نجد :

$$P_1 = (R_1 - PR \cdot COV(R_1.RM)) / (1 + R_{SR}) - (FF_1 - PR \cdot COV(FF_1.RM)) / (1 + R_{SR})$$

يتمثل جزء من قيمة السهم الحالية للمصاريف المالية، والتي لا تخرج عن كونها قيمة الديون وبتعويضها

نجد:

$$P_1 = (R_1 - PR \cdot COV(R_1.RM)) / (1 + R_{SR}) - D$$

إذا رجعنا إلى قيمة السهم في الزمن 0، والمتمثلة في المعادلة (2) نجد:

$$P_0 = D_0 + P_1 = D_0 + D_1 / (1 + K) = D_0 + (R_1 - PR \cdot COV(R_1.R_{SR})) / (1 + R_{SR})$$

بتعويض المعادلة نجد:

$$P_0 = (R_1 - PR \cdot COV(R_1.RM)) / (1 + R_{SR}) + R_0 - I$$

ومن خلال المعادلة الأخيرة نلاحظ أنه لا يوجد أي متغير من متغيرات سياسة التوزيع (لا التوزيعات الحالية ولا المستقبلية) وهي دليل على حيادية وإستقلالية سياسة توزيع الأرباح، والمتغيرات المتحركة في قيمة السهم هنا هي قرار الإستثمار، وما يترتب عليه من نتيجة حالية ومستقبلية R0، R1 وعلاوة المخاطرة المقابلة للمردودية.

2.2 وجهة نظر Gordon "نظرية عصفور في اليد"

إعتبر Gordon متعاون مع Lintner (1956) في تطوير النظرية، حيث لا يتفق كل منهما مع النتيجة التي توصل إليها Miller & Modigliani، إذ يعتقدان في وجود تأثير لسياسة التوزيع على تروة الملاك، وأن المستثمرين يفضلون توزيعات الأرباح لأنه أرباح الأسهم تمثل تدفقات نقدية مضمونة ولأنها لا تتأثر بعدم اليقين والمخاطر المستقبلية.

ولتأكيد وجهة نظريهما فقد قدما " نظرية عصفور في اليد "، يقوم هذا النموذج على فكرة منطقية تتعلق بدرجة التأكد أو المخاطر التي يحتمل أن يتعرض لها المستثمر، فإذا كانت قيمة الشركة (القيمة السوقية لأسهمها العادية طالما أنها ممولة بالكامل من حقوق الملكية) تتحدد بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتمثلة في التوزيعات، على فرض أن الشركة ممولة بالكامل من حقوق الملكية، فإن معدل خصم هذه التوزيعات ينبغي أن يتزايد من عام لآخر (هندي، 2005، صفحة 338)

يتفق *Gordon* مع وجهة نظر *M&M* في عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم في حالة واحدة فقط وهي عندما يكون معدل العائد المطلوب على الإستثمار مساويا لمعدل العائد المتوقع على الأستثمار، حيث يمثل سعر السهم في السوق ربحية السهم مقسوما على معدل العائد المطلوب والذي يعكس المخاطرة التي تتعرض لها هذه الربحية، ولذلك فإن القيمة السوقية للسهم تعد محصل لقرارات الإستثمار وليس لقرارات التمويل وهذا ينسجم مع فكرة *M&M*، ففي حالة اختلاف معدل العائد المطلوب (تكلفة التمويل) عن معدل العائد المتوقع على الإستثمار فيمكن تمييز حالتين: (نور، 2003، صفحة 46)

حينما يكون معدل العائد المتوقع أدنى من معدل العائد المطلوب، تكون الشركة أمام حتمية توزيع كافة الأرباح، وهي حالة عموما تميز الشركات الهابطة إذ يكون فيها احتجاز الأرباح غير مرغوب فيه تماما من طرف المستثمرين، وذلك لك ونها ستضيق عليهم فرصا استثمارية خارج المؤسسة تعود عليهم بعوائد أفضل.

أما في الحالة يكون فيها معدل العائد المتوقع أعلى من تكلفة التمويل، يكون من صالح المستثمر والمؤسسة احتجاز نسب معتبرة من الأرباح لإعادة استثمارها في الشركة، وهي حالة تميز الشركات ذات المستويات العالية من نسب النمو، إذ تزيد فيها القيمة السوقية لأسهمها بزيادة الأرباح المحتجزة.

المطلب الثالث: نظريات أخرى مفسرة لسياسة توزيع الأرباح

تتمثل سياسة التوزيع في قرار الشركة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها لتشكيل أحد المصادر التمويلية الهامة التي تعرف بالتمويل الذاتي، وتثأثر هذه النتيجة حسب *Litzenberg & Summers(1986, 1987)* عندما تؤخذ الضرائب في

الاعتبار حيث يظهر أن الضرائب الشخصية وضرائب الشركات يجعلون تكلفة رأس مال الشركة تتأثر بسياسة توزيع الأرباح،

كما شرح *Easterbrook (1981,1984)*، سياسة توزيع الأرباح في سياق نظرية الوكالة. وإستخدم *Statman (1985)* نظريات سلوك الأفراد والخيارات لإظهار أن المستثمرين يفضلون الحصول على أرباح الأسهم حتى في حالة وجود ضريبة عالية بالإضافة لكل من *Bhattacharya (1979)*، *Miller & Rock (1985)*، *John & Williams (1985)*

ويقترح *Hakanson (1982)* شروطاً عامة للتوازن ومستوى زيادة ثروة المستثمر عند استخدام الأرباح كإشارة لقيمة الشركة من خلال دراسة المحتوى المعلوماتي للأرباح، إن الجدل حول مختلف هاته النظريات لتوزيع الأرباح تم اقتراح عدة نماذج مفسرة لتطور الأرباح وعلاقتها بسياسة توزيع الأرباح، لذا لا بد التطرق إلى النظريات والنماذج المفسرة لهذا القرار وأثرها على قيمة الشركة.

1- نظرية التفضيل الضريبي (*tax preference theory*):

تحاول هذه النظرية توضيح أثر الضريبة على تفضيل المستثمر، وتعود نظرية التفضيل الضريبي لـ *Litzenberger & Ramaswamy (1979)*، حيث وفقا لهذه النظرية فإن المستثمرين يفضلون الشركات التي تقوم بإحتجاز مقدار أكبر من الأرباح بدلا من توزيعها على المساهمين بسبب التميز الضريبي نتيجة إنخفاض معدل الضرائب على الأرباح الرأسمالية عن الضريبة على التوزيعات، حيث تؤدي هذه السياسة إلى إعادة استثمار تلك الأرباح في أنشطة الشركة بما يؤدي إلى زيادة معدل النمو ومن ثم تحسين سعر السهم (*Gyapong, 2019, p. 16*)

ففي حالة تساوي معدلي الضريبة على الأرباح الرأسمالية أو التوزيعات، فذلك يجعل المستثمر أيضا يفضل إحتجاز الأرباح وذلك لسببين، السبب الأول الأثر الإيجابي الذي تحدثه في القيمة السوقية للسهم، والسبب الثاني كون تأجيل عملية دفع الضرائب نتيجة إحتجاز الأرباح يقلل من معدلها الفعلي كلما طالت فترة الإحتفاظ بالأسهم، وهذا بسبب الإنخفاض في قيمتها الحالية الأمر الذي سيرفع حتما من القيمة السوقية للسهم، والذي سيكون حتما ذا جاذبية بالنسبة للمستثمرين.

ويكون الأمر عكس ذلك في بعض الحالات الخاصة، أوتبعيا لبعض التشريعات الجبائية، وتصيح التوزيعات أحسن من الأرباح غير العادية، ففي الولايات المتحدة الأمريكية التوزيعات التي تحصل عليها

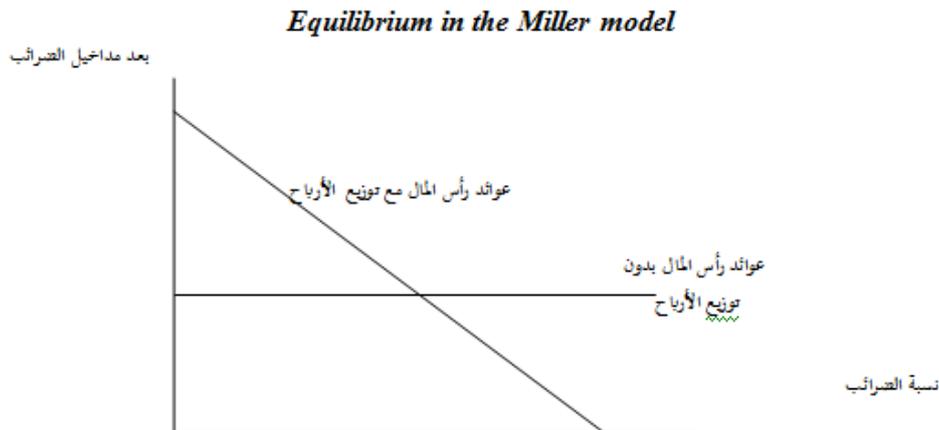
الشركات المساهمة في رأسمال شركة أخرى معفاة من الضرائب، ففي هذه الحالة من صالح الشركات تحصيل التوزيعات عوضا عن الأرباح غير العادية (هندي، 2005، صفحة 369)

✓ وفسرت هذه النظرية من خلال عدة وجهات نظر، فسوف نطرح بعض الآراء والنتائج التي توصلوا إليها:

1.1 وجهة نظر Miller (1977)

حيث توصل Miller أنه في حالة التفضيل الضريبي وأن مثل هذه الاختلافات تؤدي إلى تشكيل ما أطلقوا عليه "عملاء توزيع الأرباح"، أي أن المستثمرين لديهم تفضيلات ضريبية على الأسهم التي تختلف فقط في أرباحهم.

الشكل 9: توازن سوق الأسهم مع إختلاف النظام الضريبي وفق نموذج Miller



Source:(Laura Kawano, 2011,p5)

حيث إفتراضاً أن هناك ساهمين متاحين وأن معدل الضريبة على أرباح رأس المال هو صفر، بينما معدل الضريبة على أرباح الأسهم يزيد مع الدخل. هذا الأمر يعطي تفضيلاً لدى المستثمرين للأرباح الرأسمالية على التوزيعات النقدية، وبالتالي يكون ميولهم للشركات التي تحتجز نسب عالية من الأرباح وهذا خاصة في ظل السبب الملزم للضريبة على الأرباح الرأسمالية هو بيع الأسهم، وكون هذه العملية خاضعة لرغبة المستثمر يكون بإمكانه تعظيم الوفورات الضريبية المحققة من خلال تأجيل بيع الأسهم والذي تكون أقل من معدلها الفعلي في حال تحققها.

2.1 وجهة نظر Gentry(1994)

حيث توصل Gentry أيضا إلى أن الشركة تأخذ بعين الاعتبار الضريبة على أرباح السهم عند تحديد أرباح السهم، والتي تكون مرتبطة بفرضية التأثير الضريبي حيث إختبر Lasfer(1996) نسبة توزيع أرباح السهم السمتقبلية والحالية كدالة في الأرباح والتميز الضريبي (TD) *Tax discrimination variable* ومتغيرة ومتعلقة بالتأثير الضريبي على الشركة وهي تأخذ القيمة إذا كان قيمة الضرائب على أرباح الشركة أقل من أرباح الأسهم، وأن التسبيقات الضريبية التي دفعتها الشركة لا يمكن إستعادتها فعندما لا يمكن إستعادة التسبيقات الضريبية يتوقع أن المؤسسة توزع نسبة منخفضة من أرباح السهم وأن معامل هذه المتغيرة يكون سالب ذو دلالة إحصائية. (بريش، 2013، صفحة 14)

$$TD = (1 - m) / [(1 - z)(1 - s)]$$

حيث

m: تمثل الدخل الحدي للضرائب على أرباح السهم، تمثل الضريبة الفعلية على ربح القيمة ونسبة الضريبة على أرباح الشركات المتغيرة

TD: تعكس تأثير الضرائب على الأشخاص وهي تتغير عكسيا مع نسبة الضريبة على عوائد الأشخاص، ففي حالة ما إذا كانت قيمة (TD) أكبر من الواحد، فإن قيمة الضريبة على أرباح السهم تكون أقل من قيمة الضريبة على ربح القيمة وبالتالي توقع أن الشركة ستدفع نسبة عالية من التوزيعات على شكل أرباح السهم.

3.1 وجهة نظر Ferrar & Selwyn 1967

ينتج عن التباين في معدلات الضريبة المفروضة على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات ظاهرة تدعى "ضلة التوزيعات" *Dividend Tilt*، والتي تعني أن السهم الذي يحصل على التوزيعات يجب أن يحقق عائد قبل الضريبة يزيد عنه في حال سهم شركة أخرى تقوم على إحتجاز أرباحها، بحيث تنتمي إلى نفس درجة المخاطر، وهذا لتعويض الفرق الناتج عن معدلي الضريبة على الأرباح الرأسمالية والأرباح المحتجزة.

ومن هنا كانت إنطلاقة كل من Ferrar & Selwyn فقد تناولت دراسة كل منهما أثر النظام الضريبي على سياسة التوزيعات، وهو ما ينعكس على قيمة السهم ويمكن توضيح ذلك من: خلال المثال الموالي:

جدول 3: أثر النظام الضريبي على سياسة التوزيعات

توزيع كل الأرباح	إحتجاز كل الأرباح	
1	1	صافي ربح العمليات
0,46	0,46	الضريبة على أرباح الشركة
0,44	0,44	صافي الربح بعد الضريبة
0	0,44	التوزيعات الإجمالية
0	0,19	الضريبة على التوزيعات
0,44	0,35	التوزيعات الصافية

المصدر: (هندي، 1998، صفحة 356)

ونستج من خلال نتائج الجدول، ان ضريبة الدخل للمستثمر إضافة إلى الضريبة على أرباح الشركة تؤدي إلى تقليص حجم الأموال المخصصة للمستثمرين، الأمر الي ينعكس بالسلب على قيمة الشركة، لكن في حالة إحتجاز الأرباح فإنه يتم تأجيل الضريبة على الأرباح الرأسمالية مما يرفع من قيمة أسهم الشركة وبالتالي رفع قيمة المؤسسة السوقية.

4.1 وجهة نظر Brennan 1970

حيث يمتد رأي (Brennan,1970) لنتائج (Farrar (1967) و Selwyn حول تأثير التفضيل الضريبي، الذي يفضل الأرباح الرأسمالية المستقبلية لخضوعها لمعدل ضريبة منخفض مقارنة بالتوزيعات الحالية ويشيرون أنه إذا كانت الشركة سوف تتبنى سياسة توزيع أرباح عالية، وإذا كان على المساهمين دفع ضرائب أعلى نتيجة لذلك، فإن سعر سهم الشركة سيكون أقل في حين إن أخفضت الشركة نسبة التوزيعات التقديرية سيؤدي إلى زيادة قيمة المساهمين (Amidou, 2007, p. 106)

حاول Brennan عرض الكيفية التي تؤثر بها سياسة التوزيعات في شركتين متماثلتين ولهما نفس درجة المخاطرة ومختلفتين فقط في سياسة التوزيعات، فوجدوا أن معدل المردودية متساو في الأخير. فلو كانت السياسة المنتهجة تفرض دفع توزيعات عالية بالرغم من وجود أعباء مالية ناجمة عن التوزيعات المدفوعة أكبر مقارنة بشركة أخرى، لكنها دفعت توزيعات أقل فإن القيمة في الأخير سوف تنخفض.

نلاحظ هذه الخلاصة هي محاكاة للنتيجة التي توصل إليها بشأن تأثير الهيكل المالي في ظل وجود ضرائب، فقيمة الشركة غير الدافعة للتوزيعات تساوي قيمة المؤسسة الدافعة للتوزيعات منقوصاً منها القيمة الحالية للإقتصاح في الضريبة، ويعبر عنها كمايلي: (هندي، 1998، صفحة 357)

$$V_{END} = V_{ED} + (irj. DIV - ipv. NDIV)/K$$

حيث

V_{END} : قيمة الشركة غير الموزعة للأرباح

V_{ED} : قيمة الشركة الموزعة للأرباح

irj : معدل الضريبة على التوزيعات

Div : التوزيعات

ipv : معدل الضريبة على فائض القيمة

$VDIV$: الأرباح غير الموزعة

K : تكلفة رأس المال

5.1 وجهة نظر Miller & Sholes

كان لكل من *Miller & Sholes* وجهة النظر مبنية على جاذبية إحتجاز الأرباح، حيث يرى كل منهما أنه في حال عدم تساوي معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح غير العادية، فإن سياسة التوزيعات يكون لها تأثير على قيمة المؤسسة، وركزا في تحليلهما على إمكانية إستخدام حيل ضريبية من طرف المستثمرين قصد تحقيق ميزة ضريبية على العائد. (بوحادة، 2012، صفحة 138)

في حال تفضيل المستثمر الحصول على التوزيعات فبإمكانه القيام بإقتراض مبلغ من المال، بحيث تكون الفوائد المدفوعة تساوي إلى التوزيعات المتوقع الحصول عليها، حيث يقوم بإستغلال هاته الأموال في فرص إستثمارية تولد له عوائد جيدة خالية من المخاطر، بالإضافة إلى عدم دفع أي ضرائب على التوزيعات وذلك كونها تغطي الفوائد المدفوعة على القرض، يعني ان الوعاء الضريبي معدوم، وزيادة على الأرباح الرأسمالية المحققة نجد هناك أن هناك أرباح رأسمالية عن إستثمار القرض.

ولكن المشكل يكمن في المخاطر المصاحبة لهذا الأسلوب، مما يفرض ضرورة توخي الحذر من قبل المستثمر وهذا من خلال العمل على إستثمار أصل القرض بحيث يترتب عنه عائد خالي من الخطر، مثل الإستثمار في شركات التأمين والتي يترتب عنها فوائد كركبة والتي لا يتم دفع الضرائب إلا

عند حلول تاريخ الإستحقاق، الأمر الذي يحقق للمستثمر نفس الميزة الضريبية في حال حصوله على أرباح رأسمالية لا على التوزيعات.

2- نظرية الوكالة:

تعتبر فرضية تكلفة الوكالة أحد التفسيرات المقدمة لحل "لغز" توزيع الأرباح ل(Black (1976، حيث لاحظ (Rozeff (1982 و (Easterbrook (1984 أن دفع توزيعات الأرباح يجبر الشركات على البحث عن زيادة رأس المال خاصة إذا كانت تبحث عن التمويل، فإنها ستدخل السوق للحصول على رأس مال جديد مما يعرضها إلى المراقبة والانضباط من قبل أسواق رأس المال.

أي أن توزيعات الأرباح بالنسبة له هي طريقة لمراقبة أداء الشركة والتحكم في تكاليف الوكالة، وأثبت ذلك تجريبياً حيث إختبر النموذج على عينة كبيرة من الشركات غير المنظمة. باستخدام خمس متغيرات توضيحية لتأثيرات تكلفة الوكالة والمعاملات، من خلال متوسط نسب توزيعات الأرباح لألف شركة من 1974 إلى 1980.

اما (Easterbrook, 1984) يسرد بعض الآليات لزيادة رأس المال وتخفيض تكاليف الوكالة عن طريق إعادة شراء الأسهم العادية كبديل لتوزيعات الأرباح النقدية.

وحسب (Ross, al ;2008) تنشأ تكلفة الوكالة بين إدارة الشركة ومساهميها عندما تحاول هذه الأخيرة خدمة مصالحها الشخصية بدلا من تعظيم ثروة المساهمين، وهذا عكس ما يشر إليه كل من M, M(1962 اللذان يفترضان أن إدارة الشركة هي وكيل مثالي عن المساهمين ولا يوجد أي تضارب في المصالح بين الطرفين، هذه التكاليف يتحملها المساهمون وبالنتيجة سيطلب هؤلاء بتوزيعات أكبر للأرباح في حال وجود تدفق نقدي متاح. كما يمكن أن تنشأ تكلفة الوكالة بين حملة الأسهم والسندات، فالمساهمون عادة يطالبون بتوزيعات أكبر للأرباح في حين يطالب حملة السندات بتوزيعات أقل للمحافظة على السيولة الكافية لتسديد إلتزامات الديون وهذا بوضع قيود في عقد القرض تضمن تحقيق ذلك). (قدام و ترفاس، 2019، صفحة 50)

كما بين نموذج (La porta & al,2000) أنه عندما يمتلك المساهمون حقوقا أكبر فإنهم يستطيعون إستخدام قوتهم للتأثير على قرارات الشركة فيما يخص سياسة توزيع الأرباح ويستفيد من

خلالها من حقوق أكبر، حيث تفترض نظرية الوكالة أن المساهمين يفضلون خيار توزيع أرباح الأسهم أكثر من الأرباح المحتجزة خاصة عندما تكون الفرص الإستثمارية قليلة.

أما بالنسبة لـ (Jensen, 1986) الذي قدم فرضية التدفق النقدي الحر، والذي رأى أن المديرين الذين يملكون تدفقات نقدية مهمة يمكنهم زيادة الأرباح، من خلال دفع مبالغ نقدية وإهدارها في مشاريع إستثمارية منخفضة العائد، بمعنى آخر فإن زيادة التوزيعات قد تؤدي إلى تقليل مشاكل الوكالة للتدفقات النقدية.

3- نظرية الإشارة (The information content of dividends)

ترتكز هذه النظرية على مفهوم عدم تماثل المعلومات وينشأ هذا الأخير عن نقطتين أساسيتين، النقطة الأولى أن نفس المعلومات لا يتم تقاسمها بين الجميع ذلك لأن إدارة الشركة تمتلك معلومات لا يمتلكها المستثمرون، والنقطة الثانية أنه حتى وإن تم إقتسام المعلومات بين الجميع فإن نفس المعلومات لا يتم تفسيرها بنفس الطريقة بين جميع الأطراف، وعليه تلجأ إدارة الشركة إلى إصدار إشارات مالية تعطي للمستثمرين تصور بأن التدفقات النقدية ستكون أحسن وأن المخاطر ستكون أقل مما يسمح للمستثمر بتوقع أرباح رأسمالية، فالمستثمر دائم البحث عن إشارات مالية تسمح له بالتنبؤ بمرودية أكبر ومخاطر أقل، وبالتالي أعطت هذه الفرضية المحتوى المعلوماتي لشرح بعض جوانب قضية توزيع الأرباح تحت ستار نظرية الإشارة، حيث ينظر المستثمرون لأي تغييرات في سياسة التوزيع كإشارة لتوقع إرتفاع قيمة الشركة وبالتالي إرتفاع قيمة السهم، التوزيع الأعلى سوف يعطي إشارة للمستثمرين بأن تنبؤ الشركة للأرباح المستقبلية يكون إيجابي .

ولقد رأى كل من Miller and Modigliani's, 1961، أن التوزيعات تدل على معلومات وتقلها إلى السوق في ظل إسقاط فرضيات السوق الكامل للأسواق المالية، حيث وصفت التوزيعات بوسيلة نقل المعلومة للسوق المالي، وأصبحت التوزيعات من هذا المنطق تعطي إشارات مباشرة متعلقة بالنتائج المستقبلية للشركة.

وإستخدم (Leland & Pyle (1977) & Ross (1977) نموذج *Spence's signaling model* " نموذج سبنس للإشارات (1974) لدراسة ظواهر الأسواق المالية المتعلقة بالمخاطر غير المتوقعة التي يتحملها المستثمرون " الإشارات الضريبية وإشارة الربحية"، حيث قاما بتطوير النموذج في إطار زمني يسمح له

بتحديد المعايير التي تسمح بزيادة قيمة المؤسسة وزيادة ثروة المساهمين في حال لجوء الشركة إلى المصادر الخارجية لتمويل إستثماراتها في ظل عدم قدرة التدفقات النقدية على تغطية مبلغ التوزيعات (Battacharya, 1979, p. 259)

كما إقترح (Heinkel 1978) نموذج "معلومات غير متماثل" ينص على أن قيمة الشركة تتحدد من خلال وظيفة توزيع الأرباح النقدية، حيث إعتد النمذج على افتراضين: (TRAN, 2016, p. 9)

- عدد الشركات ذات الربحية المرتفعة محدود .
- تتأثر قيمة الشركة سلبًا بالربحية المتوقعة تحت إطار المعلومات غير المتماثل .

ولقد قام (Bhattacharya 1979) بتطوير هذا النوع من البحث بنموذج من فترتين حيث لا يوجد مشكلة الوكالة بين المديرين والمساهمين، واستنادًا إلى فكرة وجود عدم تناسق معلوماتي بين المدراء والمساهمين، يعتقد مؤيدي نظرية الإشارة عن طريق الأرباح (John and Bhattacharaya 1979)، أن يسمح للمديرين بتدفق المعلومات فقط التي تبدو مفيدة لهم، ويمنع الشركاء الآخرين من الحصول على صورة كاملة لواقع السوق.

حيث توصل (Battacharya) من خلال بحثه أن توزيعات الأرباح النقدية هي إشارة للتدفقات النقدية المتوقعة للمؤسسات في بيئة إقتصادية بحيث تكون فيها المعلومات ناقصة (عدم تناسق المعلومات) حول ربحية الأصول التي تمتلكها شركات مختلفة، وطرح تساؤله حول قيام هاته المؤسسات بدفع توزيعات أرباح على الرغم من الضرر الضريبي.

دعم كل من (John and Williams 1985) و (Miller and Rock 1985) نظرية الإشارة، ومع ذلك يشرحون النظرية بحجج مختلفة. حيث يدعي (John and Williams 1985) أن تلك المعلومات التي كشفت عنها عمليات تدقيق الشركات حول الأداء المستقبلي غير موثوقة لأنها فشلت في توضيح فرص الاستثمار المربحة المستقبلية للشركات نظرا للنقص في المعلومات عن الربحية المتوقعة، وبالتالي الطريقة الوحيدة للتواصل بشكل مثالي مع المستثمرون فقط عن طريق دفع أرباح نقدية أو إصدار أسهم جديدة.

أما نموذج (Miller and Rock 1985) إفترض أن توزيعات الأرباح النقدية تحتوي على معلومات حول الأرباح المتوقعة، وبالتالي فهم يتواصلون مع المستثمرون بشكل غير مباشر ولا يحتاجون إلى عكس ذلك.

• نموذج الإشارة لكلاي (Kalay) سنة 1980

يسمح نموذج الإشارة ل Kalay للمسير بإستعمال أرباح السهم، الإستثمار أو الإستدانة لإعلام المستثمرين بالوضعية المالية للشركة، وفي كل إشارة يتحمل المسير تكاليف، لكن هذه التكاليف تكون مرتفعة بالنسبة للشركات ذات الوضعية السيئة مقارنة بذات النوعية الجيدة.

والفكرة الرئيسية من هذا النموذج هو أن المسير يعدل من أرباح السهم بغية الإشارة عن الوضعية المالية الحالية أو المستقبلية المحتملة للشركة، فإرتفاع أرباح السهم يعني أن المسير يتوقع تحسن في التدفقات النقدية وإنخفاضها يعني العكس.

يمكن تفسير الإشارة المراد توصيلها من خلال توزيع ارباح السهم بمشكلة الخطر المعنوي (Aléa moral)، بدون هذه الإشارة فالمستثمرون يعجزون عن تقييم نوعية الشركة، حيث يصبح تقييمهم مبني على حدسهم للقيمة المتوسطة للشركة.

ومن أجل هذا، فلعزل قيمة الشركة A عن قيمة الشركة B (حتى يمكن التفريق بينهما) فعلى المسير أن يجد طريقة تمكنه من ذلك، فيتخذ قرارات مالية في بداية الفترة ويسعى إلى تأكيد الإشارات المالية وتجنب الخطر المعنوي، فالنظام المثير للإهتمام من طرف المسيرين والمعروف من طرف المستثمرين كما يلي: (بريش، 2013، صفحة 18)

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

M: عائد المسيرين

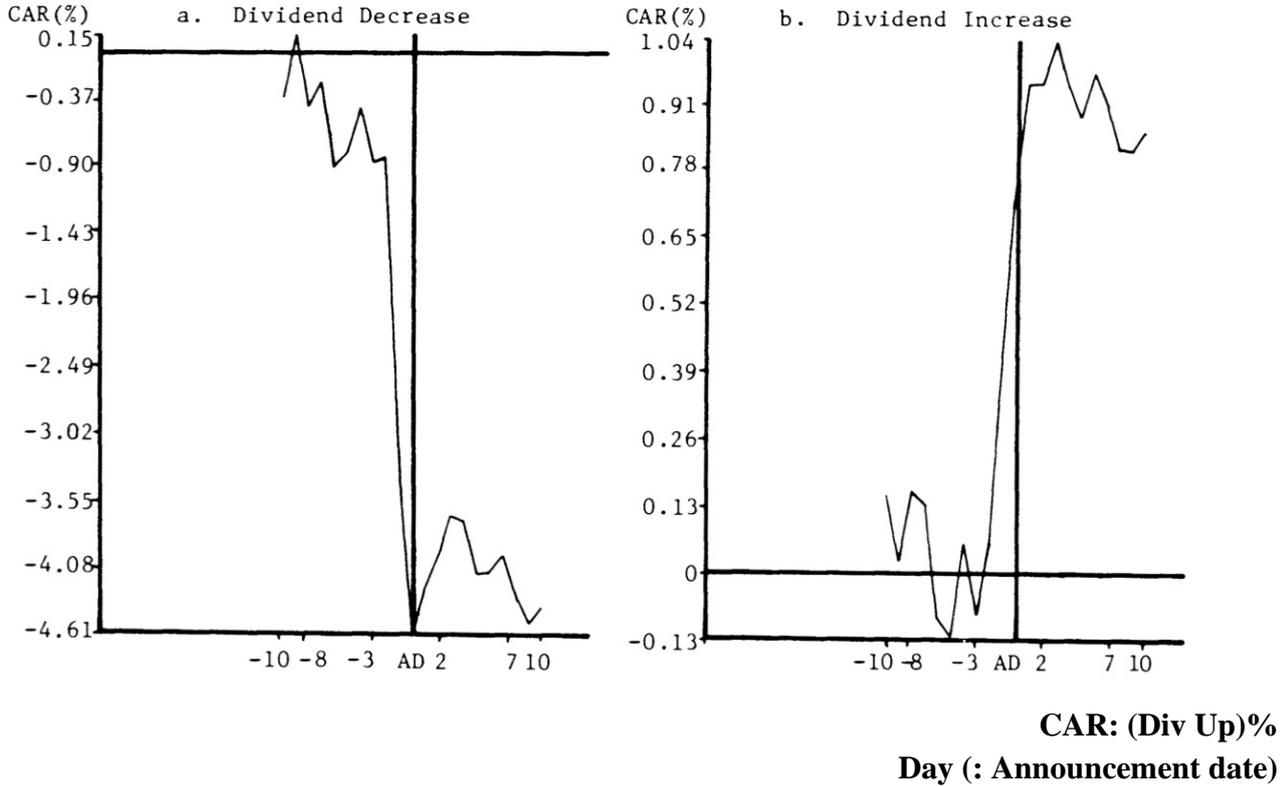
V_t, V_0 : قيمتي الشركة في اللحظة 0 وفي اللحظة 1 على التوالي

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

فحسب هذا النموذج، لا يقوم المسيرين بزيادة أرباح السهم إلا إذا كانوا متأكدين من وضعية الشركة المستقبلية سوف تتحسن وتستمر في ذلك، لأنه إذا كان العكس لا يكون ذلك في صالحهم، وبذلك فإن المسيرين يفضلون توزيع نسب منخفضة من أرباح السهم ولا يتم الزيادة إلا إذا كان هناك تغير فعال

في الشركة والذي يستمر في المستقبل، كما أن هذه النسبة تسمح للمسيرين بالحفاظ عليها حتى وإن كانت التدفقات النقدية منخفضة وبالتالي فإن أي انخفاض في هذه النسبة فهذا يدل على أن هناك إنخفاضا مستمرا في التدفقات النقدية المستقبلية للشركة والتي تعتبر معلومة سيئة بالنسبة للسوق المالي.

الشكل 10: أثر الإعلان عن التوزيعات على قيمة السهم في ظل نظرية الإشارة



SOURCE: Aswath Damodaran,(2006), p 330

تؤكد نظرية الإشارات هذه على أن المديرين يرسلون إلى المستثمرين إشارة من خلال الإعلان عن مستوى توزيعات الأرباح، فارتفاع التوزيعات يحمل في طياته أخبار جيدة عن الأرباح المستقبلية والتي ستجلب ارتفاعاً، وستؤدي هذه المعلومات إلى التأثير إيجاباً على كمية التداول وقيمة أسهم الشركة، أما الحالة العكسية فتؤدي إلى نتائج معاكسة تماماً.

4- نظرية تكاليف الصفقات:

الشركة يمكنها ان تتحمل تكاليف عند توزيعها لأرباح السهم، كما ان المساهم كذلك يمكنه ان يتحمل تكاليف عند استثمار أمواله التي تحصل عليها في شكل توزيعات لأرباح السهم، ومع ذلك فالكثير

من الشركات والمساهمون يبقون أوفياء لتوزيع أرباحهم وتلجأ الشركات إلى زيادة التمويل الخارجي لتغطية إحتياجات إستثماراتها، وتكاليف الصفقات، في حالة اللجوء إلى التمويل الخارجي هي تكاليف توزيع أرباح السهم فالأرباح يمكن إستعمالها لتغطية تكاليف الصفقات عند اللجوء إلى إصدارات جديدة وفي الجانب الآخر إذا كان هناك زيادة في تكاليف الصفقات الناتج عن توزيع أو عدم توزيع الأرباح فهذا يؤثر على الأرباح المتوقعة ومن ثم سعر السهم ومنه القيمة السوقية للشركة.

لقد أظهر *M&M* موقفهما من سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة، وإمكانية تكوين المستثمر لسياسة التوزيع التي تناسبه من خلال المقايضة بين توزيعات الأرباح وإصدار أسهم جديدة وهذا في ظل فرض معدل خصم ثابت ينطبق على المستقبل المتوقع التدفقات المالية وغياب الضرائب وتكاليف الإصدار المعاملات، بحيث الطريقة التي يتم بها تقسيم تدفق الأرباح الحالية بين توزيعات الأرباح والأرباح المحتجزة أو مدى تمويل الاستثمار الجديد من الأرباح المحتجزة أو إصدارات أسهم جديدة لا بد ان ترفع من قيمة الشركة وتزيد من ثروة المساهمين الحاليين، حيث التكاليف المرتبطة بالإصدارات الجديدة من حقوق الملكية أو عملية بيع أو شراء الأسهم الجديدة قد تجعل هذه المعاملات مصدرًا أكثر تكلفة" لتمويل الفرص الإستثمارية، حيث ان تكلفة الإصدار هي عبارة عن تكلفة ثابتة، إضافة إلى تكلفة المعاملات والمتضمنة لعمولة السمسرة وغيرها، فإن هذه الأمور إنما تعتبر كمحفز للشركة لاحتجاز الأرباح من أجل استخدامها في تمويل عملياتها الاستثمارية، وتفضيلات المستثمرين للأرباح الجارية بدلاً من مكاسب رأس المال يجب أن يعوض الفرق في "التكلفة" بين الأرباح المحتجزة وتمويل الأسهم الجديدة. (*Van Horne & McDonald, 1970, P4*)

5- نظرية اثر العملاء (*Clientele effects of dividends*)

أشار (*Miller, Modigliani, 1961*) إلى تأثير الزبون (العميل) على سياسة توزيع الأرباح، فمن وجهة نظرهم أن المستثمرون يختارون الشركات على أساس تفضيل دفع الأرباح، كل نسبة دفع تميل إلى جذب فئة من المستثمرين أو العملاء، فبالنسبة لفئة المستثمرين الذين لا يحتاجون إلى سيولة فإنها تفضل الشركات التي لا تدفع توزيعات أرباح أو تلك التي تدفع نسبة منخفضة من التوزيعات وبالتالي تفضيل الأرباح الرأسمالية التي تخضع لمعدل ضريبة منخفض مقارنة بالمعدل المفروض على توزيعات الأرباح الحالية، في حين يميل المستثمرون في الحالة الأخرى إلى تفضيل توزيعات الأرباح (*Bostanci & all, 2018*)

(p. 3)، وكلا الحالتين تؤثر على سعر السهم للشركة سواء بالإنخفاض أو الإرتفاع وهو ما يعني أن المستثمرين يستثمرون في الشركات التي تتناسب سياسة توزيع الأرباح مع رغباتهم إحتياجاتهم الخاصة.

ودافع M&M (1961) عن حجبتهم في تفسيرهم لنظرية أثر العملاء، وإعتبروا انه لا يوجد أحد العملاء أفضل من الآخر بالنسبة لتقييم الشركة بشكل أفضل اعتمادًا على تأثير العميل، وأي تعديل في سياسة توزيع الأرباح يغير مجموعة المساهمين ، في حين لاحظ كل من (Black et Scholes (1974) نقص في حجة العملاء، بحيث أن المستثمر الذي يفضل الاستثمار في الشركات التي لا تقوم بتوزيعات أرباح، هي شركات ستكون ضعيفة التنوع وستمتلك نمو مرتفع مؤقت، وبالتالي فإن تأثير العملاء غير مقنع لأنه لا يوجد محدد على طلب المستثمر يؤثر أو يحدد سياسة التوزيع (Verhoustraeten, Edouard, 2015, p50)

ويقترح (Miller and Scholes (1978) منهج العملاء لكل مستوى أرباح. وفقا لفرضيتهم، يكون تأثير العملاء على سعر سهم الشركة وفقًا لمتطلبات وأهداف المستثمرين حيث تأتي مطالب المستثمرين هذه كرد فعل للضريبة أو توزيعات الأرباح أو أي تغيير في السياسة، قد يفترض تأثير العملاء أولاً أن مستثمرين محددين ينجذبون مبدئيًا إلى سياسات الشركة المختلفة، وعندما تتغير سياسة الشركة، فإنهم سيعدلون ممتلكاتهم من الأسهم وفقًا لذلك. نتيجة لهذا التعديل، قد تتقلب أسعار الأسهم. (Turki, 2013, p. 18)

حيث يمكن أن تدفع الشركة بالفعل أرباحًا وبالتالي تجذب العملاء الذين يبحثون عن أسهم عالية الأرباح. إذا تعرضت الشركة لتراجع أو اختارت خفض عروض توزيعات الأرباح، فقد يبيع مستثمرو الأسهم أسهمهم ويعيدون استثمار العائدات في شركة أخرى تدفع عوائد أعلى. نتيجة لعملية البيع، يكون سعر سهم الشركة عرضة للانخفاض، وهذا شكل من أشكال تأثير العملاء.

كما تركز هذه الظاهرة على ردود فعل المستثمرين. عادةً ما يتم تصنيف الأسهم العامة إما على أنها أوراق مالية، أو أسهم ممتازة، أو أسهم عادية. ترتبط كل فئة من هذه الفئات بعمر معين في دورة حياة النشاط التجاري عند نضجه، وبالتالي تقوم الشركات بتبني سياسة توزيع الأرباح معينة تجذب فئات معينة من العملاء، تتكون من مجموعة من المستثمرين تعجبهم تلك السياسة وتتماشى وتفضيلاتهم فيما يتعلق بالإستثمار والإستهلاك.

ومثال على تأثير العملاء: في عام 2001 عندما غيرت Winn-Dixie سياسة مدفوعات الأرباح السنوية لمساهميها وغيرت المدفوعات الشهرية إلى أرباح ربع سنوية، لم يكن مساهموها سعداء، وانخفض السهم. يرى بعض الخبراء أن هذا هو تأثير العملاء في العمل.

6- نظرية التزود للتوزيعات:

جاءت هذه النظرية جراء بحث أجراه كل من *Baker & Wurgler* سنة 2002 من اجل تفسير انخفاض نسبة توزيعات الأرباح في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث إستخدام مجموعة من المؤشرات والتي تركز أساسا على تكاليف الوكالة، عدم تماثل المعلومات، تأثير العميل والحافز النفسي للمستثمر بالتزود بالتوزيعات، وقد توصلت نتائجها أن حافز التزود يعتبر أفضل مفسر للإضطرابات في الميل نحو دفع التوزيعات، ووفقا لهذا النظرية فإن الشركات تلبي طلبات المستثمرين الذين يتميزون بالرشادة المحدودة. (باكرية و شبايكي، 2013، صفحة 113)

خاتمة الفصل:

بحث هذا الفصل في سياسة توزيع الأرباح على المساهمين من الناحية النظرية فتبين أنها تعتبر أحد أهم السياسات التمويلية في الشركة نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاساتها على سعر السهم في السوق. وتتعلق سياسة توزيع الأرباح بقرار تقسيم الأرباح الصافية ما بين أرباح موزعة على المساهمين وأرباح محتجزة.

ومن الناحية العملية هناك عدة عوامل يجب أن تأخذها إدارة الشركة في الاعتبار عند اتخاذ قرار سياسة توزيع الأرباح مثل وجود عناصر تمويلية بديلة، اعتبارات المساهمين، الشروط والاعتبارات الاقتصادية مما يجعل لها التأثير على صواب أو خطأ قراراتها المالية.

. وتطرق الفصل أيضًا إلى أشكال التوزيعات؛ فالتوزيعات النقدية تمثل دفع مباشر من قبل الشركة لحملة الأسهم، والتوزيعات في صورة أسهم مجانية على المساهمين كبديل للأرباح الموزعة النقدية، وإعادة شراء الأسهم العادية التي أصدرتها الشركة والتي تعتبر كمؤشر إيجابي من قبل المستثمرين، والتوزيعات العينية التي تلجأ إليها الشركة في حالة العسر المالي، وتجزئة الأسهم التي ينتج عنها زيادة عدد الأسهم وانخفاض سعر السهم في السوق بما يناسب التجزئة، وعكس تجزئة الأسهم التي تعبر عن تخفيض عدد أسهم الشركة وزيادة سعر السهم الواحد .

وأخيرًا يتضح من خلال الفصل أن قرارات التوزيع ليست قرارًا مستقلًا بحيث يتم إصدار قرار توزيع الأرباح بالاشتراك مع قرارات التمويل وقرارات الاستثمار بما يعظم قيمة الشركة.

الفصل الثاني

تنوع الملكية

الفصل الثاني: تنوع الملكية

مقدمة الفصل

يشهد عالم الأعمال اليوم عددا كبيرا من المساهمين تجمعهم شركة واحدة، والتي تعد هذه الأخيرة حلقة أو سلسلة من العقود ترتبط فيما بينها بمجموعة من الأعضاء، وهم بدورهم يقدمون عوامل الإنتاج (المساهمين، الدائنين، العاملين والإدارة) للشركة ويتوزع هيكل رأس مالها بشكل عام بين ثلاثة مصادر هي: الأسهم، الأرباح المحتجزة، الإقتراض، حيث أن كل نوع من المصادر السابقة يشير إلى ملكية معينة.

وهذا بدوره يعكس حقيقة هامة وهي أن ملكية كل واحد منفصلة تشكل جزءا ضئيلا من مجموع هذه الأسهم، إن هذه الحقيقة وضعت نظرية التمويل أمام تحد كبير، حيث بدأ الإهتمام بالشركات ذات الملكية الخاصة بعد الكساد الكبير الذي ساد العالم عام 1929، ولقد تميزت الشركات في تلك الفترة بتركز الملكية فيها بشكل ملحوظ، ومع توسع الشركات في الإستثمارات والأعمال خلق الحاجة إلى إدخال أطراف جدد في الشركة بهدف أن وجود عدد كبير من المساهمين في شركة واحدة يعطي إحتمالية أن تكون نسبة كبيرة منهم قادرين ومؤهلين لإدارة إستثماراتهم ومتابعة أعمالهم دون الحاجة إلى توكيل غيرهم لإتخاذ القرارات خاصة التمويلية في الشركة أي كان الإتجاه إلى تنوع الملكية.

وسنحاول من خلال هذا الفصل تبيان ماهية هيكل رأس مال الشركات وأهم النظريات التي فسرتها، بالإضافة إلى تركيبية هيكل الملكية وإبراز محدداتها سواء كانت ملكية مركزة أو متنوعة، لكن في الأخير سناقش موضوعنا ونسلط الضوء على الملكية المتنوعة وأهم تأثيراتها على أحد أهم القرارات المالية ألا وهي سياسة توزيع الأرباح، ولبلوغ هذه الأهداف سيتم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث الرئيسية التالية:

المبحث الأول: هيكل رأس المال

المبحث الثاني: الملكية

المبحث الثالث: هيكل الملكية .

المبحث الرابع: تنوع الملكية

المبحث الأول: هيكل رأس المال

تعد نظرية هيكل رأس المال (*Capital Structure*) إحدى أهم نظريات التمويل، وهيكل رأس المال الأمثل لا يزال يمثل لغزا بين علماء المالية، حيث كانت هناك العديد من النظريات التي تم طرحها لشرح هيكل رأس المال وكانت نظرية عدم الملاءمة لهيكل رأس المال (*Miller's & Modigliani, 1958*) هي البداية الحقيقية، حيث قدمت هذه النظرية مجموعة من النتائج الهامة، ولقد فتحت هاته الدراسة الباب أما المزيد من الدراسات والأبحاث خاصة أن واقع السوق يسوده عدم التماثل في المعلومات، ووجود ضرائب، وغياب التوازن في سوق السلع وسوق عوامل الإنتاج، وأهمها نظرية المبادلة التي كانت تهدف إلى الاعتماد على التمويل بالدين المفاضلة بين المميزات والتكاليف ونظرية الإلتقاط التدريجي لـ *Myers and Majluf (1984)* التي ترى أن الشركات تتبع تسلسلا هرميًا للتمويل يقلل من مشكلة عدم تناسق المعلومات، كما تم تقديم نظرية أخرى لهيكل رأس المال مؤخرًا بواسطة *Baker and Wurgler (2002)* نظرية توقيت السوق، والتي تمت دراسة تأثيرها على هيكل رأس المال من خلال تعديل نسب الرفع المالي المستهدفة، وهذا ما سنتطرق إليه بالتفصيل لاحقًا.

المطلب الأول: ماهية هيكل رأس المال

يعد هيكل رأس المال أحد العوامل المهمة المؤثرة على سياسة الشركات، وإحدى الآليات التي تنظم العلاقة بين الملكية والإدارة، حيث يؤثر نمط هيكل رأس المال في مستوى حوكمة الشركات وأدائها، والشكل التنظيمي داخل الشركة ومستويات الإستثمار والرقابة على جوانب الأداء، ومما لا شك فيه يمكن أن تؤثر على سياسة توزيع الأرباح، وما لذلك من أثر على الأداء المالي وكفاءتها في تعظيم قيمتها، ويمكن الإستدلال على كفاءة إدارة الشركة بالعديد من الجوانب منها القيمة السوقية، وإهتمام الإدارة بالجوانب التي تؤثر على القيمة السوقية للشركة لما تمثله من مقياس إقتصادي من شأنه أن يبعث الرضا بالنسبة للعديد من الأطراف المتعاملة بالإضافة إلى رضا الملاك. (*Lee & Lee, 2019, p7*)

1- مفهوم هيكل رأس المال:

عرف هيكل رأس المال (*Capital Structure*) لأي شركة بأنه: " خليط للديون وحقوق الملكية الجديدة، حيث يواجه المسير مشكلة الاختيار بين الأموال المملوكة (الأموال الخاصة) والأموال المقترضة (الديون) للوصول إلى المزيج الأمثل للهيكل المالي (الحلحة، 2019، صفحة 9)

- عرف (*Brigham*) هيكل رأس المال هو ذلك الخليط من القروض وحقوق الملكية الذي يبنى عليه إحداث التوازن بين العائد والمخاطرة بأسلوب يؤدي إلى تعظيم قيمة السهم السوقية (*Brigham, Ehrhardt, 2005*)

كما عرف على أنه ذلك التمويل الدائم للشركة. ويتكون من القروض طويل الأمد والأسهم العادية والممتازة والأرباح المحتجزة ويستبعد جميع مصادر التمويل قصيرة الأمد (*Fabozzi & all, 2003, p583*)

أيضا: هيكل رأس المال (*Capital Structure*) يقصد به التمويل الدائم للشركة ويتكون من القروض طويلة الأمد والأسهم العادية والممتازة والأرباح المحتجزة ويستبعد جميع مصادر التمويل قصيرة الأمد، فإن الهيكل المالي هو الجانب الأيسر من الميزانية ويشمل المطلوبات وحقوق الملكية كما يتضمن جميع أنواع التمويل سواء دين قصير أو طويل الأمد، أما هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي ويشمل مزيج من الديون وحقوق الملكية التي تحافظ عليها الشركة (*Khan & all, 2017, p86*)

ويحتوي هيكل رأس المال في الشركات على مصدرين أساسيين يتمثل أولهما في الملكية (إصدار الأسهم)، والثاني في التمويل من خلال الإقتراض (الديون)، وللذان يوفران الأموال اللازمة لتسيير الشركات (*Collins & all, 2019, p198*).

الديون: والتي تتمثل في عقد تلتزم فيه الشركة بسداد مبلغ معين لهيئة معينة وذلك في مقابل حصولها على هذا المبلغ والإستفادة منه.

الملكية (الأموال الخاصة): هي تلك المساهمات التي يساهم بها ملاك الشركة حيث يضعونها تحت تصرف الشركة مقابل حصولهم على حقوق معينة.

2- عناصر هيكل رأس المال

يتيح السوق المالي العديد من صيغ التمويل حيث تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية، ونعتبر أصول مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي سندات أو صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح أو العائد أو الحقين معا، بما أنها تضمن حق أصحابها في إسترداد القيمة الأصلية للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المقابلة لها في ظروف معينة، وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها.

وكما هو معروف فإن السوق المالي الكفء سوق مرن يسمح بوجود تصانيف عدة للأوراق المالية، وذلك تماشيا مع حاجات السوق ومصالح الأطراف المستفيدة ورغباتهم، ورغبة في تحقيق أقصى إستفادة لجميع أصحاب المصلحة، وللمحافظة على إستمرارية الاحداث والأنشطة الإقتصادية مما ينعكس إيجابا على حركة السوق المالي.

1.2 أموال الملكية

يمكن تعريف أموال الملكية على أنها ذلك الجزء من الموارد المالية الموضوعة تحت تصرف الشركة من طرف الشركاء، الأرباح غير الموزعة، فائض قيمة إعادة التقييم (بوشوشة، 2016، صفحة 136)

يمكن تعريفها من جانبين:

• من وجهة نظر الذمة: وهي تمثل فائض قيمة عناصر اموال الشركة مقارنة بالخصوم المستحقة (الديون)، والتي تمثل ثروة الشركة، وفي حالة إيقاف نشاط المؤسسة أو التصفية فهي تمثل الثروة التي توزع على الشركاء.

• من وجهة نظر وظيفية: هي موارد مالية تساهم مع الأموال المستدانة في تمويل الشركة.

وعموما من الناحية الإقتصادية الأموال الخاصة هي أموال موضوعة تحت نصرف الشركة بغرض تمويل إحتياجاتها المالية والإستثمارية، وهي مفتاح توزيع الملكية في الشركة لأنها بطاقة ضمان بالنسبة لدائنيها، لا يمكن أن توزع على الشركاء إلا بعد تعويض الدائنين الممتازين والعاديين، وبالمقابل تعتبر كمورد مالي لها إذ تلعب دورا محددًا لقدرة الشركة على الإستدانة.

2.2 شبه الاموال الخاصة: (les titres hybrides)

لقد تم إنشاء العديد من الوسائل المالية خلال سنوات الثمانينات وذلك من أجل السماح للشركات بتوسيع الأموال الخاصة دون أن يؤدي ذلك إلى تغيرات في هيكل راس المال للشركة والمحافظة على سيطرة المساهمين وتتسمى هذه الوسائل المالية بالمنتجات المالية الجديدة.

وتندرج في هذا النوع من الوسائل المالية التي تكتسب من جهة ميزة الأسهم ومن جهة أخرى ميزة الدين، فالأموال الخاصة تمثل حق دائم على التدفقات النقدية، وهي في العموم مرتبط بحق المراقبة والتصويت، أما الديون فهي تشكل حق في الحصول على نسبة من التدفقات النقدية والأصول في حالة تصفية الشركة ولكن غير مرتبط بحق المشاركة في التصويت وملازمة الشركة، وهنا تتاح للشركة العديد من الوسائل المالية والتي لا تكتسب صفة الأموال الخاصة أو الديون في نفس الوقت تتقاسم بعض المميزات الخاصة بالأموال الخاصة ومميزات الديون (Aswath Damodran, 2004, p673).

توجه العديد من الوسائل المالية المقترحة على الشركات نظرا لعولمة أسواق رؤوس الأموال والحرية المالية وتثير العديد من التساؤلات وخاصة من حيث تصنيفها ومن حيث معالجتها المحاسبية، وهي تهدف في الغالب إلى تدعيم الاموال الخاصة للشركة بدون إنشاء حق للتصويت أي تجنيب المساهمين فقدان السيطرة وفي نفس الوقت تعبئة موارد مالية مهمة للشركة.

إن هذه الوسائل المالية تختلف من دولة إلى أخرى حيث لا توجد وسائل مالية موحدة على مستوى الدول ومن بين أهم هذه الوسائل يمكن ان نجد:

• شهادات الإستثمار:

تم إنشاء هذه الأوراق سنة 1983 وتسمح للشركة المصدرة برفع الأموال الخاصة مع المحافظة على سيطرة المساهمين في الشركة، وتنتج عن التجزئة في الأسهم نوعين من شهادات الإستثمار (Éric Stéphaney, 2003, P142)

-شهادات مع حق التصويت: وهي شهادات الإستثمار التي تكتسب الحق في التصويت مثل الأسهم ولكن لا تكتسب الحقوق المالية للسهم.

- شهادات الإستثمار: وهي التي تكتسب الحقوق المالية للسهم(الحق في العائد، التخصيص، الحق في الإكتتاب)، ولكنها لا تكتسب الحق في التصويت.

• **سندات المساهمة:**

وهي السندات التي إصدارها من طرف المؤسسات العمومية والتعاونيات وهي تتميز بأنها تسمح للشركة المصدرو بالحصول على موارد مالية دائمة وبدون حق لحائزها في التسيير في الشركة، فحائز سند المساهمة ليس له الحق في الحصول على عائد ثابت يحدد عند إصدار السند وعائد متغير حسب نتائج ونشاط الشركة.

فسندات المساهمة تجنب الشركة عوائق الإقتراض في آجال التسديد وكذلك تجنب الشرك أي تدخل في التسيير والمراقبة والتصويت ولكن في المقابل تستوجب عائد ثابت على نتيجة الشركة حيث تكتسب الخصائص التالية:

- ليس لها تاريخ إستحقاق معين إلا في حالة تصفية الشركة.

- قابلة للتداول في السوق المالي.

- تكتسب قيمة إسمية.

- الحق في الجخل: دخل ثابت يحدد عند الإصدار، دخل متغير حسب نتائج ونشاط الشركة.

• **سندات الإستحقاق**

وهي السندات التي تكتسب الحق في التسديد والحصول على العوائد قبل الديون الأخرى بإستثناء أصحاب الأسهم وحاملي سندات المساهمة وذلك حسب تحديد تاريخ التسديد أو لا حيث نميز بين نوعين من سندات الإستحقاق:

- سندات الإستحقاق محددة تاريخ التسديد.

- سندات الإستحقاق غير محددة تاريخ التسديد.

كما يمكن أن تتحول سندات الإستحقاق إلى أسهم حيث يجوز للشركات المساهمة أن صدر سندات إستحقاق قابلة للتحويل إلى أسهم، كما يجوز لها إصدار سندات إستحقاق ذات قسيمات إكتتاب بالأسهم.

• الأسهم الخاصة بالدولة (السهم النوعي):

حيث عرفت على أنه سهما من رأس مال الشركة التي تنشأ عن طريق خوصصة مؤسسة عمومية وتفيد بحقوق خاصة يحددها القانون الأساسي للشركة وتحتفظ الدولة بواسطتها بحق التدخل من أجل المصلحة الوطنية، فالسهم المميز يمثل إحتفاظ الدولة مؤقتا بجزء من رأس مال مؤسسة تم إنشائها من خلال خوصصة مؤسسة عمومية وذلك حماية للمصلحة العليا.

• الأسهم الخاصة بالأجراء:

هي الأسهم التي تخصص مجانا في إطار خوصصة مؤسسة عمومية %10 من أقصى رأس مال الشركة القابة للخوصصة إلى مجموع الأجراء بعنوان إشراكهم في نتائج المؤسسة العمومية المعنية.

3.2 الأموال المقترضة (الديون)

وهي الجزء المكمل لمكونات الهيكل المالي وتمثل المصادر الطويلة الأجل أساسا، وبالعودة إلى ميزانية أي شركة نلاحظ ببساطة أن مزيجا من حقوق الملكية (مساهمات ملاك الشركة) ومن حقوق المديونية (الديون بمختلف آجالها) يستخدم لتمويل نشاطات هذه الشركة، وقبل أن نناقش قرار الشركة المتعلق بنوع التمويل طويل الأجل الأفضل لا بد لنا من التعرف عن ميزات وخصائص كل من حقوق الملكية (أو الأموال الخاصة) والمتمثلة بالأسهم وكذلك حقوق الدين أي السندات.

وسوف نناقش بداية أدوات الدين عارضين أنواعها أولا وأهم خصائصها ومحدداتها مثل الفائدة والإستحقاق والقيمة الإسمية وغيرها، فالبنسبة للمشتثمر تلعب هطه الخصائص دورا هاما في تحديد صيرورة التدفقات النقدية ومقدار الخطر المرافق لها والتي ستعكس على تكلفة التمويل بالنسبة للشركة المصدرة التي عليها السعي لجعل أدوات الدين هذه جذابة للمستثمرين وذات كلفة أقل في نفس الوقت مع الحفاظ على إمكانية تعديل هيكل رأس المال في المستقبل، بعد ذلك سنناقش أدوات حقوق الملكية بمختلف أنواعها عارضين خصائصها ومميزاتها.

في الواقع، المشاريع الإستثمارية التي تخطط لها الشركات تولد حاجة إلى إيجاد مصادر تمويل طويلة الأجل، وهذا النوع من التمويل كما يشير إسمه يستحق الدفع بعد فترة زمنية تزيد عن العام الواحد،

وغالبا ما يستعمل لتمويل الإستثمار في الأصول الثابتة، ومن هنا تبدو الأهمية الكبيرة لهذا النوع من التمويل والذي غالبا ما يحدد سرعة وإتجاه نمو الشركات.

تمثل المديونية ما ينبغي على الشركة الوفاء بقيمتها في تاريخ لاحق ويؤخذ الإقتراض طويلة الأجل صورتين أساسيتين هما القروض طويلة الأجل، السندات وفي ما يلي الملامح الرئيسية لكل منهما:

✓ **القروض طويلة الأجل:** هي قروض تحصل عليها الشركة من المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين، وقد يصل تاريخ الاستحقاق ثلاثين عام، ومن أهم الخصائص المميزة للقروض انه يتم الاتفاق على شروط (معدل الفائدة، تاريخ الاستحقاق، الرهانات، ...) بتفاوض بين المقرض والمقترض (هندي، 2003، صفحة 562)

✓ **السندات:** مستند مديونية تصدره الشركة أو أية هيئة أخرى، وهو بمثابة إنفاق أو عقد بين المستثمر أو المدخر (المقرض) والشركة (المقترض) وبمقتضى هذا الإتفاق يقرض الطرف الأول مبلغا محددًا للطرف الثاني الذي يتعهد بدوره برد أصل القرض والفوائد المترتبة عليه في تواريخ المستحقات محددة سلفا وتمتد فترة استحقاق السندات عادة من 20 إلى 30 سنة (الحنوي واخرون، 2001، صفحة 45)

تعتبر الإستدانة من أهم مصادر التمويل في الشركة إذ يتم اللجوء إليها من أجل تغطية الإحتياجات التي لم تتمكن المؤسسة من تمويلها عن طريق التمويل الذاتي.

ويمكن تعريفها بأنها الديون المالية التي تجمع كل من الديون قصيرة ومتوسطة، وطويلة الأجل المقدمة من طرف شركات مقرضة (Florence & all, 2009, p122)، ولأهمية الديون في حساب النسب المالية المتعلقة بالمخاطر والقدرة على السداد في الأجل الطويل فإن المحللون يستخدمون النسب التالية للحكم على مديونية الشركة:

$$\text{نسبة الرفع المالي} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الموجودات}}$$

$$\text{نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{إجمالي الموجودات}}$$

$$\text{نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{حقوق الملكية}}$$

مما سبق يمكن تعريف السندات على أنها أوراق مالية تمثل حق مديونية وتحقق لحاملها فائدة ثابتة ودورية (*Coupon*) أي عن كل فترة محددة (سنة، ستة أشهر.... إلخ) من تاريخ الإصدار حتى تاريخ الإستحقاق حيث يحصل حامل السند على القيمة الإسمية.

ومن الناحية القانونية لا يعد حامل السند مالكا للشركة، بل هودائن لها بمبلغ محدد ويسدد في فترة معينة، وبالتالي فلا يحق لحامل السند مالكا، وبالتالي فلا يحق لحامل السند المطالبة بالإشتراك في الإدارة أو التصويت طالما أن الشركة ملتزمة بالسداد بانتظام، أما في حالة الإفلاس فيجوز لحملة السندات التدخل في شؤون الشركة لضمان حقوقهم.

-وفيمايلي ترتبط السندات بالعديد من المصطلحات التي نذكر منها:

❖ القيمة: يمكن التمييز بين أنواع مختلفة لقيمة السند الواحد نوجزها في مايلي: (*all,2006,P365 &*

Joseph Antoine)

-السند قيمة إسمية (*par or face-Value*): تمثل هذه القيمة، السعر الذي ينص عليه صك السند أو سعر الإصدار أي المبلغ الذي سيقوم المصدر بدفعه في موعد إستحقاق السند.

-القيمة السوقية (*Market-Value*): وهي سعر تداول السند في سوق السندات

-القيمة المتوجبة (*Intrinsic Value*)، كأى أصل مالي، هي قيمة السند في حال أخذ بعين الإعتبار خصائص السند لناحية كالدخل الذي يولده وغيرها من العوامل التي تترك أثرها على قيمته، بمعنى آخر هذه القيمة الإقتصادية للسند وهنا نشير إلى ان القيمة السوقية ستتحرك في نطاق ضي حول القيمة الإقتصادية في حال كانت السوق كفاء .

❖ الكوبون (*Coupon*): ويعبر عن مبلغ الفائدة الدوري الذي يحصل عليه حامل السند.

❖ تاريخ الإستحقاق: وهو التاريخ المحدد والذي يلزم به مصدر السند دفع القيمة الإسمية لحامل السند.

غالبا ما تجد الشركات في إصدار السندات مصدرا هاما لتمويل عملياتها الاستثمارية، وتشكل السندات وثائق أو صكوك مديونية، تلتزم من خلالها الشركة المصدرة (المقترضة) بسداد المبلغ المقترض، وفق الشروط التي نص عليها عقد المديونية، من الناحية القانونية يعد السند عقدا بين مصدره وحامله، يلتزم من خلاله الأول دفع الفائدة والمبلغ الأساسي للسند مع الإلتزام بالشروط الأخرى المنصوص عليها في عقد الدين. بيع السندات يتطلب وجود ضمانات لحقوق المقرضين (حملة السندات) ووكيل أو وصي لضمان هذه الحقوق. هذا الوصي يعد المسؤول عن تنفيذ بنود العقد.

1.3.2 أنواع السندات:

يمكن تصنيف السندات حسب الضمان، معدل الفائدة والخصائص الأخرى، فيما يلي نوضح الأنواع المختلفة للسندات:

من حيث الضمانات، نميز بين: (Joseph Antoine & all ,2006,P86)

❖ من حيث الضمان:

السندات المضمونة:

أكثر أنواع السندات إنتشاراً، وتشير إلى السندات التي تصدرها الشركات إما برهن او كل أصول الشركة، أو غير ذلك من الضمانات والهدف هو ضمان حقوق حملة السندات في حالة إفلاس الشركة، فيجوز لهم بيع هذه الأصول المرهونة وإستعادة أموالهم.

السندات غير المضمونة:

وهي السندات التي يتم إصدارها بدون رهن. هذا النوع من السندات متاح فقط للشركات ذات الربحية العالية، والتي تتمتع بإستقرار مالي وتحمل هذه السندات فوائد أعلى من فوائد السندات المضمونة لتحفيز الأفراد والشركات على شراءها، نظرا لما فيها من عنصر المخاطرة الناجم عن عدم وجود ضمانات.

❖ من حيث سعر الفائدة:

السندات ذات سعر فائدة ثابت: وهي السندات التي يحدد لها سعر فائدة معروف ويبقى ثابت حتى موعد الإستحقاق.

السندات ذات سعر فائدة معدوم: وهي السندات التي لها سعر فائدة متغير، تبعا لحركات أسعار الفائدة في السوق، بان يتم ربط سعر الفائدة للسند بسعر إعادة الخصم أو بفائدة أدونات الخزينة.

السندات الصفيرية: وهي السندات التي يكون سعر فائدته صفرا، ولكن تباع بأقل من القيمة الإسمية أي مع خصم الإصدار، وعند إستحقاقها يأخذ قيمتها كاملة والفرق يمثل الربح.

❖ من حيث الجهة المصدرة:

السندات الحكومية: وهي السندات التي تصدرها جهات حكومية

السندات الخاصة: وهي السندات التي تصدرها المؤسسات الخاصة.

❖ من حيث القابلية للإستدعاء:

السندات القابلة للإستدعاء: هي سندات تحتفظ الجهة المصدرة بحق سدادها قبل حلول موعد الإستحقاق لها، وذلك في الوقت الذي تراه مناسباً، ويجوز للمصدر سداد بعض أو كل السندات التي تحمل صفة الإستدعاء قبل موعد إستحقاقها. وهذا النوع من السندات يتيح للجهة المصدرة للحصول على تمويل بتكلفة أقل، خاصة في حالة إنخفاض أسعار الفوائد، حيث يمكنها تمويل عملية الإستدعاء من خلال مصادر تمويل أقل تكلفة كالقروض المصرفية أو من خلال إصدار سندات جديدة بمعدل فائدة أقل، بالمقابل لا تقوم الشركة بإستدعاء السندات في حال إرتفعت أسعار الفوائد في السوق، ففي ذلك خسارة للمنشأة نتيجة لزيادة تكلفة الدين.

السندات الغير قابلة للإستدعاء: وهذا النوع لا يجوز إستدعاء السندات وسداد قيمتها قبل موعد إستحقاقها.

❖ من حيث قابلية التحويل:

سندات قابلة للتحويل: وهي التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية بعد مرور فترة زمنية محددة ويحدد أيضا سعر التحويل أو كم سند يساوي سهما عاديا.

سندات غير قابلة للتحويل: وهذا النوع لا يجوز تحويل السندات.

❖ من حيث الملكية:

السند لحامله: إذ تدفع فائدة السند وقيمه عند إستحقاقها لحامل السند.

السند الإسمي: إذ تدفع فائدة السند وقيمه عند إستحقاقها للشخص المسجل إسمه في السند.

❖ سندات أخرى:

السندات المؤبدة أو الدائمة (Perpetual Bonds)

هي سندات ليس لها تاريخ إستحقاق، أصدرتها لأول مرة الحكومة البريطانية بعد ما يعرف بحروب نابليون، وهو سند تلتزم الحكومة من خلاله بدفع مبلغ ثابت إلى الأبد.

السندات ذات القسائم (NonZero- Coupon):

وهي سندات لها تاريخ إستحقاق محدد وتمنح حاملها فائدة دورية تمثل نسبة ثابتة من القيمة الإسمية.

السندات التي تصدر بحسم (Zero- Coupon):

وهي سندات لها تاريخ إستحقاق محدد لكنها لا تمنح حاملها فائدة دورية كما هو الحال في سابقتها بل تباع بحسم من قيمتها الإسمية.

-من حيث الخصائص الأخرى، يمكن التمييز بين:

السندات القابلة لتحويل إلى أسهم:

وهي التي تعطي لحاملها حرية إستبدال ما يحمله من سندات بأسهم من أسهم المنشأة، وفي الغالب يتم تحديد وقت التحويل أو الإستبدال بالأسهم، كما يتم تحديد عدد الأسهم لكل سند عند الإستبدال، حامل هذا النوع من السندات يتمتع بنفس الحقوق التي يتمتع بها حملة الأنواع الأخرى من السندات، من حيث الضمانات وأولوية الدفع عند تصفية الشركة، وذلك في حال عدم رغبته ف تحويل ما يحمله من سندات إلى أسهم.

2.3.2 خصائص السند:

يتميز السند بالخصائص التالية: (Joseph Antoine & all ,2006,P365)

- **القيمة الإسمية:** هي القيمة المسجلة على قيمة السند حيث تعتبر القاعدة الأساسية في حساب معدل الفائدة المطبقة للتسديد فوائد السند، وتختلف القيمة الإسمية للسند من شركة لأخرى ولكن في غالب الأحيان تشترط السلطات قيمة معينة لا يمكن إصدار السند بأقل من هذه القيمة.

■ **قيمة الإصدار (سعر الإصدار):** وهو المبلغ الفعلي الذي سوف يدفعه المكتتب في السند حيث يمكن أن تكون هذه القيمة تساوي أكبر أو أقل من القيمة الإسمية للسند حيث قيمة الإصدار يتم التعبير بنسبة من القيمة الإسمية.

■ **قيمة التسديد:** وهو المبلغ الذي سوف يدفع لحامل السند في تاريخ الإستحقاق لهذا السند.

■ **علاوة التسديد:** وتعبّر عن قيمة لتسديد السندات بمبلغ أكبر من القيمة الإسمية للسند في تاريخ إستحقاق اسند.

■ **سعر الفائدة:** وهو يمثل التكلفة التي سوف تدفعها الشركة لحاملي السندات مقابل تخليهم عن السيولة النقدية التي بحوزتهم وتقديمها للشركة. وفي غالب الأحيان يتم تسديد الفوائد على شكل سنوي.

■ **طريقة التسديد:** تتعدد طرق تسديد السندات حيث مكن ذكر أهمها:

- تسديد السندات بطريقة إجمالية في تاريخ الإستحقاق.

- إختيار حائز السند أو المصدر للسند تاريخ تسديد يناسب كل طرف.

- إختيار مجموعة من السندات بواسطة القرعة وتسديدها في تواريخ ملائمة.

- من خلال إعادة شرائها في البورصة.

- تسديد قبل تاريخ الإستحقاق إذا توفر شرط ينص على ذلك في عقود إصدار السندات.

3.3.2 مبررات إصدار السندات: تقوم الشركة بإصدار السندات للعوامل التالية: (Joseph, 2006, P366)

(Antoine & all

- الإستفادة من مزايا الرفع المالي (المتاجرة بالملكية)

- محدودية التكلفة

- الميزة الضريبية

- إستعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة

- إمكانية إستدعاء السندات قبل تاريخ الإستحقاق يؤدي إلى تحقيق مرونة للشركة بتعديل هيكلها المالي

- تناسب المستثمرين الذين يرغبون بعائد ثابت ولا يرغبون في امخاطرة.

4.2 مبررات وسلبيات التمويل بالقروض (الاموال المقترضة):

تلجأ الشركة إلى سياسة التمويل بالقروض نظرا للعديد من الظروف التي تحتم عليها اللجوء إلى هذا النوع من التموي الذي يكتسب مجموعة من الإيجابيات والسلبيات على النشاط المالي للشركة.

1.4.2 مبررات اللجوء إلى التمويل بالقروض

تقوم الشركة بتحديد تشكيلة الديون التي سوف يتم الإعتماد عليها في تنفيذ إستراتيجياتها، وهذا لتحقيق الاهداف المسطرة، حيث تلجأ إلى التمويل بالإستدانة للعديد من الأسباب من أهمها:

ضعف التمويل الذاتي: قد يكون التمويل الذاتي للشركة ضعيف أو غير كافي وذلك للعديد من الأسباب:
-إنخفاض النتائج المحققة من الشركة بسبب ضعف المنافاة، إرتفاع التكاليف، إنخفاض الإيرادات، أزمات مالية، ظروف خارجية غير متحكم به.

-إرتفاع معدلات الضرائب المفروضة من طرف السلطات العمومية.

-رغبة الملاك في الحصول على توزيعات مهمة من الأرباح وعدم قدرة الشركة على ضم الإحتياطات والإحتفاظ بأرباح كبيرة، وبرغبة الشركة في البقاء والإستمرار وضمان تنافسيتها تستوجب تمويلات مهمة وهو مما يؤدي بالشركة إلى اللجوء إلى الإستدانة من أجل تحقيق أهدافها

عدم الرغبة في فقدان السيطرة: إذا رغب المساهمون في الإحتفاظ بسيطرتهم على الشركة فإنهم لا يفضلون اللجوء إلى السوق المالي لطرح أسهم جديدة مما يترتب عنه دخول مساهمين جدد وهو ما يعني إشراكهم في التسيير وفي التصويت في الجمعيات العامة بإعتبار أن القوانين تضمن للمساهمين الحق في التصويت في مجلس الإدارة وهو ما يترتب عليه فقدان سيطرة المساهمين القدامى لصالح المساهمين الجدد، وبالتالي إن اللجوء إلى الإستدانة سيجنبهم ذلك.

تجنب تكاليف الإصدار العام: إن عملية إصدار الأسهم في السوق المالي تعتبر عملية معقدة تستوجب الإلتزام بالشروط المفروضة من طرف سلطات السوق المالي وهو ما ينجز عنه طول المدة مما قد يفوت على الشركة العديد من الفرص المتاحة على عكس القروض البنكية التي لا تستغرق وقتا طويلا، كذلك تتطوي هذه العملية على تكاليف مرتفعة تدفعها الشركة بالإضافة إلى عملية التفاوض بين الشركة والمقرض تكون سهلة خاصة إذا كان المقرض طرفا وحيدا.

إستعادة التوازن المالي: بما ان الإستدانة طويلة الأجل تشكل مع الأموال الخاصة مجموع الأموال الدائمة حيث تلعب الأموال الدائمة دورا مهما في تحقيق التوازن المالي للشركة من خلال رأس المال العامل الذي يشكل ذلك الفائض من الأموال الدائمة المتبقي بعد تمويل الأصول الدائمة والذي يوجه لتمويل الأصول المتداولة، إن إختلال التوازن المالي معناه عدم قدرة الأموال الدائمة على تحقيق الفائض أي إنخفاض في الاموال الدائمة حيث يمكن حل هذه المشكلة بالحصول على ديون طويلة الأجل التي ستمكن من تحقيق التوازن المالي للشركة.

المعلومات سوف يطلع عليها فقط البنك المقرض على عكس لجوء الشركة إلى الإدخار العام الذي يفرض عليها نشر كل المعلومات المالية المتعلقة بها وهو ما يتيح للمنافسين الحصول على معلومات دقيقة حول نقاط قوة وضعف الشركة.

المرونة في التمويل: حيث تتيح البنوك للشركات مرونة عالية في التمويل في مواجهة إحتياجاتها الغير متوقعة وذلك بواسطة تقنية خط الإقتراض والتي تتيح للشركة إستعمالها في حالة وجود إحتياجات غير متوقعة، وبالتالي هذه التقنية تسمح للشركة بالحصول على اموال دون ان تدفع تكاليف إضافية حيث تسدد فقط تكلفة عن الأموال المستعملة كذلك تناسب الشركات التي لها إحتياجات في رأس المال العامل متقلبة (Aswath Damodran.2004,P661)

التكلفة والمردودية: ففي حالة إرتفاع أسهم الشركة في السوق المالي فهذا يعني أنها سوف تكون ذات جاذبية للمستثمرين الذين سوف يتوقعون عوائد كبيرة من خلال شراء اسهم الشركة وبالتالي فإن إنخفاض تكلفة الإستدانة مقارنة بالأسهم سيدفع بها إلى سياسة الإستدانة بدلا من التمويل الخاص كذلك إن الفوائد التي تدفعها الشركة سواء على القروض أو السندات هي من التكاليف القابلة للخصم بحيث يجب إدراجها في التكاليف وهو ما يسمح بتحقيق ميزة ضريبية للشركة على عكس عوائد الأسهم التي لا يمكن خصمها من التكاليف، هذا من جهة ومن جهة أخرى رغبة الشركة في تحقيق أثر للرفع المالي من خلال الإستدانة الذي يمثل العوائد الإضافية التي يستفيد منها أصحاب الاموال الخاصة من خلال اللجوء إلى الإستدانة حيث تتحقق أساسا من الميزة الضريبية التي تتمتع بها تكاليف الإستدانة.

2.4.2 سلبيات التمويل بالديون

إن قرار التمويل بالديون هو في الواقع تحكيم بين المردودية والمخاطرة، حيث يمكن أن يشكل التمويل بالديون العديد من الآثار السلبية على الشركة وخاصة في حالة عدم كفاية تدفقات الإستغلال من أجل تسديد الديون والعوائد المترتبة عن هذه الديون ومن الآثار السلبية للإستدانة يمكن أن نذكر: (Aswath Damodran ,2004,p741)

▪ إحتمال الإفلاس

إن الخطر الأساسي الذي يهدد الشركة من خلال إنتهاجها لسياسة التمويل بالإستدانة في إحتمال الإفلاس والذي ينجز عنه مجموعة من التكاليف التي ترفق كاهل الشركة والمتمثلة في تكاليف الإفلاس. ونقول عن الشركة بأنها في حالة إفلاس وذلك عندما نتوقف عن تسديد إنتزاماتها التعاقدية إتجاه الغير وهذا لا يتمثل في الشركات المستدينة فقط بل حتى حالة الشركات الغير مستدينة يمكن ان تقع في حال إفلاس وذلك عند عدم قدرتها على تسديد أجور مستخدميها، وفي هذه الحالة سوف يتم التنازل عن أصول الشركة وتسديد إنتزاماتها من خلال نتيجة التنازل عن هذه الأصول.

فإحتمال الإفلاس في الشركة يمثل إمكانية عدم كفاية التدفقات المحققة من طرف الشركة لمواجهة إنتزاماتها نتيجة لقيامها بالإستدانة من الغير التي وعدت دائنيها بتسديدها في تواريخ محددة حيث يمكن أن تعجز الشركة عن تسديد فوائد الديون أو أصولها أو الأصول والفائدة معا.

ليس لعملية الإقتراض دائما نفس الإيجابيات، فعند بلوغ نسبة الإقتراض حدا معينيا في هيكل رأس مال الشركة تصل معها الشركة إلى إمكانية الإفلاس، ويترتب عن مخاطر الإفلاس هذه زيادة في معدل المطلوب على الإستثمار في أسهم وسندات الشركة، وهو ما يعني إرتفاع تكلفة الأموال، وبالتالي إنخفاض القيمة السوقية للشركة، فعملية الإفلاس تتطوي على العديد من التكاليف منها تكاليف مرتبطة مباشر مثل: المصاريف الإدارية، والتكاليف الإضافية مثل إرتفاع تكاليف القروض، فقدان الثقة بالشركة ضرورة بيع بعض أصول الشركة من أجل تغطية رأس المال العامل، الأمر الذي يخلق إضطرابات مالية لها تكلفة تفوق الفوائد المالية التي تعود من وراء الإقتراض.

■ **تكلفة الوكالة:** يتلقى المساهمون في الشركة جزءا من التدفقات النقدية المحققة من طرف الشركة، حيث يرغب المساهمون بتعظيم الأرباح التي يتلقونها من خلال توظيف أموالهم في الشركة، ونتيجة لذلك سيسعى المسكرون لزيادة الأرباح حتى وإن أدى ذلك إلى زيادة المخاطر المالية التي يمكن أن تؤثر على الشركة من خلال الإستدانة، حيث يسعى المقرضون إلى ضمان حقوقهم وإسترجاع أموالهم المقرضة للشركة، وبالتالي سوف يحاول كل طرف حماية مصالحه في الشركة، فالإستدانة سوف تعرض الشركة إلى نوع من الصراع بين المساهمين والمقرضين والتي سوف يكون لها الأثر السلبي ليس فقط من خلال دفع فوائد إضافية ولكن من أيضا فقدان الحرية في إتخاذ القرارات.

الصراع بين المساهمين والمقرضين يظهر عندما ترغب الشركة بتمويل مشروع إستثماري جديد حيث يفضل تمويله من خلال مقرضين جدد، بضمان أصول الشركة وبإعطاء المقرضون الجدد الأولوية في التسديدات على المقرضون القدامى وذلك رغبة من الشركة في تخفيض معدلات الفائدة التي سوف تطبق على القروض الجديدة ولكن في المقابل فإن المقرضين السابقين لا يرغبون بإعطاء الأولوية للمقرضين الجدد لان ذلك سترتب عليه جعل حقوقهم أكثر مخاطرة وإنخفاض لقيمتها السوقية في حال إذا كانت قيم منقولة .

عند الإقتراض على ضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل إتخاذ أي إجراءات تتعلق بشراء أصول جديدة، أو توزيعات، أو رفع مرتبات المديرين وحتى يتأكد المقرضون من أن الإدارة لم تخل بشروط التعاقد، فإنه يصبح من الضروري عليهم القيام بمتابعة ما يجري داخل الشركة سواء بانفسهم أو بولسطة وكيل عنهم، ومن ثم يتحمل المقرضون بعض التكاليف في سبيل ذلك، أو يقوم المقرضون من البداية برفع معدل الفائدة على القروض، ويطلق على التكاليف التي يتحملها المقرضون من أجل عملية المتابعة بتكاليف الوكالة والتي سوف تحمل إلى الشركة.

■ **فقدان المرونة:** يقصد بالمرونة ذلك الهامش الذي تحققه الشركة من أجل مواجهة الظروف الغير متوقعة، حيث تحافظ الشركة على جزء مهم من فائض الخزينة وقدرة على إقتراض إضافية وذلك بهدف تحقيق مشاريع إستثمارية والتي يمكن أن تتأثر بسياسة الإستدانة فلاجوء الشركة إلى الإستدانة سوف يؤدي إلى فقدان مرونة الشركة في إعادة إستثمار التدفقات النقدية المحققة، أو إعتتماد سياسة معينة لتوزيع الأرباح، أو مواجهة ظروف غير متوقعة قد تصيب الشركة وذلك من خلال أولية الديون في الحصول

على جزء من الأرباح المحققة وخاصة في ظل إنخفاض الأرباح المحققة من طرف الشركة. (2004,p741),
(Aswath Damodran

3.4.2 تكلفة الأموال المقترضة

إن تكلفة الدين هي عبارة عن معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين (المقرضين) للقبول بإقراض الشركة، ويقاس هذا العائد بالطريقة التي يقاس بها معدل المردود الداخلي، أي أن تكلفة الدين تساوي إلى معدل الخصم الذي يحقق المساواة بين حصيللة الأموال التي تم الحصول عليها بالإقراض والقيمة الحالية للفائدة المدفوعة ولدفعات تسديد المبلغ الأصلي المقترض.

عند حساب تكلفة الإقراض فإن الشركة تراعي الأضرار التي قد تلحق بحملة الأسهم من إنخفاض في القيمة السوقية للسهم الواحد وهو عامل أساس للحكم على قبول أو رفض القروض أو إصدار السندات وعليه فإن التكلفة تتمثل في المعدل الواجب تحقيقه من توظيف القروض للمحافظة على إيرادات السهم العادي بدون تغيير وتحسب تكلفة الإقراض كمايلي: (الميداني، 1999، صفحة 233)

تسديد فائدة كل سنة وفي السنة الأخيرة تسديد أصل القرض: تحسب تكلفة القرض كمايلي:

$$E = tF \frac{1 - (1 + K_d)^{-n}}{K_d} + K_1 (1 + K_d)^{-n}$$

بحيث: E: المتحصلات بعد طرح مختلف المصاريف (مصاريف الإصدار)

F1: الفائدة السنوية

Kd: معدل الفائدة السنوية بعد التعديل الضريبي =Kd معدل الفائدة الإسمي x (1-الضريبة)

K1: أصل القرض

تسديد القرض على شكل دفعات: تحسب التكلفة في هذه الحالة كمايلي:

$$E = a \frac{1 - (1 + K_d)^{-n}}{K_d}$$

حيث a قيمة الدفعة السنوية الثابتة

كما يمكن حساب تكلفة الإقراض بالطريقة التقريبية وذلك كمايلي:

$$E = \frac{F_t}{K_d} \Rightarrow K_d = \frac{F_t}{E}$$

3-محددات هيكل رأس المال

يختلف هيكل رأس المال من شركة إلى أخرى، فبعض الشركات تعتمد كلياً على أموال الملكية، في حين البعض الآخر يتوسع بشكل كبير في استخدام الأموال المقترضة بأنواعها المختلفة، وذلك يرجع لعدة أسباب تؤدي إلى وجود مثل هذه الاختلافات في هياكل التمويل. وبالتالي يمكن تصنيف هذه العوامل إلى مجموعتين: عوامل خارجية وعوامل داخلية. على النحو التالي:

1.3 المحددات الخارجية لهيكل رأس المال

العوامل المرتبطة بالبيئة الخارجية للشركة والتي لا يمكن التحكم فيها عادة، وبالتالي لا يتطلب الأمر سوى يقصد التكيف معها، وتتمثل هذه العوامل فيما يلي:

1.1.3 الحالة الاقتصادية: وهي التي قد تم ربطها بالالتزامات وأموال الملكية، والتي في حالة ما إذا كانت هذه الأخيرة أقل منها فإن الشركة تتعرض إلى مخاطر أكبر في حالة حدوث إنكماش اقتصادي، ولكنها تتمتع بعائد أكبر في حالة الرواج الاقتصادي، وبالتالي يتعين على الإدارة الموازنة بين العائد والمخاطر الإستثمارية عند دراستها وتقديرها لهيكل رأسمالها. (فرحات وآخرون، 2001، صفحة 248)

وعموماً فإن الحالة الاقتصادية تتضمن ما يلي:

الدورات التجارية: تسم الدورة التجارية بوجود فترتين: فترة كساد وفترة رواج، ففي ظل فترات الكساد يجب تخفيض حجم القروض في الهيكل المالي، نظراً لإنخفاض الربحية بسبب إنخفاض معدل العائد على الأصول عن معدل الفائدة على القروض، أما في أوقات الرواج حيث يرتفع معدل العائد على الأصول عن معدل الفائدة على القروض، فإنه يكون من الأفضل زيادة الإعتماد على القروض إلى الحد المناسب، على أن يكون هناك تخطيط يستوعب حدوث أي تقلبات.

ظروف أسواق رأس المال: حيث يتركز على مدى توافر الأنواع المختلفة من الأموال من عدمه في الأسواق المالية، وكذلك تكلفة هذه الأنواع التي لها تأثير هام عند تحديد نوع الورقة المالية (أسهم ممتازة، عادية أو سندات) التي يناسبها تمويل معين، ويمتد تأثيرها إلى درجة إمكانية تغيير الهيكل المالي.

الوفر الضريبي: من العوامل التي تشجع الشركة على الإقتراض (استخدام التمويل المقترض) هو ما تحققه من مزايا ضريبية أو ما يعرف بالوفر الضريبي، الناتج عن ظهور الفوائد في قائمة الدخل، حيث أن التكلفة

الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون معدلات الضريبة مرتفعة. وعليه كلما زادت قدرة الشركة على تحقيق وفر ضريبي زادت رغبتها في الإعتماد على القروض في التمويل. في المقابل فإن الشركة التي لا تدفع أي ضريبة لسبب من الأسباب مثل تمتعها بالإعفاء الضريبي،

2.1.3 خصائص الصناعة: وتتضمن ما يلي:

التقلبات الموسمية: إذا كانت الصناعة من النوع الذي تتسم مبيعاته بالموسمية، فإن المؤسسة يجب أن تهتم بعنصر المرونة في تخطيطها المالي، وبالتالي يجب أن يزيد إعتمادها على الديون قصيرة الأجل، لأنه يتوجب على المؤسسة الملائمة بين مصدر التمويل وطبيعة إستخدامها.

درجة حساسية المبيعات للدخل القومي: إذا كانت الصناعة من النوع الذي تتسم مبيعاته بالحساسية لتغيرات الدخل القومي، فإنه يتعين عدم التمادي في الإقتراض طويل الأجل، لأنه قد يرجع بنتائج عكسية على دخل الملاك، فضلا عن احتمال تعرض المؤسسة لمخاطر عدم السداد ومن ثم يكون التمويل الذاتي والإقتراض قصير الأجل أكثر قبولا لمواجهة حالات التوسع والإنكماش.

دورة حياة الصناعة: يختلف شكل الهيكل المالي للشركة باختلاف المرحلة التي تمر بها الصناعة، حيث تمر الصناعة عادة بالمراحل التالية: مرحلة الإنطلاق، النمو، النضج والتدهور. فكل مرحلة من هذه المراحل تؤثر على شكل الهيكل المالي، بحيث أن في مرحلة الإنطلاق يفضل الإعتماد على الأسهم العادية وذلك لزيادة إحتتمالات الفشل، أما في مرحلة النمو يزداد الإهتمام بعامل المرونة للتأكد من إمكانية الحصول على الأموال عند الحاجة إليها... إلخ يجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد هيكل تمويلي أمثل لجميع الشركات، ولكن هناك هيكل مثلى يمكن تطبيقها على مستوى أي صناعة من الصناعات وذلك طبقا لمخاطر التشغيل التي تواجهها هذه الصناعة، ووفقا لخصائص هيكل أصولها.

3.1.3 خصائص الشركة ذاتها: وتتضمن:

طبيعة الشركة القانونية: يتأثر الهيكل المالي باختلاف طبيعة المؤسسة القانونية، إذ تميل الشركات الفردية وشركات الأشخاص إلى عدم الإعتماد على القروض، خوفا من مخاطر عدم السداد التي قد تصل إلى الممتلكات الخاصة للملاك، وفقا لمبدأ المسؤولية غير المحدودة، أما شركات المساهمة تكون أكثر قدرة على الإعتماد على القروض طويلة الأجل من غيرها من الأشكال القانونية الأخرى، وذلك بسبب إستمرارها وعدم إرتباط بقائها ببقاء الملاك، الذين يفضلون معيار الأمان على معيار الدخل.

حجم الشركة: يعتبر هذا العامل وثيق الصلة بالطبيعة القانونية، لأنه في الغالب تكون الشركات الفردية وشركات الأشخاص ذات حجم صغير نسبياً وذلك بالمقارنة مع شركات الأموال التي تكون ذات أحجام كبيرة نسبياً، فالشركات الفردية تعتمد على الأموال الخاصة لأنها قد تجد صعوبات كبيرة في الحصول على القروض طويلة الأجل وحتى لو حصلت عليها فتجدها بفائدة مرتفعة وشروط غير ملائمة ما يجعل هيكلها غير مرن، وقد تلجأ إلى الإقتراض كأحد متطلبات النمو حتى لا يفقد الملاك سيطرتهم على الشركة.

2.3 المحددات الداخلية لهيكل رأس المال

نذكر أهمها:

مستوى المبيعات

تستطيع الشركة التي تتميز بمبيعاتها بالإستقرار النسبي أن تعتمد على التمويل عن طريق القروض، دون أن تتحمل تكاليف ثابتة أخرى مثل الشركات التي تتسم بعدم إستقرار مبيعاتها وتأسيساً على ذلك فإن مؤسسات المنافع العامة التي تتميز بإستقرار الطلب على منتجاتها يمكنها في غالبية الأحوال إستخدام نسب عالية من الرفع المالي (مقارنة بالشركات الصناعية).

أما فيما يخص نمو المبيعات فإن زيادة معدل المبيعات بنسبة معينة يزيد ربحية السهم، إذ يمكن للشركة التي تتميز بنمو أن تعتمد على القروض، لأنه عادة تكون تكلفته أقل من إصدار أسهم جديدة، في حين يرى البعض أن في حالة زيادة صافي الربح فإن الإعتماد على الديون سيكون محدوداً أو ثابتاً عند نسبة محددة من إجمالي الأصول أو من قيمة حقوق الملكية، لزيادة فعاليتها كمصدر مالي ذاتي عن طريق الأرباح المحتجزة .

التحكم أو السيطرة: يؤثر التمويل بالإقتراض على مركز وقدرة الإدارة في الرقابة ما يمكنه من التأثير على الهيكل المالي للشركة، فالإدارة إذا كانت في حالة سيطرة تصويتية في الشركة ولا يسمح لها بشراء أي أسهم، فسوف تفضل إستخدام القروض في تمويل الإستثمارات الجديدة، لأن إصدار أسهم جديدة يفقدها السيطرة على الشركة، وفي حالة إتسم الوضع المالي للمؤسسة بالضعف فسوف تصدر أسهم جديدة خوفاً من مخاطر عدم القدرة على سداد ديونها والتعرض للإفلاس الأمر الذي قد يعرض أفراد الإدارة الحالية لفقدان وظائفهم، وكذلك تخفيض الإعتماد على القروض قد يعرض المؤسسة إلى مخاطر الإستحواذ والإستيلاء عليها من مستثمرين آخرين. وبالتالي فإن لمعيار السيطرة تأثيراً على شكل الهيكل التمويلي للشركة (أندراوس، 2008، صفحة 405)

المخاطر المالية: ترتبط هذه المخاطر بقدرة الشركة على سداد إلتزاماتها، حيث أنه كلما زادت المخاطر المالية (عدم قدرتها على السداد) التي تواجهها الشركة قل إعتماها على التمويل بإقتراض.

توجهات الإدارة: إذ يتميز بعض المديرين بدرجة أعلى من المغامرة والجرأة مقارنة بغيرهم حيث يعمدون إلى إستخدم الإقتراض بشكل كبير في محاولة منهم لرفع أرباح الشركة، على عكس بعض المدراء الذين يتميزون بالتحفظ ويعتمدون على القروض بشكل حذر .

المرونة التمويلية: وهي قدرة الشركة على الحصول على القروض وذلك بشروط ملائمة وأسعار فائدة معقولة تحت مختلف الظروف، لأنه من المعروف أن المقرض دائما يبحث عن الشركة (المقترض) ذات المركز المالي القوي لضمان حقوقه خاصة في الظروف الإقتصادية الرديئة. وعليه فعندما تكون العوامل الأخرى مشجعة على إستخدم الدين، والمرونة التمويلية غير متوفرة، فهذا يعني هيكل مالي بنسبة دين أقل. (النعيمي وآخرون، 2007، صفحة 438)

سيولة الأصول: ترجع أهميته إلى أثره في تحديد إستحقاقات الدين، وكذلك نسبة الديون في هيكل التمويل، إذ أنه كلما زادت درجة سيولة الأصول كلما أمكن الإعتما على القروض بنسبة أكبر لأنه كلما كانت الأصول أقل سيولة كلما كانت أقل مرونة في خدمة القرض. هذا بالإضافة إلى مدى سهولة أو صعوبة رهن الأصل أي إذا كانت الأصول المتاحة للشركة تصلح لإستخدامها كضمان للأصل.

التدفقات النقدية: إن إستقرار التدفقات النقدية وفقا للدورة النقدية للشركة يمكن من التخطيط الجيد لسداد الإلتزامات المستحقة للدائنين في مواعيدها، ويرتبط إستقرار التدفقات النقدية إرتباطا وثيقا بتحديد المقدار الأمثل من القروض الذي ينتج عنه الوضع الأمثل لحملة الأسهم، هذا يستلزم تحليل التدفق النقدي لمعرفة التدفقات النقدية الخارجة المترتبة على أعباء خدمة القرض، وما مدى قدرة التدفقات الداخلة على تغطيتها، وذلك لتجنب الوقوع في دائرة العسر المالي .

التوقيت: يرتبط عامل التوقيت بشكل أساسي بعامل المرونة، فالتوقيت الملائم هو الذي يسمح للشركة بالحصول على الأموال من مصادر تتصف بالمرونة، وهذا يعطي لها حرية أكبر من تحديد مبلغ الأموال وفترة الحاجة إليه، وشروط الحصول عليه. كما أن التعرف على الحاجة للأموال في توقيت سليم يسمح للشركة بالحديث عن المصادر البديلة والمفاضلة بينها لإختيار أفضلها.

الملائمة: ويقصد بها ملائمة أنواع الأموال المستخدمة لطبيعة الأصول، أي يجب أن يكون إختيار مصدر التمويل متماشيا ومتناسبا مع نوع الإستخدم، فمثلا يتم تمويل العمليات طويلة الأجل بمصادر تمويلية طويلة

الأجل. ويرجع ذلك إلى ضرورة الموائمة والتنسيق بين الطبيعة الزمنية لطبيعة الأصل ولأموال اللازم الحصول عليها.

التكلفة: لا ينبغي على المؤسسة أن تعتمد على المصدر التمويلي (خاصة المديونية) إلا إذا تحققت من أن العائد يفوق التكلفة المترتبة عليه، لأن هذه التكلفة تمثل أعلى عائد يتوقع الحصول عليه من استثمار ذلك المصدر.

المطلب الثاني: هيكل رأس المال المناسب للشركات

إن التساؤل الرئيسي في مجال تمويل الشركات هو قدرتها على تحقيق هيكل رأس المال مناسب، ويتعلق ذلك دائماً باختلاف درجة المخاطرة من نمط تمويل لآخر، وعليه لا بد عليها أن تحسن الشركة إختيارها لهيكل رأسمالها وذلك من خلال ترشيد السياسة التمويلية للشركة.

1- مفهوم هيكل رأس المال المناسب

يمكن تعريف هيكل رأس المال المناسب من خلال:

هو "ذلك المزيج من الاموال الخاصة والديون الذي يخفض تكلفة الاموال وفي نفس الوقت يعظم قيمة الشركة مما يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين" (Khan & all, 2017, p86)

وإن التطور الذي عرفته وسائل التمويل يعود إلى الخاصية الإستراتيجية للهيكل المالية إذ تعكس هذه الأخيرة طبيعة الإستراتيجية المالية التي تسنح بمباشرة نشاطها من خلال أجهزة أصولها، حيث أنه من بين المشاكل الأكثر إلحاحاً في مجال مالية الشركة هي تلك التي تتعلق بالتساؤل المحوري ما هو أثر الهياكل المالية على قيمة الشركة حيث أن إمكانية تحقيق هيكل رأس مال مناسب من عدمه قد أثار جدلاً بين الباحثين في مجال مالية الشركات، حيث منهم من يقر وجود هيكل رأس مال مناسب ومنهم من ينفي إمكانية ذلك، لقد تعددت النظريات الخاصة بهيكل رأس المال، إلا أن التطبيق العملي لهذه النظريات يعد أمراً بالغ الصعوبة، إذ يلزم لتحديد هيكل رأس المال أن تتم الموازنة بين الوفر الضريبي من ناحية وتكلفة القروض من جهة أخرى دون أن يكون هناك نموذج أمثل يمكن الإعتماد عليه في تحديد الحجم الأمثل لنسبة القروض إلى الأموال الخاصة، حيث تدخل العديد من العوامل الأخرى من أجل تحديد نوع التمويل وبالتالي هيكل رأس المال للشركة.

ويعتبر الهدف الأساسي للمسير المالي هو تعظيم القيمة السوقية للشركة ومن أجل تحقيق هذا

الهدف يجب على المسيرين إتخاذ قراراتين هامين: (Alain Capiez, 1995, P 149)

القرار الأول مرتبط بمحفظة الأصول التي يسيرونها والمتمثل في حيازة الإستثمارات وإدارتها.

القرار الثاني مرتبط بحجم وأشكال التمويل التي يمكن إستخدامها لتمويل هذه الأصول

ولإتخاذ القرارين يجب على متخذ القرار الأخذ بعين الإعتبار العوامل التالية:

-معدل المرودية المطلوب الأدنى الواجب تحقيقه للإستثمار

-طريقة التمويل المعتمدة من طرف الشركة هل ستؤثر أم لا على المعدل والقيمة السوقية للشركة،

وبالتالي فإن تحقيق هيكل رأس المال الأمثل يجب أن يحقق العناصر التالية:

-تكون القيمة السوقية للسهم أعلى ما يمكن، بما يحقق تعظيم قيمة الشركة.

-تخفيض التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال أقل ما يمكن.

-الإستخدام الامثل لموارد التمويل، ورفع معدل الإستثمار والنمو الإقتصادي.

-زيادة إمكانية الحصول على الأموال اللازمة والإستفادة من الفرص الإستثمارية.

2- إختيار هيكل رأس المال المناسب

تعتمد الشركة بشكل كبير في إختيار هيكل رأسمالها على كل من الرفع المالي والتشغيلي وذلك

لإرتباطهما الوثيق بمفهومي العائد والخطر، فالشركة عند حصولها على أموال بتكلفة منخفضة فالمخاطر التي

تتعرض لها من جراء إستغلال هذه الأموال أكبر، لذا لا بد من التطرق لمفهوم الرافعة.

1.2 الرفع المالي

يستخدم مفهوم أثر الرفع المالي عند تحديد درجة تأثير إستخدام الديون في هيكل رأس مال

الشركة، وكيف يمكن أن يؤثر هذا الإستخدام على الأرباح الصافية التي يمكن ان يتحصل عليها أصحاب

الاموال الخاصة والذي يمكن تحديده من خلال عائد السهم المتحصل عليه.

1.1.2 مفهوم الرفع المالي

يعرف الرفع المالي على أن هو نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة في الشركة، وإن مبدأ الرافعة هو أنه عندما تقوم الشركة بالإستدانة وإستثمار الأموال المقترضة في نشاطها فإنها تتحصل من خلال ذلك على نتيجة إقتصادية تكون أعلى من تكاليف الإستدانة حيث تحقق الشركة فائض تتمثل في الفرق بين المرودية الإقتصادية وتكلفة الأموال المقترضة هذا الفائض سيعود إلى المساهمين ويرفع من مرودية الأموال الخاصة ويتأتى ذلك من أثر الرافعة المالية (Alain Capiez, 1995, P150.)

إن المديونية يمكن أن ترفع من مرودية الأموال الخاصة للشركة دون أن تغير من المرودية الإقتصادية لكن الفرضية الأساسية لهذا الميكانيزم تحقق جدلية أن المرودية الإقتصادية أكبر من تكلفة الإستدانة وفي خلاف ذلك عندما تستخدم الشركة ديون بمعدل فائدة أعلى من المرودية التي يمكن الحصول عليها من هذه الديون سينتج عجز يحمل إلى الأموال الخاصة لأن النتيجة تنخفض وتصبح مرودية الاموال الخاصة أقل من المرودية، فأثر الرفع المالي يقيس كذلك درجة المخاطرة التي تنشأ نتيجة للجوء الشركة إلى الديون لتمويل إستثماراتها حيث يمكن تحديد أثر الرفع المالي بأنه إيجابي أو سلبي وذلك من خلال قياس مدى تأثيره على عائد السهم الذي سوف يتحصل عليه أصحاب الأسهم حيث يكون هذا التأثير نتيجة لتغير في النتيجة قبل دفع الفوائد والضرائب فالأرباح سوف ترتفع مادام إرتفاع الإيرادات من المبيعات هو أكبر من إرتفاع عبء الفوائد على القروض مع باقي التكاليف وتسمى هذه العملية بالمتاجرة بأموال الغير .

2.1.2 حساب درجة الرفع المالي

■ درجة الرفع المالي هو: "نسبة التغير التي تحدث في عائد السهم العادي *EPS* بسبب تغير بنسبة معينة تحدث في صافي

الربح قبل دفع الفوائد والضرائب *EBIT*" (مطر، 2000، صفحة 235)

■ درجة الرفع المالي يتصل بإستخدام الديون في تمويل إستثمارات الشركة حيث يبين العلاقة بين *EBIT* و *EPS*

حيث: *EPS* وهو عائد السهم (*Earning per shares*)

EBITS (*Earninig before interest and taxes*) هي العائد قبل دفع الفوائد والضرائب

■ ويمكننا حساب درجة الرفع المالي بواسطة طريقتين كمايلي:

الطريقة الأولى:

حيث نقوم بحساب درجة التغير في عائد السهم نتيجة التغير في العائد قبل الفوائد والضرائب كمايلي:
(مطر، 2000، صفحة 235)

$$DFL = \frac{\Delta Eps}{\Delta EBIT} = \frac{\frac{\Delta Eps}{Eps}}{\frac{\Delta EBIT}{EBIT}} = \frac{\frac{Eps^* - Eps}{Eps}}{\frac{EBIT^* - EBIT}{EBIT}}$$

حيث: DFL (Degree of Financia leverage): درجة الرفع المالي

وبناء على المعادلات السابقة فإنه أي تغير بالزيادة أو النقصان في $EBIT$ فإنه سيزداد عليه تغير موازي وفي نفس الإتجاه EPS فإذا تغيرت $EBIT$ نسبة 20% سواء بالزيادة أو النقصان فإن EPS كذلك EPS بنسبة 20% في نفس الإتجاه بالزيادة أو النقصان.

كما يستخدم مؤشر آخر لتحليل أثر الرفع المالي على العائد وهو ما يسمى بمضاعف الرفع المالي $Financial leverage Multiplier$ والذي يحدد من خلال المعادلة التالية:

$$FLM = \frac{EPS(\text{مع الرفع المالي})}{EPS(\text{بدون الرفع المالي})}$$

الطريقة الثانية

تقوم هذه الطريقة على مبدأ المردودية كمايلي:

$$Re = \frac{EBIT}{Cp + D} (1-t)$$

حيث: Re (Rentabilité Economique) المردودية الإقتصادية: وهي تمثل ما تدره الاموال المستثمرة من نتيجة الإستغلال.

Cp : الاموال الخاصة.

D : الديون

t : معدل الضريبة

ولدينا:

$$R_f = \frac{R_n}{C_p}$$

حيث R_f (*Rentabilité Financière*) المردودية المالية وهي ما تحققه أموال الملاك من نتيجة صافية

R_n : النتيجة الصافية

ولدينا

$$R_n = (EBIT - F)(1 - t)$$

حيث: F المصاريف المالية على الديون (مبلغ الفائدة)

ويمكننا إعادة صياغة التحليل السابق كمايلي:

$$R_f = [R_e(C_p + D) - iD](1 - t)$$

حيث: R_f المردودية المالية

R_e : المردودية الإقتصادية

i : التكاليف المالية للديون

D : مبلغ الديون

C_p : الأموال الخاصة

t : معدل الضريبة

ويمكننا صياغة العلاقة الرياضية كمايلي:

$$\text{المردودية الإقتصادية} = \text{المردودية الإقتصادية} + (\text{المردودية الإقتصادية} - \text{تكلفة الديون}) \times \frac{\text{الديون}}{\text{الأموال الخاصة}} (1 - \text{معدل الضريبة})$$

إن العلاقة الديون/الأموال الخاصة تسمى الرافعة المالية، والعلاقة (المردودية الإقتصادية) الديون/

أموال خاصة تسمى بأثر الرافعة وحسب هذه العلاقة يمكن تصور 03 حالات:

-معدل المردودية الإقتصادية أكبر من تكلفة الدين أثر الرافعة يلعب دورا إيجابا.

-معدل المردودية مساوي لتكلفة الإقتراض أثر الرافعة حيادي ولا يؤثر على المردودية المالية وبالتالي عدم تأثر أرباح المساهمين.

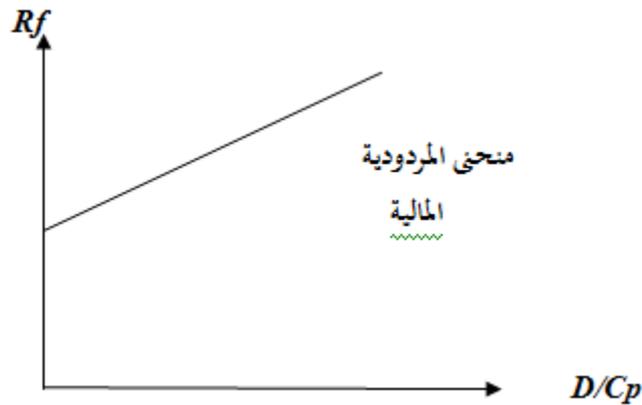
-المردودية الإقتصادية أقل من تكلفة الإقتراض سوف يؤدي ذلك إلى إلتهام الأرباح من طرف الديون وهو ما يسمى بتبخر الأرباح مما يخفض من المردودية المالية وإنخفاض قيمة الشركة. وبالتالي فإنه يكون أثر الرافعة إيجابي في حالة تحقيق مردودية إقتصادية قوية مقارنة مع تكاليف الإستدانة ويكون أثر الرافعة سلبي في الحالة التي تصبح فيها المردودية الإقتصادية أقل من تكلفة الديون أو من خلال عدم تقدير تكلفة الديون بشكل جيد وخاصة عند إرتفاع التكلفة فجأة بسبب زيادة معدلات الفائدة.

3.1.2 آليات أثر الرافعة

يوضح أثر الرافعة تطور المردودية المالية للمؤسسة تبعا للمردودية الإقتصادية وكذا مستوى الإستدانة مع الأخذ بعين الإعتبار لتكلفة هذا الاخير وبالتالي ففي حال كون نسبة المردودية الإقتصادية موجبة فإنه يمكن التمييز بين ثلاث حالات كمايلي:

أثر الرافعة إيجابي $(Re-i) > 0$ عندما تكون المردودية الإقتصادية Re أكبر من معدل الفائدة i فإن نسبة المردودية المالية Rf تزداد كلما زادت نسبة الإستدانة D/Cp وبالتالي يكون أثر الرافعة إيجابيا كما يوضحه الشكل التالي:

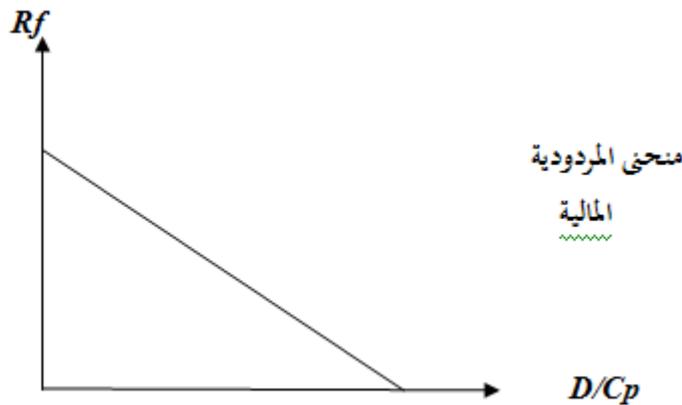
الشكل 11: الأثر الإيجابي للرافعة المالية



المصدر: (عدوان، مامش، 2008 ، صفحة 30)

الأثر السلبي للرافعة المالية $(Re-i) < 0$: عندما تكون نسبة المردودية الإقتصادية Re أقل من معدل الفائدة i لإغن نسبة المردودية المالية R_f تنخفض كلما زادت النسبة D/C_p وبالتالي يكون أثر الرافعة سلبيا كما يبينه الشكل التالي:

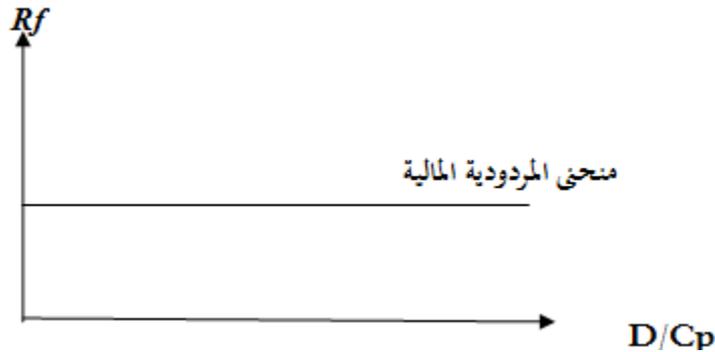
الشكل 12: الأثر السلبي للرافعة المالية



المصدر: (عدوان، مامش، 2008 صفحة 30)

الأثر الحيادي للرافعة $(Re-i)=0$: عندما تكون نسبة المردودية الإقتصادية Re مساوية لمعدل الفائدة i فإن حجم الديون في هيكل رأس المال لا يكون له أي تأثير على المردودية المالية للشركة وبالتالي فإن أثر الرافعة المالية يختفي وفي هذه الحالة فإن المردودية المالية تساوي المردودية الإقتصادية بعد الضريبة وهذا مهما كام مستوى الإستدانة كما يبينه الشكل التالي.

الشكل 13: الأثر الحيادي للرافعة المالية



المصدر: (عدوان، مامش، 2008 ، صفحة 33)

من خلال ما سبق فإن أثر الرافعة هام يقيس درجة المخاطرة وحدود إستخدام الديون وأثرها على مردودية الأموال الخاصة كما يتبين أيضا أنه يرتكز على ثلاثة عناصر أساسية هي: تكلفة الإستدانة، الهيكل المالي، المردودية الإقتصادية، المردودية المالية.

■ المخاطر المالية:

إن المخاطر المالية هي عبارة عن الخطر الإضافي الذي يتحمله حملة الأسهم العادية في ظل اعتماد الشركة على القروض إلى جانب أموال الملكية في تمويل إستثمارتها، ويتم قياسه بالتغير في الأرباح. (بوحادة، 2012، صفحة 47)

وبالتالي فإن المخاطر المالية تنشأ في الشركة نتيجة اعتمادها على التمويل بمصادر ذات تكلفة ثابتة والمتمثلة في القروض والتي تكون تكاليفها الثابتة عبارة عن الفوائد المدفوعة، إضافة إلى توزيعات الأسهم الممتازة والتي تعتبر من التكاليف المالية الثابتة، وبالتالي فالشركة التي تعتمد في تمويل إحتياجاتها على أموالها الخاصة لا تتعرض عادة إلى المخاطر المالية.

ويكون منشأ الأخطار المالية نتيجة لقرارات تمويلية وذلك حالما يدخل في تركيبة رأس مال الشركة القرض، فإستخدام هذا المصدر يؤدي إلى حدوث تقلبات في عائد المساهمين من خلال التذبذبات على مستوى صافي الربح بعد الضريبة، فوجود هذه التكاليف الثابتة يؤدي إلى

زيادة في العائد المتاح للملاك بنسبة أكبر من نسبة الزيادة في صافي الربح بعد الضريبة، ولكن في حال الإنخفاض في صافي ربح العمليات فهذا يؤدي إلى إنخفاض العائد المتاح للملاك، وبالتالي قد يؤثر على قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها مما يجبرها إلى مخاطر الإفلاس.

4.1.2 الرفع التشغيلي:

تعرف الرافعة بأنها عبارة عن المدى الذي يمكن به زيادة الأرباح في الشركة نتيجة زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة أو الأموال المقترضة أو الإئتين معاً، وبذلك فإن مفهوم الرافعة يغطي ثلاث مجالات أساسية: (العامري، وآخرون، 2020، صفحة 111)

■ الرفع التشغيلي: يرتبط بهيكل التكاليف

■ الرفع المالي: يرتبط بهيكل التمويل

■ الرفع المشترك: محصلة مشتركة للرفعين التشغيلي والمالي

وتستخدم نسبة الرافعة لتحديد المستوى النسبي لتحميل الديون الذي تكبته الشركة، تقارن هذه النسب بين إجمالي التزام الديون إما بموجودات أو حقوق ملكية الشركة، تشير النسبة المرتفعة إلى أن الشركة ربما تكون قد تكببت مستوى عالي من الدين أكثر مما يمكن توقعه بشكل معقول للعمل مع التدفقات النقدية الجارية.

يقصد بالرافعة التشغيلية هي ان تغير صغير من الناحية النسبية في المبيعات يؤدي إلى تغير

كبير في الأرباح العاملة أي الأرباح قبل الفوائد والضرائب ويرمز لها بالرمز $EBIT(Earning Before Interest Taxes)$

الرفع التشغيلي:

تهتم درجة الرفع التشغيلي بشكل أساسي بالتكاليف الثابتة كونها تكلفة تتكدها الشركة بأسلوب مستمر بغض النظر عن حجم الإنتاج والبيع وبذلك فإن نصيب الوحدة الواحدة من التكاليف الثابتة سينخفض عند زيادة الإنتاج وهو ما سيحقق صافي أرباح إضافية وبما أن التكاليف المتغيرة هي تكاليف مرتبطة إرتباطاً مباشراً بالإنتاج وبالتالي فإن نصيب الوحدة الواحدة من التكاليف المتغيرة يبقى ثابتاً مهما تغيرت مستويات الإنتاج كما أن السعر يرتبط بسياسة الشركة وفي أغلب الأحيان بعوامل تخرج عن السيطرة.

مخاطر الأعمال:

تختلف مخاطر الأعمال من شركة إلى أخرى سواء على مستوى نفس القطاع أو في قطاعات مختلفة، بل وعلى مستوى الشركة نفسها عبر الزمن، وهي تعتبر من أهم العوامل التي تعمل على تحديد تركيبة هيكل رأس المال، ، ويمكن أن تعرف على أنها: "دالة لعدم التأكد الذي يكمن في التوقعات المتعلقة بالعوائد المستقبلية للشركة والتي يتوقع أن تتجم عن استثمارها لرأس المال في الأصول المختلفة"، فهي بذلك عبارة عن ربح العمليات التي تتميز بعدم الإستقرار وهذا حسب الظروف التي تكتنف نشاط الشركة، ويمكن تمثيلها بالصيغة الموالية:

$$ROIC = NOPAT / CAPITAL$$

حيث:

ROIC: العائد المستقبلي على استثمار الشركة.

NOPAT: صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة.

CAPITAL: رأس المال

قياس درجة الرفع التشغيلي: (Degree of Leverage (DOL)

درجة الرافعة العاملة عند تغير المبيعات من مستوى إلى آخر تكون وفق المعادلة التالية: (العامري،

وآخرون، 2020، صفحة 114)

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

حيث:

$\Delta EBIT\%$: نسبة التغير في الربح التشغيلي

$\Delta Q\%$: نسبة التغير في المبيعات

ويمكن حساب درجة الرافعة العاملة (DOL) بمستوى معين من المبيعات من خلال المعادلة

التالية:

$$DOL = \frac{Q(P-VC)}{Q(P-VC)-FC}$$

حيث:

Q: الكمية

P: السعر

VC: التكاليف المتغيرة

FC: التكاليف الثابتة

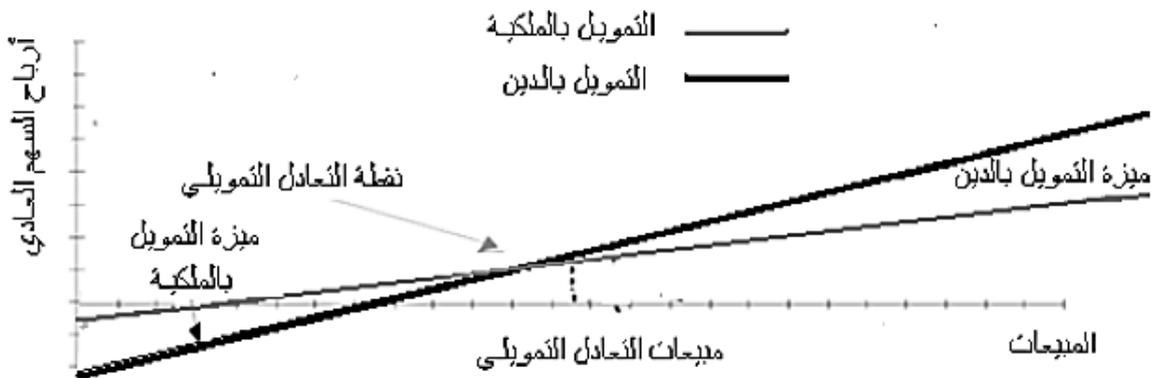
فالرفع التشغيلي كما سبق وذكرنا يبقى موجودا طالما كانت هناك تكاليف ثابتة تشغيلية، ولكن إبتداء من نقطة التعادل يصاحب كل إرتفاع في حجم المبيعات إنخفاض في الرفع التشغيلي.

تحليل التعادل

يرتبط مفهوم الرفع التشغيلي أو المالي أو حتى الكلي بمفهوم آخر ذو علاقة بهذه المفاهيم وهو تحليل التعادل، فتحليل التعادل يقوم على ضرورة التفرقة بين أنواع التكاليف سواء الثابتة منها أو المتغيرة، إذ تمتاز التكاليف الثابتة بثباتها مع تغير حجم الإنتاج، على عكس التكاليف المتغيرة التي تتغير وفق حجم الإنتاج إما بالزيادة أو النقصان.

فتحليل التعادل أو التكاليف، حجم المبيعات والربح يهدف إلى تحديد حجم الإنتاج الذي لا تحقق عنده الشركة لا ربح ولا خسارة، إضافة إلى تقدير الربح عند كل مستوى ممكن للمبيعات، وهذا يحدث عند نقطة التعادل، ونقطة التعادل هنا لا تمثل التشغيلية أو المالية، إنما نقطة التعادل الكلية والتي تحدد عندها حجم المبيعات التي تعطي كافة التكاليف الثابتة التشغيلية والمالية، وكذا التكاليف المتغيرة، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل 14: تحديد نقطة التعادل



المصدر: (بوحادة، 2012، صفحة 50)

من خلال الشكل يمكن القول أنه في ظل مبيعات أقل من مبيعات التعادل فإنه من الأفضل للشركة الإعتماد على التمويل بأموال الملكية، وذلك كونها تحقق أرباحاً للأسهم أعلى من الأرباح المحققة من جراء الإعتماد على القروض، أما في ظل مستوى مبيعات يفوق مبيعات التعادل فحصة السهم من الأرباح والتي تتحقق من جراء الإعتماد على الديون في التمويل تكون أعلى منها إذا تم التمويل بأموال الملكية، فمصلحة المؤسسة تقتضي الإعتماد على التمويل بالديون.

المطلب الثالث: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال

بدأت الدراسات حول هيكل رأس المال مع بداية الخمسينيات وبالضبط بعد سنة 1952، بحيث كانت هناك نظريات كلاسيكية ونظريات حديثة .

1- النموذج الكلاسيكي لدراسة هيكل رأس المال

قام احد المفكرين في مجال الإدارة المالية وهو *David Durand* بعرض نظرتين مختلفتين لتحديد قيمة الشركة من خلال إعتمادها على الديون في تكوين هيكل رأس مالها وهما نظرية صافي الربح (*Net Income*) ونظرية صافي ربح العمليات (*Net operating Income*) أو (*EBIT*)، وقد أثار النظريتان جدلاً كبيراً يترتب عليه ظهور العديد من الإتجاهات فيما يتعلق بوجود أو عدم وجود هيكل رأس مال أمثل يترتب عليه تخفيض التكلفة وتعظيم قيمة الشركة.

1.1 نظرية صافي الربح (Net Income)

تقوم هذه النظرية على تحديد قيمة الشركة على أساس صافي الربح أو ما يعرف بالنتيجة الصافية حيث يتم الغنطلاق من هذه النتيجة في تحديد تأثيرها على هيكل رأس مال الشركة.

ويعتمد مدخل صافي الربح على إفتراض أساسا وهو أن تكلفة كل من الاموال الخاصة وتكلفة الديون ثابتة ولا تتغير وليس لها علاقة بهيكل رأس المال، وهذا يعني أن إرتفاع أو إنخفاض نسبة الرفع المالي (نسبة الإقتراض) في الهيكل المالي لا يترتب عليها إرتفاع أو إنخفاض في تكلفة أموال القروض أو الأموال الخاصة وطالما أن تكلفة الإقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم جديدة فإن الإعتماد على الإقتراض في التمويل بنسبة أكبر من الاموال الخاصة فإن ذلك سوف يؤدي إلى إنخفاض التكلفة الكلية للأموال وبالتالي إرتفاع قيمة الشركة. (حنفي و قرياقص، 2002، صفحة 189)

إن نقطة ضعف هذه النظرية هو إعتماها على نظرية تجاهل التكاليف الإضافية التي تتحملها الشركة عندما تحاول البحث عن الإستفادة من مزايا أثر الرافعة، مفترضة أن السوق يستمر في رسمة العوائد المنتظرة للأوراق من طرف الشركة، فحسب هذه النظرية فإن تكلفة رأس المال تتخفض كلما زادت قيمة الإستدانة وإنخفاض قيمة الأموال الخاصة أي كلما زادت نسبة الديون للأموال الخاصة وكلما كان إنخفاض تكلفة رأس المال يعني إرتفاع قيمة الشركة فإن أفضل هيكل مالي للشركة في ظل هذه النظرية وهو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة من الديون (بن ساسي وقرشي، 2006، صفحة 347).

وبالتالي فحسب نظرية صافي الربح فإن القيمة السوقية للشركة مرتبطة إرتباطا وثيقا بهيكل رأس مالها، وبعبارة أخرى فإن أي تغيير في الرفع المالي سوف يؤدي إلى تغيير في التكلفة الكلية لرأس المال وبالتالي تغيير في القيمة السوقية للشركة وذلك فإن زيادة في درجة الرفع المالي التي تعبر عن نسبة الديون إلى الأموال الخاصة التي تؤدي إلى إنخفاض في التكلفة الكلية لرأس المال في حين سوف ترتفع القيمة السوقية للشركة وكذلك إرتفاع القيمة السوقية العادية، فإذا كان:

$$Kd = \frac{I}{D}$$

بحيث: Kd: تكلفة الدين، I: الفائدة المدفوعة، D: القيمة السوقية للديون

$$Ke = \frac{E}{S}$$

بحيث: K_e : تكلفة الاموال الخاصة، E : العوائد الصافية المحققة، S : القيمة السوقية للأسهم

$$V = S + D$$

حيث: V تمثل القيمة السوقية للشركة والتي تساوي القيمة السوقية للديون مضافا إليها القيمة السوقية للأموال الخاصة.

$$K_e = K_d(D+S/D) + K_e(D+S/S)$$

حيث K_e : تمثل التكلفة الكلية للأموال والتي يمكن الحصول عليها كذلك بطريقة ثانية

$$K_e = \frac{I+E}{V}$$

$$FI = \frac{D}{S}$$

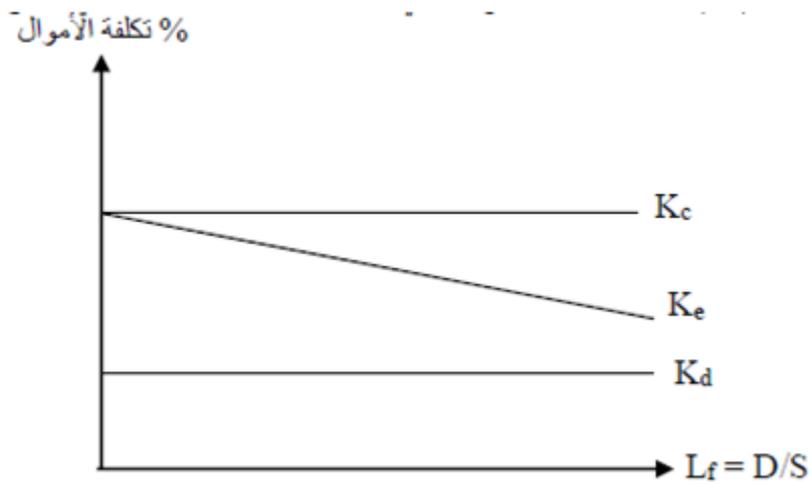
حيث: FI : يمثل الرفع المالي أي نسبة القروض إلى الأموال الخاصة في هيكل راس المال الشركة.

نظرية الربح الصافي للتقييم قائمة أساسا على ثلاث فرضيات أساسية: لا تدفع المؤسسة ضرائب على الأرباح، تكلفة الديون هي دائما أقل من تكلفة الأموال الخاصة، إستعمال الديون لا ينتج أي مخاطر مالية، فالرفع المالي مرتبط ارتباطا وثيقا بنظرية صافي الربح وبشكل متغير مهم في الهيكل المالي للشركة وعلى مزيج مناسب من الديون والاموال الخاصة تتمكن الشركة من تكوين هيكل رأس مال أمثل والذي يتميز بتعظيم القيمة السوقية للشركة مع تدنية تكلفة رأس المال والذي يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية.

ففي حالة عدم إستعمال الشركة للديون وكان الرفع المالي مساويا للصفر فالتكلفة الكلية لرأس المال يكون مساويا لتكلفة الأموال الخاصة وتبدأ هذه التكلفة في الإنخفاض مع زيادة الرفع المالي أي بتوسع الشركة في إستعمال الديون في رأسمالها.

فزيادة إعتداد الشركة على الإقتراض أدى إلى زيادة قيمة الشركة وإنخفاض تكلفة الأموال رغم بقاء كل من تكلفة الإقتراض والأموال الخاصة ثابتة ولا شك أن هذه النتيجة تدفع الشركة إلى إستبدال أموال الملكية بالإقتراض إلى أن تصل إلى أقصى حد ممكن من الرفع المال ويمكن تمثيل من خلال المنحنى التالي:

الشكل 15: العلاقة بين الرفع المالي والتكلفة حسب مدخل صافي الربح



المصدر: (بوشوشة، 2016 : صفحة 194)

يتضح من الشكل أن تكلفة الأموال الكلية K_e تتخفض كلما زادت نسبة الرفع المالي وتستمر هذه التكلفة في الإنخفاض إلى أن تصل أذناها وتصبح مساوية لتكلفة الإقتراض وحيث أن إنخفاض تكلفة الأموال يعني إرتفاع قيمة الشركة فإن الهيكل المالي الأمثل طبقا لهاته النظرية يتضمن أكبر نسبة ممكنة من الأموال المقترضة حيث تصل إلى أقصاها عندتمت تعتمد الشركة في تمويلها على الديون بنسبة 100% تقريبا.

وتعاني هاته النظرية من نقطة ضعف أساسية هو إفتراض ثبات تكلفة الديون والأموال الخاصة وهذا بعيد كل البعد عن الواقع العملي، حيث أن إفتراض ثبات تكلفة الإقتراض يعني أن الشركة يمكنها أن تعتمد على القروض إلى ما لا نهاية دون أن يترتب على ذلك زيادة المخاطر المالية التي يمكن أن تتعرض لها الشركة ودون أن يطالب المقرضون زيادة في سعر الفائدة نتيجة لأي مخاطر متوقعة.

كذلك إفتراض تكلفة الاموال الخاصة يعني أن المساهمين لا يتوقعون مخاطر نتيجة للإستدانة وهذا التصرف لكل من المساهمين والمقرضين بعيد عن الواقع حيث يلجأ المساهمون والمقرضون إلى المطالبة بزيادة في عوائدهم عند شعورهم بحالات الخطر المالي الذي يمكن أن تقع فيها الشركة.

2.1 نظرية صافي ربح الإستغلال (Net Operating income)

وهي من بين النظريات التي تنفي إمكانية تحقيق هيكل مالي أمثل في الشركة وذلك من خلال إنطلاقها من مبدأ أساسي وهو إستقلالية اليكل المالي عن القيمة السوقية للشركة فأى تغير في الهيكل المالي سوف لن يؤثر على القيمة السوقية للشركة.

يستند مؤيدو هذه النظرية على فرضية أن قيمة الشركة لا تتأثر بتوليفة الهيكل المالي أي أنهما مستقلين عن بعضهما وبالتالي عن تكلفة رأس المال، وتقوم هذه النظرية على الفرضيات التالية: (حنفي، 2004، صفحة 184)

■ توزيع الأرباح داخل المؤسسة يكون قبل الضريبة؛

■ تكلفة الإقتراض ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الإقتراض، بينما تكلفة الأموال الخاصة سترتفع مع كل زيادة في نسبة الإقتراض؛

- المزايا الناجمة عن زيادة الإعتماد على الإستدانة تتلاشى نتيجة إرتفاع العائد المطلوب من المساهمين بسبب زيادة المخاطر المالية وعدم وجود ضريبة على أرباح؛

■ تتحدد قيمة الشركة بخصم نتيجة الإستغلال بمعدل يساوي تكلفة رأس المال.

وبالتالي فإنه وحسب هذه النظرية الزيادة في تكلفة الأموال الناتجة عن الإرتفاع في تكلفة الأموال الخاصة نتيجة لزيادة نسبة الإستدانة سيعوضها إنخفاض بنفس القيمة في تكلفة الإقتراض ناتج من زيادة الإعتماد على المصدر ذو التكلفة المنخفضة نسبيا ولهذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة الأموال الكلية ثابتة وبالتبعية قيمة الشركة هذا ما يقودنا لإعتبار أنه لا يوجد هيكل مالي أمثل وهو ما يوضحه الشكل أدناه. (نور، 2012، صفحة 57)

وتقوم هذه النظرية على أن التكلفة الكلية للأموال ثابتة مهما كانت نسبة الرافد المالي حيث ان قيمة الشركة يمكن قياسها بواسطة التغير في صافي ربح العمليات (NOI) أو ما يسمى *EBIT* حيث يمكن قياس قيمة الشركة من خلال العلاقة التالية:

$$V=EBIT/Ke$$

وبالتالي فإن قيمة الشركة سوف تتغير حسب التغير في صافي ربح العمليات وليس التكلفة الكلية بإعتبار أن من فرضيات النموذج هو ثبات التكلفة الكلية للأموال. (Thukaram,2007,516)

وينطلق هذا النموذج في تحليله من أن زيادة الإقتراض سوف تؤدي إلى زيادة المخاطر المالية مما يؤدي بأصحاب الاموال الخاصة إلى المطالبة بزيادة العائد مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال الخاصة ومن ناحية أخرى فإن زيادة تكلفة الأموال الخاصة يعوضها إنخفاض بنفس القيمة في تكلفة الإستدانة الناتج من زيادة الإعتدال على هذا المصدر الذي يعتبر ذو تكلفة منخفضة نسبياً فمن المتوقع أن يبقى تكلفة الاموال ثابتة.

ولذلك فإن تكلفة الإقتراض في مدخل صافي ربح العمليات تتكون من جزأين تكلفة ظاهرة ممثلة بمعدل الفائدة وتكلفة ضمنية، فزيادة في تكلفة الاموال الخاصة بسبب الزيادة في نسبة الرفع المالي ونتيجة لذلك فالميزة المصاحبة لإستخدام القروض المنخفضة التكلفة نسبياً من حيث التكلفة الظاهرة سوف يكون له أثر حيادي من خلال التكلفة الضمنية المتمثلة في إرتفاع تكلفة الأموال الخاصة، ولذلك فالتكلفة الحقيقية للديون والاموال الخاصة سوف تكون نفسها وبالتالي فالخلاصة النهائية لهذا المدخل هو عدم إمكانية الشركة تحقيق هيكل رأس مال أمثل معين وبالتالي فإن أي هيكل تحققه الشركة مهما كان المزيج المكون منه يعتبر هيكل رأس مال أمثل.

ويقوم هذا النموذج على فرضيات أساسية: الشركة تقوم بإستخدام حصيلة الإقتراض في شراء أسهم سبق أن أدرتها، أن الشركة سوف تقوم بإستخدام الديون فقط في التمويل الإضافي، تكلفة الديون تبقى ثابتة مهما كان حجم الديون التي تتحصل عليها الشركة، تكلفة الأموال الخاصة ترتفع مع زيادة الرفع المالي في هيكل رأس المال، ومن خلال هذه الفرضيات فإن التكلفة الكلية للأموال هي دالة خطية للرفع المالي وهو ما يعني أنه وفي أي وقت التغيير في نسبة الرفع المالي لن يؤدي إلى تغيير في التكلفة الكلية للأموال وهو ما يعني عدم تغيير القيمة السوقية للشركة.

ويمكن حساب قيمة الشركة حسب نموذج صافي ربح العمليات من خلال المراحل التالية:

صافي ربح العمليات (NOI) أو EBIT

التكلفة الكلية للأموال K_e

القيمة السوقية للشركة $(V) = EBIT / K_e$

القيمة الكلية للديون (D)

القيمة الكلية للأموال الخاصة $S=V-D$

تكلفة الأموال الخاصة K

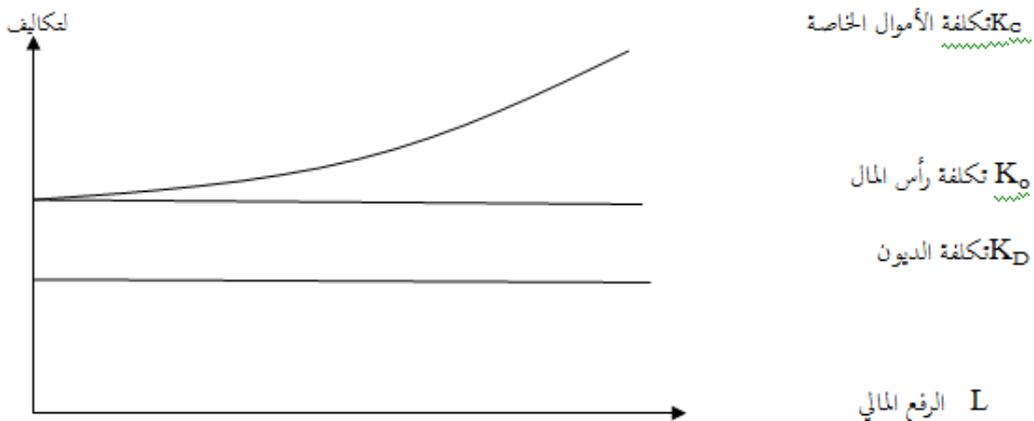
-ومن خلال العلاقات السابقة فإن القيمة السوقية للشركة يمكن الحصول عليها بخصم صافي ربح العمليات بمعدل ثابت وهو تكلفة الأموال الكلية ثم بطرح قيمة الإقتراض من القيمة الكلية للشركة يمكننا الحصول على قيمة الاموال الخاصة وإذا إفترضنا أن تكلفة الاموال غير معلومة وتوفرت لدينا المعلومات السابقة فغنه يمكن حساب تكلفتها من خلال المعادلة التالية:

$$K_c = EBIT(1 - t)/s \quad \blacksquare$$

$$K_c = EBIT(1 - t)/s \quad \blacksquare$$

حيث S القيمة السوقية للأموال الخاصة

الشكل 16: العلاقة بين تكلفة رأس المال والرفع المالي حسب نظرية صافي ربح الاستغلال



المصدر: (هندي، 2005، صفحة 104)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن تكلفة التمويل عن طريق الاستدانة (K_D) ثابتة، وأن هناك علاقة طردية بين تكلفة التمويل عن طريق الأموال الخاصة (K_C) والرفع المالي (L)، وحسب فرضية مدخل صافي ربح فإن الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة سيعوضها زيادة الإعتدال على الإستدانة والتي تعتبر مصدر تمويل منخفض التكلفة، وبالتالي تبقى تكلفة الأموال الكلية (K_0) ثابتة مهما إرتفعت نسبة الاستدانة، وبالنتيجة عدم وجود هيكل مالي أمثل أي أن قيمة المؤسسة ثابتة ولا علاقة لها بمصادر التمويل.

ويعاب على هذا المدخل إهماله للمخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المقرضين مع زيادة طلب الشركة للقروض، كما لم يقدم أي تفسير لسلوك المستثمرين في سوق رأس المال. وقد تبع مدخل مود غلياني وميلر نظرية صافي ربح الإستغلال في فكرة عدم وجود هيكل مالي أمثل.

■ ولقد تعرضت هذه النظرية لمجموعة من الإنتقادات من أهمها: (Bhatia,2000,p153)

إن النقد الأساسي الذي تعرضت له هذه النظرية هو إفتراضها بأن تكلفة الأموال الكلية تبقى ثابتة مهما كانت درجة الرفع المالي في الشركة، حيث أن القيمة الرأسمالية للشركة ككل هي عبارة عن القيمة الحالية للديون مضاقا إليها القيمة الحالية للأموال الخاصة، فزيادة في إستعمال الديون التي من المفترض أنها أقل تكلفة من الأموال الخاصة سوف يقابله زيادة في معدل العائد المطلوب من طرف أصحاب الأموال الخاصة وحيث أن لجوء أصحاب الأموال الخاصة إلى رفع هذا المعدل عند كل إقتراض جديد وبالتالي فإن الدائنون كذلك سوف يلجؤون كذلك إلى رفع معدل الفائدة وخاصة إذا كانت الشركة مثقلة بالديون وذلك لإرتفاع درجة المخاطر التي يمكن أن تلحق بهم وهو ما يؤدي إلى رفع التكلفة الكلية للأموال.

إن الفرضيات التي قامت عليها النظرية التقليدية غير واقعية(مثلا ديون بدون مخاطر)، كما أن للرافعة المالية أثر إيجابي عند مستويات معينة في بعض الحالات، وأثر سلبي في البعض الآخر، بالإضافة إلى ذلك فإن كلا من المساهمين والدائنين يجدون عند حد معين من الإستدانة وزيادة في الخطر والذي يؤدي إلى زيادة معدل المردودية للمطلوب منهم، الذي يغير من التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

3.1 النظرية التقليدية:

إن جوهر هذا المدخل يشير إلى أن تكلفة الأموال تنخفض تدريجيا مع زيادة حجم الأموال المقترضة إلى أن تصل إلى حد معين وبعده تأخذ هذه التكلفة في الإرتفاع وعند هذا الحجم من الإقتراض والذي يتحول عنده إتجاه تكلفة الأموال نحو الإرتفاع وبالتالي يتم تحديد نسبة الإقتراض، وتعد النظرية التقليدية وجهة نظر وسطية ويشابهه مع نظرية أسلوب صافي الربح وعليه فإن قيمة الشركة يمكن أن ترتفع وتنخفض عن طريق تشكيلة مميزة من أموال المساهمين وأموال الإقتراض.

ووفقا للمدخل التقليدي فإن الطريقة التي تتغير بها تكلفة الأموال نتيجة التغيرات في هيكل رأسمال إلى

ثلاثة مراحل: (Bhatia,2000,p154)

المرحلة الأولى: تتصف هذه المرحلة بظهور تغيرات بطيئة على كلفة الأموال الخاصة مع كل زيادة في مقدار الإقتراض.

المرحلة الثانية: في هذه المرحلة بأن الشركة قد إستخدمت نسبة من الرفع المالي بحيث لا يؤثر على القيمة السوقية للشركة.

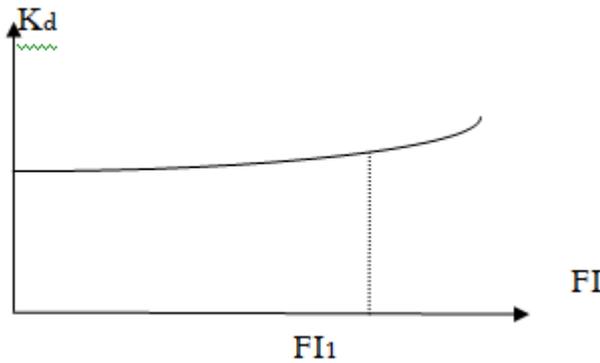
المرحلة الثالثة: هنا تتجاوز إدارة الشركة في إفتراضها نقطة الإقتراض الأمثل وهو ما يترتب عليه أن تصبح مزايا الإعتدال على القروض كمصدر رخيص الكلفة تضيع تماما مع الزيادة التي يطلبها المساهمون على معدل العائد المطلوب من قبلهم وهذا سبب زيادة خطر الإعتدال على القروض.

■ تفسير النموذج:

يمكن تفسير هذا النموذج بالإعتدال على تحليل سلوك كل من المقرضين والمساهمين كما يلي:

سلوك المقرضين: بالنسبة لهذه النظرية فإن ثقل المديونية في الشركة يقاس بدرجة الرفع المالي والتمثلة في نسبة الديون إلى الأموال الخاصة $Lf=D/S$ حيث يقود هذا المقرضين إلى الرفع من مطالبهم مما يرفع من تكلفة المديونية بالنسبة للشركة فبصفة عامة فإن تكلفة المديونية i يفترض بأنها تتغير حسب Lf على مرحلتين حسب المنحنى التالي:

الشكل 17: منحنى سلوك المقرضين



المصدر: (قرشي، 2006 ، صفحة 122)

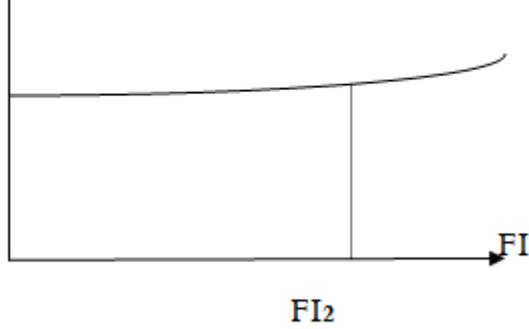
■ من أجل $0 < F1 < FI$ أي أنه بالنسبة لمستويات المديونية المنخفضة تبقى تكلفة الإقتراض Kd ثابتة.

■ من أجل $F1 > FI$ يبدأ المقرضون يشعرون بتفاقم الخاطر المالية التي تتعرض لها الشركة بفعل زيادة الإستدانة فيطلبون عوائد إضافية.

■ في هذه الحالة FI لا يمثل المؤشر الذي يحدد حدود المديونية وإنما عتبة دخول الشركة إلى مستوى المخاطرة

سلوك المساهمين: تقترح هذه النظرية تحليلاً لسلوك المساهمين مشابهاً لتحليل سلوك المقرضين فالمساهمون في الشركة يقابلون الإرتفاع في FI بتقدير أعلى لمعدل العائد المنتظر من الشركة وهو ما يمثل تكلفة الأموال الخاصة Kc والتي يمكن تمثيلها حسب المنحنى التالي:

الشكل 18: منحنى يبين سلوك المساهمين

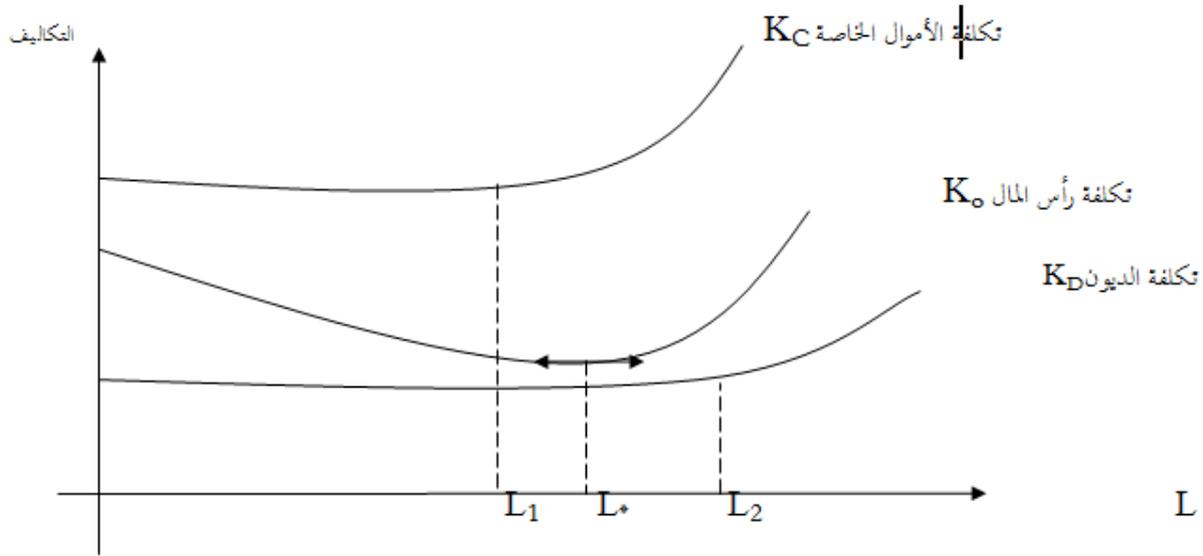


المصدر: (قرشي، 2006 ، صفحة 122)

وبالتالي ومن خلال التحليل السابق فإن جوهر هذا المدخل يشير إلى أن تكلفة الأموال تنخفض تدريجياً مع زيادة حجم الأموال المقترضة إلى أن نصل إلى حد معين بعده تأخذ هذه التكلفة في الإرتفاع وعند هذا الحجم من الإقتراض والذي يتحول عنده إتجاه تكلفة الأموال نحو الإرتفاع تتحدد نسبة الإقتراض المثالية، وبالتالي يمكن للشركة أن تحقق هيكل رأس مال أمثل من خلال تحديد درجة المديونية التي تخفض تكلفة رأس المال وبالتالي زيادة قيمة الشركة مع زيادة المديونية ذات التكلفة المنخفضة يرتفع العائد المطلوب على الأموال الخاصة إلا أن هذا الإرتفاع لا يتم بالشكل الذي يتعادل تماماً مع التخفيض في تكلفة الإستدانة الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى تخفيض التكلفة الكلية ولكن مع إستمرار الإستدانة يرتفع العائد الواجب تحقيقه على الأموال الخاصة بشكل يفوق تكلفة الاموال الكلية بسبب الإعتماد على

مصادر التمويل المنخفضة التكلفة المتمثلة في الديون كمت ترتفع الديون مع إستمرار الشركة في الإستدانة.

الشكل 19 : منحنى يبين العلاقة بين تكلفة الأموال والرفع المالي حسب النظرية التقليدية



المصدر: (هندي، 2005، صفحة 104)

ويشير الشكل السابق إلى إن تكلفة الأموال تنخفض مع أي زيادة في نسبة الاستدانة إلى أن تصل إلى النقطة (L^*) أين تأخذ التكلفة الأموال في الارتفاع، وتفسر ذلك أن الإعتماد على الإستدانة يخفض من تكلفة الأموال لأن هذا المصدر منخفض التكلفة وعلى الرغم من أن تكلفة الأموال الخاصة ترتفع بالموازرة مع زيادة الديون إلا أن الإستدانة لا تزال تساهم في تخفيض التكلفة الكلية للأموال.

ومما سبق يتضح أن النظرية التقليدية تؤيد فكرة وجود هيكل مالي أمثل عند أدنى نقطة لتكلفة التمويل أين تصل قيمة الشركة إلى أقصاها، وبعد هذه النقطة المثلى تبدأ تكلفة التمويل في الإرتفاع بسبب إرتفاع الديون، لأن الشركة قد تعدت حد الرشده في العلاقة بين الديون والأموال الخاصة.

ولقد تعرض هذا المدخل إلى إنتقاد أساسي وهو قيامه على إفتراض عدم وجود تكلفة الإفلاس كما يهمل كذلك المخاطر المالية المرتبطة بأثر الرافعة المالية التي كان من المفترض أن تؤدي إلى إرتفاع

تكلفة الأموال الخاصة نتيجة لتعرض مردودية الاموال الخاصة لتقلبات أكبر من زيادة نسبة الديون ويحدث هذا حتى في ظل إفتراض عم وجود تكلفة الإفلاس، كما أن هذه النظرية تنطلق من أن معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين يبقى ثابت وأن قيمة الشركة ترتفع بالإستفادة من أثر الرافعة الإيجابي فإنه إبتداء من نقطة معينة فإنه سوف يكون هناك رد فعل من المساهمين فيأخذهم بعين الإعتبار المخاطر المالية يرفعون تدريجيا مطالبهم من المردودية ومن جهة أخرى يصبح المقرضون أكثر حساسية للمخاطر المرتبطة بمديونية الشركة فيطالبونهم كذلك بمعدلات فائدة مرتفعة.

كما لم تحدد هذه النظرية قاعدة حسابية واضحة من أجل حياض نقطة التمويل المثلى التي تنخفض عندها تكلفة الاموال وتزداد القيمة السوقية للشركة بل تفترض أن الشركة سوف تلجأ إلى المزيد من الإقتراض ثم تقوم بحساب التكلفة والقيمة السوقية أي أن عملية الحساب تتم بعد التمويل وليست قبل التمويل وهو ماقد يشكل مخاطر مالية على الشركة من خلال أثر الرافعة السلبي.

4.1 نظرية (Modigliani and Miller ,1958)

تعتبر نظرية عدم ملاءمة هيكل رأس المال ل Modigliani and Miller (1958) نقطة انطلاق للنظرية الحديثة لهيكل رأس المال. بناءً على الافتراضات المتعلقة بسلوك المستثمرين وسوق رأس المال،
 1- أثبتت نظرية MM في ظل مجموعة من الافتراضات أنه لا توجد نسبة دين إلى حقوق الملكية المثلى وأن هيكل رأس المال ليس له صلة بثروة المساهمين وأن قيمة الشركة لا تتأثر بهيكل رأس المال ويتم تداول الأوراق المالية في سوق رأس المال المثالي: (Abeywardhana,2017,P134)
 ■ وقامت نظرية (MM) على مجموعة من الفرضيات:

- ✓ جميع المعلومات متاحة للمستثمرين والأجانب لاتخاذ القرار (لا يوجد عدم تناسق في المعلومات)
- ✓ تكلفة المعاملات وتكلفة الإفلاس والضرائب غير موجودة. يمكن الاقتراض والإقراض للشركات والمستثمرين الأفراد بنفس معدل الفائدة الذي يسمح برافعة مالية محلية
- ✓ الشركات لديها مخاطر مماثلة ولديها نفوذ تشغيلي مماثل، والفوائد المستحقة على الديون لا توفر أي ضرائب
- ✓ تتبع الشركات توزيعات الأرباح بنسبة 100% .

هاته النظرية التي قدمها *MM* (1958) بنيت على أساس ملاحظات ومجادلات مفادها أن الإقتراض مصدر رخيص للتمويل إذا ما قورن بالأسهم، لذلك تستطيع الشركة أن تخفض من تكلفة الأموال اللازمة لها، عن طريق الإعتماد على الإقتراض بدرجة كبيرة .

ومن بين المساهمات الهامة التي دعمت *MM* هما *Hirshleifer (1966)* و *Stiglitz (1969)*، حيث أنهم يزعمون أن الزيادة في الرافعة المالية تزيد من مخاطر الشركة ونتيجة لذلك تزداد تكلفة حقوق الملكية، لكن المعدل المرجح لتكلفة رأس المال للشركة يظل ثابتًا حيث أن تكلفة الدين تعوض بتكلفة أعلى لحقوق الملكية.

وكانت نظرية عدم ملاءمة هيكل رأس المال سليمة من الناحية النظرية ولكنها كانت تستند إلى مجموعة غير واقعية من الافتراضات. لذلك أدت هذه النظرية إلى الكثير من الأبحاث حول هيكل رأس المال. على الرغم من أن نظريتهم كانت صحيحة من الناحية النظرية، فإن العالم بدون ضرائب لم يكن صحيحًا في الواقع. من أجل جعلها أكثر دقة، قام *Modigliani and Miller (1963)* بتضمين تأثير الضريبة على تكلفة رأس المال وقيمة الشركة. وفي ظل وجود ضرائب على الشركات، تزداد قيمة الشركة مع الرافعة المالية بسبب الدرع الضريبي. الفائدة على رأس مال الديون هي خصم مقبول من دخل الشركة وبالتالي تقلل من صافي دفع الضرائب للشركة. سيؤدي ذلك إلى فائدة إضافية تتمثل في استخدام رأس مال الديون من خلال خفض تكلفة رأس مال الشركة.

■ وأهم النتائج التي توصلت إليها النظرية:

✓ النتيجة الأولى: لا توجد علاقة بين التكلفة المرجحة لتكلفة رأس المال (*WACC*)، وهيكل رأس المال، قيمة الشركة التي تعتمد على التمويل بالإقتراض = قيمة الشركة التي تعتمد على التمويل بالأسهم = صافي الربح التشغيلي مقسوما على الوسط الحسابي المرجح لتكلفة رأس المال. (خصاونة، 2006، صفحة 22)

$$VL=VU=EBIT/WACC$$

حيث:

VL: قيمة الشركة التي تعتمد على الإقتراض

VU: قيمة الشركة التي لا تعتمد على الإقتراض

EBIT: الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب

WACC: الكلفة المرجحة لتكلفة رأس المال.

✓ النتيجة الثانية: إن تكلفة إصدار الأسهم التي تعتمد على الإقراض هي التكلفة نفسها في شركة أخرى لا تعتمد على الإقراض إذا كانت الشركتان متساويتان في مستوى المخاطر مضافا إلى ذلك علاوة تحمل المخاطر.

$$KSL = KSU + Risk Premium$$

حيث:

KSL: تكلفة إصدار الأسهم لشركة تعتمد على الإقراض كأحد مصادر التمويل.

KSU: تكلفة إصدار الأسهم، لشركة لا تعتمد كأحد مصادر التمويل.

Risk Premium: علاوة المخاطر

✓ إذن في عالم خال من الضرائب فإن كل من قيمة الشركة والكلفة المرجحة لتكلفة رأس المال (**WACC**) لن يتأثر بهيكل رأس المال.

النتيجة الثالثة: أن قيمة الشركة التي تعتمد على الإقراض تساوي قيمة شركة أخرى لا تعتمد على الإقراض مضافا إليها الإستفادة من التوفير الضريبي من جراء إستخدام القروض.

$$VL = VU + TD^*$$

حيث:

VL: قيمة الشركة التي تعتمد على الإقراض في هيكل رأس المال

VU: قيمة الشركة التي لا تعتمد على الإقراض في هيكل رأس المال

T: الضرائب

D*: القيمة السوقية للقروض

النتيجة الثانية: تكلفة إصدار الأسهم للشركة تعتمد على الإقراض، تساوي تكلفة إصدار أسهم الشركة أخرى لا تعتمد على الإقراض، إذا تساوى مستوى المخاطر وعلاوة المخاطر مضروبا في الوفر الضريبي في كليهما.

$$KSL = KSU + (KSU - Kd)D/S*(1 - T)$$

حيث:

KSL : تكلفة إصدار الأسهم لشركة تعتمد على الإقتراض في هيكل رأس المال

KSU : تكلفة إصدار الأسهم لشركة لا تعتمد على الإقتراض في هيكل رأس المال.

T : الضرائب

Kd : تكلفة الحصول على القروض

D : القيمة السوقية للقروض

S^* : القيمة السوقية للأسهم

2- النظريات الحديثة لهيكل رأس المال:

لقد إستبعدت النظريات المفسرة لهيكل رأس المال في النظرية التقليدية أية مخاطر متعلقة باستخدام الديون في الهيكل المالي للشركة، حيث انه ككل زادات نسبة الديون فإند تزداد معها مجموعة من المخاطر المالية وإحتمالات الإفلاس الناتجة عن عدم قدرة الشركة على تسديد ديونها وهو مايشكل خطرا حقيقيا على الشركة كما تزداد تكاليف الوكالة وذلك من خلال قيام الدائنين بالتدخل في تسيير شؤون الشركة نتيجة لإحساسهم بالخطر.

1.2 نظرية المفاضلة (Trade off Theory)

تعتبر نظرية المقايضة لهيكل رأس المال (*Trade off model*) إحدى النظريات الأساسية التي هيمنت على نظرية هيكل رأس المال، وهي فكرة أن الشركة تختار مقدار تمويل الديون ومقدار تمويل الأسهم الذي يجب استخدامه من خلال موازنة التكاليف والفوائد. تعود النسخة الكلاسيكية من الفرضية إلى *Litzenberger & Kraus* سنة 1973، إذ تقوم هذه النظرية على تحديد هيكل رأس المال الأمثل من خلال المفاضلة بين منافع التمويل بالمدىونية والتي تتمثل في الوفورات الضريبية مقابل معدلات الفائدة المرتفعة وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، حيث تؤدي هذه الموازنة إلى الوصول إلى هيكل رأس المال الأفضل (Dufor & al, 2018, p64)

الغرض المهم من النظرية هو شرح حقيقة أن الشركات عادة ما يتم تمويلها جزئياً بالديون وجزئياً من حقوق الملكية، بحيث تنص على أن هناك ميزة للتمويل بالديون، والمزايا الضريبية للديون، وهناك تكلفة للتمويل بالدين، وتكاليف الضائقة المالية بما في ذلك تكاليف الإفلاس للديون وتكاليف عدم الإفلاس (مثل مغادرة الموظفين، والموردين الذين يطالبون بالضرر. شروط الدفع، الخلاف الداخلي بين حاملي السندات والمساهمين، وما إلى ذلك)، بحيث بينما تزداد التكلفة الحدية تركيز الشركة على تحسين قيمتها الإجمالية على هذه المقايضة عند اختيار مقدار الديون وحقوق الملكية التي يجب استخدامها للتمويل.

2.2 نظرية التدفق النقدي الحر: (The free Cash Flow Theory)

تشير هذه النظرية إلى صراع المصالح بين المساهمين والمديرين حول السياسة النقدية للشركة، ففي حالة تحقيق تدفق نقدي حر لدى الشركة يكون الصراع حول كيفية تحفيز المديرين لتوزيع التدفق النقدي على المساهمين بدلاً من الإستثمار بمعدل أقل من تكلفة رأس المال، حيث يمكن إستخدام الديون كأداة للرقابة من خلال إلزام المديرين بدفع تدفق نقدي حر للمساهمين في حالة عدم قدرة الشركة على الإستثمار بشكل مربح (Kontesa, 2015, p190)

3.2 نظرية تكلفة الإفلاس:

يترتب على الإفلاس تحمل الشركة لبعض التكاليف التي تسمى بتكاليف الإفلاس وبالتالي فإنه لا يمكن تجاهل عملية الإفلاس التي تحتوي على نوعين من التكاليف فالنوع الأول يضم التكاليف المباشرة المتمثلة في التكاليف الإدارية، تكاليف مالية، تكاليف الوكالة... ويضم النوع الثاني من التكاليف تكاليف غير مباشرة تكم مباشرة في صورة الشركة في المجتمع أي المصادقية المالية وتكاليف الفرصة البديلة.

ويترك المقرضون جيداً أنهم عرضة لتحمل جزء من تكلفة الإفلاس في حالة حدوثه إذ قد لا تكفي أموال التصفية لسداد مستحققاتهم بالكامل، ولكي يتجنب المقرضون مثل هذه المخاطر إذا ما حدثت فإنهم يقومون بنقل هذه التكاليف إلى الأموال الخاصة تحسباً لوقوع الإفلاس ويأخذ ذلك شكل إرتفاع معدل المردودية الذي يطلبونه للإستثمار في السندات إي إرتفاع معدل الفائدة على الديون وبالتأكيد فإن هذه التكاليف تزداد مع زيادة احتمال حدوث إفلاس.

إن قيام المقرضين بنقل تكلفة الإفلاس إلى الأموال الخاصة يعني أنهم أصبحوا يتحملون وحدهم مخاطر الإفلاس غير أنهم لا يستطيعون التخلص منها لان مخاطر الإفلاس تزداد مع زيادة نسبة الرفع المالي ولا يمكن التخلص منها بالتنوع في محفظة الأوراق المالية الخاصة لأ الإفلاس يعتبر أساسا من المخاطر الغير منتظمة ونتيجة لعدم قدرتهم التخلص من هذا الخطر فإن الطريقة المثلى لإقناع المستثمر هو الحصول على مردودية مرتفعة لتعويضه عنها وهذا يعني وجود علاقة طردية بين نسبة الرفع المالي ومعدل مردودية الاموال الخاصة.

ففي عالم يسوده الضرائب إقترح *Modigliani and Miller* أن قيمة الشركة تكون كما يلي:

$$VL=VU+TS$$

حيث VL: القيمة السوقية للشركة

VU: قيمة الشركة بدون ضرائب

TS: اليمه الحالية للوفورات الضريبية

حيث تعبر العلاقة السابقة عن قيمة الشركة مستدينو وبدون الاخذ بعين الإعتبار لتكلفة الإفلاس ولكن عند إدراج تكلفة الإفلاس وأخذها بعين الإعتبار فإن القيمة السوقية للشركة تصبح كما يلي:

فإذا إعتبرنا أن $Va(F)$ هي القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس، فإن قيمة الشركة المقترضة تتخذ الصيغة الرياضية التالية:

$$VLf=VU+TS-Va(F)$$

أي أن زيادة نسبة الإقتراض سوف تترك أثرا عكسيا على القيمة السوقية للشركة بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وعليه تتحدد نسبة الإقتراض المثالية في هذه الحالة بالنقطة التي تكون عندها تكلفة الإفلاس في حدها الأدنى، وقيمة الشركة في حدها الأقصى .

حيث وضح *Arnold (2008)* كيف يؤثر الإعتماد على الديون في هيكل رأس المال في قيمة الشركة حيث بين من خلال الشكل اعلاه أن مع زيادة رأس مال الدين ننخفض التكلفة المرجحة لتكلفة رأس المال (*WACC*) للشركة حتى تصل الشركة إلى مستوى الاستدانة الأمثل، وهذا ما أكدته *Miller (1988)* حيث اوضح ان هذه النظرية تستند إلى الدرغ الضريبي أي أن النسبة المثلى للديون إلى حقوق

الملكية تظهر أعلى درج ضريبي ممكن يمكن أن تتمتع به الشركة تماشيا مع *Modigliani and Miller* (1963) .

كما أكد *Miller* (1988) حقيقة أن الشركات تزيد من مخاطر الإفلاس بسبب رأس مال الديون في هيكل رأس مالها في نظرية المراجعة، وترتبط تكلفة الدين بالتكلفة المباشرة وغير المباشرة للإفلاس.

1.3.2 أنواع تكاليف الإفلاس: ينطوي الإفلاس على نوعين من التكاليف: تكاليف مباشرة وتكاليف غير مباشرة كمايلي:

التكاليف المباشرة للإفلاس: وتتمثل في تلك التكاليف الإدارية المرتبطو بعملية الإفلاس مثل التكاليف الإدارية، تكاليف المحاسبين والهيآت القضائية المختصة، تكاليف المحاسبين ووكلاء التصفية القضائية، تكاليف البنوك،، حيث يمكن أن تكون هذه التكاليف بالملايين في القضايا المعقدة.

التكاليف الغير مباشرة للإفلاس: بالإضافة إلى التكاليف المباشرة للإفلاس هناك مجموعة من التكاليف الغير مباشرة التي يمكن أن تتحملها الشركة نتيجة لعملية الإفلاس والتي تتمثل أساسا في هز صورة الشركة في المجتمع مما ينتج عنه تحقيق خسائر إقتصادية هامة، وهو ما ينتج عنه تحويل وقت الإدارة نحو عملية الإفلاس، وإنخفاض المبيعات خلال وبعد الإفلاس، زيادة القيود على الإستثمارات والبحث والتطوير في الشركة وكذلك خسارة أهم الموظفين.

ويمكننا توضيح تأثير تكاليف الإفلاس على الشركة كمايلي (Rassi, 2007, P453)

أ- التأثير سلبيا على القيمة السوقية للشركة: وذلك كما يلي:

- البيع الجبري لأصول الشركة بأسعار منخفضة، تصفية المخزونات، بيع عقارات الشركة بأسعار جد منخفضة.

- ارتفاع التكاليف القضائية.

- ضياع نسبة هامة من زبائن الشركة وذلك عند ظهور بوادر الإفلاس.

فتكاليف الإفلاس هي محتملة بشكل أكبر من زيادة لجوء الشركة للإستدانة، حيث أن مبلغ الفوائد الواجبة الدفع دوريا مع إرتفاع نسبة المديونية وتخفيض من نتيجة الشركة وبالتالي فإن احتمال إنخفاض القيمة السوقية للشركة وإرتفاع تكلفة الاموال تزداد ويزداد معها احتمال إفلاس الشركة.

ب- **معدل الفائدة:** يرتفع معدل الفائدة عند وصول الشركة إلى عتبة معينة من الإستدانة ولك نتيجة لزيادة درجة الرفع المالي وهو ما يؤدي إلى زيادة في تكلفة الأسهم نتيجة لزيادة الإستدانة وفي نفس الوقت زيادة تكلفة الإستدانة وهو ما يؤثر سلبا على القيمة السوقية للأسهم العادية.

ج- **نتيجة الإستغلال:** تبقى نتيجة الإستغلال غير حساسة لتغيرات الهيكل المالي، غير ان الإستدانة المهمة والمبالغ فيها تجعل من الأصعب الحصول على التمويل القصير الأجل الضروري لتمويل نشاطات الإستغلال وخاصة عندما تكون الظروف الإقتصادية العامة غير مشجعة والقرض مرتفع التكلفة ومحدود، فالتمويل الغير كافي للزبائن أو المخزونات يمكن أن يحد من الإنتاج والمبيعات ويؤثر بشكل سلبى على نتيجة الإستغلال.

4.2 نظرية كلفة الوكالة

يوضح (Jensen and Meckling (1976 أن فصل الملكية عن السيطرة هو سبب ارتفاع تكلفة الوكالة، حيث ظهرت هذه النظرية مع إنفصال ملكية الشركات عن إدارتها، وإهتمت بتنظيم العلاقة بين الملاك وإدارة الشركات، ثم توسعت لتشمل كافة أصحاب المصالح التي تتضارب مصالحهم، وتشير هذه النظرية إلى أن زيادة الديون في هيكل التمويل تخفض من مشكلة الوكالة بين المساهمين والمديرين، إلا أنها قد توجد مشال وكالة جديدة بين المساهمين والدائنين مثل عدم كفاءة الإستثمار.

كما تشير إلى ان المديرين عندما يمتلكون جزءا من أسهم الشركة فإنهم يفضلون الديون بدلا من الأسهم، وذلك للحفاظ على حقوقهم وزيادة الدافع لديهم لتعظيم مصلحة المساهمين، هذا بالإضافة إلى أن الديون تساعد في الرقابة على أداء المديرين (Kontesa, 2015, p189)

5.2 نظرية ترتيب أولويات التمويل (Pecking-order Theory)

بافتراض وجود سوق رأس مال مثالي على النحو الذي اقترحه (MM) (1958)، اقترح (Myers & Majluf) (1984) نظرية ترتيب التمويل بعد نتائج (Donaldson) (1961) التي وجدت أن الشركات تفضل المصادر الداخلية (التمويل الذاتي) بدلاً من استخدام الأموال الخارجية.

تشير نظرية أولويات التمويل إلى أن الشركة تفضل التمويل الداخلي على رأس مال الديون، حيث أكد هذا الأخير أن الشركات تفضل تمويل استثمارات جديدة بأموال مولدة داخلياً أولاً ثم التمويل بالدين وكما لاذ أخير ستذهب لإصدار الأسهم بسبب اختلاف التكاليف بين هذه المصادر. وهذا ما أكدته (Myers 2001) ووجد أن نسبة دين الشركة تعكس الرقم التراكمي للتمويل الخارجي والشركات ذات الأرباح الأعلى والتي لديها فرص نمو جيدة ستستخدم رأس مال أقل للديون وتعتمد على الأرباح المحتجزة كخيار أول.

استناداً إلى نظرية ترتيب أولويات التمويل، يدعي (Harris and Raviv) (1991) أن قرارات هيكل رأس المال تهدف إلى القضاء على أوجه القصور الناجمة عن عدم تناسق المعلومات. ويفسر عدم تناسق المعلومات بين المديرين والمستثمرين وفصل الملكية بأن اللجوء إلى التمويل الذاتي يجنب الشركة تكاليف إصدار الأسهم وتكاليف الوكالة وحرية التصرف في أي استثمار، وعند عدم كفاية التمويل الذاتي فإن الشركة تلجأ إلى القروض لأن المسيرين على علم بقيمة السهم فهم على علم بالمعلومات المتوفرة في السوق المالي، وإن تم إصدار أسهم جديدة فتكون قيمتها أعلى من القيمة الفعلية، وبالتالي إنتقال الثروة إلى المساهمين الجدد وعليه فإن إصدار الأسهم يعتبر مؤشراً سلبياً عن وضعية المؤسسة المالية (Abeywardhana, 2017, p136)

وطور (Myers & Majluf, 1984) نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل من وجهة نظر الشركات، وهذه المفاضلة تؤكد على ان الشركات تتبع طريقة معينة في إختيار مصادر تمويلها، وتتخلص أبعاد هذه النظرية في النقاط التالية (Myers, 1984, p576)

- تتبع الشركات سياسة ثابتة بمعنى انها تتجنب أي تغييرات مفاجئة، خاصة تلك التي تنطوي على التخفيض في قيمة التوزيعات
- تفضل الشركات الإعتماد على مصادر التمويل الداخلي المتمثلة في التمويل الذاتي، وإذا كان التمويل الخارجي ضروري فإن الشركات تفضل الديون على حقوق الملكية إذا أصدرت الأوراق المالية.
- تضع الشركات نسب مستهدفة للتوزيعات بناء على توقعاتها بشأن الفرص الإستثمارية المتاحة وتوقعاتها بشأن التدفقات النقدية المستقبلية.

حيث حاول كل منهما توضيح السلوك التمويلي للشركات وبناء نموذجاً يعتمد على التكاليف، وبالتالي تكوين ترتيب سلمي لمصادر التمويل فيكون في المرتبة الأولى التمويل الذاتي، ثم الديون ورغبة منها في تخفيض تكاليف المعاملات والوساطة جاءت في الأخير عملية إصدار الأسهم العادية والتي عادة ما تكون لديها تكاليف عمليات كبيرة، حيث أن إصدار الأوراق المالية يفسر كإشارة للسوق المالي حول الحالة المالية للشركة لذلك فعماية إصدار أسهم عادية جديدة يفسر على أن قيمة الأسهم مغالاً فيها.

6.2 نظرية توقيت السوق: *Concept of Market Timing Theory*

إن المعروف عن الشركات المساهمة تصدر أسهم جديدة عندما تكون قيمتها السوقية مرتفعة، وتعيد شرائها عندما تكون هذه القيمة منخفضة، وهذه العملية أطلق عليها (Baker & Wurgler) عام (2002) بنظرية توقيت السوق التي تم دراسة تأثيرها على هيكل رأس المال، وتوصلوا ضمن دراستهم أن نظريات هيكل رأس المال التي هدفت لتحقيق النسبة الأمثل لهيكل رأس المال من خلال تعديل نسبة الرفع المالي المستهدفة كالإعتماد على التمويل الداخلي بالنسبة لنظرية الإلتقاط أو الإعتماد على التمويل بالدين من خلال المفاضلة بين المميزات والتكاليف بالنسبة لنظرية المبادلة، إذ كان الهدف من هذه النظريتان هو الوصول إلى تحقيق توازن في نسبة هيكل رأس المال لتعظيم قيمة الشركة، إلا أن نظرية توقيت السوق تقترح بأن هيكل رأس المال يتأثر بالقيمة السوقية التاريخية وهو ناتج أو تابع عن محاولات توقيت السوق.

إن عمليات السوق التي أشار إليها (Baker & Wurgler) هي عملية إصدار أسهم جديدة وإعادة شراء الأسهم بالإستناد إلى القيمة السوقية، وتشير الأدبيات إلى أن عملية إصدار أسهم جديدة هي زيادة إضافية في عدد الأسهم الحالية للشركة، لكن في حالة إعادة شراء الأسهم سيتم الإحتفاظ بها ضمن أسهم

الخرزانة وتجمد ولا تستحق أي توزيعات أرباح، ويمكن للشركة إما إلغائها أو إعادة إصدارها مرة أخرى، ويدفع ثمنها من حقوق المساهمين الحاليين.

قد تقوم الشركة بإصدار أسهم فقط لأجل الربح بإعتقاد المدراء الإستفادة من سوء التسعير وليس لسبب بداعي إستثمار فرص نمو أو حاجة إلى تمويل ويعتقد المدراء أن القيمة الحقيقية الحالية السالبة للمشاريع الجديدة تعود إلى كلفة رأس المال المرتفعة، أما القيمة الحقيقية الموجبة للمشروع بسبب قيمة الشركة السوقية العالية وهذا يؤدي إلى تمويل مكلف جدا. (Månsson & Tonell, 2010, p19)

كما أن هناك إثتان من الدوافع وراء قيام الشركات بإعادة شراء أسهمهازي: فرضية المعلومات والآخرى فرضية التدفقات النقدية الحرو، فإن فرضية المعلومات تشير إلى عدم تماثل المعلومات الموجودة بين المدراء والمستثمرين، كما تستند هذه الفكرة على إستخدام المدراء لعملية إعادة الشراء للإشارة إلى أن أداء الشركة المستقبلي جيد، كما يتفاعل السوق بشكل إيجابي في حالة الإعلان عن عملية الشراء، أما فرضية التدفق النقدي الحر فإن عملية إعادة الشراء هي آليات لتوزيع التدفق النقدي الفائض وخفض تكاليف الوكالة وهذا يتوقع بان الشركات التي لها تدفق نقدي فائض تقوم بعملية الشراء.

وتدعى الأسهم المعاد شراءها بأسهم الخزينة (Treasury stocks) ويظهر كقيمة سالبة على كشف الميزانية العمومية، وتطرح أسهم الخزينة من الأسهم القائمة وي طرح السعر المدفوع لإعادة شراء الأسهم عند تحديد حقوق الملكية، كما ان أسهم الخزانة هي الأسهم التي أعيد شراءها في وقت سابق من قبل الشركة والتي خرجت من الخدمة، وهذه الأسهم لا تتمتع بحقوق التصويت ولا يدفع لها أي مقسوم أرباح ويمكن للشركة إلغائها أو إعادة إصدارها للجمهور.

- إن نظرية توقيت السوق لها تأثير على السلوك المالي للشركة بالإستناد على الإقتراض أن الشركة تختار مصدر تمويلي عالي الكلفة بإصدار أسهم جديدة، لذا هناك حاجة لدراسة توقيت سوق الأسهم وعندما تكون القيمة السوقية للأسهم على قيمتها الدفترية عالية تقوم الشركة بإصدار أسهم جديدة، وعندما تكون هذه القيمة منخفضة تقوم الشركة بإعادة شراء الأسهم، لذلك هيكل رأس المال هو نتيجة التراكمات السابقة والإستفادة منها في التحكم بإحتمالات السوق، كما تفترض نظرية التبادل بأنها تحدد رأس المال الأمثل من خلال تخفيض تكلفة رأس المال، لكن هذه النظرية تحقق إنحرافات في التكلفة منخفضة وقليلة

فضلا عن تكلفة التكيف مع هذه النظرية عالية جدا، كما يذكر منقدي نظرية التبادل بأنه لا يوجد هيكل

رأس مال أمثل (Månsson & Tonell, 2010, p8)

المبحث الثاني: الملكية

نقصد بالملكية أموال الملكية أو الأموال الخاصة والتي تتمثل في رؤوس الاموال التي يدفعها الملاك أو المساهمون من ثروتهم الخاصة أجل تمويل مشاريع الشركة الإستثمارية، وعموما هي رؤوس أموال تتميز بتحملها لمستويات عالية من الخطر الناتج عن إستخدامها وكذا تكلفتها الخاصة .

المطلب الأول: مفهوم الملكية

إن أموال الملكية (الأموال الخاصة) هي أموال يمكن أن تكون ذات مصدر داخلي أو خارجي، وتعرف أموال الملكية خارجية المصدر على أنها كل مورد مقدم من طرف المساهمين مقابل حق الملكية والذي يدعى بالسهم، أما أموال الملكية ذات المصدر الداخلي فتتمثل في الأرباح المحتجزة.

إذن تتمثل أهم مصادر التمويل عن طريق أموال الملكية في: الأسهم العادية؛ الأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة، (Jacques .T & Patrick. T, 2000, p255) وسيتم التطرق إلى كل عنصر بنوع من التفصيل من خلال توضيح المفاهيم الأساسية لكل مصدر، مع إبراز أهم خصائصها فيما يلي.

1- الأسهم العادية (Common Stock)

تعتبر الأسهم العادية من أهم وسائل تمويل الشركات في العصر الحديث، خاصة مع التطور الكبير في مجال تكنولوجيا الإعلام والاتصال حيث يعتبر السوق المالي (البورصة) مصدر للإلتصال المباشر بين أصحاب الأموال والمستخدمين، التي يتم فيها تداول أسهم العديد من الشركات إضافة إلى باقي الأدوات المالية، ناهيك عن حجم الإستثمارات الكبير والذي يتطلب أموالا طائلة قد تعجز البنوك عن توفيرها.

1.1 تعريف السهم العادي

▪ حيث يعرف السهم العادي على أنه سند ملكية لحامله ويتمتع صاحبه بحق التصويت في الجمعية العمومية، وحق الإطلاع على دفاتر الشركة، والمشاركة في الأرباح والخسائر وحق البيع والتداول وتكون مسؤوليته محدودة حسب حصته في رأس المال (السمراي، 1997، صفحة 284)

▪ السهم العادي هو: " مستند ملكية له قيمة إسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، حيث يثبت هذا المستند الحصة المساهم بها في رأس مال الشركة المصدرة لهذه الأسهم، وبهذا يستفيد المستثمر من كل الحقوق وكذلك تحمل كامل المسؤوليات نتيجة إمتلاكه" (هندي، 1997، صفحة7)

▪ كما يعرف على أنه عبارة عن صك يؤكد لحامله ملكية حصة معينة في رأسمال الشركة تعادل المبلغ الذي دفعه، أي السهم العادي هو مستند ملكية ويعبر عن حصة في ملكية الشركة وتخول لصاحبها الحصول على الأرباح بعد سداد الإلتزامات للآخرين، فهي وسيلة التمويل الرئيسية للمشاريع التي تتخذ شكل الشركة المساهمة وخاصة عند بدء تكوين المشروع، ويمكن اللجوء إليها كوسيلة تمويل خلال حياة المشروع وذلك بطرح أسهم عادية جديدة للاكتتاب، وهذه عملية قليلة الحدوث والشركة غير ملزمة بدفع أي عائد لحملة الأسهم العادية، فإذا حققت الشركة أرباحا كبيرة توقع الحملة خلال فترة أو أكثر من الزمن الحصول على عائد مرتفع، أما إذا تحملت الشركة خسائر أو رأت عدم توزيع أية أرباح فلن يحصل بالتالي حملة الأسهم العادية على فائدة بالمرة وهذه الحقيقة وحدها تكفي لإظهار الميزة الرئيسية الناجمة عن استخدام الأسهم العادية بواسطة المساهمة في الحصول على ما يلزمها من الأموال. (عبد الهادي، 1999، صفحة 218)

2.1 عناصر السهم: يتكون السهم من العناصر التالية: (بوشوشة، 2016، صفحة141)

أ- القيمة الإسمية(سعر الإصدار): تحدد القيمة الإسمية للسهم بواسطة القانون الأساسي للشركة، وهي تمثل سعر السهم المحدد على سند الملكية عند الإكتتاب، ومجموع الأسهم بالقيمة الإسمية يمثل الرأس المال الإجتماعي للشركة.

القيمة الإسمية = رأس مال الشركة المسجل/عدد الأسهم المكتتبه.

ب- علاوة الإصدار: تهدف هذه العلاوة ضمان المساواة بين حقوق المساهمين القدامى والجدد في حالة وجود إحتياطات أو فوائض قيمة الأصول، فهي في مقابل حصول المساهمين الجدد على حق في الإحتياطات وفائض القيمة.

$$\boxed{\text{علاوة الإصدار} = \text{سعر الإصدار} \cdot \text{القيمة الإسمية للسهم}}$$

ت- تكاليف الإصدار: تتطلب عملية زيادة رأس المال دفع تكاليف الإصدار الثابت والمتغير، المرتبط من جهة بالتعويضات المدفوعة للبنوك الوسيطة، ومن جهة أخرى التكاليف الخاصة بالبورصة والتكاليف الإدارية والقانونية(من نشر وإنعقاد الجمعية العامة)

ث- القيمة المحاسبية الصافية: يتم الحصول عليها من خلال قسمة مجموع الاموال الخاصة على عدد الأسهم حيث تساوي الاموال الخاصة مجموع الخصوم مطروحا منها مجموع الديون.

$$\text{القيمة المحاسبية الصافية} = \frac{\text{الاموال الخاصة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

ج- حق الإكتتاب: وهو الحق الذي يخول للمساهمين القدامى أولوية الإكتتاب في الأسهم، حيث تتضمن الأسهم حق الأفضلية في الإكتتاب في زيادة رأس المال للمساهمين بنسبة قيمة أسهمهم حق الأفضلية في الإكتتاب في الأسهم النقدية الصنادرة لتحقيق زيادة رأس المال.

ح- القيمة السوقية للسهم: بإعتبار الأسهم من القيم المنقولة فإنه بالإمكان تداولها في السوق المالي وتتحدد القيمة اسوقية للسهم من خلال ما يحققه هذا السهم من عوائد وبالتالي كلما كانت قدرة المؤسسة على تحقيق عوائد كبيرة كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم.

$$\text{القيمة السوقية} = \frac{\text{الأرباح الموزعة}}{\text{القيمة الإسمية للسهم}}$$

■ ومن أهم شروط إصدار الأسهم في السوق المالي:

إن إصدار أسهم جديدة لزيادة الاموال الخاصة للشركة لا بد أن يتم بموافقة الجمعية العامة الغير عادية التي تقرر الزيادة المقررة في رأس المال، ويشترط طرح الأسهم في بورصة القيم المنقولة توفر الشروط التالية: (بوشوشة، 2016، صفحة138)

- يجب أن يكون عرض بيع الأسهم موضوع إشهار واسع وخاصة الصحافة المكتوبة والوسائل السمعية البصرية.

- يجب أن يبين إشعار إصدار الأسهم على الخصوص عناصر تشخيص المؤسسة، رأس مالها الإجتماعي، مقرها، هدفها، نشاطاتها، سوقها ونتائج إستغلالها في السنوات الثلاثة الماضية.

- النسبة المئوية من رأس المال الإجتماعي وعدد الأسهم المعروضة للبيع.

- سعر السهم الواحد وعند الإحتمال المزاي والشروط التفضيلية.

- عنوان الأماكن التي يمكن فيها معاينة اوثائق التي تعرف بالشركة.

3.1 اتجاهات جديدة بشأن الأسهم العادية:

ظهرت في السنوات الأخيرة في الولايات المتحدة الأمريكية أنواع جديدة من الأسهم العادية لم تكن معروفة من قبل أهمها:

أسهم الأقساط الإنتاجية: عن الأصل أن يكون للشركة مجموعة من الأسهم العادية التي ترتبط فيها النتائج المحققة من قبل الشركة ككل، غير أنه ظهرت أسهم جديدة ربطت فيها التوزيعات خاصة بما يحققه قسم إنتاجي معين في الشركة من نتائج.

الأسهم ذات التوزيعات المخصصة: أسهم مشاركة العاملين بغرض تشجيع العمال للمساهمة في ملكية الشركة التي يعملون بها، حيث أصدرت الولايات المتحدة الأمريكية تشريعا يقضي بخصم التوزيعات على الأسهم التي يكتسب فيها العمال من الإيرادات قبل حساب الضريبة وهذا لم يكن موجودا (عبد الهادي، 1999، صفحة 263)

الأسهم العادية المضمونة: ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1984 لأول مرة نوع من الأسهم العادية يعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا نزلت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة الإستثمار عقب الإصدار.

4.1 قيم الأسهم العادية:

يتم احتساب قيمة الأسهم العادية على أساس عدة أنواع ومن أهمها ما يلي: (آل شبيب، 2009، صفحة 323)

■ **القيمة الاسمية للسهم العادي (Par Value):** هي القيمة التي تحدد لسعر إصدار السهم العادي حسب القوانين العامة أو الخاصة بكمب شركة، وتحدد أغلب الدول في قوانين الشركات أو الأسواق المالية قيمة إسمية للسهم العادي.

■ **القيمة الدفترية للسهم (Book Value):** هي القيمة المسجلة في السجلات المحاسبية للشركة من حقوق الملكية بعد إستبعاد الأسهم الممتازة منها ولكن تتضمن الإحتياطات والأرباح المحتجزة وفائض رأس المال على عدد الأسهم العادية المصدرة، ويمكن إستخراجها بقسمة مجموع حقوق المساهمين العاديين على عدد الأسهم العادية للشركة.

ومن جهة أخرى فإن حامل السهم العادي يتمتع ببعض الحقوق غير المتاحة لمستثمرين آخرين، فهو يمتلك الحق في نقل ملكية السهم بالبيع أو الشراء أو بالتنازل وله الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح التي تقرر المنشأة توزيعها سواء كانت نقدية أو في صورة أسهم.

وفي حالة التوزيعات بصورة أسهم يتحدد نصيب المستثمر بنسبة ما يملكه من أسهم الشركة، وبما أن إجراء توزيعات في صورة أسهم من شأنه أن يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم التمس يتكون منها رأس المال

دون أن تتأثر القوة الإيرادية للمنشأة في المدى القصير، فإن القيمة السوقية لحقوق الملكية (القيمة السوقية لمجموع الأسهم العادية) تظل على ما كانت عليه قبل إجراء التوزيعات الأمر الذي يترتب عليه انخفاض القيمة الاسمية للسهم الواحد.

وعادة ما تلجأ الشركة إلى هذا الإجراء بهدف الحد من ارتفاع القيمة السوقية للسهم ويتمتع حملة الأسهم العادية بحق التصويت في اجتماعات حملة الأسهم، وترتبط قدرة المستثمر على التأثير في قرارات الشركة بعدد الأسهم التي يمتلكها وذلك من خلال حقه في التصويت على تلك القرارات، وعاد ما يقوم حامل السهم بالتوقيع على إذن يفوض فيه أحد أعضاء مجلس الإدارة بالتصويت عنه، ومثل هذا الإجراء من شأنه أن يفقد المستثمر تأثيره المباشر على تسيير دقة الشركة.

■ **القيمة السوقية للسهم العادي (Market Value):** وهي التي يتم التعامل بها في السوق المالية (البورصة)، وتتحدد نتيجة لتداول الأسهم في البورصة بناء على العرض والطلب، وتعتبر قيمة كثيرة التذبذب بالمقارنة مع القيمة الاسمية التي تظل ثابتة. وقد تزيد القيمة السوقية على القيمة الاسمية وحينئذ يحقق حملة الأسهم أرباحاً رأسمالية إذا ما أقدموا على بيع أسهمهم، أما في حالة انخفاضها عن القيمة الاسمية فإنهم سيحققون خسارة لكونهم لا يستردون قيمة ما دفعوه ثمناً لهذه الأسهم.

حيث توجد العديد من العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم العادي في السوق المالية والنقدية وهي:

- قيمة السهم الدفترية (علاقة طردية بين قيمة السهم الدفترية وقيمة السوقية)

- توزيعات الأرباح للشركة في نهاية كل سنة (علاقة طردية).

- التوقعات بخصوص مستقبل الشركة (متفائل، متشائم)

- حالة الطلب والعرض على السهم في السوق والمرتبط بمجموع العوامل السابقة.

- حالة الاقتصاد العامة (التوسع والانتعاش الاقتصادي، الركود والكساد).

■ **القيمة التصفوية للسهم العادي:** هي قيمة السهم العادي في حالة تصفية الشركة بعد الالتزامات التي يترتب عليها بما في ذلك حقوق الأسهم الممتازة، يمكن حسابها بقسمة قيمة الموجودات مطروح منها الالتزامات على عدد الأسهم.

5.1 حقوق وزمزايا حملة الأسهم العادية:

يتمتع حملة الأسهم العادية بصفاتهم ملاك الشركة المساهمة بمزايا مختلفة وحقوق متعددة، ويحدد طبيعة هذه المزايا والحقوق بدقة وبالتفصيل عقد إنشاء الشركة وما تنص عليه قوانين الدولة التي تنظم هذا النوع من الشركات، ومن أهم هذه الحقوق الحق في الاشتراك في الأرباح عن توزيعها والحق في حضور الجمعيات العامة والحق في التصويت وحق الأولوية في الاكتتاب وحق نقل ملكية الأسهم، وأخيرا حق الاشتراك في موجودات الشركة عند تصفيتها وأهمها: (الحنوي، سلطان، 1999، صفحة 307)

الحق في المشاركة في الأرباح عند توزيعها: فلكل مساهم في الشركة حق الحصول على حصته من الأرباح إذا ما تم توزيعها، وذلك بعد سداد الشركة لإلتزاماتها تجاه حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة والدائنين، وبالطبع لا يجوز لحملة الأسهم العادية المطالبة بتوزيع الأرباح إذا لم تحقق الشركة أرباحا كافية، أو إذغ لم تكن الأرباح كافية لدفع الإلتزامات للآخرين.

الحق في حضور اجتماعات الجمعيات العمومية المختلفة: تتألف الجمعية العمومية من جميع حملة الأسهم مهما كان عدد الأسهم التي يملكها كل واحد منهم، ولهذه الجمعية الكلمة في إدارة الشركة، حيث تقوم بفحص ومناقشة الحسابات السنوية والتصديق عليها، وتحديد الأرباح التي سيتم توزيعها على المساهمين وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة

الحق في التصويت: حيث يحق لحامل السهم العادي التصويت في مجالس الإدارة، وأية إجتماعات تعقدها الشركة بحضور حملة الأسهم، ويكون لكل سهم صوت واحد، ومن ثم يتحدد تأثير المساهم على كمية الأسهم التي يملكها.

حق الأولوية في الاكتتاب:

تعطي القوانين لحملة الأسهم العادية أولوية في الاكتتاب وشراء كمية من الأسهم العادية الجديدة التي تصدرها المؤسسة أو أي نوع آخر من الأوراق المالية المم تحويلها إلى أسهم عادية في المستقبل، وتعادل نسبة هذا الإكتتاب من الإصدار نسبة ملكية المساهم قبل الإصدار فإذا كان أحد المساهمين مالكا ل: % 10 من أسهم الشركة، وأرادت الشركة أن تصدر أسهما جديدة فإن المساهم القديم يعطى أولوية شراء % 10 من الإصدار الجديد وذلك للأسباب الآتية:

▪ المحافظة على مركز المساهم النسبي في الشركة.

■ المحافظة على نصيبه من الاحتياطات والأرباح غير المتوقعة في حالة بيع الأسهم الجديدة بسعر أقل من القيمة الجارية.

المشاركة في ما تبقى من أصول الشركة: ففي حال تصفية الشركة، يتم سداد الإلتزامات تجاه حملة السندات والأسهم الممتازة والدائنين، ثم يتم توزيع الباقي على حملة الأسهم العادية. وعند عدم كفاية المبالغ المتبقية فإن حملة الأسهم سيتعرضون لخسارة مؤكدة، حيث أن الأولوية في التوزيع لهذه المبالغ تكون لحملة السندات والأسهم الممتازة والدائنين.

الحق في نقل ملكية الأسهم: حيث يكون لحملة الأسهم العادية حق بيعها أو شراء المزيد منها في أي وقت، كما يجوز لهم المطالبة بحق الأولوية في حالة إصدار أسهم جديدة للمحافظة على النسبة المئوية لمساهمتهم.

2- الأسهم الممتازة (Preferred Stock)

تعتبر الأسهم الممتازة إحدى الصيغ المهمة في تمويل الشركات منذ ظهورها في القرن 19م، وهذا نظرا للميزات التي تتحلى بها ومع ما تحمله الأسهم من خصائص جديدة، كانت بمثابة تشجيع للمستثمرين من أجل تفعيل استثمار أموالهم وفق هذه الصيغة.

1.2 مفهوم السهم الممتاز

هي الأسهم التي يتقرر لحاملها أكثر مما هو مقرر لحملة الأسهم العادية مثل الأولوية في الحصول على أرباح حتى ولو لم يتبق لحملة الأسهم العادية أية حصة من الأرباح التي يتقرر توزيعها، ومن بين خصائصها حق الأولوية في الحصول على الأرباح وبنسبة محددة (الشواور، 2008، صفحة 85).

يعتبر هذا النوع من الأسهم وسطا بين الأسهم العادية والسندات، وتتسم ببعض خصائص ومميزات كل منهما، فهي تشبه الأسهم العادية لكونها حصة في ملكية الشركة، كما يحق لحاملها المطالبة بحصته. وتشبه السندات لكونها تمثل أرباحا محددة في الغالب، حيث تضمن الشركة حدا أدنى أو أعلى من الأرباح لحملة الأسهم الممتازة، كما أن حملة هذه الأسهم لا يشتركون في التصويت كحملة السندات، ولهم الأولوية بعد حملة السندات في إسترداد حقوقهم عند التصفية لشركة، وتجمع هذه الأسهم بعض الشروط التي تصدر على أساسها السندات، كقابلية إلى التحويل لأسهم عادية، أو القابلية للإستدعاء في

الوقت الذي تحدده الشركة المصدرة لهذه الأسهم، هذا وتعد الأسهم الممتازة من أقل مصادر التمويل طويلة الأجل شيوعاً، ويمكن الإستغناء عنها بإصدار الاسهم العادية أو السندات.

2.2 خصائص الأسهم الممتازة:

تلجأ الشركة في كثير من الأحيان إلى الأسهم الممتازة لتمويلها لمشاريعها الإستثمارية، وهذا راجع إلى الخصائص والميزات التي يمكن أن تستفيد منها الشركة والمستثمر، ولأجل تشجيع المستثمر لإستثمار أمواله في الشركة خاصة في ظل أولوية حصوله على الأرباح وكذا العائد الثابت، وتتمثل هذه الخصائص في: (مراجعة، 2000، صفحة 84)

■ تساعد في زيادة موارد الشركة المالية من خلال ملاءمة هذا النوع من الإستثمار مع المستثمرين الذين لا يرغبون في تحمل المخاطر.

■ المتاجرة بالملكية (إستعمال أموال الآخرين بتكاليف ثابتة)

■ يعتبر إصدار الأسهم الممتازة عملية إقتصادية مربحة، حيث إذا حققت الشركة عائداً يفوق العائد المدفوع عن الأسهم الممتازة فإن الفرق يعود لحملة الأسهم العادية.

■ تشبه الأسهم العادية في كونها مستند ملكية لا تستحق في تاريخ محدد، وأيضاً عدم المطالبة بتوزيعات الأرباح ما لم تقرر الإدارة ذلك، لكن في حالة التوزيع للأرباح أو خلال إجراءات التصفية فيأتي حملتها بعد أصحاب الديون وقبل حاملي الأسهم العادية في الحصول على العوائد أو المطالبة بالمتبقي من أصول الشركة.

تكون الأسهم الممتازة مثل السندات قابلة للإستدعاء أو تحويلها إلى أسهم عادية، وذلك متى دعت الضرورة لذلك، إذ تستدعى الأسهم الممتازة من قبل مصدرها بإستعمال طريقتين:

■ شراء الأسهم الممتازة مباشرة من السوق المفتوحة.

■ تبديلها وتحويلها إلى أوراق مالية أخرى (أسهم عادية مثلاً)

■ تعتبر تكلفة الشركة مقارنة بالمصادر التمويلية الأخرى، وذلك لأنه لا يتم خصم التوزيعات من النتيجة الخاضعة للضريبة.

وأهم خاصية التي تتميز بها الأسهم الممتازة هو والتي تعتبر خاصية لها علاقة مباشرة مع هو توزيع الأرباح هو أنه لا يكون لحملة الأسهم الممتازة في الغالب حق التصويت، لكن في حالات عجز الإدارة عن دفع توزيعات الأرباح لفترة محددة يصبح لهم الحق في التصويت وذلك بإختيار عدد محدد من أعضاء مجلس الإدارة. (بوحادة، 2012، صفحة 9)

- الأسهم الممتازة تراكمية، ما يعني أنه في حالة عدم دفع توزيعات الأرباح لدورة معينة يؤدي إلى تراكمها، ؛ وبذلك يتوجب دفعها كاملة في الدورة المقبلة، وذلك قبل دفع التوزيعات لحاملي الأسهم العادية .
- خاصية المشاركة: فمن خلال هذا النوع من الأسهم الممتازة يتم المشاركة في الأرباح الموزعة مع الأسهم العادية.

3.2 أنواع الأسهم الممتازة:

- اختلفت الإحتياجات المالية للشركات، وإختلفت معها رغبات المستثمرين وإتجاهاتهم، بالإضافة إلى المخاطر المحتملة والعوائد المحققة، هذه العوامل وأخرى أدت إلى تنوع الأسهم الممتازة، ومنها:
- الأسهم الممتازة ذات النسبة الثابتة: فيكون العائد المحصل عليه ثابت حيث يمثل نسبة مئوية من القيمة الإسمية للسهم.
- الأسهم الممتازة التي ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على سندات الخزينة، فكل ثلاثة أشهر يتم تعديل معدل عائد كل سهم، وذلك نسبة إلى التغيرات الحاصلة على هذه السندات.
- وتوجد أنواعا أخرى من الأسهم الممتازة ممثلة في الأسهم الممتازة التراكمية؛ غير التراكمية؛ المشاركة والأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

3- الأرباح المحتجزة (Retained Earnings)

الأرباح المحتجزة تعتبر مصدرا تمويليا داخليا (ذاتيا)، وتكون ناتجة عن تراكم الأرباح غير الموزعة على ملاك الشركة، وذلك لغرض إعادة إستثمارها وإستعمالها في تمويل الإستثمارات الجديدة، أو توزيعها على المساهمين في حالات عدم تحقيق الشركة أرباح، ويتم إستعمالها لمواجهة الإحتياجات المالية طويلة الأجل.

1.3 مفهوم الأرباح المحتجزة *Retained Earning*

تعرف الأرباح المحتجزة بأنها: " عبارة عن ذلك الجزء من الأرباح الذي تقرر الشركة عدم توزيعه على المساهمين وذلك لأغراض تسديد الإلتزامات أو تنفيذ بعض عمليات التوسع في الشركة" (بوشوشة، 2016، صفحة127)

الأرباح المحتجزة هي " جزء من الإيرادات الحالية التي لا توزعها الشركة، وتحتفظ بها الشركة قصد استثمارها بحيث تعكس ربحية الشركة على المدى الطويل" (Irdha & all, 2018, p216)

لذا يعتبر احتفاظ الشركة بهذه الأرباح إلتزام بتحقيق عائد في السنوات القادمة هذا العائد ويجب ان لا يقل عن العائد المتوقع حالياً، حيث لا يقبل حملة الأسهم بسياسة عدم توزيع الأرباح إلا بعد أن يتوقعوا بان العائد على استثمار الأرباح المحتجزة لا يقل عن الفرصة البديلة خارج الشركة، وتلجأ الشركة إلى هذ النوع من التمويل عندما ترغب في توسيع الإستثمار والتوسع في أنشطتها مما ينعكس على قيمتها، لكن في المقابل تكون أنظار المساهمين موجهة نحو توزيعات الأرباح، وهذا راجع إلى الدور الذي تلعبه سياسة توزيع الأرباح في التوفيق بين قيمة الشركة ورغبات الملاك الذين قد يفضلون التوزيعات الحالية على الأرباح المستقبلية والتي تكون نتيجة النمو الذي يحدث في الأسهم عند استخدام الأرباح المحتجزة في تمويل عمليات النمو والتوسع المستقبلي للشركة، إذ تعتبر تكلفتها أقل نسبياً من تكلفة الأسهم العادية.

2.3 مميزات الأرباح المحتجزة

تتميز الأرباح المحتجزة بالعديد من المزايا، والتي يمكن إيجازها كمايلي: (بوحادة، 2012، صفحة10)

- التكلفة المنخفضة نسبياً، والتي تعادل تكلفة الفرصة البديلة لإستثمار تلك العوائد في فرص إستثمارية أخرى.
- السهولة في الحصول عليها وإستعمالها وذلك لأن الإجراء يكون داخلي، مما يعني لا تكاليف ولا معاملات.
- يتم إستعمال الأرباح المحتجزة دون الحاجة إلى أي ضمانات أو رهن لأصول الشركة، مع الحيلولة دون تدخل أي طرف خارجي.

وقد تكون الأرباح المحتجزة مصدر تمويلي لا يدعو للإعتماد عليه وذلك لعدة نقائص أهمها:

- قد لا تكون هناك أرباح محتجزة لدى الشركة في بداية دورة حياتها، أو قد لا تحقق الشركة أرباح.

-قد يترتب عن إستعمال الأرباح المحتجزة إصدار أسهم مجانية للمساهمين، مما يرفع تكلفة إستعمال هذا المصدر.

-لا يكون بإمكان الشركة إستخدام الأرباح المحتجزة بشكل متكرر، مما يفرض ضرورة إنتظار عدة سنوات حتى تكثر الأرباح المحتجزة، الأمر الذي يفرض عليها التوجه إلى مصادر أخرى.

المطلب الثاني: تكلفة أموال الملكية

يقصد بتكلفة أموال الملكية بأنها تكلفة الأموال الخاصة (حقوق الملكية) التي يستخدمها المساهمون في تمويل إستثماراتهم، وترتبط تكلفة أموال الملكية بتكلفة مصادر التمويل المستخدمة (الأموال الخاصة)، وتكمن أهمية دراستها من خلال دورها في تحديد الجدوى الإقتصادية للمشاريع الإستثمارية، هذا من جهة وأيضاً من خاصية توزيع نسب الملكية بين مساهمي الشركة وأثر ذلك في تحديد هيكل الملكية المناسب وما يقابله من رفع لقيمة الشركة.

1-تكلفة الأموال:

من وجهة نظر الإقتصاديين فإن تكلفة الأموال تتمثل في شكل العائد على الأموال المستخدمة، ومن وجهة نظر الإدارة المالية فقد إعتبرت تكلفة الأموال على أنها حجر الزاوية لإتخاذ القرارات الإستثمارية والتمويلية وفي تركيب هيكل رأس مال الشركة.

1.1 مفهوم تكلفة الأموال

وبصفة عامة يقصد بتكلفة الاموال ما تحصل عليه مصادر التمويل في مقابل تزويدها للشركة بما تحتاج إليه من موارد مالية(هندي، 1996، صفحة 117)

وتكلفة رأس المال تتمثل في التكلفة المتوسطة المرجحة لمصادر التمويل الدائم المشكلة لهيكل رأس المال، وتشير تكلفة الأموال إلى مفهومين أساسيين هما التكلفة المعلنة والتكلفة الضمنية.(شهيب، 1986، صفحة 465)

1.1.1 التكلفة المعلنة للأموال *Explicite Cost*

ويقصد بها معدل الخصم الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة المتزايدة للفرصة التمويلية مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة الخاصة بهذه الفرصة.

2.1.1 التكلفة الضمنية للأموال *Implicit Cost*

اختلفت مفاهيمها، فمنهم من يعرفها على أنها معدل العائد على الإستثمار الذي يمكن أن يتحقق في أحسن فرصة إستثمارية للشركة والمساهمين .

ومنهم من عرفها بأنها مدى التأثير الذي يمكن أن يتركه إستعمال مصدر تمويلي معين على تكلفة مصدر تمويلي آخر تستعمله الشركة والذي يؤدي في الأخير إلى تغيير التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال التي تستعملها الشركة.

2.1 المداخل المعتمدة في حساب تكلفة الأموال:

إن المتوسط المرجح للتكاليف هو المعيار المستعمل في حساب تكلفة التمويل للشركة ككل، ولعل أهم المداخل المعتمدة في حساب تكافة الاموال تتمثل فيمايلي:

مفهوم المتوسط المرجح للتكاليف (التكلفة الوسطية المرجحة)

إن التكلفة الوسطية المرجحة للأموال تتوقف على المزيج المكون لهيكل رأس المال وتكلفة كل عنصر فيه ونظرا لأن نسبة العناصر المكونة ليست متساوية وكذلك تكلفتها، يصبح من الضروري إستخدام المتوسط الحسابي بالأوزان فعند حساب التكلفة الوسطية المرجحة فإنه يؤخذ بعين الإعتبار هيكل رأس المال فقط أما مصادر التمويل قصيرة الأجل وإستنادا إلى نظرية التمويل فهي لا تؤخذ في الحساب أثناء تقدير تكلفة الأموال على إعتبار انها مصادر مؤقتة ولا تبقى على حال. (هندي، 1998، صفحة 31)

وتحسب التكلفة الوسطية المرجحة بإستعمال العلاقة التالية:

$$K_C = T \frac{K}{K + D} + i \frac{D}{K + D}$$

حيث: K_C : التكلفة الوسطية المرجحة للأموال

t : تكلفة الأموال الخاصة

K : قيمة الاموال الخاصة

D : قيمة الديون

i : تكلفة الديون (بعد التعديل الضريبي)

- وهناك ثلاث مداخل من أجل حساب التكلفة الوسطية المرجحة للأموال: (هندي، 1999، صفحة 89)

حساب تكلفة الاموال على أساس الأوزان الفعلية أو التاريخية: في هذا المدخل تحسب تكلفة الأموال المرجحة إما على أساس القيمة الدفترية أو التاريخية التي يتكون منها هيكل رأس المال أو على أساس القيمة السوقية، وإن الترجيح بالقيمة السوقية قد يظهر أنه أكثر ملاءمة لحساب تكلفة رأس المال بسبب توفر شرط وحدة القياس، ولكن هناك في نفس الوقت إتجاه قوي نحو إستعمال الترجيح بالقيمة الدفترية بسبب سهولة هذا الترجيح والصعوبات التي يمكن تجاوزها بواسطته.

وأهم ما يعاب على هذا المدخل هو التغير المستمر لتكلفة عناصر التمويل من جهة والتكلفة المتوسطة المرجحة من جهة أخرى لكل تغير يحدث في هيكل رأس المال.

مدخل الأوزان المستهدفة: ويقتضي هذا المدخل قيام الشركة على هيكل رأس مال مستهدف تسعى الشركة إلى تحقيقه وعدم الإنحراف عنه قدر الإمكان، ويوضح هذا الهيكل المصادر التي سوف تعتمد عليه في التمويل والوزن النسبي لكل مصدر وعلى هذا الأساس يتم تقدير تكلفة الأموال بالنسبة لكل شركة ككل.

ويعاب على هذا المدخل التفاوت الذي قد يحصل بين تكلفة رأس المال للهيكل الفعلي وتكلفة رأس المال للهيكل المستهدف، مما قد يترتب عليه قبول إقتراحات إستثمارية كان ينبغي أن ترفض مما يعكس سلبا على قيمة الشركة.

تقدير تكلفة الأموال على أساس الأوزان الحدية:

إن إهتمام الشركة الحقيقي ينصب على رؤوس الأموال الجديدة وليس على تلك التي تم الحصول عليها في الماضي، لذلك فإنها تهتم بتقدير تكلفة رأس المال على أساس الأوزان الحدية، وهذا لسببين هامين هما:

- إن الأموال تعتبر بالنسبة للشركة كمدخلات تسعى دوما لحساب تكاليفها من أجل العمل على تخفيضها.
- إن تقييم تكلفة الأموال على أساس الأوزان الحدية يفيد الشركة في عملية إعداد البرامج الإستثمارية.

إن وفقا لهذا المدخل فإن تكلفة الأموال يتم حسابها على أساس أوزان العناصر التي تستخدم في تمويل الإقتراحات الإستثمارية المعروضة، وإن إعتداد المدخل الحدي لحساب تكلفة الاموال كأساس لتقييم

الإقتراحات الإستثمارية من شأنه أن يؤثر سلبا على ثروة الملاك في المدى الطويل بعد أن تصبح الشركة مجبرة على تمويل نفسها بمصادر تمويل مرتفعة التكلفة بعد إستنفادها للمصادر المنخفضة التكلفة.

تقدير تكلفة رأس المال بإستعمال المتوسط الحدي:

جاء هذا المدخل لتجاوز سلبيات المدخل الحدي لتقدير تكلفة الاموال، فحسب هذا المدخل تتمثل تكلفة الأموال في المتوسط المرجح بالأوزان للمصادر المستخدمة في تمويل الإقتراح الإستثماري والتي تكون مماثلة لتشكيلة هيكل رأس المال المستهدف أو هيكل رأس المال الفعلي.

3.1 أهمية تقدير تكلفة الأموال:

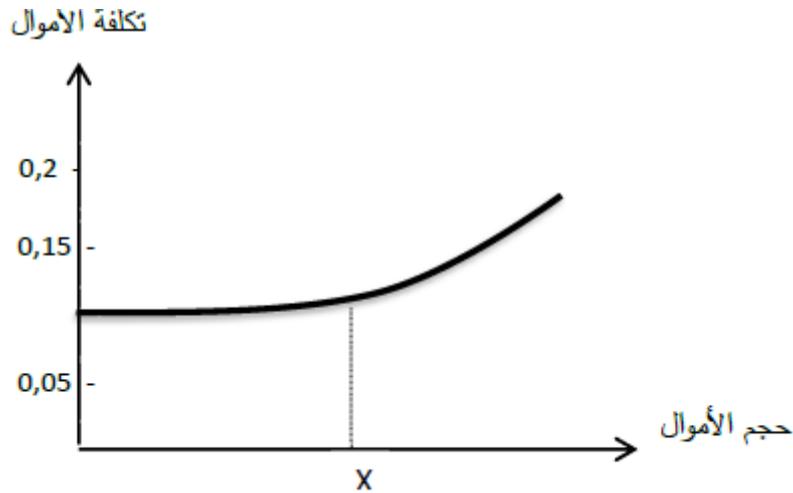
إن حساب تكلفة الأموال لكل عنصر من عناصر التمويل أو للهيكل التمويلي ككل سوف يحقق للشركة مجموعة من الفوائد والأهداف أهمها: (شهب، 1986، صفحة 541)

- إن حساب تكلفة الأموال يساعد الإدارة المالية على إختيار أنسب مصادر التمويل من حيث التكلفة، وهذا عند تساوي الشروط الأخرى المرتبطة بكل عنصر.
- تعتبر تكلفة الأموال من المعلومات المهمة التي تحتاجها الشركات في تقييم المشاريع الإستثمارية والمفاضلة بينها، حيث تستعمل هذه التكلفة كمعدل خصم أو عتبة لقبول أو رفض المشاريع الإستثمارية.
- تساعد تكلفة الأموال في الربط بين قيم الشركات في أسواق المال وبين هيكلها التمويلية، حيث أن محاولة الشركة تعظيم قيمتها السوقية يستلزم منها جعل تكاليف مدخلاتها في حدودها الدنيا ومن ضمنها الأموال.

4.1 دالة تكلفة الأموال:

كلما زادت الموارد المالية المطلوبة لتمويل الإستثمارات إرتفعت تكلفة الاموال عما كانت عليه في السابق، ويتوقع ان ترتفع دالة التكلفة المتوسطة مع كل زيادة في حجم الاموال المطلوبة وفقا للشكل التالي:

الشكل 20: منحني تكلفة الأموال



Source: (Horne, 1972, p. 135)

يظهر في الشكل أعلاه أنه ليس بمقدور الشركة الحصول على كل ما تحتاجه من أموال بنفس التكلفة، فالعلاقة بين التكلفة المتوسطة المرجحة وحجم الأموال المطلوبة هي علاقة طردية، فإطلاقاً من حجم معين للأموال (النقطة x) كل إنتقال من مستوى إلة مستوى آخر لحجم الأموال المطلوبة يسبب تغير في التكلفة المتوسطة للأموال، حيث أن اللجوء المتكرر للإقتراض يرفع من درجة مخاطر الشركة مما يدفع المقرضين إلى رفع أسعار الفائدة على قروضهم، وبالمساهمين للمطالبة بمعدل أعلى للعائد المطلوب، إضافة إلى ذلك أن الشركة بعد أن تستنفذ جميع مصادر التمويل المنخفضة التكلفة نسبياً تلجأ إلى خيارات تمويلية أخرة ذات تكاليف مرتفعة مثل طرح أسهم عادية جديدة بمعدل عائد مرتفع.

2- تكلفة أموال الملكية

تختلف هذه التكلفة بحسب كل مصدر من مصادر التمويل وذلك حسب درجة الخطر المرافقة، حيث أن هناك بدئية إستثمارية تفيد أن العلاقة طردية بين العائد المطلوب من الإستثمار وخطورة هذا الإستثمار. إنطلاقاً من ذلك يعتبر مصدر التمويل بالإستدانة خصوصاً عن طريق السندات أرخص مصادر التمويل لأنه الأقل خطراً وتعتبر الأسهم العادية المصدر أكثر خطراً.

1.2 تكلفة الأسهم العادية *Cost of Common Stock*

يعتبر السهم العادي أحد أهم مصادر التمويل بالملكية (الأموال الخاصة)، ويتم إصدارها بقيمة إسمية ولها العديد من القيم: القيمة الدفترية، القيمة السوقية، إلخ

القيم التي تتكون نتيجة للظروف الإقتصادية والتاريخية والقانونية والمحاسبية هذا ما يؤدي إلى إختلاف كلفة التمويل بالأسهم العادية من شركة إلى أخرى، وكذلك يكون الإختلاف بين كلفة التمويل بالأسهم مقارنة بمصادر التمويل المتاحة (ال شبيب، 2009، صفحة 315)

1.1.2 مفهوم تكلفة الأسهم العادية:

تعرف تكلفة السهم العادي بمعدل العائد المطلوب من المستثمرين في الأسواق المالية للإقبال على الإستثمار في هذه الأسهم، وتعتمد تكلفة التمويل بواسطة إصدار أسهم عادية على جملة من المتغيرات من أهمها (سعر إصدار السهم العادي، السعر السوقي للسهم، حجم الأموال المطلوبة لتنفيذ الإستثمار، الأرباح المتوقعة وتكاليف الإصدار والعمولات)، كما تمثل تكلفة الأسهم العادية تكلفة الفرصة البديلة، أي الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم الذي يساوي على الأقل معدل العائد الذي يمكن ان يحصلوا عليه من إستثمارات بديلة لها نفس درجة المخاطر.

2.1.2 تقدير تكلفة الأسهم العادية:

إن تكلفة الأسهم العادية هي التكلفة الأكثر صعوبة من حيث عملية الحساب لأن تدفقات الاموال المتعلقة بهذا النوع من التمويل يصعب تحديده مسبقا عكس التمويلات الاخرى التي تر دخلا ثابتا، فمشتري الأسهم لا يحدد الوقت الذي سيتخلى عن أسهمه مما يجعل أن الحل الملائم هو في إستحداث تدفق غير منتهي لتوزيعات الأرباح المستقبلية.

ويمكن حساب تكلفة الأسهم العادية بطريقة الأرباح الموزعة كما يلي: (ال شبيب، 2009، صفحة 316)

$$c = \frac{r}{p(1-f)} + g$$

r : الأرباح المتوقعة للسهم

p : القيمة السوقية للسهم

f : كلفة إصدار السهم

g : الزيادة المتوقعة في أرباح السهم

كما إقترح *Van Horne* نموذج آخر للتقييم بواسطة الأرباح الموزعة (القوائم) بأخذ بعين الإعتبار الربح الرأسمالي، حيث أن المستثمر يمكن له ان يعتبر أن سعر السهم يدمج من جهة القيمة الحالية للقوائم المستقبلية المنتظرة، والربح الرأسمالي عند بيع السهم من جهة أخرى، ويمكن صياغة ذلك رياضيا على النحو التالي:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{P_n}{(1 + K_e)^n}$$

حيث إن الشطر الأول من الطرف الثاني للمعادلة يعبر عن القيمة الحالية للقوائم خلال فترة إمتلاك السهم، أما الشطر الثاني من نفس الطرف فيمثل سعر السهم الذي يتوقعه المساهم عند التنازل عنه في نفس الفترة.

وحسب *Van Horne* دائما فإن سعر التنازل في الفترة n ما هو في حقيقة الأمر إلا القيمة الحالية للقوائم المستقبلية التي ينتظرها بعد هذه الفترة (بعد n)

$$P_n = \sum_{t=n+1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + K)^{t-n}}$$

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لتقدير تكلفة الأسهم العادية: (CAPM)

ينص هذا النموذج على أن الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين يساوي معدل العائد

الخالي من الخطر زائد علاوة خطر (الشمخي، الخزاوي، 1998، صفحة 343)

معدل العائد الخالي من الخطر: يتحدد هذا المعدل أساسا بسعر الفائدة على الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة وبالذات حوالات الخزينة وأوراق مالية قصيرة الأجل خالية من الخطر كليا ولذلك فإن سعر الفائدة منخفض جدا مقارنة بأسعار الأوراق الأخرى.

علاوة الخطر: تعتمد هذه العلاوة على درجة نفور وتهيب المستثمرين من المخاطر وتتخذ هذه العلاوة بين معدل العائد المتوقع في السوق ومعدل العائد الخالي من الخطر، ويضرب هذا الفرق في معامل بيتا β الذي يعتبر مقياسا للمخاطر النظامية والصيغة الرياضية لهذا النموذج تكتب بالشكل التالي:

$$R_E = R_F + \beta (R_M - R_F)$$

حيث أن:

R_F : تمثل العائد الخالي من الخطر (بمعنى العائد الذي سيحقق من الإستثمار فيها مؤكد)

R_M : معدل العائد لمحفظه الأوراق المالية في السوق

$\beta(R_M - R_F)$: علاوة مخاطر السهم أو الورقة المالية.

R_E : معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين ويمثل في نفس الوقت تكلفة التمويل بالأسهم العادية المتداولة.

β : يمثل معامل بيتا لعائد السهم والذي يعكس حجم المخاطر النظامية وهو عبارة عن مقياس إحصائي للمخاطر يقيس تقلب عائد السهم قياسا بمتوسط عوائد الأسهم في السوق،

$$\beta = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)} = \frac{\rho_{i,m} \sigma_i \sigma_m}{\sigma_m^2}$$

ويحسب بالعلاقة التالية:

حيث

$\rho_{i,m}$: التباين المشترك بين معدل عائد السهم ومعدل عائد السوق.

σ_i : الانحراف المعياري لعوائد السهم، حيث يقيس درجة تقلبها.

σ_m : درجة الانحراف المعياري لعوائد السوق، حيث يقيس درجة تقلبها.

إن نموذج تقييم الموجودات الرأسمالية يعترف فقط بالمخاطر النظامية ويعوض المستثمرين عنها دون المخاطر غير النظامية، كما أن يقوم على فرض السوق الكامل الذي يتجاهل تكاليف الإفلاس (هندي، 1996، صفحة 120)، لذا يستعمل نموذج تعديل سعر الخصم الذي يتضمن المخاطر الكلية (منتظمة وغير منتظمة) كما توضحه المعادلة التالية:

$$R_F = R_S + L (R_M - R_F)$$

حيث:

L: تمثل معامل الاختلاف لعائد السهم وهو مقياس المخاطر الكلية.

2.2 تكلفة الأسهم الممتازة *Cost of Preferred stock*

إن تكلفة الأسهم الممتازة هي عبارة عن معدل العائد الذي يطلبه المستثمر مقابل الإستثمار في هذه الأسهم، وهي مصدر من مصادر التمويل بالملكية، لأغراض التحليل قد يتم معاملتها كمصدر من مصادر الدين، حيث أنها تجمه بين كل من خصائص الأسهم العادية والسندات.

فهي من جهة تمثل أوراق مالية ليس لها تاريخ إستحقاق محدد، ولها نسبة ثابتة من الأرباح من جهة أخرى، هذه النسبة الثابتة هي عبارة عن نسبة محددة من القيمة الإسمية للسهم الممتاز يتم تحديدها في شروط الإصدار، ومن أهم صفات الأسهم الممتازة هي الأولوية في الحصول على الأرباح عندما يتخذ القرار بالتوزيع وذلك من قبل حملة السهم العادية، كما أن حملة الأسهم الممتازة يحصلون على حقوقهم عند تصفية الشركة من قبل حملة الأسهم العادية.

ويمكن استخراج كلفة الأسهم الممتازة وفق المعادلة التالية:

$$cp = \frac{Dp}{Pm(1 - f)}$$

Dp: تكلفة السهم الممتاز

Dp: الأرباح السنوية على كل سهم حصلت منه على أموال بقيمة **Pm**

Pm: السعر السوقي للسهم الممتاز (بعلاوة أو خصم)

f: تكاليف إصدار السهم الممتاز

3.2 تكلفة الأرباح المحتجزة:

إن كلفة التمويل بالأرباح المحتجزة تعد كلفة ضمنية تساوي التمويل بالملكية (الأسهم العادية) لأن الأرباح المحتجزة هي جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين، وبالتالي هي حق المساهمين حيث أن البديل من إحتجاز الأرباح دفع قيمتها نقداً للمساهمين من الناحية العملية وبصورة عامة أن كلفة الأرباح المحتجزة من كلفة التمويل بالأسهم العادية لسببين:

- الأول: إن الأرباح الموزعة تخضع للضريبة على الدخل وعند إحتجازها لا تخضع للضريبة
- الثاني: إن إعادة استثمار الأرباح الموزعة من قبل المساهمين أنفسهم يخضع لعمولة الوسطاء أي عند إعادة الاستثمار عن طريق شراء أوراق مالية في السوق المالي سيدفع المساهمون مبلغ إلى الوسطاء عند تنفيذ عمليات الاستثمار، بينما عندما تقوم الشركة بالتمويل بالأرباح المحتجزة فإنها لا تخسر عمولة الوسطاء.

إن هذا معناه أن التمويل بإستخدام الأموال المتراكمة من الأرباح المحتجزة أقل كلفة من التمويل بالأسهم العادية لإستبعاد كلفة الضريبة والعمولة المشار إليها. (ال شبيب، 2009، صفحة 323)

ويمكن حساب كلفة الأرباح المحتجزة بالمعادلة التالية:

$$Kr = ke(1 - T)(1 - B)$$

ke: تكلفة التمويل بالملكية (الأسهم العادية)

T: معدل ضريبة الدخل للمساهمين

B: معدل عمولة الوساطة.

3-مكانة أموال الملكية في الهيكل التمويلي:

إن لأموال الملكية (الأموال الخاصة) لها مكانة خاصة في الهيكل التمويلي للشركة، بحكم الخصائص التي تتمتع بها والتي تفرقها عن باقي مصادر التمويل الأخرى، فبفضلها يتم إنشاز الشركة ويصبح لها الشخصية القانونية وهي التي تشكل الدعامة الأساسية لتوزيع الملكية والسلطة داخل الشركة، كما أنها تعتبر المحرك الأول لنشاط الشركة في غياب باقي مصادر التمويل الأخرى بالإضافة إلى أنها خط الأمان الأول في مواجهة مخاطر النشاط التي تتعرض لها الشركة.

ولا تظهر الأموال الخاصة الخارجية كمصدر تمويلي له أولوية، إلا في الحالات التي تعرف فيها الشركة تحولا جذريا في نشاطها أو توجهها نحو أنشطة جديدة، بحيث يتغير مستوى المخاطر التي تواجهها ويحدث تعديلا في التزام المساهمين إتجاه الأطراف الأخرى، وعليه فهي تأتي في المرتبة الأخيرة في سلم ترتيب مصادر التمويل بسبب تكلفتها المرتفعة مقارنة بباقي مصادر التمويل الأخرى، بالإضافة بطريقة تمويل غير محبذة في فترات التضخم.

وفي جميع الحالات يجب أن يتلائم حجم الأموال الخاصة (أموال الملكية) في الهيكل التمويلي مع خصائص الشركة واستراتيجيتها ومع عوامل المحيط الذي تعمل فيه، وعليه يمكن تلخيص أهم مزايا الأموال الخاصة (أموال الملكية) في التمويل في العناصر التالية: (Alain Mario, 1998, p108)

- تمثل أموال الملكية مصدرا دائما للتمويل فهي لا تستحق في تاريخ محدد ولا يجوز إسترداد قيمتها من الشركة المصدرة لها.
- إن أموال الملكية لا تحمل الشركة تكاليفا ثابتة، فهي غير ملزمة قانونا بإجراء توزيعات في شكل توزيعات على حملة الأسهم حتى في السنوات التي تحقق فيها أرباحا.
- يمنح التمويل عن طريق الأموال الخاصة (أموال الملكية) إدارة الشركة مجالا واسعا للتصرف، ويمكنها من جني منافع الرفع المالي، أي إستخدام أموال الغير في التمويل، حيث تتاجر الإدارة بالأموال الخاصة متجهة إلى المقرضين (أرخص أنواع مصادر التمويل) لتزويدها بحاجتها من المال، فنجدهم متحمسين لمدها بالمال طالما أنها ممولة بوفرة من أموال ملاكها، لأن المقرضين على دراية بأوفرة أموال الملاك

ستمتص أي خسارة محتملة وتحول دون لحاقها بهم، فالأموال الخاصة في الشركة تعمل كمتص للصدمات الطي يحد من آثار الخسائر التي تقع في الشركة على الدائنين.

المطلب الثالث: المساهمون

يعتبر المساهم في الشركة المساهمة أحد العناصر المكونة والمهمة فيها، ويكون حاملا لأسهم فيها تعبر عن حصة مكونة لرأس مال الشخص المعنوي، وتمكنه الحصة من سلطة الإدارة وتوجيه الشركة والسيطرة على سلطة التقرير فيها.

1-تعريف المساهم

إن المساهم في شركة المساهمة يعد بمثابة عمود الشركة إذ بمشاركته في حصص الشركة يتم الشروع في إنشاء النظام القانوني لهذه الشركة.

لقد حاول بعض الإقتصاديين إعطاء تعريف للمساهم، ومن ذلك " أنه كل من إكتسب العضوية في الشركة المساهمة بتملكه أسهما فيها سواء كان إكتسابه لهذه الأسهم عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأسمالها أو كانت إنتقلت من مساهم آخر بأي طريقة من طرق إكتساب الملكية" (جاسم، 2008، صفحة11)

أي يمكن تعريف المساهم على أنه شريك في شركة المساهمة، لا يتحمل الخسائر إلا بقدر الحصة التي تقدم بها في رأسمالها وهو في ذلك يعتبر مالك لسند تصدره الشركة، قابل للتداول. وذلك كتمثيل لرأسمالها والمعبر عنه بالسهم، وعليه فإن الأمر الجوهري في تحديد وصف المساهم هو تملكه لسهم أو أكثر من أسهم شركة ما بالشكل الذي يكسبه هذا الوصف، ومن ثم يكون في مركز قانوني يترتب عليه بعض الإلتزامات ويخوله مباشرة العديد من الحقوق.

1.1 وضع المساهم في الشركة:

يختلف وضع المساهم بالشركة عن غيره، فأصحاب الأسهم هم في مركز الشريك، اما أصحاب السندات مثلا في مركز الدائن بالنسبة للشركة ومصدر الإلتزامات بين الطرفين وهو عقد القرض، والذي يمثله السند وتقف الإلتزامات عند هذا الحد، وبعبارة أخرى لا يستطيع حامل السند التدخل في الإدارة الداخلية بالشركة بعكس أصحاب الأسهم فهم من مركز الشريك بالنسبة للشركة ومصدر الإلتزامات بين

الطرفين هو عقد الإكتتاب وبهذه الصفة له التدخل في الإدارة الداخلية لممارسة دورهم في الشركة. (سامي، 1997، صفحة 401)

أما بالنسبة لحامل السند يكون دائماً بخلاف المساهم الذي يعتبر مساهماً أو شريكاً في الشركة، كما أن صاحب السند لا يمنح نصيباً من الأرباح وإنما يستحق فائدة سنوية ثابتة، وهو حق سنوي بغض النظر عن المركز المالي للشركة سواء أكانت محل ربح أو خسارة، كما له الحق في إسترداد سنده عند الأجل المحدد للإستيفاء، والتمتع بحق الأسبقية في إسترداد قيمة سنده وبمجرد إستيفاء دينه تنقطع صلته مع الشركة، بخلاف المساهم الذي يحصل على نصيبه من الأرباح ويستمر مع الشركة. (بهنساوي، 2007، صفحة 362)

بالإضافة إلى أن حامل السند لا يتدخل في إدارة الشركة وسيرها فله الحق في المشاركة في الجمعيات العامة للمساهمين، لكن دون حق التصويت، أما المساهم فله الحق في المشاركة في إدارة الشركة وكذلك حضور الجمعية العامة والتصويت فيها وكذا الرقابة على أعمال مجلس الإدارة أو مجلس المديرين.

على الرغم من وضوح التفرقة بين مركز المساهم ومركز حامل السند من حيث أن الأخير هو مقرض، ومن ثم فهو في مركز الدائن للشركة، في حين أن المساهم هو شريك بكل ما ترتبه من آثار ومنها تمتعه بحقوق لا يتمتع بها حامل السند منها الحق في حضور إجتماعات الهيئة العامة والتصويت فيها.

2.1 المساهم عضو في الشركة: .

يرتبط المساهم بالشركة سواء بالإكتتاب الذي يتم بالتعاقد الحر عند بداية التأسيس بين المؤسسين والمساهمين بإرادة سليمة، أو بشراء الأسهم أثناء حياة الشركة وهنا يتحدد وضع المساهم القانوني داخل الشركة، وبإعتباره عضواً فيها لا يجوز حلامانه من هذه العضوية إلا برضاه. (بهنساوي، 2007، صفحة 318)

ويلتزم المساهم بهذه الصفة بإحترام مصلحة الشركة ولا يتصرف إلا ما يحقق مصلحة الشركة ويتمتع فيها بعدة حقوق أهمها حقه في البقاء فيها ولا يجوز إبعاده من الشركة طالما أنه وفى بالتزاماته إتجاهها، أما إذا أخل بها بما يضر مصلحة الشركة فإنه يجوز إبعاده من الشركة قانونياً.

3.1 الآثار المترتبة على كون المساهم عضوا بالشركة:

غلبت فكرة النظام في الشركات المساهمة على فكرة العقد، فقد ظلت النظرية العقدية للشركة المساهمة هي المسيطرة في نهاية القرن التاسع عشر ومع باية القرن العشرين، ثم ظهرت نظرية أخرى جديدة وهي نظرية النظام. (رمضان، 2007، صفحة32)

فهناك حقوق يكتسبها المساهم بصفته شريك في الشركة كالحق في الأرباح الصافية ةالحق في التصويت، وحقه في التنازل عن أسهمه للغير، وحقه في حضور إجتماعات الجمعية العامة وحقه في رفع دعوى المسؤولية ضد أعضاء مجلس الإدارة، وحقه في الحصول على جزء من موجودات الشركة عند التصفية.

وهناك حقوق يكتسبها المساهم بإعتباره عضوا في الشركة كحقه في ضمان إحترام الهيئات الإدارية لمصلحة الشركة وحقه في ضمان إحترام الشروط الخاصة بالنظام الأساسي، كعدم زيادة إلتزامات المساهمين وعدم جواز تغيير جنسية الشركة فالمساهم يغلب عليه طابع العضوية أكثر منه شريك، ذلك أن حق المساهم الأساسي في إحترام مصلحة الشركة، والذي يكتسبه بكونه عضوا في الشركة، يترتب عليه تعاون أعضاء الشركة من أجل تحقيق هدف الشركة.

2-الحقوق المالية للمساهم

يتمتع المساهم بجملة من الحقوق، يكون بعضها ذا طبيعة مالية بينما يكون البعض الآخر ذا طبيعة غير مالية ولعل بروز الحقوق المالية للمساهم هي الحق في قبض نصيبه من الأرباح التي تحققها الشركة (جاسم، 2008، صفحة43)

وحق المساهم في الأرباح الموزعة تمثل الجانب الأساسي لحقوقه من قبل الشركة بل تمثل الهدف الأساسي الذي يسعى إليه المساهم من دخوله إلى الشركة، لذا كان إهتمام المشرع الأول هو حماية وضمان هذا الحق بعدة نصوص منها جنائية ضمنا لوصول هذا الحق إلى المساهم بالإضافة إلى الاحكام القضائية التي أكدت على أهمية هذا الحق بالنسبة للمساهم .

حماية المساهم داخل الجمعية العامة وحقه في التصويت

يعتبر المساهمون الحائزون على أغلبية الأسهم داخل شركة المساهمة الفئة المسيطرة في الشركة باعتبار أن القرارات تؤخذ بأغلبية الأصوات المالكة للأسهم وليس الأغلبية العددية.

في كثير من الأحيان تتعسف الأغلبية المساهمة في اتخاذ بعض القرارات التي لا تخدم مصالح الشركة ولكن يتم اتخاذها لمصلحتها الخاصة وهذه القرارات قد تمس بالحقوق الأساسية للأقلية المساهمة.

الجمعية العامة للمساهمين باعتبارها السلطة العليا في الشركة تختص في كل الأعمال المتعلقة بإدارة الشركة والإشراف على مجلس الإدارة والمصادقة على أعماله، وتقرير توزيع الأرباح وتعيين مراقبي الحسابات، فبواسطة الجمعية العامة يتمكن من التعبير عن إرادة الشركة فقرار تعديل القانون الأساسي في الشركة يعود للجمعية العامة غير العادية كما تسهر هذه الأخيرة على مصلحة الشركة، أما الجمعية العامة العادية فتمتع بسلطة اتخاذ القرار في شأن قبول حسابات الشركة وسلطة تعيين المسيرين، فللمساهمين دور مهم في اتخاذ قرارات الجمعية العامة وبالتالي لهم دور مهم في تكوين إرادة الشركة. وبما أن قرار مداولة الجمعية العامة هو قرار جماعي للمساهمين فيجب توفر قبول كل مساهم لصحة المداولة وهذا ما يمنحها وصفها الجماعي، فلكي يكون العمل الجماعي صحيحا يجب أن يتمكن كل مساهم من ممارسة حقه الأساسي في التصويت فالتبيعة الجماعية لمداولة الجمعية العامة تتعارض مع منع أي مساهم من التعبير عن إرادته لذا سنتولى الحديث عن حماية المساهم داخل الجمعية العامة أولا وحق المساهم في التصويت على الجمعيات العامة ثانيا (رمضان، 2007، صفحة 701).

حماية المساهم داخل الجمعية العامة

لم يعد هناك تسليم بسياسة المنع التام للأقلية وفرض السيادة الكلية للأغلبية، كما انه من زاوية أخرى أن منح الفرصة للأقلية للدفاع عن حقوقها قد يهدد بفرض مصالحها على حساب مصلحة الشركة، لذلك فإن الاتجاه العام أن تكون حماية أقلية المساهمين تمثل إطارا لحماية مصلحة الشركة إلا إن الحماية التامة لمصلحة الأقلية قد يشمل عمل الأغلبية لذلك فإن التشريعات اتجهت نحو وضع بعض القيود على سلطة الأغلبية بغرض السماح للأقلية للمشاركة في قرارات الشركة وإجراء الرقابة عليها وتسمح فيها حماية حقوقها ضد تعسف الأغلبية (رمضان، 2007، صفحة 701)

حق المساهم في التصويت داخل الجمعية العامة

حق التصويت هو من المفاهيم الأساسية التي تدير شركة المساهمة، وهو يجسم أسمى معاني الديمقراطية في الجمعيات العامة للمساهمين تماما مثل حق الانتخاب الذي يتمتع به المواطنين في الحياة السياسية للدولة.

إن الدور الذي يلعبه حق التصويت والأهمية التي يكتسبها متعلق إلى حد كبير بالطبيعة القانونية

لشركة المساهمة. (Francois, 2003, p75)

الجمعية العامة للمساهمين باعتبارها السلطة العليا في الشركة تختص في كل الأعمال المتعلقة بإدارة الشركة والإشراف على مجلس الإدارة والمصادقة على أعماله، فبواسطة الجمعية العامة يتمكن من التعبير عن إرادة الشركة، فقرار تعديل القانون الأساسي لشركة المساهمة يعود للجمعية العامة غير العادية، وممارسة حق التصويت يتم داخل الجمعية العامة.

حق المساهم في حضور الجمعية العامة والتصويت:

حق التصويت هو الآخر من الحقوق الأساسية للمساهم، لا يجوز حرمانه منه، والأصل أن لكل مساهم صوت بحيث يكون له عدد من الأصوات بقدر عدد الأسهم التي يحوزها، وهذه القاعدة تعد تطبيقاً لمبدأ المساواة بين المساهمين .

الأصل العام أن لكل مساهم صوت، فتناسب حق تصويت المساهم مع حصته في رأسمال الشركة، أي مع عدد أسهمه الممثلة لحصته في رأس المال وهنا لا يقصد بتناسب الأصوات المساواة التامة بين المساهمين. إذ أن مبدأ تناسب الأصوات مع رأسمال هو أن يمارس المساهم حقه في التصويت داخل الجمعية العامة وبالتالي المشاركة في إدارة الشركة والتأثير على القرارات المتخذة حسب قيمة وعدد الأسهم التي يملكها في رأسمال الشركة. (فوضيل، 2007، صفحة 287)

فكلما حاز المساهم على عدد أكبر من الأصوات كلما كان تأثيره على القرارات المتخذة في الجمعية العامة أكبر. بينما المساهم الذي له عدد أقل من الأصوات فلا يكون له وزن وثقل داخل الجمعية العامة أو حتى ادنى تأثير على قرارات أغلبية المساهمين. ونظرا للاعتبار المالي الذي تقوم عليه شركة المساهم، فرأس

مالها أهم من الأشخاص المساهمين فيها لذا ليس لكل المساهمين نفس الحقوق، بل تقاس حقوقهم خاصة حق التصويت بمقدار مساهمتهم في تكوين رأس المال.

إن مبدأ تناسب الأصوات يحقق المساواة والعدل داخل الشركة، ولكن هي مساواة بين الأسهم وليس بين المساهمين. فليس هناك مساواة بين المساهم يملك الأغلبية ومساهم صغير، بل أكثر من ذلك هي مساواة بين أسهم من نفس الفئة.

في الحقيقة ونظرا لأهمية هذا الموضوع فقد وضعت منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية (OECD) مجموعة من الأسس والضوابط التي يمكنها قياس ممارسة حوكمة الشركات في الدول المختلفة وفي كافة الأسواق، وتطور هذه الأسس وتلك الضوابط حول هاته المعايير: (موسى، 2010، صفحة 24)

حقوق المساهمين: ولا شك أن حقوق المساهمين يمكن إجمالها في: "أمن ملكية الأسهم، والحق في الإفصاح التام عن المعلومات، وحقوق التصويت، والمشاركة في قرارات بيع أو تعديل أصول الشركة بما في ذلك الدمج، والمسائل المتعلقة بالأسهم الجديدة، وحماية قيمة الشركة، إن أهم ضوابط حوكمة الشركات هو العمل على حماية حقوق المساهمين، وبصفة خاصة حقوق الأقلية والتي عادة ما تهدر من خلال سيطرة بعض المساهمين على مجالس إدارة الشركات، ومن ثم السيطرة على الشركة بما سيتبعه من إهدار لحقوق الأقلية.

الإفصاح والشفافية: إن التزام الشركات المصدرة للأوراق المالية بالإفصاح والشفافية يمثل العمود الفقري لسوق تلك الأوراق، حيث تقدر كفاءة سوق الأوراق المالية بقدر ما يتوافر فيه من شبكة معلومات وبيانات قوية صادقة تعطى للكافة في إطار من المساواة والعدالة، ويقصد بهذا المبدأ توفير الشركة المعلومات والتقارير التي تمكن المستثمرين من معرفة المركز المالي الحقيقي للشركة والذي يمكنهم من تحديد موقفهم من الشركة حاليا ومستقبلا مع احتفاظ الشركة بحقها في حجب ما تراه ضروريا منها لعدم الإضرار بالشركة أو بمركزها المالي أو بمصلحة الشركاء أو المساهمين فيها. (موسى، 2010، صفحة 54)

معاملة عادلة للمساهمين:

يقتضي مبدأ المساواة بين المساهمين أن توزع الحقوق والالتزامات بالتساوي بين المساهمين، أي فئة مهما كانت ضالة مساهمتها في تكوين رأس مال الشركة، ونخص بالذكر الأولوية المساهمة، إلا أن مبدأ المساواة بين المساهمين ليس بالمطلق، إذ ترد عليه استثناءات، بحيث يجوز أن يمنح بعض المساهمين حقوقا تفوق حقوق وامتيازات المساهمين الآخرين.

إن الأسهم هي أقسام متساوية في رأس مال الشركة، والتساوي في القيمة الإسمية للسهم يؤدي إلى المساواة لإي إلتزامات المساهمين وحقوقهم بالنسبة لحصتهم في الأسهم أي في رأس المال، إذ يحرر المساهمون قيمة أسهمهم على أساس أنهم يستفيدون من توزيع موجودات الشركة وفائض التصفية بعد إعلانها وفي المقابل يتحملون الخسارة بنسبة قيمة أسهمهم.

فالفائدة من تساوي قيمة الأسهم هي تسهيل تقدير الأغلبية في الجمعيات العامة للشركة كما أن التساوي في قيمة الأسهم يساعد على توزيع الأرباح بحسب عدد الأسهم التي يملكها كل مساهم، كذلك تساعد على تنظيم سعر الأسهم في البورصة.

وتعتبر المساواة في الحقوق والالتزامات المبدأ العام، إلا أن هذا المبدأ ليس من النظام العام، ولذا يجوز مخالفته، إذ يمكن للشركة أن تصدر إسمها تتمتع بإمتيازات لا يتمتع بها أصحاب الأسهم العادية، كأن تكون أسهما لها الأولوية في الحصول على الأرباح أو في القسمة الناتجة عن التصفية وغيرها من الأسهم الممتازة، ومن أجل معرفة طبيعوية المساواة بين المساهمين يجب تحديد طبيعة الشركة.

فمن متطلبات الحوكمة الإهتمام بحقوق الأقلية من حملة الأسهم، لهذا جاء مبدأ المساواة في التعامل بين جميع المساهمين، هذا المبدأ وضعته منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية لصياغة نظام لحوكمة الشركات، وفي الحقيقة المبدأ يقوم على وضع إطار يمكن من خلاله منع المديرين التنفيذيين من إستغلال وظائفهم على حساب مصالح الأقلية مرفوض نهائيا، وعلى المديرين الإفصاح الكامل عن المصالح المادية.

فالمعاملة العادلة في التوزيع هي التي تحقق الإستقرار للشركة وتحافظ على روح الود فيها، وذلك على العكس عندما يشعر الاقلية أو بعض حملة الأسهم أن هناك إزكاء لبعض حملة الأسهم على حساب الآخرين، حيث أن القاعدة العامة هي تساوي الأسهم التي تصدرها الشركات المساهمة في الحقوق التي

تمنحها لمالكها، فحاملو الأسهم يعاملون معاملة واحدة سواء أثناء حياة الشركة أو بعد إنقضائها وتصفية أموالها، مع هذا فإن قاعدة التساوي في الحقوق ليست من النظام العام، بما يعطي الحق للشركة في تقرير بعض الإمتيازات لأسهم معينة، يطلق عليها الأسهم الممتازة.

فهذه المعاملة العادلة تقضي على الممارسات السلبية التي من الممكن أن تضر بالشركة بصفة خاصة، وسوق المال بصفة عامة، فالتوزيع العادل يضمن بدون شك قدرا ملائما من الطمأنينة لحملة الأسهم، بما يحققه من عائد مناسب لمساهمتهم ومن حفاظ على حقوقهم، خاصة عندما يكون هؤلاء من حائزي أقلية الأسهم.

في الواقع إن المعاملة العادلة لحملة الأسهم، خاصة المعاملة المالية، من شأنها تعظيم القيمة الإسمية لشركة، وتدعيم لقدراتها التنافسية في أسواق المال المحلية والعالمية من خلال كسبها لثقة المتعاملين في الأسواق هذا فضلا عن تجنبها لوقوع الشركة في مغبة الأزمات المالية لمل تكشفه عن حالات للتلاعب والفساد وسوء الإدارة.

إن المعاملة العادلة لحملة الأسهم تساعد على نجاح وصلاح الشركة، لما تبرزه من حرص الإدارة على أصحاب المصالح فيها، مع هذا فإن المعاملة العادلة لن تأتي إلا من خلال المشاركة الفعلية في وضع الأسس التي يتم على أساسها توزيع الأرباح.

مسؤوليات مجلس الإدارة:

في الواقع يعتمد هذا الإلتزام بصورة أساسية على نظام ملكية الشركة، وكون هذه الأخيرة تخضع لنظام الملكية المركزة (الداخليين) أو الملكية المتنوعة (الخارجيين) ففي نظام الملكية المركزة من السهل إرغام مجلس الإدارة على الإلتزام بعدم تجاوز الإختصاصات المخولة له، حيث يكون لدى الداخليين القدرة والحافز على مراقبة المجلس عن كثب، ومن ثم تضييع الفرصة على إدارة الشركة للإتجاه نحو إتخاذ القرارات التي تضر بمصالحهم أو تقلل من فرص تحقيق الأرباح أو تؤثر على أداء الشركة على المدى الطويل. يضاف إلى ذلك أن نظام الداخليين قد يؤدي في بعض الحالات إلى إهدار حقوق الأقلية .

أما في نظام الملكية المتنوعة (الخارجيين) يؤدي إمتلاك عدد كبير من الأشخاص لأسهم الشركة إلى عدم تحفز صغار المساهمين إلى مراقبة أنشطة الشركة عن قرب، بل إن البعض منهم قد يميل إلى عدم الإشتراك في القرارات أو السياسات التي تنتهجها الشركة، لهذا يعتمد الخارجيين على أعضاء مجلس

إدارة مستقلين في مراقبة ومراجعة سلوك الإدارة، ويميل الأعضاء المستقلون إلى الإفصاح عن المعلومات صراحة وبطريقة منصفة وتقييم أداء الإدارة بموضوعية وحماية حقوق المساهمين بكل قوة، ونتيجة لذلك تعتبر أنظمة الخارجيين أكثر قابلية للمساءلة والمحاسبة وأقل عرضة للفساد، كما تميل إلى تشجيع أسواق رأس المال ذات السيولة.

حماية حق المساهم في الحصول على الأرباح وتداول أسهمه:

يعد حق المساهم في الحصول على الأرباح وتداول أسهمه أحد أهم الحقوق الأساسية وهو يستمد هذا الحق بصفته هذه بحكم القانون ولا يمكن حرمانه منها بشكل عام .

حماية حق المساهم في الحصول على الأرباح

يكون تحقق الأرباح محاسبيا عن طريق المقارنة بين التكاليف التي تبذلها الشركة وبين العائد الإجمالي ومن مجموع هذه العائدات يتكون الربح الإجمالي للشركة في سنتها المالية، والربح القابل للتوزيع هو الربح الصافي أي الربح الناتج عن العمليات التي باشرتها خلال السنة المالية.

ويكون تحقق الأرباح محاسبيا عن طريق المقارنة بين التكاليف التي تبذلها الشركة وبين العائد الإجمالي ومن مجموع هذه العائدات يتكون الربح الإجمالي للشركة في سنتها المالية، والربح القابل للتوزيع هو الربح الصافي أي الربح الناتج عن العمليات التي باشرتها خلال السنة المالية.

ولا يكفي لتوزيع الأرباح صدور قرار من الجمعية العامة بالتوزيع على المساهمين بل لابد من توافر هذه الصفة وقت توزيع الأرباح فإن زالت عنه لأحد الأسباب فلا يستحق حصته في الأرباح، فإن تنازل عنها المساهم سواء كانت أسهما اسمية عن طريق التأشير عنها بالتنازل عنها في سجلات الشركة استحق هذا الأخير الأرباح وذلك بالشروط التي يتطلبها نظام الشركة، أو انتقالها من يد إلى أخرى إذا كانت أسهما لحاملها فالعبرة بحامل الصك عند تقديمه إلى الشركة للحصول على الأرباح دون البحث عن ملكيتها لها، كما أن ملكية الأسهم ينتقل بالبيع بالتنازل أو المبادلة سواء كانت أسهما اسمية أو لحاملها فإنها تنتقل أيضا بالميراث، فإذا توفي صاحب السهم . انتقلت ملكية السهم إلى الورثة كأحد منقولات تركته. (سامي، 1997، صفحة 512)

طبيعة حق المساهم في الأرباح بين قرار التوزيع والوفاء بالأرباح

عندما تنشأ رغبة الساهم في الدخول إلى الشركة والإرتباط بها بإكتتابه في أسهمها يكون هدفه الحصول على الأرباح وبالتالي يكون المساهم له حقوق إلتزامات تنشأ عن عقد الإكتتاب وهي ذات طبيعة خاصة ليست كالحقوق والإلتزامات المترتبة على العقود العادية وهذا ما يفسر لنا إستقلال الشركات المساهمة بشخصيتها المعنوية.

وحق الأرباح بصفة خاصة الذي يمارسه المساهم من قبل الشركة هو حق دائني إذغ تحققت وبصدور قرار من الجمعية العامة بتوزيعها، ذلك ان الأموال التي تساهم في رأس المال ي تظهر إلا بعد مضي مدة معينة وتظهر في صورة أرباح وهو ايضا ما إعتبره المشرع حقا دائما يثبت للمساهم من قبل الشركة وله الحق أن يطالب به الشركة بإعتباره حقا مملكا له. (جاسم، 2008، صفحة71)

مبدأ مصلحة الشركة كقيد للمساهم في الحصول على الأرباح

حق المساهم في الحصول على الأرباح تعد من الحقوق الأساسية التي يتمتع بها المساهم بل أهم الحقوق الأساسية التي يسعى إليها للحصول عليها وأن الحقوق الأساسية الأخرى ما هي إلا لخدمة هذا الحق لذلك لا يجوز حرمان المساهم من هذا الحق إلا إذا وجد أحد الموانع التي تعوق المساهم للحصول على الأرباح سواء أكان المانع راجع إلى الشركة أو إلى المساهم وكما ذكرنا فإنها موانع مؤقتة وسرعان ما يعود للمساهم مرة أخرى.

ومصلحة الشركة قيد على حق المساهم في الأرباح والذي يعبر عن مجموع المصالح الفردية للمساهمين فمصلحة الشركة بتكوين إحتياجات من أجل تمويل نشاط الشركة يعد قييدا على حق المساهم في الحصول على الأرباح.

حق المساهم في التصرف في أسهمه وتداولها

إن عملية نقل ملكية الأسهم، وهي تمثل تمثل حوالة حق للمساهم على الشركة المصدرة للأسهم إلى مساهم آخر، ينشأ له حقا إتجاه الشركة والإدارة وتكون له علاقة مباشرة مع الشركة تمكنها من مطالبته بالمتبقي من قيمة الأسهم عند حلول أجل الأقساط ويطلق على عملية النقل هاته بحق المساهم في تداول أسهمه.

ويعد هذا الحق أي حق المساهم في تداول أسهمه من الحقوق الأساسية التي نص عليها القانون وخاصة التداول تعد من النظام العام، وحق المساهم الأساسي في تداول أسهمه يختلف باختلاف نوع السهم فإذا كان إسمياً إنتقل عن طريق إجراءات رسمها المشرع لهذا الغرض بالقيود في سجلات الشركة أما إن كان لحامله إنتقلت ملكيته بمجرد إثبات الحق في الصك المثبت لملكيته، كما تعد صفة التداول من الخصائص الجوهرية المميزة للسهم، وفي حالة تخلفها يفقد السهم ماهيته (رمضان، 2007، صفحة 319)

3- مبدأ تداول الأسهم:

يشكل التداول إحدى الخصائص الأساسية للسهم، فمن دونه لا تأخذ الشركة شكل شركة مساهمة. وعلى العموم، فإن التداول هو عملية شراء وبيع الأسهم في السوق المالية (البورصة) ولفترة وجيزة، وبصيغة أخرى فهو يعني التعامل في الأوراق المالية بيعاً وشراءً في السوق وبسرعة كبيرة مقارنة بالعمليات التجارية الأخرى، وهذا ما يستدعي تحديد أساس هذا المبدأ.

1.3 مبدأ تداول الأسهم وإجراءات تداولها:

يجوز لكل مساهم (مالك السهم) أن ينقل ملكيته أو جزء منها لأحد المساهمين، وهو ما يقصد به خاصية قابلية السهم للتداول، فهي الصفة الجوهرية له والتي تميزه عن حصة الشريك في شركات الأشخاص، كما يعتبر مبدأ التداول في النظام العام لا يجوز مخالفته وأياً كانت تلك القيود، يبقى للمباهميو ومدى واسع لدرجة ان إبطال الشركة لا يؤدي إلى بطلان تداول السهم طالما أن هذه الأسهم صحيحة من حيث الشكل.

لأكثر من ذلك فإن قابلية الأسهم للتداول تبقى قائمة حتى بعد حل الشركة وإلى أن تزول شخصيتها المعنوية بإنهاء عملية التصفية وقفلها، الحقوق التي يمثلها السهم يتوقف على شكل تحديده، والذي يأخذ في العمل أحد الأشكال الثلاثة، فهو إما ان يصدر إسمياً أو لحامله أو لأمر في حالات نادرة. فإذا صدر السهم إسمياً، أي بإسم شخص معين فإن تداوله يتم عن طريق قيده في السجلات التي تعد لهذا الغرض في مركز الشركة ويطلق على هذه العملية بالتحويل.

أما إذا صدر السهم لأمر شخص معين فإن تداوله يتم عن طريق التطهير.

أما إذا صدر السهم لحامله ويكون كذلك عندما لا يصدر بإسم ولأمر شخص معين، وإنما يتضمن عبارة لحامله فإن تداوله يتم بالتسليم من يد إلى أخرى ويطلق علة هذه العملية بالتسليم.

إلى جانب هذي الطريقتين المتبقيتين توجد طريقة حديثة آلية تتبع في تداول أسهم شركات المساهمة حيث يسهل بها تداول الأسهم سواء كانت إسمية أو لحامله ويطلق عنها بطريقة التسجيل في الحساب الجاري. (فوضيل، 2007، صفحة 198)

2.3 أساس مبدأ تداول السهم:

باعتبار أن الأسهم في شركات المساهمة هي قيم منقولة فإنها تتميز بقابليتها للتداول فإن فقدت هذه الأسهم طابع التداول فقدت الشركة صفة المساهمة فمبدأ تداول الأسهم وهو أساس الشركة المساهمة، فالتداول هو المعيار الذي يميز السهم عن الحصة في شركات الأشخاص، هذا إلى جانب كونه حق مصدره السهم ذاته، مادام أن الوفاء بالقيمة الاسمية بالكامل للأسهم التي اكتتب بها في رأس المال يمنح صاحبها (المساهم) حق التصرف فيها بطريق تداولها. (بين، 2005، صفحة 4)

فمبدأ تداول الأسهم خاصية مرتبطة بالسهم وعليها يقوم هذا المبدأ، وهو لا يعد بمنأى عن بقية الأوراق المالية والتجارية بصفة عامة، إذ يتأسس عليها وتتأسس عليه في ذات الوقت. كما وأن من ميزة تداول القيم المنقولة تصفيتها من جميع العيوب العالقة بها، هذا ما يبعث في نفوس المتعاملين الثقة.

3.3 إجراءات تداول الأسهم

إن السهم يمثل حصة الشريك في الشركة، وهذه الحصة يمكن التصرف فيها بالبيع أو الرهن عن طريق تداول السهم الممثل لها بالطرق التجارية. والتصرف بحصة الشريك في شركات المساهمة عن طريق تداول الأسهم أهم ما تمتاز به شركات الأموال عن شركات الأشخاص التي لا يجوز للشريك فيها أن يتصرف بحصته كقاعدة عامة. على أن تداول الحقوق التي يمثلها السهم يتوقف على شكل تحديده، والذي يأخذ في العمل أحد الأشكال الثلاثة، فهو إما أن يصدر اسمياً أو لحامله أو لأمر في حالات نادرة.

عادة ما يكون عدد المساهمين كبيراً، وكثيراً ما تكون شخصياتهم مجهولة، في هذه الحالة فإن مصلحة الشركة تبدو في إمكانية تداول الأسهم حتى يقبل الناس على شرائها، وفي ذلك تعزيز لانتمان الشركة

وازدهارها، هذا الأخير تدعمه وسائل تجارية تسهل عملية تداول وانتقال الأسهم كالتسليم في حالة السهم لحامله والتحويل في حالة السهم الإسمي وهو ما نوضحه على النحو التالي:

التداول بطريق التسليم:

وتسمح هذه العملية بتداول الأسهم التي لا تصدر باسم شخص معين، بل تصدر لحاملها، فيعتبر حامل السهم مالكا لها وتنتقل ملكية هذه الأسهم بمجرد التسليم. إذ يتضمن رقما مسلسلا لتمييزه عن بقية الأسهم، فالحق الثابت في السهم يندمج في الصك نفسه فتصبح حيازته دليلا على الملكية، ولهذا السبب يعتبر السهم لحامله من قبيل المنقولات المادية التي يسري في شأنها قاعدة "الحيازة في المنقول سند الملكية متى كان الحائز حسن النية." (الفاقي، 2002، صفحة 294)

على هذا، فإن لهذه الطريقة إيجابيات مادام أنها تسهل عملية نقل القيم المنقولة الثابتة على متن السهم بصفة سريعة، بحيث تكفي فيها مادام أنها تتوافر على عنصر الرضا، غير أنها تشكل في ذات الوقت تهديدا أو خطرا حيازة السهم لحامله باعتباره منقولا قد تنتفي فيه عنصر الرضا وحسن النية مما يحول دون إمكانية الاحتجاج بهذا السهم في هذه الحالات من قبل الشركة مما دعا لإيجاد طريقة أخرى لتداول الأسهم وهي طريقة التحويل.

التداول بطريق التحويل:

وتسمح هذه العملية بتداول الأسهم التي تصدر باسم شخص معين (الأسهم الاسمية) والتي تثبت ملكيتها بقيد اسم المساهم في دفاتر الشركة، فعند تداولها تنتقل ملكيتها بإصدار سند جديد يحمل اسم المحال إليه وتسجيله في سجل التحولات، ويمتاز هذا النوع من طرق التداول بمزايا تتخلص في أنه يضمن للمساهم تأمينه من خطر ضياع السهم أو سرقة حيث يظل حقه مثبتا في دفاتر الشركة، كما يسمح للمسيرين من مراقبة تداول الأسهم حتى يتمكنوا من تطبيق شرط الموافقة خصوصا إذا اشترط في القانون الأساسي الشكل الاسمي.

لما كانت الطرق التجارية المتبعة (التسليم والتحويل) في تداول الأسهم طرقا تنفرد بشكل معين من الأسهم، فإن عالم التجارة بما يتطلبه من السرعة في المعاملات والسهولة في إجراءات تداول الأسهم صار يتطلب توافر وسيلة حديثة تساير هذه الميزة وتسري على كل الأسهم

باختلاف أشكال صدورها، هذه الأخيرة اصطلح عنها بطريقة التسجيل في الحساب الجاري، بحيث تنقسم حصص الشركاء في شركات المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة، هذه الأسهم تكون قابلة للتداول بالطرق التجارية، فإلى جانب طرق التداول المتبعة في معظم التشريعات (التسليم والتحويل) فقد أجاز المشرع طريقة مستحدثة تستعمل كوسيلة في التداول والنقل الآلي للأسهم لمن حساب الآخر، والتي يصطلح عنها بطريقة التسجيل في الحساب الجاري.

المبحث الثالث: هيكل الملكية .

تتباين أنواع وأشكال هياكل ملكية الشركات تبعا لعوامل متعددة أهمها: نشاط الشركة، وحجمها، والفرصة الإستثمارية المتوافرة فيها، والقابلية لدى كيار الملاك بدخول ملاك جدد قد يكون لهم اهداف في السيطرة على الشركة بالإضافة إلى التشريعات السائدة.

في السوق الكفؤ يعكس سعر السهم جميع المعلومات عن الشركة المصدرة لهذا السهم، ومن هذه المعلومات ما يتعلق بأي تغير يحدث في هيكل الملكية أو إدارتها أو أعضاء مجلس الإدارة بالإضافة إلى أسواقها وربحياتها ومستقبلها، ولهذه الأمور كلها إنعكاس على السياسات المالية سلبا أو إيجابا.

المطلب الأول: مفهوم هيكل الملكية (Ownership Structure):

يمتلك الأفراد حرية الإختيار في التصرف بمدخراتهم و ثروتهم مابين إنفاقها على حياتهم اليومية أو إستثمارها للمستقبل، فإذا ما إختاروا إستثمار هذه المدخرات فإن أحد البدائل المتاحة أمامهم شراء أسهم إحدى الشركات المساهمة العامة أو شراء أسهم أكثر من شركة (Boodie & all, 2010, P3)، وبالتالي أصبح هذا الفرد أو الأفراد ملاكا في هذه الشركة ونسبة ملكية أحدهم هي عدد أسهمه التي إمتلكها مقسوما على العدد الكلي لأسهم هذه الشركة.

وإن ما ينطبق على الأفراد ينطبق أيضا على فئات أخرى مثل الشركات سواء كانت خاصة أو حكومية وعلى الشركات والصناديق الإستثمارية وأية جهة أخرى يتوفر لديها سيولة فائضة عن حاجتها، وترغب في إستثمارها فإن أحد البدائل الرئيسية المتاحة هو أن يتم إستثمار هذه السيولة من خلال شراء الأسهم، مما يجعل أيا من هذه الفئات أحد الملاك في الشركة، وإن الأفراد والشركات والمؤسسات والصناديق الإستثمارية وخلافها ممن يمتلكون نسبا مختلفة من أسهم الشركة (على إختلاف مقدار حصة

كل سهم)يشكلون بمجموعهم ما يسمى هيكل الملكية، وبمعنى أكثر إختصاراً، فإن هيكل الملكية هو تلك الفئات والجهات التي تمتلك معاً أسهم الشركة.

1-تعريف هيكل الملكية ومحدداته:

إن هيكل ملكية الشركات يعتبر نظام معقد للقوى القانونية، والمؤسسية، والسوقية التي تخضع لها الشركات، حيث أدى ظهور الشركات الكبيرة الحجم في العالم إلى انفصال الملكية عن التسيير من جهة، وانفصال الملكية عن الرقابة من جهة أخرى وذلك بسبب التنوع الكبير لملكية رأس المال والذي نتج عنه بروز نوعين من المساهمين: المساهمين الأغلبية الذين يملكون غالبية رأس مال الشركة ونسبة تصويت عالية في مجلس الإدارة وبالتالي لديهم قدرة أكبر على رقابة الشركة والتأثير في اتخاذ القرارات فيها والمساهمين الأقلية الذين يملكون جزء قليل من رأس مال الشركة لا يسمح لهم بالرقابة عليها مما يمكن أن يؤثر على أداء الشركة وثروة المساهمين (Desoky & Mousa , 2013, p165)

1.1 تعريف هيكل الملكية:

لقد إنحصرت الأدبيات السابقة التي عرفت هيل الملكية في عدد محدود جداً، على الرغم من تعدد الدراسات التي بحثت الجوانب المختلفة له والآثار التي تنجم عنه وعن المتغيرات التي تحصل في مكوناته، وسندرج بعض التعاريف فيما يلي:

▪ عرف (Jensen & Meckling, 1976) هيكل الملكية من خلال توزيع حقوق الملكية فيما يتعلق بالأصوات ورأس المال ولكن أيضاً من خلال هوية مالكي الأسهم، حيث حاول هؤلاء الاقتصاديون تطوير نظرية هيكل ملكية الشركة من خلال دمج عناصر من نظرية الوكالة ونظرية حقوق الملكية ونظرية التمويل (Zheka, 2003, p7)

▪ عرف (Jiang, 2004) هيكل الملكية بأنه: "توزيع ملكية أسهم الشركة على فئات المساهمين.

▪ عرف (Foroughi & Fooladi, 2011) هيكل الملكية بأنها: "الفئات التي تمتلك حصة من أسهم الشركة وتحدد نسبة ملكية كل فئة بحاصل قسمة عدد الأسهم التي تمتلكها تلك الفئة إلى إجمالي عدد أسهم الشركة"

كما عرف هيكل الملكية بأنه مجموعة حصص رأس المال التي تمتلكها المجموعات والأفراد والتي تشكل في مجموعها رأس مال المؤسسة، وبإختلاف هذه المجموعات فإن إهتماماتها ومصالحها وتأثيراتها في القرارات الإدارية والمالية تختلف. (الروسان، 2017، صفحة16)

يعبر هيكل الملكية عن هويات حملة الأسهم في المؤسسة وحجم ممتلكاتهم، ويعتبر المتغير الرئيسي الذي يؤثر على نتائج الشركة، وأوضحت العديد من الدراسات السابقة (Choi(2018), Hassan et al. (2018)، أنه يمكن التمييز بصفة عامة بين نوعين رئيسيين من هياكل الملكية في الشركات المساهمة وهما الملكية المركزة والملكية المتنوعة (المشتتة). (أبو العلا، 2020، صفحة7)

وعرف (Bokpin(2011) هيكل الملكية بأنه يتكون من مصدرين مصدر داخلي يتكون من المديرين المالكين للأسهم ومصدر خارجي يتكون من حاملي الأسهم والدائنين ويتحدد مفهوم هيكل الملكية في الشركة عبر: (Gerard Charreaux,1991,P5)

أ- ملكية رأس المال (Capital Structure)

ب- طبيعة المساهمين (Sharholders Nature)

أ- ملكية رأس المال: ويقصد به نسبة إمتلاك حقوق الملكية من طرف المساهمين في الشركة، أو بطريقة أخرى درجة توزيع الملكية وتقاسمها بين المساهمين، فنظرا للتطورات التي تشهدها المؤسسات المالية وغير المالية في العلم والإرتباط الكبير بالبورصة، تنوعت هيكله الملكية في تلك الشركات، حيث أصبح للشركات العديد من المساهمين، فقد تمتلك الشركة صغار المساهمين الذين يكون تأثيرهم في إدارة الشركة منخفضا، أو العكس في حال وجود كبار المساهمين في الشركات والذين يمتلكون أغلبية الأسهم.

ب- طبيعة المساهمين: ويقصد بها نوعية المساهمين فقد كان المساهم فردا واحدا هو نفسه المسير في الشركة، ثم تعدد المساهمون الأفراد وأصبح المساهمون عبارة عن شركات إقتصادية ومالية كالبنوك ومؤسسات التأمين وصناديق الإستثمار، لذا قسم المساهمون إلى 3 أنماط:

ب.1 المساهمون المسيريون: توجد 3 أنماط للعلاقة بين المسير والمساهم:

▪ نظرية توافق الإهتمامات

▪ نظرية الحيادية

▪ نظرية التجذر

نظرية توافق الإهتمامات: :

إن تركيز الملكية لدى المسير يؤثر على الأداء في الشركة، فإمتلاك المسير لجزء مهم من رأس مال الشركة يخفض الفجوة في الإهتمامات بينه وبين باقي المساهمين وهو ما توصل إليه *Jensen&Meckling* و *Shleifer& Vishny*، فلا يقوم هؤلاء المسيرين بإتخاذ قرارات تؤدي إلى إنخفاض قيمة الشركة، فالتكاليف التي يتحملها هؤلاء بصفتهم مساهمين مرتبطة بحصتهم في الشركة والتي ترتفع بإرتفاع هذه الأخيرة، وبالتالي ترى هذه النظرية أن وجود مسير يمتلك حصة كبيرة من الأسهم يرتبط بعلاقة إيجابية مع أداء الشركة.

نظرية التجذر:

عند إمتلاك المسير لجزء كبير من أسهم الشركة فإنه من الصعب التحكم في قراراته حتى وإن إعتبر أداءه ضعيف وغير مرضي، ومع مرور الوقت تصبح لديه الإمكانية في إجتماعات المساهمين بشكل مباشر، وبشكل غير مباشر في قرارات الشركة ككل، في حين أن تركيز الملكية في يد مساهم خارجي (لا ينتمي إلى أعضاء مجلس الإدارة أو الإدارة) قد يخلق تعارضا في الإهتمامات بين هذا الأخير وباقي المساهمين، حيث تظهر تعارض المصالح بين صغار المساهمين وكبار المساهمين في الشركة.

في الوقت الذي يمتلك فيه ذوي الأغلبية في الأسهم سلطة أكثر على حقوق التصويت، لذلك توجب توفير الحماية القانونية ليس فقط للمساهمين ضد التلاعب المالي للإدارة، وإنما أيضا لصغار المساهمين ضد سيطرة كبار المساهمين، أي ان المدافعين عن هذه النظرية يرون أن وجود تركيز الملكية لدى أعضاء مجلس الإدارة لا يؤدي بالضرورة إلى تحسين الأداء وإنما قد يؤدي إلى إستعمال الشركة لتحقيق الأهداف الشخصية للمساهم.

■ نظرية الحيادية:

وترى هذه النظرية أن هيكله الملكية لا تحمل أية أثر على أداء الشركة، وهو ما توصل إليه *Demsetz & Lehn* سنة 1985، حيث أكدا ما توصل إليه *Demsetz* سنة 1983، والذي يرى بأنه لا يوجد أي سبب يمكن أن يربط الربحية بهيكله الملكية.

ب.2 المساهون المؤسساتيون:

وهي الشركات الرئيسية التي تستثمر في الشركة مثل البنوك وشركات الإستثمار، ويتمتع المساهمون المؤسساتيون بالخبرة الكافية وتمتاز عن الأفراد بخبرتها في إستخدام التقارير المالية لأغراض التحليل المالي مما يشكل دافعا لإهتمامها بجودة التقارير المالية، حيث توصل *Shleifer & Vishny* إلى وجود علاقة بين وجود المساهمين المؤسساتيون وبين تحسن الأداء في الشركات، بحيث يعتمد ذلك على سلوك هؤلاء وطبيعتهم ونشاطهم داخل الشركة حيث قد يكون لهم أثر إيجابي أو سلبي.

ب.3 المساهمون الماليون:

هو المساهمون الذين يستطيعون الحصول على المعلومات حول الشركات المنافسة وقطاع الشاط، حيث يمكنهم معالجة المعلومات المالية والإقتصادية ذات الاهمية البالغة بالنسبة للشركة، كما يمكنهم مقارنة أداء المسيرين في الشركة بغيرها من الشركات المنافسة، وهذا يستدعي في بعض الاحيان إلى اللجوء إلى أطراف خارجية متخصصة للحصول على نظرة شاملة على الأوضاع المالية، مما يرفع من تكاليف هؤلاء المساهمين مقارنة بالمساهمين الأفراد .

2.1 تصنيفات لهياكل الملكية:

حدد *Bebchuck* سنة 2000 ثلاث آليات لتحديد تصنيفات لهياكل الملكية، مع إلغاء القاعدة التي تربط أن لكل سهم واحد حق تصويت واحد والتي تسمح بالفصل بين حقوق التدفقات النقدية (الملكية) وحقوق الرقابة (حق التصويت) هذه الآليات هي: (*Ben Amar Walid, 2004, P8*)

▪ هياكل ملكية من عدة أصناف

▪ هياكل ملكية هرمية.

▪ هياكل ملكية ذات مساهمات متبادلة .

1.2.1 هياكل الملكية المكونة من عدة أصناف من الأسهم مع حقوق تصويت مختلفة: يمثل إصدار عدة أصناف من الأسهم مع حقوق تصويت مختلفة الوسيلة الأبسط للفصل بين حقوق التدفقات (الملكية) وحقوق الرقابة.

إذا نجد داخل هذا الهيكل للملكية تمنح الفئة الأولى من الأسهم A حق التصويت لكل سهم في حين تخلو الفئة الثانية من الأسهم B من حق التصويت في الجمعية العامة للمساهمين، بحيث يملك المساهم الممارس للرقابة أغلبية أسهم الصنف A في حين توزع أسهم الصنف B على باقي المساهمين الأقلية، وبهذا يحصل الفصل بين حقوق اللكية وحقوق التصويت.

يستعمل إصدار الأسهم بدون حقوق التصويت كآلية للدفاع ضد عملية الإستحواذ، إذ يعتبر الإستحواذ صعب التحقيق في هذه الحالة بسبب العدد الكبير للأسهم بدون حقوق التصويت، مع ذلك يؤدي إلى رقابة أفضل على سلوك المسيرين. (Latroustmen,2006,P60)

تجدر الإشارة إلى أن صنفَي الأسهم A و B يعتبر بمثابة ورقتين ماليتين مختلفتين بحيث يتداولان على خطين مختلفين من أسعار الأسهم وعلى قيم مختلفة في حالة ما إذا كانا مدرجين في البورصة، لكن عادة ما تتداول الأسهم من الصنف B فقط في البورصة.

إن هيكل الملكية المكون من عدة أصناف من الأسهم مع حقوق تصويت مختلفة لا يعتبر الشكل الأكثر تداولاً لهياكل الملكية التي تسمح للمساهم المسيطر بالسيطرة على الرقابة بطريقة غير متناسبة مع مساهمته في رأس مال الشركة ويعود ذلك حسب *Bebchuck* سنة 2000 أن قوانين العديد من الدول خصوصاً الولايات المتحدة الأمريكية تضع قيود بخصوص نسب حقوق التصويت كذلك منع إصدار أسهم مح حقوق تصويت منخفضة مثل بريطانيا منذ 1968، حيث تفرض تلك الدول على ضرورة إحترام القاعدة "سهم واحد-حق تصويت واحد"، لكن تبقى هياكل الملكية المكونة من عدة أصناف من الأسهم مع حقوق تصويت مختلفة منتشرة في بعض الدول مثل جنوب إفريقيا، إيطاليا وكندا.

أما في فرنسا فإن الشركة تصدر ثلاث انواع من الأسهم بدون حقوق التصويت وهي الأسهم ذات الأولوية في الأرباح بدون حق التصويت (*ADP*)، شهادة الإستثمار (*CI*) وشهادة الإستثمار الممتازة (*CIP*) ومع ذلك يجب أن لا تتعدى النسبة المئوية للأسهم بدون حقوق التصويت 25 من رأس مال الشركة.

2.2.1 الهياكل الهرمية: تسمح هياكل الملكية من النوع الهرمي بتطبيق شكل ملكية بحيث تحون حقوق التصويت المملوكة بواسطة المساهم المسيطر غير متناسبة مع مساهمته في رأس المال، وبدون إصدار صنف ثاني من الأسهم مع حقوق تصويت مختلفة.

كما تسمح الشركات المنظمة على الشكل الهرمي بفصل الملكية عن حقوق التصويت وكذا الحصول على هيكل رقابة أقلية، حيث تنظم الشركات في هذا الهيكل على شكل سلسلة، مما يمنح للمساهم المسيطر إمكانية تطبيق رقابة على شركة أخرى موجودة في المستويات السفلى من سلسلة الملكية من خلال حيازة حصة ضئيلة من رأس مال الشركة المعنية.

كما أشار *La porta & al* سنة 1999 أن الشركات المنظمة على شكل هياكل هرمية هي الآلية أكثر استعمالاً عبر الدول، حيث تسمح بتركيز الرقابة والحصول على هيكل الرقابة الأقلية (حقوق التدفق نقدية أقلية)، حيث تستخدم الهياكل الهرمية على أوسع نطاق في الدول الآسيوية وفي الدول الأوروبية وكندا.

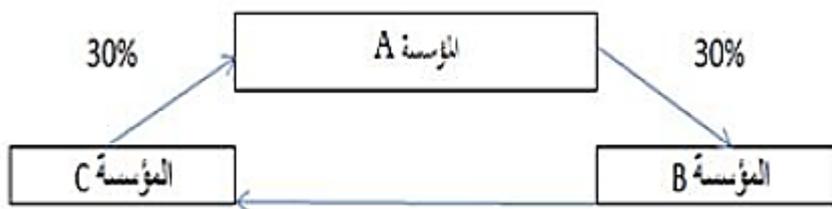
3.2.1 هياكل ملكية ذات مساهمات متبادلة أو المتقاطعة:

تعتبر هياكل الملكية ذات المساهمات المتبادلة إمتداد لهياكل الملكية الهرمية غير أن الشركات في الهياكل ذات مساهمات متبادلة ترتبط بين بعضها البعض عبر مساهمات أفقية وبذلت تزيد من سلطة المساهمين النهائيين (Ben Amar Walid, 2004, P11)

يكمن الفرق الأساسي بين الهياكل الهرمية والهياكل ذات المساهمات المتبادلة في حقوق التصويت التي تسمح برقابة المجموعة، فهي موزعة على كل مجموعة (ملكية متنوعة) عوضاً أن تكون مركزة بين أيدي مساهم فردي أو شركات قابضة التي تراقب كل المجموعة.

إن هذا النوع من هياكل الملكية يمكن أن يكون بين شركات مسقلة فيما بينها كما قد يكون بين الشركة الام وفروعها، تنتشر هياكل الملكية ذات مساهمات متبادلة بكثرة في آسيا وأوروبا.

الشكل 21: هياكل الملكية ذات المساهمات المتبادلة



Source: (Latrouslmen: , 2006,p63)

يمثل الشكل مثال عن الهياكل الملكية ذات مساهمات متبادلة، حيث تملك الشركة A 30% من أسهم الشركة B هذه الأخيرة تملك ملكية كلية بنسبة 100% على الشركة C، كما تملك الشركة C نسبة 30% من أسهم الشركة A وبذلك نستخلص أن الشركتين مساهمتين بالتبادل (من خلال الشركة C)

3.1 محددات هيكل الملكية:

يبدأ هيكل الملكية بالتكون من لحظة إتفاق المؤسسين للشركة المساهمة، فبالنظر إلى أن الشركة المساهمة تبدأ في مرحلتها التمهيديّة بإعتبارها تصورا أو فكرة تجول في عقول المؤسسين أو احدهم، وهدف المستثمر الرئيسي هو تعظيم ثروته، وهذا من شأنه ان يجعل المستثمرين يبحثون عن فرص استثمارية جيدة، وهو ما قد يتطلب من بعضهم التنازل عن استثمار معين أو بعض حصته في شركة معينة لشراء أسهم في شركة أخرى (Madura, 2010, p355)، ومن ثم تؤدي عملية بيع وشراء الأسهم إلى تغيير هيكل الملكية.

وإن التغييرات المهمة والملموسة في هيكل الملكية هي تلك التي تحصل على الملكيات المركزة، وقد وبينت دراسة (Demsetz & Lehn, 1985) أن سعي المستثمرين لتعظيم الثروة هو السبب في تغيير هيكل الملكية، وأن تغيير هيكل الملكية قد يحدث نتيجة نمو داخلي غير مرئي، وبينت دراسة (Shleifer & Vishny, 1986) أن سبب بقاء حصة كبار الملاك من خارج أعضاء مجلس الإدارة ثابتة لسعيهم في تعظيم الثروة.

وحسب Demsetz & Lehn فإنه توجد مجموعة من المحددات لهيكل الملكية والتي تفسر الاختلافات فيها من شركة لأخرى ومن نظام لآخر، وهي:

حجم الشركة (Firm Size)

الرقابة المتوقعة (Control Potential)

القواعد النظامية (Systematic Regulation)

■ **حجم الشركة:** كلما إزداد حجم الشركة إرتفعت قيمة أسهمها في السوق، وهو ما يؤدي إلى إنخفاض تركيز الملكية فيها، وتقاسمها بين العديد من المساهمين أي انه كلما كبر حجم الشركة تطلبت ممارسة الرقابة فيها الحصول على حصص صغيرة من الملكية أي إزداد تنوع الملكية ونقص بذلك صغار المساهمين.

■ **الرقابة المتوقعة:** وهو الربح المتوقع من ممارسة متابعة أكثر فعالية على أداء الإدارة من قبل المساهمين، وتقوم هذه القدرة على الرقابة والسيطرة على قرارات الإدارة بتحديد هيكل الملكية نتيجة إرتباطها بمجموعة من تكاليف الوكالة الناجمة عن إختلاف الإهتمامات بين المساهمين والمسيرين، وحسب فهي تفرض نوعا معينا من قدرة الرقابة على المسيرين والتي تؤثر في هيكل الملكية ويعتقد المساهمون بقدرتهم على التأثير في نجاح الشرك عبر قدرتهم على التأثير في إدارتها.

■ **القواعد النظامية:** والذي يعطي المساهمين الخيار في تخفيض الرقابة بطريقة لا تؤثر على إستقرار الأرباح، ويفرض النظام في الدولة طرق معينة للمتابعة وإنضباط الإدارة وهذا الأثر للنظام يعمل على تخفيض تركيز الملكية .

فيما يرى *Shleifer & Vishny* و *La porta* أن الإختلافات القانونية للشركات المدرجة في البورصة هو المحدد الأساسي للإختلافات في هيكل الملكية، إضافة إلى قوة الحماية القانونية المقدمة للمساهمين، حيث أنه كلما إنخفضت الحماية القانونية المقدمة لصغار المساهمين إزداد تركيز الملكية في يد كبار المساهمين.

غير ان هناك من الباحثين من ربط الإختلافات في هيكل الملكية بالمحيط السياسي في الدولة، حيث أن تركيز الملكية في المؤسسات بالدول التي تمارس الديمقراطية الإجتماعية بشكل كبير أكبر من تلك التي تعرف إنتشارا أقل للديمقراطية الإجتماعية.

2- الملكية المركزة (concentrated ownership):

تختلف الشركات المساهمة عن الشركات الخاصة من حيث الطبيعة وعدد الشركاء والمسؤولية، ومن المفترض انه بزيادة عدد الملاك (الشركاء) يقل التركيز في الملكية والعكس صحيح، فزيادة حصة أحد الملاك تكون على حساب إنخفاض أو إستحواذ حصة مساهم آخر، وهذا التغير في توزيع الحصص في الشركة وإستحواذ عدد محدود من المساهمين مانقصد به تركيز الملكية.

1.2 تعريف وقياس الملكية المركزة

تشير الملكية المركزة إلى أن الملكية تكون مركزة في أيدي عدد محدود من المساهمين حيث يحق لهذا النوع من الملاك الاشتراك في إدارة الشركة وتوجيه سياساتها المالية والتشغيلية، ويمكن تصنيف الملكية المركزة

إلى: ملكية مركزة في يد كبار المساهمين وملكية مركزة في يد الإدارة و ملكية مركزة في يد المؤسسات المالية و ملكية مركزة في يد مستثمر أجنبي. و ملكية مركزة في يد الدولة (أبو العلا، 2020، صفحة7).

كما يقصد بتركيز الملكية وجود أقلية من المالكين والمسيطرين على بعض الحوافز والموارد وبالتالي التحكم في قرارات الإدارة مما يمكنهم من تحقيق أكبر المكاسب (Shleifer & Vishny, 1997, P754)

وكذلك يقصد بتركز الملكية أن تكون الملكية منحصرة بيد شركة أو أكثر من شركة أو بنوك أو مجموعة أشخاص مما يعطيهم ميزة السيطرة على الشركة والتحكم بقراراتها مما يقلل من قدرة المساهمين الصغار في التأثير على قرارات الشركة ومن المهم، وقد يكون لتركيز اللكية الأثر الإيجابي والأثر السلبي، الأثر الإيجابي أنه يمكن لكبار المساهمين استخدام قوة مركزهم في تقييد الإنتهازية الإدارية، أما الأثر السلبي أن كبار المساهمين سوف يستخدمون مركزهم لتحقيق مصالحهم الشخصية على حساب صغار المساهمين (الروسان، 2017، صفحة17)

فقد نكر Shleifer & Vishny, 1986 بأن تركز الملكية يعمل على الحد من عمليات التحكم الخارجي في الشركة مما ينعكس على تحسين أداء إدارة الشركة بالإضافة إلى أنه يوفر الظروف الملائمة لكبار المساهمين في مراقبة أداء الشركة والضغط عليها للتغلب على مشكلة الإداريين المتقاعسين التي تحدث عندما يكون هناك تنوع في الملكية نتيجة عدم وجود مساهم منفرد لديه ما يكفي من الحوافز لمراقبة إدارة الشركة لصالح جميع المساهمين لأن مراقبة الإدارة نشاط يتمتع به كبار المساهمين الذي يؤدي بدوره إلى رفع القيمة السوقية للشركة مما ينعكس على جميع المستثمرين كما أن مؤشرات الأداء تظهر بشكل أفضل في حال تركز الملكية عكس ما تظهر به في حالة الملكية المتنوعة.

إن تركز الملكية يؤدي إلى خلق الصراع بين المساهمين الكبار والمساهمين الأقلية، حيث يسعى كبار المساهمين إلى تعظيم فوائدهم على حساب المساهمين الأقلية وهو ما يعرف بمشكل الوكالة. (Sanghoon, 2008, P9)

إن مع وجود صغار المستثمرين يحتاج كبار المستثمرين إلى حقوق أقل لحماية مصالحهم. ويمكن للمالكين الكبار أن يكونوا أكثر فاعلية في مراقبة الإدارة والتحكم فيها وبالتالي المساهمة في الأداء. ومع ذلك، من ناحية أخرى، فإن للملكية المركزة تكاليفها أيضًا هي أن الملاك الكبار يتحملون مخاطر مفرطة من تنوع الملكية. حيث تشير بعض الدراسات (Demsetz & Lehn (1985), Fama & Jensen (1983) إلى أن

التركيز العالي للملكية قد يؤدي إلى المراقبة المفرطة للمديرين، لذلك تتناقص المبادرة الإدارية للقيام باستثمارات خاصة بالشركة.

➤ ويتضمن هيكل الملكية المركزة نوعين من الهياكل وهما:

هياكل ملكية مركزة مباشرة: حيث يتسم هذا النوع بامتلاك كبار المساهمين لأسهم الشركات بشكل مباشر وعدم وجود أي شركات وسيطة بين كبار المساهمين والشركة المملوكة مما يقود إلى تماثل حقوق التصويت لكبار المساهمين

ويتمثل النوع الثاني من هيكل الملكية المركزة في **هياكل الملكية المركزة غير المباشرة:** ويتسم هذا النوع بامتلاك كبار المساهمين لأسهم الشركات بشكل غير مباشر من خلال وجود شركات وسيطة بين كبار المساهمين والمؤسسات المقتناة أو المملوكة، مما يقود إلى انفصال بين حقوق التصويت.

= الملكية المركزة لكبار المساهمين:

وفيما يتعلق بهيكل ملكية كبار المساهمين، فلقد قامت العديد من الدراسات (*Claessens et al* 2002 *Maury&, Pajuste*(2005), *Bozec& Laurin* (2008) بتناول دور كبار المساهمين ومدى إمكانية اعتبار تركيز الملكية آلية لتحقيق تقارب المصالح بين الإدارة والمساهمين أو أنها وسيلة لتحقيق مصالح المستثمر الرئيسي ومصادرة حقوق الأقلية من المساهمين. ففي حين يرى البعض أن المستثمرين الذين يمتلكون حصص ملكية كبيرة في الشركة يتوافر لديهم حوافز قوية لتعظيم قيمة الشركة كما أن لديهم القدرة على جمع المعلومات لمراقبة الإدارة وبالتالي يمكن أن يساعد ذلك في التغلب على أحد مشاكل الوكالة والتي تتمثل في تضارب المصالح بين المساهمين والمديرين. ومع ذلك فهناك أيضاً تكاليف كبيرة ترتبط بوجود كبار المساهمين في الشركات، منها على سبيل المثال ما يطلق عليه مشاكل الحصانة والتي تنشأ من احتمال اختيار كبار المساهمين لاستخدام قدرتهم من أجل مصادرة والاستيلاء على ثروة صغار المساهمين عن طريق اتخاذ قرارات استثمارية والقيام بإجراءات لخدمة مصالحهم الخاصة مما يؤدي إلى نتائج دون المستوى الأمثل للمساهمين الآخرين (إبريس، 2017، صفحة 60)

2.2 قياس الملكية المركزة:

لقد قام (*Foroughi& Fooladi*, 2011) بقياس تركيز الملكية بأنها نسبة الحصص التي يمتلكها كبار الملاك من إجمالي أسهم الشركة، ولم يتم الإشارة إلى قيمة هذه النسبة.

أما (Ezazi&all,2010) وجد أن الملكية المركزة هي تلك الملكية التي توجد بيد كبار الملاك من غير تحديد نسبتها.

و (Abu-Serdaneh&all,2009) فقد وجد تركيز الملكية إجرائياً بأنه يقاس بنسبة توزع الملكية بين جميع المساهمين أو على فئة معينة من الملاك، وتم استخدام 15% و20% كنسب من إجمالي أسهم الشركة كمقياس لتركز الملكية.

وقد قام (Zeitun,2009) بقياس تركيز الملكية من خلال إحتساب النسبة التي يمتلكها خمسة مساهمين (ملاك) من مجموع أسهم الشركة بنسبة لا تقل عن 5% لأي مساهم.

ولقد قاس (Omran&all,2008) تركيز الملكية بأنه مجموع ملكية أكبر ثرثة ملاك ممن يمتلكون 10% من أسهم الشركة لكل منهم.

بالإضافة إلى (Omet&all,2002) فقد وجد نسبة تركيز الملكية يساوي مجموع ملكيات من لهم 10% من أسهم الشركة لكل منهم مقسوماً على إجمالي عدد الأسهم.

3.2 أسباب تركيز الملكية

يندفع المستثمرون إلى تركيز ملكيتهم في شركة واحدة أو قطاع معين لأسباب متعددة من أهمها: (علاوين، 2013، صفحة20)

• المنافع المشتركة من السيطرة:

تظهر المنافع المشتركة من السيطرة عند وجود إدارة متميزة أو مراقبة حثيثة تؤدي إلى تنظيم جوهري في حقوق إتخاذ القرارات الذي يتأتمن وجود ملكية مركزة، وكلما زاد تركيز ملكية المساهم يكون لديه حافزا أكبر لتعظيم قيمة الشركة وتدفعاتها النقدية، وما يعود بالنفع على جميع المساهمين، وبما أنه لديه نسبة عالية من الملكية فإنه يجني فوائد أكبر.

• منافع السيطرة الخاصة:

وتظهر من خلال استخدام كبار الملاك لقوة التصويت التي يمتلكونها، التي تمنح إمكانية إستغلال مصادر الشركة أو الإستفادة من المنافع المشتركة من السيطرة بمعزل عن صغار المساهمين

• أطر قانونية لا تحمي المستثمرين:

أشار (La porta & all, 1999) إلى أهمية السبب الذي يدفع المستثمرين إلى تركيز ملكيتهم، وارجعه إلى أن غياب الحماية القانونية للمستثمرين الخارجيين يدفعهم إلى تركيز ملكياتهم للحفاظ على مراكز في الشركة تسهم في حماية مصالحهم.

• قلة كفاءة الأسواق المالية:

إن قلة كفاءة الأسواق تدفع المستثمرين إلى تركيز ملكيتهم، في حين أن الأسواق الناشئة تدفع المستثمرين إلى تركيز ملكيتهم لأنها أقل تطورا، وحجمها أصغر والمتاجرة فيها مزعجة.

• وجود بيئة إقتصادية عالية التذبذب:

إن الأنظمة الحديثة للأسواق لا يتم تطبيقها على نحو سليم في البيئة الإقتصادية المتذبذبة وبالتالي يعمل المستثمرون إلى تركيز ملكيتهم لكي يستطيعون تطبيق الرقابة المباشرة على صغار الملاك.

3- الملكية المتنوعة *Ownership diversity*

يعرف تنوع الملكية بحياسة عدد كبير من الأسهم من قبل عدد قليل من المستثمرين، حيث يمتلكون نسبة من الأسهم تمنحهم حق المشاركة في قرارات الإدارة والرقابة على تصرفاتها بشكل أكبر، وهو ما يشير إلى شكل توزيع ملكية أسهم رأس المال ما بين حملة الأسهم، فعندما تمتلك مجموعة محددة من المساهمين نسبة ملكية مسيطرة تميل الملكية للتمركز وعلى العكس من ذلك يعتمد تنوع الملكية على توزيع المساهمة إلى نسب صغيرة بين حملة الأسهم، وهذا ما سنناقشه بالتفصيل في المبحث الرابع. (دخان، 2018، صفحة 34)

المطلب الثاني: : علاقة هيكل الملكية بتحقيق حوكمة الشركات

وقد أشارت لهذا دراسة كل (Hess, Gunasekarage & Hovey, 2010) (Al Shammari, 2015)

1- مفهوم حوكمة الشركات ومحدداتها

قام كل من *Jensen & Meckling (1976)* بالإهتمام بمفهوم حوكمة الشركات، وإبراز أهميتها في الحد والتقليل من المشاكل التي قد تنشأ من الفصل بين الملكية والإدارة والتي مثلتها نظرية الوكالة، والنهج القانوني لحوكمة الشركات يرى أن الآلية الرئيسية هي حماية المساهمين الخارجيين من خلال نظام قانوني وهذا من خلال تطبيق كل القوانين لحمايتهم.

1.1 مفهوم حوكمة الشركات:

عرفت الحوكمة على أنها نظام شامل يتضمن مقاييس أداء الإدارة الجيد ومؤشرات حول وجود أساليب رقابية تمنع أي من الأطراف ذات العلاقة بالمنشأة داخلية أم خارجية من التأثير بصفة سلبية على أنشطتها وبالتالي ضمان أمثل لإستخدام الموارد المتاحة بما يخدم مصالح جميع الأطراف بطريقة عادلة تحقق الأثر الإيجابي للمنشأة لصالح ملاكها وللمجتمع ككل، وعرفت بإنهاء التعامل مع المشاكل الناشئة عن الفصل بين الملكية والسيطرة وبمعنى أوسع هي ضبط توزيع الحقوق والمسؤوليات الخاصة بالفئات المؤثرة أو المتأثرة بعمل الشركة وأصحاب المصالح وحملة الأسهم بما يؤكد حماية حقوقهم عمليا على أرض الواقع (*La porta & all, 2000, p4*)

ففي الولايات المتحدة الأمريكية أدى تطور سوق المال ووجود هيئات رقابية فعالة تعمل على مراقبته وتشرف على شفافية البيانات التي تصدرها الشركات التي تعمل، حيث عرف *Arthur Levitt* الرئيس السابق لهيئة الأوراق المالية الأمريكية « *SEC Securities exchange Commission* » على أن الحوكمة هي: " حلقة الوصل بين إدارة الشركة ومجلس إدارتها ونظامها للإبلاغ المالي " (بامرية و شبايكي، 2013، صفحة 115).

وقد صدرت العديد من التقارير المتعلقة بالحوكمة، ففي الولايات المتحدة (بريطانيا) صدر تقرير المسمى *cadbury report* في سنة 1992 ليؤكد على أهمية حوكمة الشركات لزيادة ثقة المستثمرين في عملية إعداد القوائم المالية، حيث عرفت لجنة (*Cadbury*) حوكمة الشركات على انها: " النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات ومراقبتها، حيث يعتبر مجلس الإدارة هو المسؤول عن إدارة الشركة، أما دور المساهمين فيتمثل في تعيين أعضاء مجلس الإدارة ومدققي الحسابات من أجل التأكد بأن النظام الذي تدار به الشركة يناسب مصالحهم".

كما عرف (Charreau & Peter, 2006) الحوكمة على أنها: "مجموعة من الآليات التي لها تأثير على تحديد السلطة والتأثير على القرارات التي يتخذها المديرون، أو بعبارة أخرى الآليات التي تحكم سلوكياتهم وتحدد مجال تقديراتهم".

وبالرغم من أن هذه التوصيات غير إلزامية على الشركات إلا أن بورصة لندن كانت ترغب الشركات على أن تحدد في تقريرها السنوي مدى إلتزامها بالتوصيات، وصاحب هذا ظهور تقرير *Hamlet report* في سنة 1995، وصدر أيضا قانون الأمن المالي في فرنسا الذي يحدد شروط ممارسة مهنة التدقيق للحسابات، كما فرضت الهيئات الدولية لتنظيم المحاسبة تطبيق معايير المحاسبة الدولية على الشركات المدمجة في البورصة.

وقدم البنك الدولي تقرير 2001 حول تقييم حوكمة الشركات، كان التقييم جيدا في الشركات التي قامت بالتطبيق السليم لبعض المفاهيم والأسس والتي كان من شأنها إتباع الشركات للعديد من الممارسات الإيجابية كمشاركة المساهمين في إتخاذ قرارات توزيع الأرباح وحماية أصحاب المصالح خاصة الأقلية منهم (موسى، 2010، صفحة 32).

وفي عام 2002 صدر قانون *Sarbanes-Oxly Act* يهدف في مضمونه أنه لن يرغب المستثمرون والمساهمون في منح أموالهم إلى شركة إلا إذا كانوا واثقين من أن أموالهم ستستخدم بكفاءة وأنهم سيحصلون على عائد تنافسي من استثماراتهم. حيث يمكن إنشاء هذه الثقة بدورها من خلال ثلاث آليات رئيسية: شفافية عالية لنشاط الشركة (وفقاً للمبادئ الدولية للإفصاح عن المعلومات)، ومجالس إشراف فعالة ومستقلة، والمعاملة المناسبة للمساهمين بما في ذلك مساهمي الأقلية (Zekha, 2003, p6).

1.1.1 محددات الحوكمة:

هناك إتفاق على أن التطبيق الجيد لحوكمة الشركات يوقف على مدى توافر مستوى جودة مجموعتين من المحددات هما: المحددات الخارجية والمحددات الداخلية، وتتمثل فيمايلي: (Fawzi.S, 2003, P3)

أ- المحددات الخارجية

تشير إلى المناخ العام لإستثمار في الدولة، والذي يشمل على سبيل المثال القوانين المنظمة للنشاط الإقتصادي مثل قوانين سوق المال والشركات وتنظيم المنافسة ومنع الممارسات الإحتكارية....،

وكفاءة القطاع المالي (البنوك وسوق المال) في توفير التمويلا اللازم للمشروعات، ودرجة تنافسية أسواق السلع وعناصر الإنتاج وكفاءة الأجهزة والهيئات الرقابية في إحكام الرقابة على جميع الشركات.

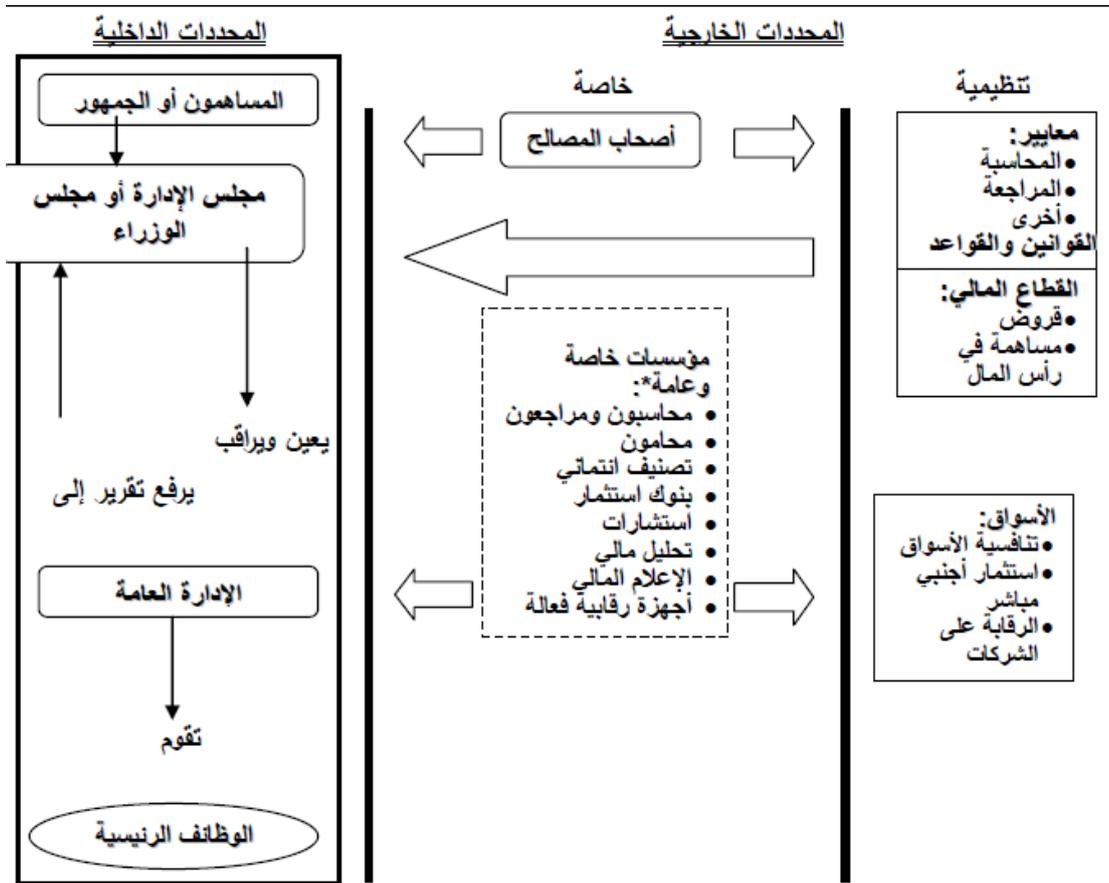
وذلك فضلا عن بعض المؤسسات ذاتية التنظيم التي تنظم عمل الأسواق بكفاءة ومنها الجمعيات المهنية والمراجعين والمحاسبين والشركات العاملة في سوق الأوراق المالية وغيرها، بالإضافة إلى المؤسسات الخاصة مثل مكاتب المحاماة والمراجعة والتصنيف الائتماني والاستشارات المالية والاستثمارية إضافة إلى وجود جهاز قضائي قادر على تحديد المسؤولية ومحاكمة مرتكبي المخالفات الإدارية والمالية وترجع أهمية الحدودات الخارجية إلى ان وجودها يضمن تنفيذ القواعد التي تضمن حسن إدارة الشركات، والتي تقلل من التعارض بين المصالح.

ب- المحددات الداخلية:

تشير إلى القواعد والأسس التي تحدد كيفية إتخاذ القرار وتوزيع السلطات داخل الشركة بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، والتي يؤدي توافرها إلى تقليل التعارض بين مصالح هذه الأطراف الثلاثة.

وتشير المؤسسات الخاصة إلى عناصر القطاع الخاص وكيانات الإدارة الذاتية ووسائل الإعلام والمجتمع المدني وتلك الجهات التي تحاول توفير المعلومات، وترفع من درجة مراقبة الشركات، وتلقي الضوء على السلوك الإنتهازي للإدارة.

الشكل 22: المحددات الداخلية والخارجية للحوكمة



Source: (Fawzi,2003 ,P5)

2.1.1 المعايير الجديدة لحوكمة الشركات

ومن المهم أن نوضح أن معايير الحوكمة التي تضعها الشركات قد تختلف من شركة لأخرى ومن نشاط لآخر ومن حجم لآخر وهكذا، ومن المهم أيضاً الإشارة إلى أنه ليس هناك نموذج ثابت على الشركات القيام بتطبيقه حرفياً. ومن هذا يتبين وجود نوع من السلاسة والانفتاح في ما يتعلق بوضع أو التقيد بالالتزام بحوكمة الشركات. ولكن، في جميع الأحوال هناك معايير أساسية و«مفصلية» لا بد من الاتيان بها والسير وفق هداها كحد أدنى بغية تصنيف الشركة بأنها ملتزمة باتباع المعايير المطلوبة تطبيقاً للحوكمة السليمة.

• معايير إتحاد المصارف العربية (Union of Arab Banks)

تقوم الشركات الكبيرة الآن باتباع مبادئ حوكمة الشركات، وذلك وفقاً للقوانين السارية، وتنفيذاً لهذا المنهج تضع الشركة الإطار العام لمعايير الحوكمة التي ستتبعها في هذا المجال، والذي ما زال يعتبر حديثاً لدرجة ما في بعض البلدان، ومن هذه المعايير الأساسية المفصلية لإتحاد المصارف العربية وفق تقرير رقم 429 بتاريخ 2021/05/25 نذكر:

- توفير وإعداد وصياغة نظام أو لائحة الحوكمة الخاصة بالشركة. وهذه اللائحة، أو النظام، تعتبر الوثيقة القانونية الأساسية المنظمة للحوكمة في الشركة المعنية. ولذا يجب أن تكون صادرة وفق الصلاحيات والضوابط والاختصاصات القانونية المطلوبة، وإلا فإنها تفقد صلاحيتها ولا يعتد بها باعتبارها «خارج الاختصاص»، وهذه الوثيقة القانونية يجب أن تتضمن نبذة مقتضبة عن الشركة وأهدافها والصلاحيات القانونية المطلوبة لتحقيق هذه الأهداف. وهذا يشمل الإشارة للجهات القانونية التي تراقب وتشرف على الشركة والسند القانوني لهذا الحق، مع تبيان كافة نشاطات الشركة واستراتيجيتها المستقبلية وغيره، وكيفية تنفيذها.

- الإفصاح والشفافية والمساءلة والضوابط المطلوبة لتنفيذ هذه المعايير والالتزام بها وكيفية التنفيذ، إضافة لتوضيح المخاطر المرتبطة بهذه المخاطر وكيفية مجابتهما للحد أو التقليل من آثارها. وفي هذا الإطار

- مجلس الإدارة: فإنه لا بد من توضيح كيفية تكوين مجلس الإدارة وصلاحيات هذا المجلس واللجان التابعة له ودور كل منها، وكيفية التنسيق بين كل هذه المنافذ لضمان تنفيذ مبادئ الحوكمة بأفضل الطرق وأسلمها، إضافة لدور الإدارة التنفيذية العليا والصلاحيات الممنوحة لها من مجلس الإدارة بكل شفافية.

- وهناك ضرورة للإشارة لكافة الضوابط المتوفرة في الشركة لضمان المراقبة المؤهلة والتمكنة من مراقبة ومراجعة كل ما يتم في الشركة. وهذا يشمل وجود الدوائر المختصة للقيام بالمراقبة المطلوبة، مثل دائرة التدقيق الداخلي ودائرة المخاطر والدائرة القانونية ودائرة متابعة الحوكمة ودائرة الالتزام وغيره من الدوائر ذات العلاقة الإشرافية والرقابية.

- وبالإضافة لوجود هذه الدوائر، لا بد من التأكد التام من وجود اللوائح المطلوبة للدرجة التي تمكن أياً من هذه الدوائر من تنفيذ مهامها بكل وضوح مع توفر الضمانات التي تمكنها من متابعة التنفيذ، وكل التفاصيل المرتبطة بالتنفيذ، كلما تطلب الأمر ذلك.

- ومن المعايير الهامة التي يجب التقيد التام بها، ضرورة توفير الضمانات المطلوبة لتقديم أفضل الخدمات لجميع أصحاب المصلحة «Sharholders» مع الشركة. وهذا بالطبع، يشمل المساهمين والمتعاقدين والزبائن وكل أطراف المجتمع الذي تم الترخيص للشركة من أجل خدمته. وبالإضافة لهذا، العمل على توفير الحماية القانونية المطلوبة لفئة هامة من أصحاب المصلحة بالشركة وهي فئة العاملين في الشركة. وفي هذا الخصوص، يجب توفير اللوائح التي تضمن حقوق هذه الفئة من جميع النواحي العملية والشخصية والعائلية.. وهذا يعتبر الآن من المتطلبات الهامة للمعايير الأساسية لحوكمة الشركات.

- وبالنسبة للشركة، فالمجتمع الذي تعمل فيه حق عليها، ولذا فمعايير الحوكمة تطالب بتوفير الامكانيات التي تمكن الشركة من الايفاء بالمتطلبات الرئيسية نحو المجتمع تحقيقاً للمساهمة الاجتماعية «المجتمعية» من الشركة. ومن تحقيق هذه المساهمة يعود جزء من الفضل للشركة لأن المجتمع سيقدم لها كل الدعم باعتبارها جزءاً لا يتجزأ منه.

النقاط المذكورة أعلاه تمثل، وإلى حد كبير جداً، المعايير الأساسية التي يجب أن تلتزم بها الشركة تحقيقاً لسعيها في تفعيل الحوكمة وتطبيقها للوصول إلى الهدف. ولذا على الشركات الأخذ بهذه المعايير عند صياغة نظام أو مبادئ الحوكمة للشركة، ولكن لا بد من مراعاة الوضع الخاص بالشركة وتفصيل نظام الحوكمة على قدر القياس المناسب للشركة من دون زيادة أو نقصان، ولا بد بالبساطة والوضوح التام في صياغة مبادئ الحوكمة مع ما يقود إلى التعقيد أو سوء الفهم أو ازدواجية المعايير. والوضوح والافصاح الواضح يحقق الوصول بسلامة لأهداف الحوكمة.

■ معايير منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية (OECD):

لقد أدى الإهتمام البالغ والحرص الدائم على تطبيق معايير الحوكمة إلى قيام العديد من المؤسسات الدولية بالتعرض لهذا المفهوم ووضع الأطر والضوابط التي تكفل تحقيق نتائجها الإيجابية من تدعيم لإدارة الشركات وكفاءة لأسواق المال واستقرار للإقتصاد بصفة عامة من أهمها منظمة التعاون

الإقتصادي والتنمية *ISS.OECD*، بنك التسويات الدولية ممثل في لجنة بازل، ومؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك.

وبناءً على إنجازات مجموعة العمل، قامت منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية بعقد اجتماع سنة 2020 قصد تقييم التقدم المحرز وكذلك التحديات التي تواجه تنفيذ الإصلاحات: حوكمة الشركات في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: بناء إطار للتنافسية والنمو لا سيما في ضوء أزمة *Covid-19*. كما حدد الاجتماع أولويات العمل المستقبلي في سياق تجديد مبادرة منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بشأن الحوكمة والقدرة التنافسية من أجل التنمية للفترة 2021-2025. (*OECD*, 2020).

حيث اجتذب الاجتماع الافتراضي 90 مشاركاً من أكثر من 20 دولة، بالإضافة إلى المنظمات الإقليمية والدولية، وصناع القرار في سوق الأوراق المالية والهيئات التنظيمية للبنوك، كما شارك في المناقشة المستثمرون ووكالات الملكية الحكومية والأوساط الأكاديمية والمجتمع المدني وخبراء القطاع الخاص الآخرون. تم إجراء الجلسات كمناقشات، مع مستويات عالية من التفاعل بين المشاركين. تم افتتاحه من قبل الرؤساء المشاركين، السيدة *Gabriela Figueiredo Dias*، رئيس لجنة سوق الأوراق المالية البرتغالية (*CMVM*)، ونائب رئيس لجنة حوكمة الشركات في منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية (*OECD*)، وسعادة الدكتور عبيد الزعابي، الرئيس التنفيذي لهيئة الأوراق المالية والسلع (*SCA*)، الإمارات العربية المتحدة ورئيس قسم الشرق الأوسط وإفريقيا *OECD* السيد كارلوس كوندي.

وكان لوباء *Covid-19* تأثير كبير على الاقتصاد والمجتمع في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. أبرزت المناقشات:

- أدت الأزمة إلى تسريع الاتجاهات الحالية في سياسات حوكمة الشركات في المنطقة، بما في ذلك التركيز على التنمية المستدامة والجوانب البيئية والاجتماعية لتحقيقها.
- يجب معالجة القضايا الشمولية، حيث أثرت الأزمة بشكل غير متناسب على الفئات الضعيفة اقتصادياً، بما في ذلك الشركات الصغيرة والمتوسطة.
- يعد الوصول إلى رأس المال والتكنولوجيا من العوامل الرئيسية لتحسين الشمولية.

-تحتاج مجالس إدارة الشركات إلى مزيد من التنوع لتشجيع التفكير الابتكاري في استراتيجيات تنوع الاقتصاد في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بعيداً عن اعتمادها على النفط والغاز.

■ معايير « ISS » Institutional Shareholder Services

وكمنهجية جديدة لقياس الجودة الشاملة لحوكمة الشركات فإننا نستخدم معايير الحوكمة « Institutional Shareholder Services ISS »، معايير حوكمة ISS هي الأكثر شمولاً حسب دليل 29 جانفي سنة 2021 « ISS ESG Governance QualityScore , Methodology Guide » الذي هو عبارة عن تحليل قائم على البيانات لتسجيل النتائج وفرزها لمساعدة المستثمرين المؤسسيين بمراقبة حوكمة الشركات على مستوى المحددات التي تغطي هيكل مجلس الإدارة، حقوق المساهمين، والتدقيق والإشراف على المخاطر، حيث تشير الدرجات إلى جودة الحوكمة النسبية بناء على هذه البيانات، التي هي أمر بالغ الأهمية بالنسبة لتقييم درجات جودة الحوكمة قصد تحليل وفهم نهج الشركة في الحوكمة في المستقبل مع التركيز المستمر والمتزايد على الإشراف على المستثمرين ومشاركتهم، وقد تم تحسين منهجية نقاط الجودة في الحوكمة لتزويد المستثمرين برؤى عميقة حول إدارة مخاطر أمن المعلومات من خلال إدخال أحد عشر عاملاً جديداً في إدارة مخاطر أمن المعلومات والإشراف على مخاطر أمن المعلومات ضمن المراجعة للبيانات المالية بالإضافة إلى ذلك، تعمل ISS، ESG على تعزيز التنوع والشمول لمجلس الإدارة ومدى التنوع العرقي للمجلس، وتكمن العوامل الجديدة اعتباراً من 29 جانفي 2021 في التتبع لمعايير الجودة بناء على أسئلة معمقة لكل عنصر من عناصر هذا التقييم، وتتمثل في: (Methodology Guide, 2021)

❖ التدقيق (مراقبة مخاطر أمن المعلومات)

- ما هي نسبة اللجنة المسؤولة عن مخاطر أمن المعلومات المستقلة؟ (Q403)
- كم مرة تقوم القيادة العليا بإحاطة مجلس الإدارة بمسائل أمن المعلومات؟ (Q404)
- ما هو عدد المديرين ذوي الخبرة في أمن المعلومات الموجودين في مجلس الإدارة؟ (Q405)

❖ إدارة مخاطر أمن المعلومات

- هل تفصح الشركة عن نهج لتحديد مخاطر أمن المعلومات والتخفيف من حدتها؟ (Q402)
- ما هو صافي النفقات المتكبدة من انتهاكات أمن المعلومات على مدى السنوات الثلاث الماضية بالنسبة لإجمالي الإيرادات؟ Q406

- هل تعرضت الشركة لخرق في أمن المعلومات في السنوات الثلاث الماضية؟ (Q407)
- ما هو صافي المصاريف المتكبدة من غرامات وتسويات خرق أمن المعلومات على مدى السنوات الثلاث الماضية بالنسبة لإجمالي الإيرادات؟ (Q408)
- هل دخلت الشركة في بوليصة تأمين ضد مخاطر أمن المعلومات؟ (Q409)
- هل الشركة مدققة أو معتمدة خارجيًا وفق أعلى معايير أمن المعلومات؟ (Q410)
- هل لدى الشركة برنامج تدريبي لأمن المعلومات؟ (Q411)
- منذ متى حدث آخر خرق لأمن المعلومات (منذ شهر)؟ (Q412)

❖ **هيكل مجلس الإدارة (التنوع والشمول)**

- هل يُظهر المجلس التنوع العرقي؟ (Q390)
- ممارسات مجلس الإدارة
- ما هي نسبة لجنة الاستدامة المستقلة؟ (Q396)
- تكوين المجلس
- ما هي نسبة أعضاء مجلس الإدارة الذين لديهم علاقات عائلية مع أعضاء مجلس الإدارة الآخرين؟ (Q401)

❖ **الاتصالات والإفصاح**

- ما هو مستوى الإفصاح عن مقاييس أداء التنوع والشمول على المدى القصير أو أي خطة حوافز طويلة الأجل للمديرين التنفيذيين؟ (Q398)

❖ **الخلافات المتعلقة بالتعويضات**

- هل قدمت الشركة منحًا خاصة للمديرين التنفيذيين باستثناء الرئيس التنفيذي في آخر سنة مالية؟ (Q399)
- ما هي النسبة المئوية من إجمالي تعويضات الرئيس التنفيذي المستحقة للمنح الخاصة في آخر سنة مالية؟ (Q400)

■ معايير لجنة بازل للرقابة المصرفية العالمية: (BCBS)

هي لجنة من هيئات الرقابة المصرفية التي أنشأها محافظو البنوك المركزية لمجموعة الدول العشر في عام 1974. وسعت اللجنة عضويتها في عام 2009 ثم مرة أخرى في عام 2014 وفي عام 2019، ووضعت لجنة بازل إرشادات خاصة بالحوكمة في المؤسسات المصرفية والمالية، تركز على النقاط التالية:

- قيم الشركة وموائيق الشرف للتصرفات السليمة وغيرها من المعايير للتصرفات الجيدة والنظم التي يتحقق باستخدامها تطبيق هذه المعايير.
 - إستراتيجية الشركة معدة جيدا، والتي بموجبها يمكن قياس نجاحها الكلي ومساهمة الأفراد في ذلك.
 - التوزيع السليم للمسؤوليات ومراكز إتخاذ القرار متضمنا تسلسلا وظيفيا للموافقات المطلوبة من الأفراد للمجلس.
 - وضع آلية للتعاون الفعال بين مجلس الإدارة ومدققي الحسابات والإدارة العليا.
 - توافر نظام ضبط داخلي قوي يتضمن مهام التدقيق الداخلي والخارجي وادارة مستقلة للمخاطر عن خطوط العمل مع مراعاة تناسب السلطات مع المسؤوليات.
 - مراقبة خاصة لمراكز المخاطر في المواقع التي يتصاعد فيها تضارب المصالح، بما في ذلك علاقات العمل مع المقترضين المرتبطين بالمصرف وكبار المساهمين والإدارة العليا، أو متخذي القرارات الرئيسية في الشركة.
 - الحوافز المالية والإدارية للإدارة العليا التي تحقق العمل بطريقة سليمة، وأيضا بالنسبة للمديرين أو الموظفين سواء كانت في شكل تعويضات أو ترقيات أو عناصر أخرى.
- 8- تدفق المعلومات بشكل مناسب داخليا أو إلى الخارج.

3.1.1 الفرضيات المفسرة للعلاقة بين حوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح

على الرغم من تعداد حقوق المساهمين، إلا أنه يعد أهمها تلك المتعلقة بقرارات توزيع الأرباح. هذا ما أكد عليه الخبير الأمريكي "Randolf Walris" بقوله أن العلاقة بين حوكمة الشركات والأداء المالي

وحقوق المساهمين هي علاقة وثيقة، وأن حسن أداء الشركة لمعايير الحوكمة يعتمد على آدائها المالي بما يتضمنه من توزيع للأرباح التي حققتها الشركة. ومن ثم يثور التساؤل عن السبيل الأمثل لتوزيع الأرباح على المساهمين (موسى، 2010، صفحة 28)، أي أن هياكل الملكية تكون حاسمة في تحديد طبيعة مشاكل الحوكمة التي ينبغي أن تتناولها استراتيجيات حوكمة الشركات .

ووضح نموذج LaPorta & all (2000) أن جودة الحوكمة لها علاقة إيجابية بالأرباح. حيث إنهم ينقلون تأكيدهم على أن توزيعات الأرباح العالية تكون في الشركات ذات الإدارة الجيدة وهذا نتيجة الضغط القائم من جانب مساهمي الأقلية على أصحاب المصالح المسيطرين للإفراج عن النقد ودفع أكبر للأرباح.

“The best test of good governance is to pay good dividends.”

(– Lim Hua Min, 2004, Chairman of Phillip Securities

وبناءً على الدراسات السابقة (La Porta & al, 2000)، (Rennebbog & Szilagyi, 2006)، هناك فرضيتين متعارضتين لشرح الارتباط بين الجودة الشاملة لحوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح، وهما كالآتي:

أ- **فرضية التوزيعات كنتيجة لجودة حوكمة الشركات:** تستند هذه النظرية على فرضية التدفق النقدي الحر (*Free cash Folow Hypothesis*)، ويطلق عليها فرضية النتيجة (*Outcome hypothesis*)، وفقاً لهذه الفرضية فإن المديرين في الشركات ذات حوكمة الشركات المنخفضة يميلون إلى الاحتفاظ بالنقدية دون توزيعها من أجل استغلالها في مصالحهم النقدية من خلال توزيعها كعلاوات أو الدخول بصفقات تعود بالنفع الشخصي عليهم دون اعتبار لمصالح حملة الأسهم. في المقابل فإن الشركات التي تتمتع بحوكمة جيدة (*Strong Governance*) لا يستطيع المديرين استغلال التدفقات النقدية الحرة في تحقيق مصالحهم الشخصية وإنما يتم توزيعها على حملة الأسهم أي بمعنى آخر فإن هناك علاقة طردية بين جودة حوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح .

إن سياسة توزيع الأرباح المتوقعة وفقاً لهذه النظرية هي نتيجة (*outcome*) لجودة الحوكمة في الشركة. *Source spécifiée non valide*، بحيث يمارس المساهمون الضغط على المديرين للقيام بتوزيع الجزء الأكبر من الأرباح بدلاً من إستخدامها لتحقيق منافعهم الخاصة.

ب- فرضية التوزيعات بديلا عن جودة حوكمة الشركات: يطلق على هذه الفرضية فرضية البديل (*Substitution Hypothesis*) وتقوم على أن سياسة توزيع الأرباح هي واحدة من آليات التعارض بين حملة الأسهم والمديرين، وحسب وجهة نظر مؤيدي هذه النظرية فإن سياسة توزيع الأرباح وتخفيض تكلفة الوكالة تستندان بشكل كبير على تقييدات أعمال الإدارة (*Restriction on managerial actions*)، ففي وضع تتعدم فيه الرقابة الفعالة على أعمال الإدارة سوف يعمل المديرون على استغلال النقدية في استثمارات غير كفؤة، أو استخدامها كتوزيعات أرباح، ولكن الشركات ذات حوكمة الشركات المرتفعة تزداد فيها رقابة تصرفات الإدارة ومن ثم تستخدم التدفقات النقدية في مشروعات كفؤة مما يقلل من فرص توزيعها على المساهمين، أو بعبارة أخرى فإن هناك علاقة عكسية بين جودة حوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح، فهذه الأخيرة هي البديل عن عن مستوى حاكمية منخفضة، أي أن الشركات التي تقوم بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها تعكس مستوى منخفض من الحوكمة فيها. فارتفاع مستوى الحوكمة يعتبر بديلا عن سياسة توزيع الأرباح، حيث أن الشركات التي تتمتع بحوكمة جيدة تتخفف فيها كلفة الوكالة وإفتراق الإدارة عن الملكية، ومن ثم تتعدم الحاجة إلى استخدام أداة توزيع الأرباح لتسكين النزاعات بين الملاك والمدراء.

2- تقسيم أنظمة الحوكمة في إطار هيكل الملكية

إن نظام حوكمة الشركات يتحدث عن خصائص البيئة السياسية والاقتصادية والاجتماعية والقانونية والمؤسسية على مستوى الدولة الواحدة أو مجموعة من الدول المتشابهة من حيث تلك الخصائص التي تؤثر على آليات حل التعارض بين مصالح الأطراف المختلفة في الشركة.

فهناك العديد من المقاربات التي تناولت تقسيم أنظمة حوكمة الشركات، من بينها المقاربة التي تعتمد على هياكل الملكية (أي هيكل رأس المال) وكيفية توزيع هذه الأخيرة بين المساهمين، وفي هذا الإطار يوجد نوعين شائعين لنظم الحوكمة في الشركات، أحدهما يسمى نظام الداخليين *Inside system* (نظام الملكية المتنوعة)، ويسمى الآخر نظام الخارجيين *Outside System* (نظام الملكية المتنوعة)، حيث يحتوي كل نظام على مميزات خاصة تؤدي إلى إختلاف التعامل مع مشاكل حوكمة الشركات وفقا لنظام الملكية في الشركة (عبيدي، 2014، صفحة 94).

1.2 نظام الخارجيين (Outside System)

ويعني هيكل الملكية المتنوعة أو المشتتة في الشركة أي أن هناك عددا كبيرا من أصحاب الأسهم يمتلك عددا قليلا من أسهم الشركة، بحيث لا يمكنه منفردا التأثير على نشاطها، لذلك فإنه كلما يكون هناك حافزا لدى صغار المساهمين للمشاركة الفعالة في إدارة الشركة أو مراقبتها، مما دعا إلى تسميته بنظام الخارجيين *Outside System*، وعليه فإن هذا النظام غالبا ما يكون أقل عرضة

لحالات الغش والإحتيال لغياب المساهمين المسيطرين مع الإعتماد على هيئات إدارية ورقابية مستقلة وخاضعة للقانون أكثر من تبعيتها للملاك. (جهول، 2011، صفحة 33)

وتجدر الإشارة إلى أن أساس صياغة الملكية المتنوعة للشركة لم يكن في الغالب تنظيما قانونيا معينا لا يسمح بتجاوز نسب معينة من الملكية فيها، وإنما هو وجود واقعي تفرضه طبيعة التعامل التجاري، دونما نكران مطلق للدور التشريعي في هذا المجال، الأمر الذي حمل بعض الباحثين على القول بأن النظم القانونية الخاضعة للأعراف غير المدونة تكون وسطا ملائما لشيوع هيكل الملكية المتنوعة، كما الحال في كل من الولايات المتحدة وبريطانيا، على العكس من ذلك في النظم القانونية الخاضعة للمدونات التشريعية حيث يسود فيها نظم الملكية المركزة أكثر من غيره.

إضافة إلى ذلك في نظام الخارجيين يتم تأمين إحتياجات رأس المال من طرف المساهمين من خلال وجود سوق مالية متطورة، حيث أن ما يميز هذا النظام هو تنوع هيكل رأس المال، شدة الإهتمام بشفافية المعلومات، تنظيمات تحد من إنتهازية المسيرين، وتشكل في نفس الوقت تهديدات تحفز هؤلاء المسيرين على الأخذ بعين الإعتبار مصالح المساهمين في المقام الأول، كتهديد (*OPA Offre Publique* *D'achat*) العرض العمومي للشراء وهو أن يعرض أحد المساهمين أو المسيرين على المستثمرين شراء الأسهم التي يمتلكونها غالبا بسعر أكبر من السعر السوقي وذلك لإغرائهم على التنازل.

2.2 نظام الداخليين *Inside system*:

يراد بالملكية المركزة أن يجتمع جزء مؤثر من رأس مال الشركة في يد شخص أو عدد قليل من الأشخاص فيها، غالبا ما يتولون الإدارة والسيطرة أو يؤثرون بشكل واضح في طريقة إدارة وعمل الشركة، لذلك يطلق عليهم تسمية الداخليين ويطلق على قوانين الدول التي تسمح أو تشجع على قيام مثل هذا النمط من الملكية بنظام الداخليين

ومما يستفاد من الملكية المركز في الشركة تمتعه ببعض المزايا التي يضيفها عمليا على نشاط الشركة كما أن هناك عيوباً تؤخذ عليه.

تتمثل المزايا عموماً بكون الداخليين يملكون السلطة وإمكانية التأثير على توجيه نشاط الشركة، بإعتبارهم مالكي أغلبية الحصص فيها، إضافة للحافز في مراقبة أداء إدارة الشركة، لكونهم الأكثر تأثراً بأعمال الإدارة سلباً أو إيجاباً، لما يملكونه من حصص تقف ملكية أفرادهم، الأمر الذي يقلل من احتمالات سوء الإدارة ووقوع حالات الغش والإحتيال فيها إذا ما طبقت قواعد الرقابة بصورة صحيحة.

كما أن كبر حجم ملكية الداخليين بالنسبة لملكية الشركة يجعلهم يميلون إلى تأييد القرارات التي تعزز نشاط الشركة على الأمد البعيد، مما يساعد على بناء الإئتمان والسمعة التجارية، على خلاف تلك القرارات التي تهدف إلى الحصول على أرباح كبيرة وسريعة في الأجل القصير والتي غالباً ما تكون غير مدروسة بشكل صحيح.

أما بالنسبة لأهم العيوب في نظام الداخليين والتي من شأنها التأثير على نشاط الشركة هي أن أصحاب الملكية الأكبر في الشركة أو ذوي السيطرة عليها، إن لم يكونوا أنفسهم المديرين فيها فإنهم غالباً ما يختارون مديرين مناسبين لتحقيق أهدافهم ويكونوا خاضعين لسيطرتهم، وبالتالي فإنهم يستخدمون سلطتهم للتأثير في قرارات الإدارة وتحقيق مصالحهم الخاصة ولو كان ذلك على حساب الشركة وصغار الملاك فيها. (جهول، 2011، صفحة 86)

يضاف إلى ان كبار الملاك وأصحاب أكثرية حقوق التصويت ربما يعملون على تشجيع إدارة الشركة على شراء إحدى الشركات المنافسة للإنفراد بالنشاط أو القضاء على المنافسة، كما أنهم سيعملون على رفض عروض الاستحواذ والاندماج التي تساهم في فقدان سيطرتهم على الشركة، رغم أن ذلك قد يحسن كثيراً في أداء الشركة ونشاطها.

لإضافة إلى ذلك ففي نظام الداخليين وعوضاً عن الأسواق المالية المتطورة، فإن احتياجات الشركة من رأس المال تؤمن بفضل إسهامات عدد قليل من المساهمين يملكون نسب معتبرة من رأس المال، فالسوق المالي هنا لا يلعب أي دور، فضلاً عن ذلك فإن المساهمين ليسوا فقط من يمارس الرقابة على المسيرين، حيث يشترك في هذه المهمة أطراف عديدة منها على سبيل المثال (الموظفون، الزبائن، البنوك، الموردون، ...)، مما يوجب على المسير أخذ مصالح جميع الأطراف بعين الإعتبار، فالتوازن

الداخلي بين مختلف الأطراف المؤثرة يتحقق من خلال مجلس الإدارة، حيث أن ما يميز هذا النموذج هو تمركز رأس المال بين عدد قليل من المستثمرين مما يجعل المطالبة بشفافية المعلومة أمر ضعيف جداً، وكننتيجة لذلك فإن شكل هذا التنظيم يجب أن يحدد وبدقة دور كل طرف من هذه الأطراف المؤثرة.

مما يعني أن تباين حوكمة الشركات ليس نتيجة عوارض بسيطة، تاريخية أو ثقافية، وإنما نتيجة اختلاف المحيطات القانونية، التنظيمية للشركات وإلى درجة تركيز رأس المال في أيدي المساهمين، ويمكن تلخيص مميزات أنظمة حوكمة الشركات في إطار هياكل الملكية في الجدول التالي:

جدول 4: خصائص أنظمة الحوكمة في إطار هياكل الملكية

نظام الداخليين <i>Inside system</i> (نظام الملكية المركزة)	نظام الخارجيين <i>Outside System</i> (نظام الملكية المتنوعة)
التحكم من خلال الأسهم/حقوق التصويت	نموذج المساهمين
إهتمام كبير بالأداء الطويل الأجل	المصالح قصيرة الأجل
إمكانية الإساءة إلى حقوق الأقلية من المساهمين	مشاركة أكبر من أعضاء مجلس الإدارة المستقلين
إحتمالات التواطؤ والتآمر مع المديرين وأعضاء مجلس الإدارة	يمكن ان يؤدي إلى الإفتقار إلى السرعة في إتخاذ القرار
إحتالات إتخاذ القرارات غير الإقتصادية، والتخلص من الأصول وغيرها	إفتقار وجود حوافز لمراقبة أعضاء مجلس الإدارة
غالبا ما يشغل المالكون مناصب في مجلس الإدارة	المزيد من الضغوطات التنظيمية

المصدر: (كاترين ل. كوشتا هلبينج، جون سوليفان، 2003، ص21)

3- هيكل الملكية وتأثير طبيعة المساهمين في تفعيل آليات الحوكمة:

تؤثر طبيعة المساهمين في تأثيرها على الفعالية الرقابية لآليات الحوكمة بالتركيز على خصوصية الملكية المؤسسية (المستثمرون والمؤسسون)، حيث يمارس المستثمرون نوعين من الرقابة: (Wiedemann Goiran.Thierry, 2002, p28)

1.3 الرقابة المباشرة:

تمارس هذه الشركات دور رقابي فعال في الجمعية العامة للمساهمين، فضخامة حجم الإستثمارات التي تقوم بها الشركات يعني تركيز ملكية أغلبية أسهم الشركة في يد عدد محدود من تلك الشركات التي تمتلك درجة عالية من المعرفة، ويؤدي ذلك إلى إنخفاض تكلفة التسيير وهي تكلفة تجميع ملاك الشركة وتحقيق توافق بين المعتقدات والآراء المختلفة لهؤلاء الملاك في إجتماعات الجمعية العامة للمساهمين، الأمر الذي يزيد من فاعلية الملاك على إدارة الشركة.

أما بالنسبة للدور الذي تلعبه هذه الشركات في تفعيل الآليات الأخرى لحوكمة الشركات فقد أكدت الدراسات أن زيادة نسبة المستثمرين المؤسسين في الشركة يرتبط طرديا مع زيادة عدد الأعضاء الخارجيين لمجلس الإدارة، وكذا زيادة الأعضاء غير التنفيذيين في لجنة المراجعة، كما يرتبط عكسيا مع حجم المكافآت الإدارية التنفيذية، ومع مقدار الإستحقاق الإختياري كمؤشر على إدارة الربح.

2.3 الرقابة غير المباشرة:

إن تأثير المستثمرين يكون من خلال الرقابة غير المباشرة من خلال التأثير على بيئة المعلومات الخاصة بالشركة، فإذا كان أحد الأهداف الرئيسية لحوكمة الشركات هو زيادة جودة القوائم المالية المنشورة وما تتضمنه من معلومات، فقد وجدت الدراسات أن زيادة نسبة الملكية المؤسسية في أسهم الشركة تؤدي إلى تحسين الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية ومنها القدرة التنبؤية لتلك المعلومات.

إضافة إلى التأثير على العلاقة بين الربح المحاسبي وأسعر الأسهم، حيث أن المستثمرين المؤسسين ومن خلال قدرتهم على تجميع كمية كبيرة من المعلومات عادة ما تعتمد في إتخاذ قراراتها الإستثمارية على معلومات خاصة بالسوق ككل والمعلومات الخاصة بالصناعة التي تعمل فيها الشركة، بجانب المعلومات الخاصة بالشركة التي يتم إنتقاؤها من القوائم المالية لتلك الشركة، وهو ما يعني زيادة قدرة أسعار الأسهم في السوق على أن تعكس أداء الشركة الامر الذي يحد من دوافع الإدارة نحو في

تبني بعض الممارسات التي تؤدي إلى المغالاة في الربح في الفترة الحالية على حساب الفترات المستقبلية.

كما ان قدرة المستثمرين المؤسسين على تجميع وتشغيل قدر كبير من المعلومات يعني إنخفاض أهمية ما تمتلكه إدارة الشركة من معلومات خاصة أو داخلية، وهو ما يعني إنخفاض ما تحققه الإدارة من أرباح حال قيامها بالتداول على أسهم الشركة بناء على هذه المعلومات، ومن ثم يمكن أن يحد ذلك من التصرفات الإنتهازية لإدارة الشركة وهي المتاجرة بالمعلومات الخاصة أو الداخلية.

المطلب الثالث: هيكل الملكية وفق نظرية تكاليف الوكالة

إن التطور الصناعي الذي كان نتيجة الثورة الصناعية أدى إلى ظهور نظرية الوكالة والتي مفادها إنفصال ملكية الشركة عن إدارتها، حيث ناقش كل من (Berle & Means, 1932)، (Jensen, 2000) من خلال كتابهما "المؤسسة الحديثة والملكية الخاصة" ووفقا لما ذكره يعد هيكل الملكية أحد المظاهر التي تبرز في إطار سياسات محاسبية أهمية عناصر الحوكمة على سلوك الإدارة والأفعال التي تقوم بها (الرقابة)، وتقليل مشكلات الوكالة وتعارض المصالح والصراعات بين المساهمين الأغلبية والذين يملكون غالبية رأس مال الشركة وبالتالي إمتلاك غالبية حقوق التصويت في مجلس الإدارة وبين المساهمين الأقلية الذين ليس لهم القدرة على رقابة الشركة (قريشي وزغود، 2017، صفحة 239)

1- مفهوم نظرية تكاليف الوكالة وفرضياتها:

تعرف الوكالة بأنها: "عقد يقتضي بموجبه لجوء شخص أو عدة أشخاص للاستفادة من خدمات شخص آخر حيث يقوم بعدة مهام بإسمهم وهو ما ينطوي على تفويض سلطة اتخاذ القرارات " (Walke, 1997, p34)

كما عرف *Meckling & Jensen* علاقة الوكالة بأنها "عقد بموجبه واحد أو أكثر من الأفراد" الأصيل" يعين واحد أو أكثر (الوكيل) لكي ينجز بعض الأعمال والخدمات بالنيابة عنه، وفي المقابل يعوض الأصيل الوكيل في إتخاذ بعض القرارات، بمعنى أن يقوم المالك (أو المالكين) بتوكيل شخص للقيام بإدارة الشركة عنه (المدير)، حيث يقوم المدير بأداء مسؤولياته بما يحقق ويعظم مصلحة المالكين أي تعظيم سعر السهم مقابل حصوله على الأجر المناسب (Jensen & Meckling, 1976, p308).

حيث جاءت نظرية الوكالة لشرح طبيعة العلاقة بين الإدارة والمساهمين، إذ تنشأ علاقة الوكالة عندما يتم توكيل (تفويض) مجموعة من المالك (المساهمين) لجهة معينة (الإدارة) لإدارة مشروع ما لتحقيق أهدافهم ورغباتهم، وهذا ما يؤكد الفكر الكلاسيكي إذ يفترض أن الإدارة وكيلة عن المالك، ومن ثم يصبح لازماً عليها أن تسعى إلى تحقيق الأهداف التي دفعت هؤلاء الموكلين إلى توجيه جزء من ثروتهم للإستثمار في الشركة المعنية (خصاونة، 2006، صفحة 20)

ويشير (Jensen & Meckling, 1976) إلى أن المالك يستطيع خلق حوافز مناسبة للوكيل وتحقيق مصلحته في نفس الوقت من خلال خلق نظام قادر على ضبط تكاليف الأنشطة للوكيل وبالتالي ظهر بما يسمى "بتكاليف الوكالة" التي يتحملها المساهمون لضمان مراقبة أعلى على المديرين (بوكرومة، 2019، صفحة 134)، وتتمثل تكاليف الوكالة في: تكاليف الوكالة المترتبة على التفويض لإدارة الملكية (*Agency costs of Equity*)، تكاليف الإفصاح عن ما قام به الوكيل (*Bonding costs*)، تكاليف الرقابة (*monitoring costs*)، تكاليف الخسارة (*Residual costs*).

ومن هنا نجد أن نظرية الوكالة تقوم بشكل أساسي على تحليل مشكلتين قد تظهر في علاقة المالك مع الإدارة:

الشكل الأول: عندما تتعارض مصالح المالك مع الإدارة، ويكون من الصعب أو من المكلف إن تتم المراقبة والتأكد من أن الإدارة تعمل لصالح المالك.

الشكل الثاني: وجود إختلاف في مستويات المخاطر التي يقبل المالك تحملها، وتلك التي تقبل الإدارة تحملها.

1.1 تحليل لنظرية الوكالة ومداخلها

من وجهة نظر المالية، هناك مصدران هامان لحدوث مشكلة الوكالة، أولها عندما تقرر الإدارة أن تنفق جزء من رأس مال شركة ما لصرف علاوات وإمميزات خاصة لهم (مصارييف يتم إنفاقها لا تضيف أي قيمة للشركة)، وثانيهما وجود إختلاف في مستوى المخاطر التي يقبل تحملها المالك والإدارة.

1.1.1 فرضيات نظرية الوكالة:

نجد عدة فرضيات تقوم عليها نظرية الوكالة وهي: (إبريس، ، 2017، صفحة69)

•فرضية كفاءة السوق:

ويرتبط هذا الفرض بالقيمة السوقية للأدوات المالية مثل الأسهم العادية والمعلومات المتعلقة بها في أسواق المال، حيث يعمل هذا الفرض في ظل أسواق تتصف بالكفاءة ..

•فرضية التصرف الرشيد:

يقوم هذا الفرض على التصرفات التي يتخذها الوكلاء من أجل تعظيم منفعتهم الخاصة على حساب حملة الأسهم في الوحدات الاقتصادية، مع العلم بأن هؤلاء الوكلاء لهم القدرة على تحقيق مصالحهم الشخصية دون النظر إلى تفضيل مصالح الملاك.

•فرضية اختلاف الأفضليات لأطراف العلاقة:

أن هناك اختلاف بين أهداف وأفضليات كلا من الأصيل والوكيل، فبينما يسعى الأول (الأصيل) إلى الحصول على أكبر قدر ممكن من جهة وعمل من قبل الوكيل مقابل اجر معقول، فان الطرف الثاني (الوكيل) يسعى إلى تعظيم منفعته من خلال الحصول على أكبر قدر من المكافآت والحوافز مع بذل جهد اقل.

•فرضية الاختلاف في خاصية تحمل المخاطر:

يقوم هذا الفرض على أن هنالك اختلاف في تحمل المخاطر بين الأصيل والوكيل، حيث يتميز الوكيل بابتعاده أو تجنبه لتلك المخاطر، ويترتب على الأصيل أن يجعل الوكيل يتحمل كل المخاطر أو جزء منها حتى لا يؤدي ذلك إلى الإضرار بمصالح الوكيل ومن ثم يتحمل الوكيل كل المخاطر أو جزء منها.

•فرضية عدم تماثل المعلومات:

تفترض نظرية الوكالة أن المالك غير قادر على مراقبة جميع أعمال الإدارة وان أعمال الإدارة من الممكن أن تكون مختلفة عن تلك التي يفضلها المالك ويحدث أحيانا هذا أما بسبب الاختلاف في أهداف ورغبات الإدارة أو بسبب أن الإدارة تحاول التهرب من العمل وخداع المالكين وهذا ما يطلق عليه عدم تماثل

المعلومات، وبذلك يستعمل الوكيل معلومات لتحقيق مصلحته الشخصية حتى لو تعارضت مع مصلحة الأصل، ومن الممكن أن يفصح الوكيل عن بعض هذه المعلومات ويخفي البعض الآخر.

2.1.1 مداخل نظرية الوكالة:

هنالك ثلاثة مداخل لنظرية الوكالة تتمثل في الآتي: (إدريس، ، 2017، صفحة 71)

أ- **مدخل نظرية تكلفة الوكالة:** حيث يقوم هذا المدخل على أساس النظر إلى الوحدات الاقتصادية باعتبارها مجموعة من العلاقات التعاقدية بين الأطراف ذات المصالح فيها، وهذه العلاقات ينتج عنها أصلاء، ووكلاء، حيث يبحث هذا المدخل في اقتصاديات وسلوكيات تلك الأطراف على أساس أربعة قواعد أساسية .

أولها تحليل إقتصادي لما يدور داخل الوحدات الاقتصادية، وثانيها تحليل سلوكي للمجموعات التي تتكون منها الوحدات الاقتصادية، وثالثها تحليل محاسبي في تكاليف الوكالة التي تنشأ نتيجة الصراع بين الأطراف التي تتكون منها الوحدات الاقتصادية، ورابعها تحليل قانوني للتعاقدات التي يجب أن تتم بين تلك الأطراف لحل مشاكل الوكالة، وبالتالي فإن نقطة البداية في استخدام نظرية تكلفة الوكالة في تفسير أي ظاهرة محاسبية هي تحديد أطراف علاقات الوكالة، حيث أن هذه الأطراف تختلف من ظاهرة لأخرى، وعليه يمكن الإشارة إلى العلاقة بين الوكيل والملاك وكيفية اختيار السياسات المحاسبية وطريقة التقرير المالي ومن ثم معرفة الآثار التي تترتب على عملية اختيار بدائل السياسات المحاسبية في الممارسة العملية من أجل ضمان تحقيق مصالح الوحدات الاقتصادية على وجه الخصوص.

ب- **مدخل اتخاذ القرارات:** إن فكرة هذا المدخل تقوم على نفعية المعلومات المحاسبية والمستفيدين منها، من أجل أن تكون القوائم المالية ملائمة لمستخدمي المعلومات المحاسبية واحتياجاتهم لأغراض اتخاذ القرار، ومن هنا يمكن الإشارة إلى ماهية المعلومات التي يرغب مستخدمو القوائم المالية في الحصول عليها، وهذا بدوره يقود إلى وصف خصائص المعلومات المحاسبية المستخدمة في الممارسة العملية.

ج- **مدخل اقتصاديات المعلومات:** في ظل هذا المدخل لم تعد المعلومة سلعة حرة كالماء والهواء ولكن أصبحت سلعة اقتصادية لها تكلفة وعائد، حيث تترتب على اعتبار المعلومات المحاسبية سلعة اقتصادية أن أصبح لها آثار اقتصادية وبالتالي أصبحت تلك السياسات تفرض قيوداً ومحددات على الإدارة والمجموعات المهتمة بالمعلومات المحاسبية

3.1.1 أنواع تكاليف الوكالة:

إن التطور الكبير في مجالات التسيير وتعهدها والذي يقابله كبر حجم الشركات لدرجة تصبح معها من الصعوبة أن يقوم المساهمين بتسيير شركاتهم بأنفسهم ونتيجة لذلك ظهر مبدأ فصل الملكية عن التسيير حيث يقوم المساهمون بتفويض سلطة إتخاذ القرارات إلى شخص متعاقد ويتم التعاقد بواسطة عقد معه من أجل القيام بتسيير الشركة وذلك نظرا لكفاءة هذا الشخص في التسيير وتوفر الخبرة لديه على عكس المساهمين الذين يمكن أن لا تتوفر لديهم هذه الكفاءات في التسيير.

ومن هنا فإنه يعمل كل طرف على تعظيم منفعته الخاصة حيث يعمل المساهمون على تعظيم ثروتهم في حين يعمل المديرون على تعظيم أرباحهم الخاصة، حيث من المحتمل أن لا يقوم المتعاقدون دائما بإتخاذ قرارات في صالح المساهمين الذين وكلوهم، ومن أجل الحد من تصرفات المديرو فإن المساهم يمكن أن يتحمل تكاليف من أجل مراقبة عمل المديرو وينشأ نظام حوافز للمديرو، من جانبه المديرو يمكن أن يقوم بتكاليف التبرير من أجل إقناع المساهمين بمطابقة تصرفاته لمصلحتهم الخاصة، لكن يمكن الوصول بان تكاليف المراقبة وتكاليف الإقناع بأن تفوق الخسارة المحتملة الناتجة عن تصرف غير ملائم للمديرو وبالتالي تكون هناك تكلفة الفرصة او التكاليف المتبقية، هذه الأصناف من التكاليف تشكل في مجملها تكاليف الوكالة حيث تشترط الفرق الغير قابل للتخفيض بيم ما ستكون عليه ثروة المساهمين عندما يتخذون بأنفسهم جميع قرارات التسيير و ثروتهم عندما يفوضون جزءا أو كل سلطتهم إلى مديرين مأجورين. (Alain Capiez, 1995, P160)

وبالتالي فإن تكاليف الوكالة تنشأ أساسا من التعارض في المصالح بين المساهم والمديرو حيث يتحملها الطرفين ويمكن أن تكون نقدية أو غير نقدية ويمكن إعادة تصنيفها كما يلي:

تكاليف المراقبة: والتي تتمثل أساسا في تكاليف المديرين وتحفيزاتهم ومصارف التدقيق وتكلفتها هي تكاليف نقدية ويتحملها المساهم.

تكلفة البرهنة: مجسدة في المصاريف التي يقوم بها الوكيل من أجل التذليل على نوعية سلوكه للموكل من خلال المؤشرات التي يظهرها الوكيل للموكل والتي يعبر له من خلالها على حسن التسيير.

التكاليف الباقية: والتي تظهر عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لهذا التوكيل، أي التي تنجم عن إستحالة ممارسة مراقبة شاملة لتسيير الوكيل

4.1.1 العلاقات المفسرة لنظرية الوكالة:

تتصف نظرية الوكالة على أنها مجموعة من العلاقات التعاقدية بين الأطراف ذوي المصالح المشتركة فيها، ولدراسة تلك العلاقات تم الاعتماد على وجهتي نظر: (الفضل، راضي، 2010، صفحة 131) **الرأي الأول:** يعتمد على فرضية أداء الشركة التي تفيد بأن الربحية العالية للشركة هي نتيجة حتمية للآليات الفاعلة المستخدمة في الرقابة على الأداء .

أما الرأي الثاني: فيدرس العلاقة من خلال الآثار المترتبة لدور آليات الحوكمة المؤسسية في رقابة أداء الشركة على الأسعار المستقبلية لأسهمها.

وجاءت نتائج هذين الرأيين في اتجاهين متعاكسين، بين تقييم متفائل لنظام حوكمة الشركات وبالتالي هناك دور هام للآليات الحاكمة المؤسسية على أداء الشركة ومن ثم قيمتها السوقية، ومن أوائل مؤيدي هذا الاتجاه (Jensen and Meckling, 1976) أما لاتجاه الثاني فيرى أن قيمة الشركة لا تتأثر بمشكلة الوكالة وبالتالي لا توجد علاقة بين قيمة الشركة واليات الحوكمة المؤسسية، ومن أوائل أنصار هذا المدخل (Demstsz and Lehn, 1985) (Harada& Nguyen, 2011, P364)

إذا ينشأ تضارب المصالح بين الطرفين حيث أن الوكيل لا يعمل دائما على تحقيق مصالح الأصل وتحصل هذه المشكلة في ظل ظروف عدم تماثل المعلومات وعدم تكاملها بين الوكيل والأصل. وهو ما ينتج عدة أشكال للعلاقات هي: (بخان، 2018، صفحة 33)

- العلاقة التناظرية: عندما يفوض الأصل الوكيل بكامل صلاحيات اتخاذ القرارات.
- العلاقة التلقائية: وتنشأ من استقلالية كل طرف فيما يفعل وفي ما يحقق من منافع.
- العلاقة التعاقدية: وتنشأ وفق عقود واضحة وتكون إما رسمية أو غير رسمية.

2- النماذج المفسرة لنظرية الوكالة

1.2 نموذج Jensen & Meckling

ويشير العالمين على نوعين من الصراع الذي يمكن أن ينشأ بين المتعاملين في الشركة: (Gregor Gossy,2008,p72)

1.1.2 الصراع بين المساهمين والمسيرين: ينشأ هذا الصراع من ان المسيرين يملكون فقط نسبة ضئيلة من رأس مال الشركة ويستفيدون فقط من نسبة قليلة من الأرباح الناتجة أساسا من نشاطهم الكفاء في التسيير، فالتصرف العقلاني للمسيرين هو البحث عن تعظيم قيمة الإمتيازات غير النقدية، بالأحرى تعظيم القيمة السوقية للشركة، فإذا كانت القيمة المطلقة لإستثمارات المسيرين في الشركة يتم الحفاظ عليها ثابتة فإن كل توسع في الإستدانة يرفع الحصة المرتبطة بإستثمارات المسيرين ويخفض من الصراع بين المسيرين والمساهمين بالإضافة إلى ذلك الإستدانة تخفض من التدفق النقدي الحروهو التدفق النقدي المتبقي عندما تكون جميع المشاريع الإستثمارية ذات قيمة حالية موجبة تم تحقيقها تحت تصرف المسيرين من أجل رفع وضعيتهم الشخصية، ويوسع ذلك خطر الإفلاس المرتفع التكلفة بالنسبة للمسيرين

2.1.2 الصراع بين المساهمين والدائنين: يفهم من خلال عقود الإستدانة أنها تحت المساهمين على الإستثمار على نحو أمثل، وبالتالي فمنطق الأوراق المالية يدل على أن الإستثمارات في مشاريع ذات مخاطر تعود بفائدة كبيرة على المساهمين في حالة تحقيق النجاح، لأنهم يكتفون فقط بتسديد الدين فقط، أما في حالة تحقيق الخسارة فإنهم يتحملون فقط جزءا من هذه الخسارة بمقدار نسبة مساهمتهم، فإذا كان الدائنون لا يمتلكون أحقية الإطلاع على طبيعة الإستثمارات المنجزة من خلال أموالهم يمكن أن يكون هناك أثر إحلال الأصول والذي يشكل تكلفة وكالة الدين، فالدائنون ملزمون بمطالبة الشركة بالإدراج في عقود إصدار الديون عدة شروط موجهة لحماية الدائنين(ضمانات حقيقية، إلزام الشركة بإعادة التسجيل في هيآت التأمين، حق الإطلاع على سياسة الإستثمار.....) وفي نفس الوقت اللجوء إلى الأوراق الشبيهة مثل السندات القابلة للتحويل، السندات المسددة على شكل أسهم، السندات بوصول إعادة التسجيل كأسهم، يخفضون من قيمة عملية شراء المساهمين على أصول المؤسسة، وفي النهاية إلى القرض الإجاري من خلال حق الملكية يحد من خطر إحلال الأصول.

وبالتالي فإنه ينص عند الإقتراض على ضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل إتخاذ أي إجراءات تتعلق بشراء أصول جديدة أو إجراء توزيعات، أو رفع مرتبات المديرين، وحتى يتأكد المقرضون من أن الإدارة لم تخل بشروط التعاقد، فإنه يصبح من الضروري عليهم القيام بمتابعة ما يجري داخل الشركة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم، ومن ثم يتحمل المقرضون بعض التكاليف في سبيل ذلك، أو أن يقوم المقرضون من البداية برفع معدل الفائدة على القروض، ويطلق على التكاليف التي يتحملها المقرضون من أجل عملية المتابعة بتكاليف الوكالة، حيث أسقط كل من (Jensen & Meckling) إفتراض تماثل دالة الهدف لكل من الملاك والدائنين، حيث أثبتا أن هناك تكلفة وكالة للديون تلعب دورا هاما في قرار التمويل، وبظهور هذه التكلفة أصبح هيكل رأس المال الأمثل يتحدد بتوازن الوفر الضريبي مع كل تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس معا.

2.2 نموذج نظرية الوكالة في ظل ظروف عدم التأكد:

في ظل ظروف عدم التأكد يجعل المستثمرون في حاجة إلى مزيد من المعلومات من أجل تقليل تلك المخاطر، الامر الذي عظم من دور اسواق المال والبورصات العالمية باعتبارها ترشد متخذي القرار من خلال التقارير المالية المنشورة للشركات المدرجة بها ومن ثم استعادة ثقة المستثمرين.

ويمكن القول بان نظرية الوكالة نتيجة لتعارض المصالح بين الإدارة والمالكين، وبقية أصحاب المصالح في الشركة وعلى وفق مبدأ الاختيار العقلاني الذي بموجبه يحاول كل طرف تعظيم منافعه الخاصة، فإنه يتوقع أن تأتي عملية اختيار السياسة المحاسبية للشركة متأثرة بالأهداف الذاتية للإدارة، بصرف النظر إذا ما كانت تلك الأهداف متوافقة أو غير متوافقة مع أهداف أصحاب المصالح الآخرين حتى لو كان ذلك على حساب التمثيل الصادق للأحداث والعمليات من ناحية تقديم المعلومات.

3- العلاقة بين نظرية تكاليف الوكالة وهيكل الملكية

إرتبطت دائما تكاليف الوكالة مع الصراع القائم بين المساهمين والإدارة، وأهم القرارات الأساسية التي تتخذها الإدارة ومن بينها قرار توزيع الأرباح وهو ما سنسلط الضوء عليه.

1.3 نظرية تكاليف الوكالة وسياسة توزيع الأرباح:

إن توزيع ملكية الأسهم بين المساهمين له تأثير كبير على قرارات الشركات التي تعتمد على تصويت المساهمين، حيث أن السيطرة على الأغلبية يعطي لأكبر المساهمين سلطة كبيرة وحرية تقديرية بشأن القرارات الرئيسية، مثل قرارات توزيعات الأرباح، ونسب المدفوعات (Gugler، 2003). ويجادل Easterbook (1984) بأن الأرباح تلعب دوراً في السيطرة على مشاكل الوكالة، من خلال تسهيل مراقبة السوق لأنشطة الشركة وأدائها، حيث تشير نظرية الوكالة إلى أن المساهمين الخارجيين يفضلون توزيعات الأرباح على الأرباح المحتجزة، لأن الداخليين قد يسيئون استخدام الأموال المحتجزة داخل الشركة وهذا التفضيل لأرباح الأسهم قد تكون أقوى في الأسواق الناشئة مع حماية ضعيفة للمستثمرين (Abdelsalam, Elmasry & Ellsegini, 2008, p954)

وتقوم هذه النظرية على عاملين أساسيين هما المالكين يفضلون أن تكون تكاليف الوكالة أقل ما يمكن، وأنهم لا يرغبون بتحمل تكاليف إصدار إضافية لطرح أسهم جديدة في السوق، ومنه فإن الزيادة في توزيع الأرباح قد تكون مؤشراً على أن الإدارة لا تفرط باستخدام أموال المساهمين لإشباع المنافع غير المالية، ومنه يمكن القول بأن تكاليف الوكالة تقل بزيادة توزيع الأرباح، وفي الوقت نفسه تعني زيادة توزيع الأرباح حاجة الشركة إلى أموال خارجية إضافية مثل إصدار أسهم جديدة ومنها زيادة تكاليف الإصدار. (الطعاني، 2018، صفحة 17).

2.3 هياكل الملكية ونظرية الوكالة

تشير محددات هيكل الملكية في الشركات إلى شكل وتوزيع الملكية بين الملاك (حملة الأسهم) حيث تتوزع ملكية الأسهم بين العديد من المجموعات والتكتلات، سواءً من أصحاب الملكيات الكبيرة أو الصغيرة وباختلاف الشخصية القانونية للمساهمين ما بين طبيعيين واعتباريين مما يؤثر في اتخاذ القرارات الإدارية وفي متابعة عمل الإدارة.

وتنشأ تكاليف الوكالة نتيجة فصل الملكية عن الإدارة، وبالتالي يترتب على ذلك العديد من المشاكل التي تتضمن قيام المديرين باتخاذ القرارات التي تحقق مصالحهم الشخصية بدلاً من تحقيق مصالح حملة الأسهم. ففي حالة تنوع الملكية لا يستطيع صغار المساهمين ممارسة الإشراف والرقابة على أعمال الإدارة بشكل فعال لعدم تمكنهم من تحمل تكاليف ذلك مقابل منافع محدودة بصغر حجم ممتلكاتهم مما

يزيد احتمالية استغلال الإدارة لموارد الشركة، وهو الأمر الذي يحد من وجود تكتلات ملكية بيد عدد من كبار المساهمين الذين تزيد قدرتهم على مراقبة أعمال المدراء، إلا أن تضارب المصالح قد يتحول ما بين صغار المساهمين (مساهمي الأقلية) وكبار المساهمين (مساهمي الأكثرية) الذين يحاولون تحقيق منافعهم الخاصة من خلال الشركة وهو ما يؤثر بمستوى الأداء ويزيد من احتمالية تأثر قيمة الشركة في السوق على المدى الطويل.

ومن أبرز عناصر هياكل الملكية في تخفيض تكاليف الوكالة هي الملكية الإدارية التي تعد إحدى طرق تخفيض تكاليف الوكالة في الشركات، وذلك من خلال تشجيع المديرين لإملاك أسهم في الشركة، والذي يترتب عليه تقارب في المصالح بين الإدارة وحملة الأسهم، وبالتالي انخفاض في تكاليف الرقابة وتحسين أداء الشركة وتخفيض السلوك الانتهازي للإدارة، ومن ثم سوف تتخذ الإدارة قرارات أكثر جودة تزيد من قيمة الشركة (ابو العلا، 2020، صفحة3)

أما تركيز الملكية قد يؤدي زيادة الصراع بين المساهمين الكبار والمساهمين الأقلية، لأن كبار المساهمين دائما يسعون إلى تعظيم فوائدهم على حساب المساهمين الأقلية. (Sanghoon,2008,p9)، لكن هناك آراء مختلفة تفيد أن تركيز الملكية في يد عدد قليل من المساهمين قد تكون قادرة على تخفيف حدة مشكلة الوكالة، لأنهم يعملون على وضع إجراءات أكثر صرامة في مراقبة تصرفات الإدارة، وكذلك القدرة على تنفيذ تغييرات في الإدارة فضلا عن الإختيار الأمثل للمديرين ممن يمثلون مصلحة المساهمين (Shleifer and Vishny,1997).

وفضلا عن أهمية تركيز الملكية في تخفيض تكاليف الوكالة حسب هذه الآراء فقد أطرت بعض الدراسات لدور تركيز الملكية في قيمة الشركة تدعى نظرية الوكالة التقليدية ومفادها بأن تركيز الملكية يعزز قدرة المساهمين في مراقبة إدارة الشركة ومنعها من إتخاذ القرارات التي تخدم المصالح الذاتية للإدارة والتي تؤثر سلبا على أداء الشركة، وأضافو شروطا لتحقيق هذه النظرية وأكدو أن الإدعاء السابق لنظرية الوكالة يمكن ان يكون صحيحا في بعض البيئات ذات البنية التشريعية القوية التي تحمي مصالح الأقلية من المساهمين مثل الولايات المتحدة الامريكية، لكن ومع وجود بيئة تشريعية ضعيفة لا تساهم في حماية الأقلية من أصحاب المصالح في الشركة سيكون التركيز له تأثير سلبي على أداء الشركة. (حمدان وآخرون، 2016، صفحة 84)

المبحث الرابع: تنوع الملكية

يعتبر موضوع تنوع الملكية من المواضيع التي نالت إهتمام الباحثين منذ الاعمال التي قدمها Berle & Means سنة 1932 من خلال كتابهما "المؤسسة الحديثة والملكية الخاصة" لتأتي دراسات فيما بعد لي تبحث في تأثير الفصل بين الملكية والتسيير في الشركات المساهمة التي تتميز بتنوع كبير لملكية رأس المال على أدائها المالي، في حين هناك دراسات أخرى تناولت الفصل بين الملكية والرقابة في الشركات المساهمة، حيث أن الفصل بين الدورين يمكن أن يكون مصدرا للصراعات بين المساهمين الأغلبية والذين يملكون أغلبية رأس المال وبالتالي إمتلاك غالبية حقوق التصويت في مجلس الإدارة وبين المساهمين الأقلية الذين ليس لهم القدرة على رقابة الشركة. أي أنه عندما تكون الملكية متنوعة حيث تتجه رقابة حملة الأسهم لتكون ضعيفة وذلك نتيجة لتحملهم لتكاليف كبيرة .

المطلب الأول: مفهوم تنوع الملكية

1-تعريف الملكية المتنوعة (Ownership diversification)

يعرف تنوع الملكية أو الملكية المتنوعة بحيازة عدد كبير من الأسهم من قبل عدد قليل من المستثمرين، حيث يمتلكون نسبة من الأسهم تمنحهم حق المشاركة في قرارات الإدارة والرقابة على تصرفاتها، وهو ما يشير إلى شكل توزع ملكية أسهم رأس المال ما بين حملة الأسهم، فعندما تمتلك مجموعة محددة من المساهمين نسبة ملكية مسيطرة تميل الملكية للتركز وعلى العكس من ذلك يعتمد تنوع الملكية على توزع المساهمة إلى نسب صغيرة بين حملة الأسهم. (يوسف، 2012، صفحة 252)،

حيث ترى بعض الآراء أن في حالة تنوع الملكية لا يستطيع صغار المساهمين ممارسة الإشراف والرقابة على أعمال الإدارة بشكل فعال لعدم تمكنهم من تحمل تكاليف ذلك مقابل منافع محدودة بصغر حجم ممتلكاتهم، وهو الأمر الذي يزيد احتمالية استغلال الإدارة لموارد الشركة، وهو الأمر الذي يحد من وجود تكتلات ملكية بيد عدد من كبار المساهمين الذين تزيد قدرتهم على مراقبة أعمال المدراء إلا أن تضارب المصالح قد يتحول ما بين صغار المساهمين (مساهمي الأقلية) وكبار المساهمين (مساهمي الأكثرية) الذين يحاولون تحقيق منافعهم الخاصة من خلال الشركة وهو ما يؤثر بأرقام الأداء المعلنة ويزيد من احتمالية تأثر قيمة الشركة في السوق على المدى الطويل.

كما يمكن تعريف الملكية المتنوعة من خلال إختلاف الشركات، حيث تختلف الشركات لأن هيكل ملكيتها يكون أكثر تنوعا وحسب طبيعة الملاك لأن الشركات قد تكون خاصة (*Private Owned*)، أو تملكها الحكومة أو الدولة (*Government Owned*) أو ملكية مختلطة (*Mixed Owned*)، وهذا التنوع له التأثير المباشر على أداء الشركة وثروة المساهمين، وتتمثل المشكلة الأساسية في تكلفة الفصل بين الملكية والرقابة (تكلفة الوكالة) والتي تنتج من تنوع الملكية خاصة في الشركات الكبيرة والتي تزيد من مشكلة الأصيل (الوكيل) بسبب عدم تماثل المعلومات (مغربي، 2016، صفحة 8)

2- عناصر الملكية المتنوعة:

1.2 الملكية الأجنبية (*Foreign ownership*):

ويقصد بالملكية الأجنبية نسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين الأجانب في الشركة، ويميل المستثمرون الأجانب إلى الإستثمار في الشركات التي تتمتع بحوكمة مؤسسية جيدة لأن الحوكمة الفعالة تقلل من مشكلة الوكالة (الطعاني، 2018، صفحة 11)

كما أشار *Stulz (1999)*، فإن غالبية الشركات ذات الملكية الأجنبية قد تميل إلى الأداء الفعال بسبب الخبرة المكتسبة في مجال الإستثمار من خلال المراقبة الفعالة مثل إجراءات المراجعة وإعداد التقارير المتكررة، وهو ما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة وبالتالي المساهمة في زيادة أداء الشركة.

وقد يكون للملكية الأجنبية للبنوك تأثير على درجة المنافسة في النظام المصرفي وتأثير على الاستقرار المالي، لذلك من المهم التحكم في درجة الملكية الأجنبية للنظام المصرفي وجد (*Claessens, S.& all, 2001*) أن دخول البنوك الأجنبية على المدى الطويل يحسن أداء النظام المصرفي المحلي. وهذا يتماشى مع أسس الحوكمة بمجرد انفتاحها على تدفقات رأس المال عبر الحدود.

2.2 الملكية الحكومية (*government ownership*):

ويقصد بها نسبة ملكية الحكومة في الشركة، حيث تعتبر الحكومة جهة منظمة مسؤولة عن حماية العامة من الناس مسؤولة عن التأكد من أن الشركات تطبق حوكمة الشركات لحماية اصحاب المصلحة، وبناءا على الدراسات السابقة التي لها صلة بموضوع الدراسة تم قياس الملكية الحكومية بقسمة عدد الأسهم المملوكة من قبل الحكومة على عدد أسهم الشركة (*Ferdinand T.S, 2011, P187*).

3.2 الملكية المؤسسية (*institutional ownership*):

يرى بعض الباحثين أن استثمار هذه المؤسسات لحجم كبير من أموالها في هذه الشركات يؤهلها للرقابة على الشركة ويقلل من دوافع الإدارة للتلاعب بالأرباح، إن تأثير أصحاب المؤسسات في الشركات "كامن" عادة ما تكون السيطرة على الإدارة في يد المديرين التنفيذيين للشركة التي هي بمثابة القوة المسيطرة على القرارات الرئيسية المتعلقة بالمنتجات، الأسواق والاستثمارات، القوة الكامنة في المقابل هي القدرة على تقييد قرار معين وبالتالي إنها تضع أصحاب المؤسسات في موقف استراتيجي، وتقديم لهم فرصة لتعديل الخيارات الإستراتيجية بنشاط إدارة الشركة. أيضا القدرة على تطبيق سلطتهم في السوق عن طريق شراء أو بيع الأوراق المالية. علاوة على ذلك، يمكنهم التأثير على الشركة بوسائل أخرى مثل محاولات السيطرة المباشرة على عملية اتخاذ القرار الداخلي وعضويتهم في مجلس إدارة الشركة (Chagenti & Damanpour, 1991, p480)

4.2 الملكية الإدارية (*Managerial ownership*):

تشير نسبة الملكية الإدارية إلى عدد الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة مقارنة بإجمالي عدد الأسهم، كما يطلق عليها بعض الباحثين بالملكية الداخلية، ويمثل مجلس الإدارة أعضاء المجلس المنتخبين أو المعيّنين في الشركة، ويعرف هيكل مجلس الإدارة بأنه مجموعة من الأشخاص الذين يمثلون المساهمين في إدارة الشركة ومراقبة عمل إدارتها التنفيذية، وهيكل مجلس الإدارة من أهم الأدوات المدرجة ضمن معيار الحاكمية المؤسسية، حيث يعتبر أنه من أهم مهام مجلس الإدارة وضع السياسات المتعلقة بالشركة وضمان تطبيقها ومراقبتها حتى تحقق أفضل أداء للشركة، كما يلعب مجلس الإدارة دورا هاما في حل المشاكل والصراعات بين الإدارة والمساهمين في الشركة.

كما يرى (Jensen & Mackenling (1976) في مقالهما بعنوان "نظرية الوحدات الاقتصادية: سلوك الإدارة وتكاليف الوكالة وهيكل الملكية" إلى دور وأهمية ملكية الإدارة التي مفادها إدارة أسهم الشركة ومواءمة المصالح بين المديرين والمساهمين. حيث وجدو أن وحدة المصالح بين المديرين والمساهمين ستؤدي إلى حذف التعارض بين الاثنين، وفي مثل هذه الحالة يميل المديرون إلى الانحراف بدرجة أقل عن أهداف وخطط الشركة من أجل تعزيز مصالحهم الشخصية.

حيث ينظر إلى مجلس الإدارة على أنه الوسيلة الأساسية للمساهمين لممارسة السيطرة على الإدارة العليا بحيث يتعين على مجلس الإدارة تحديد الاستراتيجية الشاملة للشركة، وضمان وجود ضوابط كافية لحماية قيمة المساهم كما لدى مجلس الإدارة أيضًا عدد من المسؤوليات الائتمانية الأخرى، بما في ذلك اتخاذ قرارات التمويل والاستثمار وتوزيع الأرباح (Abor & Fiador, 2013, p201)، بحيث يحاول صانعي السياسات والمديرين تقديم إشارات مالية جيدة عن أداء الشركة في السوق، وبالتالي فإن القضية الرئيسية المعنية على مجلس الإدارة هي تحليل الأسباب الرئيسية لإتخاذ الشركة لسياسة توزيع أرباح محددة بوجود العديد من المتغيرات التي تؤثر على القرارات المالية المتخذة من بينها: " اجتماعات مجلس الإدارة، وجود لجنة المراجعة، حجم المجلس والمديرون المستقلون الذين يلعبون دورًا رئيسيًا. (Abas, Quershi, Ahmed, & Rizwan, 2018, p. 65)

5.2 ملكية الأفراد (individual ownership):

ويقصد بها نسبة ملكية بعض الأفراد من رأس مال الشركة، ويمتاز تملك الأفراد بضعفه في الصلاحيات لممارسة أي دور رقابي إلا في حالة امتلاكهم لنسب عالية من أسهم الشركة وبالتالي الانتقال إلى هيكل ملكية آخر وهو هيكل تركز الملكية (Alnati & Alshahed, 2017, p. 19)

6.2 الملكية العائلية: (Family ownership)

ويقصد بها نسبة ملكية العائلة نفسها من رأس مال الشركة بمعنى عدد الأسهم المملوكة من قبل العائلة الواحدة في الشركة، فعندما تكون الملكية العائلية في الشركات يقل التنوع بعكس لو كانوا مستثمرين في نطاق واسع من الأسواق المالية، بمعنى آخر الشركات المملوكة من قبل العائلة الواحدة تقوم على تعيين مديرين من العائلة نفسها مما يؤدي إلى استخدام موارد الشركة بالشكل الأمثل، مما يدفعهم إلى بذل المزيد من الجهود لتحسين أداء الشركة وزيادة إستثماراتهم مما ينعكس على الأرباح المحققة (Benjamin.S& all, 2016, p 2)

إن الشركات التي لديها نمط ملكية عائلية، عادة ما تكون إدارة الشركة يسيطر عليها مسبقًا مساهمو العائلة المسيطرون وعادة ما يراقب هؤلاء المساهمون عن كثب سلوك المديرين في الشركة، مما يقلل من الفصل بين حقوق الملكية والسيطرة على الأسهم في الشركة. علاوة على ذلك، عائلة المساهمين

المسيطرة عادةً ما يعينون أفراد عائلتهم لشغل مناصب في فريق الإدارة، لذلك فإن انتشار هذه القوة المسيطرة لمساهمي العائلة يمكن أن يقلل من صراع الوكالة.

ومع ذلك، يمكن للسلطة المسيطرة على المساهمين من العائلة توفير حوكمة بديلة في الشركة. يجوز للمساهمين من العائلة إدارة شركاتهم بكفاءة لتعزيز الثروة الإجمالية للمساهمين. نتيجة لذلك، يمكن للشركات العائلية أداء أفضل مقارنة بأنواع الشركات الأخرى. لا تضر صفات الأسرة بالضرورة المساهمين ويمكن أن توفر ميزة تنافسية يمكن من خلالها أن تحسن أداء الشركة في المستقبل. الشركات التي أداء أفضل يمكن أن تدفع أرباحًا عالية لمساهميها. (Subramaniam, 2018, p. 113)

المطلب الثاني: إستراتيجيات تنوع الملكية

قد تتأثر سياسة الشركة وأهداف مساهميها بنوع ملكية رأس مالها، لذا لا بد أن تكون لديها إستراتيجيات تحقق من خلالها تعظيم قيمة الشركة وتعظيم ثروة المساهمين:

1- إستراتيجية تنوع الملكية والرقابة داخل الشركات

إن ظهور الشركات الكبيرة الحجم في العالم أدى إلى ظهور انفصال الملكية عن التسيير من جهة، وإنفصال الملكية عن الرقابة من جهة أخرى وذلك بسبب تنوع ملكية رأس المال والذي نتج عنه صراع بين المساهمين بسبب عدم تناسب حصص ملكية رأس المال وبروز نوعين من المساهمين: المساهمين الأغلبية الذين يملكون غالبية رأس مال الشركة وحقوق التصويت عالية في مجلس الإدارة وبالتالي لديهم دور رقابي فعال على سلوك المسيرين والتقليل من تكاليف الوكالة والتأثير في إتخاذ القرارات فيها، وفي نفس الوقت قد يكون لهم تأثير سلبي من خلال سلوكهم الإنتهازي في إتخاذ القرارات التي تؤدي إلى تعظيم الإمتيازات الخاصة، والمساهمين الأقلية الذين يملكون جزء قليل من رأس مال الشركة لا يسمح لهم بالرقابة عليها.

1.1 مفهوم الرقابة:

قدم *Fama & Jensen* عام 1983 مفهومًا للرقابة حيث إعتبر أن عملية القرار تنقسم إلى أربعة مراحل وهي: المبادرة، المصادقة، التنفيذ والمراقبة، إذ تعود المبادرة والتنفيذ إلى مهام تسيير القرارات، لكن المصادقة والمراقبة من مهام رقابة القرارات (Latrouslmen, 2006, P27)

كما أشار *Fama & Jensen* عام 1983 أن وجود تكاليف الوكالة الناتجة عن النظام الفعال لرقابة القرارات ينطوي على الفصل بين رقابة القرارات (المصادقة والمراقبة) وتسيير القرارات (المبادرة والنفذ) وضمن هذه الإطار تعرف الرقابة من خلال قدرة الفرد أو مجموعة من الأفراد على إنجاز عملية إتخاذ قرارات الشركة بطريقة فعالة.

نستعمل عادة مفاهيم السلطة وحقوق التصويت لتعبير عن المفهوم الواسع للرقابة المرتبطة بالعلاقات بين المسيرين والمساهمين من جهة وبين المساهمين المختلفين من حيث طبيعتهم من جهة أخرى أو أي علاقة أخرى بين أطراف المصلحة داخل الشركة.

عرف *Simon* عام 1951 السلطة كحق تحديد الأسهم المؤثرة على كل جزء من الشركة، بذلك تحلل الرقابة بمثابة القدرة على ممارسة التأثير التقديري على عملية القرار الذي يتضمن خاصة قرار إختيار فريق التسيير (المسيرين)، وبمعنى آخر هنا مفهوم الرقابة المقصود هو السلطة التي يمتلكها شخص طبيعي أو معنوي في تسيير الشركة (*Alexis Guyot, 2007, P238*)

1.1.1 تصنيف الرقابة داخل الشركات حسب درجة تنوع الملكية:

يمكن التمييز بين عدة انواع من أصناف الرقابة التي لها علاقة بدرجة تنوع الملكية كمايلي:

أ- الرقابة الفورية والرقابة النهائية:

حيث يستند مفهوم الرقابة الفورية إلى المسيرين في التسيير العادي للأعمال التجارية داخل الشركة، أما الرقابة النهائية فهي تعود إلى حق الدائنين المتبقين والمساهمين، كما يعتبر المعيار المكاني للرقابة الأساس في التحليل المؤسس ل *Berle & Means* سنة 1932 فيما يتعلق بالفصل بين ملكية ورقابة الشركات الكبرى الراسمالية، والذي يشير إلى الربط بين درجة تنوع الملكية ورقابة الشركة.

➤ حيث تأثر درجة تنوع ملكية رأس المال على رقابة الشركات بطريقتين:

- من جهة يمكن لأهداف الشركة أن تتغير بفعل نشوء تنوع المصالح بين المسيرين والمساهمين.
- ومن جهة أخرى يمكن لسلطة رقابة المساهمين أن تتخفف بفعل تنوع الملكية.

ب- المراقبين الداخليين والمراقبين الخارجيين:

حيث عرف *Cubbin & Leech* عام 1986 المراقبين الداخليين بانهم المساهمين المسييرين والممارسين للرقابة من خلال حقوق التصويت أي حسب ملكية كل مساهم، ويملكون إمتيازات في الحصول على المعلومات الإجمالية مقارنة بالمراقبين الخارجيين الذين لا يمتلكون سوى جزء من تلك المعلومات (*Cubbin .J, Leech D,1986 ,P240*).

كما أشار المؤلفان أنه يمكن لهاتين الفئتين من المراقبين التأثير بشدة على أهداف المسييرين من خلال تركيز المراقبين الخارجيين على هدف تعظيم ثروة المساهمين، عل العكس من ذلك عدم إهتمام المراقبين الداخليين بتحقيق ذلك الهدف وتركيزهم على رقابة سلوك المسييرين.

ج- الرقابة الفعالة والرقابة الكامنة:

أما بخصوص معيار الفعالية فيمكن التمييز بين الرقابة الفعالة والرقابة الكامنة، فحسب *Heraman* سنة 1981 يمكن الإشارة إلى وعين من السلطة: سلطة فعالة، وسلطة كامنة:

■ السلطة الفعالة: هي السلطة التي تسمح برقابة قرارات الإدارة العليا: المنتوجات، الأسواق، الإستثمار، التمويل.... إلخ،

■ أما السلطة الكامنة فتتعلق إلى إمكانية تقييد بعض القرارات والإختيارات داخل الشركة. (*Guyot,2007,P240*)

أما *Aghion & Tirole* سنة 1997 فميز بين السلطة الرسمية والسلطة الحقيقية، حيث تستند السلطة الرسمية من خلال ملكية رأس المال (الأصول) التي تمنح للمالك القدرة على إستبعاد الآخرين من إستخدام تلك الأصول، أما السلطة الحقيقية فتتمثل في الرقابة الفعلية للقرارات.

2.1.1 المقاربات التنظيمية للرقابة وعلاقتها بمساهمة المساهمين

يمكن التمييز بين مقاربتين أساسيتين حيث تميز المقاربة الأولى الشكل التنظيمي للشركة كمتجه معلوماتي ورقابي في حين تعتبر المقاربة الثانية هوية ومساهمة المساهمين كمقياس لدرجة الرقابة.

أ- المقاربة التنظيمية للشركة (هيكل داخلي معلوماتي ورقابي)

ميز *Willamson et Bhargava* سنة 1972 من خلال الآليات لمعلوماتية والرقابة الداخلية للشركة بين ستة فئات للتنظيمات الداخلية: (*Guyot,2007,P245*)

الشكل *U* الوحدوي *Unitaire* : يمثل الهيكل الوظيفي التقليدي بحيث تتمثل الميزة الرئيسية له بالسماح بمبدأ التخصص حسب مفهوم *Taylor & Smith*

الشكل *H* الشركة القابضة *Holding* : يميز الشركات ذات المساهمات المنظمة على شكل أقسام، لكنها لا تملك جهاز رقابة داخلية على الشكل المتعدد الأقسام.

الشكل *M* المتعدد الأقسام *Multi-Divisionnelle* : يضم الشركات المنظمة ليس فقط حسب الأقسام بل كذلك التي تتميز بفصل واضح بين مراكز إتخاذ القرارات العلمية والإستراتيجية، تتميز هذه الشركات أيضا بوجود نظام رقابة يقوم على المراجعة الداخلية، تحليل للعوامل الخارجية من خلال مركز التسيير بالإضافة إلى سيطرة مركزية لأنظمة التحفيز المؤثر على إتجاهات الأقسام.

حسب *Williamson* سنتي *1970,1975* الشركات المنظمة على شكل *M* يجب أن تكون أكثر أداء مقارنة ببقية الشركات وذلك لتأثير المحيط وخصائص تلك الشركات.

ب- المقاربة التقليدية للرقابة: مساهمة ومشاركة المساهمين

تندرج المقاربة الثانية للرقابة في درجة المساهمة في رأس المال وكطريقة للمشاركة في نشاط الرقابة، وقد حدد *Berle & Means* سنة *1932* تصنيف الشركات من خلال خمس مستويات لملكية الأسهم: (*Guyot,2007,P247*)

-رقابة كلية لملكية الشركة

-الرقابة الأغلبية

-الرقابة من خلال آلية قانونية، مثل الحصول على نسبة من الرقابة عن طريق وساطة مجمعة

- الرقابة الأقلية- إمتلاك فردا أو مجموعة من الأفراد مساهمة أقلية من الأسهم كافية للسيطرة أو الهيمنة على الشركة.

- الرقابة الإدارية التي تتميز بسلطة تقديرية قوية للمسيرين.

في نفس السياق قدم *Monsen & Downs* سنة *1965* خمس أصناف للشركات حسب درجة الرقابة:

- شركة مسيرة من طرف الملاك.

- شركة إدارية لا يملك المسيرين حقوق الرقابة برأس مال متنوع.

- شركة إدارية برأس مال جد مركز يفرض رقابة قوية من طرف المساهمين المسيطرين (كبار المساهمين).

- شركات بدون حقوق ملكية عادة ما تكون الشركات التي لا تهدف إلى تحقيق الربح

- شركات ذات رقابة إئتمانية، أي الشركات التي لا يكون هدفها الأول تحقيق أرباح وفوائد على رأس المال مثل شركات التأمين التعاونية.

أين قد قدم كل من *Chaganti&Damanpour* سنة 1991 تصنيف آخر بناء على نمط الرقابة ودرجة تنوع رأس المال من خلال المعيارين السابقين نلخصها في الجدول التالي: (*Chaganti R.,Damanpour F1991,P480*)

جدول 5: أنماط الرقابة حسب *Chaganti&Damanpour*

درجة تركيز رأس المال		أنماط الرقابة	
رأس مال متنوع	رأس مال مركز	مشاركة قوية	درجة المشاركة
رقابة إدارية مع قيود خارجية قوية	شركات مراقبة	مشاركة قوية	درجة المشاركة
رقابة إدارية مع قيود خارجية ضعيفة	رقابة خارجية	مشاركة ضعيفة	المشاركة

Source: (*Chaganti R., Damanpour F, 1991,p480*)

-الشركات المراقبة: تتميز الشركات المراقبة برأس مال جد مركز ومشاركة قوية في مسار إتخاذ القرارات من طرف مالك الشركة، يعرف هذا النوع من الرقابة عادة من خلال النسبة المئوية لرأس المال

المملوك من طرف المساهم أو مجموعة من المساهمين الرئيسيين بمعيار ثابت 10% أو 20%

-الرقابة الخارجية: يتميز هذا النوع من الشركات بملكية أسهم محدودة (ملكية مركزة)، مشاركة ضعيفة

للمساهمين في مسار إتخاذ القرارات داخل الشركة، ويتم تمييز هذا النوع من الشركات من طرف

المسرين الذين يفوض لهم المساهمون الرئيسيون عدد من الصلاحيات مع الإحتفاظ بسلطة الرقابة

بهدف التأثير على المسيرين.

-الرقابة الإدارية والتقييد الخارجي: على عكس الشركات المراقبة تعرف الرقابة الإدارية من خلال درجة

الإستقلالية المرتفعة للإدارة في قيادة وإتخاذ قرارات الشركة، بالنسبة ل *Chaganti&Damanpour* سنة

1991 فإن ملكية الأسهم المتنوعة لا تؤدي بالضرورة إلى تقليل التقييد الخارجي للمسرين من أجل

تعديل قراراتهم الإستراتيجية لمصلحة هذه المجموعة المراقبة.

كما يميز *Chaganti&Damanpour* سنة 1991 بين الشركات ذات الرقابة الإدارية مع تقييد خارجي قوي ورقابة إدارية مع تقييد خارجي ضعيف من خلال معيار النسبة المئوية لرأس المال الذي تملكه الشركات التي لها درجة مشاركة في مسار إتخاذ القرارات داخل الشركة.

2.1 قياس رقابة المساهمين

تعرف درجة قياس رقابة المساهمين عادة من خلال النسبة المئوية لرأس مال المساهم الرئيسي أو مجموعة المساهمين المحددين.

ولقد قدم *Cubbin & Leech* عام 1986 ثلاث إعتراضات على هذا النوع من المعيار: (*Cubbin .J, Leech D,1986 ,P125*)

- لا يأخذ بعين الإعتبار تنوع المساهمات غير المسيطرة *Non-dominant participation* التي تؤثر بشكل كبير على درجة الرقابة المرتبطة بالمساهمات المسيطرة *dominant participation*

- عدم وجود أي تمييز بين الشركات المراقبة داخليا او خارجيا والذي يمكن أن يؤثر ليس فقط على السلطة بل حتى على أهداف الرقابة.

كما أشار *Leech & Leahy* سنة 1991 أن درجة المساهم أو مجموعة المساهمين في الشركة يمكن أن تقاس بالعلاقة التالية:

$$\alpha_k \cong \phi \left[\frac{C_k}{\sqrt{V_k}} \right]$$

حيث k: هو عدد المساهمين المصنفين بالترتيب التصاعدي لملكية رأس المال:

$$C_k = \sum_{i=1}^k P_i$$

$$V_k = \sum_{i=k+1}^N P_i^2$$

N: عدد المساهمين

P_i : النسبة المئوية لرأس المال الذي يملكه المستثمر الأول

يعتبر هذا المقياس لدرجة رقابة الشركة حالة خاصة من نموذج *Cubbin & Leech* عام 1986، إذ تعتبر هذين المؤلفين درجة الرقابة المناسبة هي مستوى الرقابة الذي يسمح بالحصول على أغلبية بسيطة أثناء تصويت المساهمين، هذا الأخير الذي يتعلق بدرجة تنوع رأس المال الذي يتم قياسه عبر مؤشر

Herfindhal:

$$V_K = H - \sum_{i=1}^k P_i^2$$

تقاس درجة رقابة المساهم الرئيسي من خلال العلاقة التالية:

$$\alpha_1 = \emptyset \left[\frac{C_1}{\sqrt{V_1}} \right] = \emptyset \left[\frac{P_1}{\sqrt{(H - P_1^2)}} \right]$$

بمعنى ان درجة الرقابة تقاس من خلال إحصائية الحصول على أغلبية التأييد أثناء إتخاذ قارا خاضع للجدال، كما يعتمد هذا المعيار على توزيع حجم مساهمة المساهمين.

3.1 نتائج الفصل بين إستراتيجية تنوع الملكية والرقابة

يؤدي سيطرة مجموعة من المساهمين على رقابة الشركة الحصول على إمتيازات مالية وتقسيم للثروة غير متناسب مع مساهمتهم في رأس المال وهو ماتم الإصطلاح عليه بمفهوم الأرباح الخاصة (*Bénifices Privées*)

حيث إستخدم مفهوم الأرباح الخاصة في أعمال كل من *Grossman & Hart* سنة 1988 و *Harris* و *Raviv* سنة 1988، إذ أشار هؤلاء الباحثين أن جزء من المساهمين بإمكانهم الحصول على جزء معتبر ومهم من التدفقات النقدية المحققة داخل الشركة غير متناسبة مع مساهمتهم في رأس مالها، هذا الفائض من الأرباح المتحصل عليها يطلق عليه الأرباح الخاصة (*LE MAUX,2003,P65*)

كما أشار *Bebchuck* سنة 1999 أن مساهمو الرقابة بإمكانهم السعي لتحقيق أهداف الشركة خصوص إذا كان مساهمو الرقابة يشاركون في تسيير الشركة أو يمتلكون مستوى من حقوق التصويت أكبر من مساهمتهم في رأس مال الشركة.

أما *Dyck & Zingales* سنة 2001 فقد عرف الأرباح الخاصة على أنها الإمتيازات النقدية والغير نقدية التي يحصل عليها مساهمو الرقابة، من بين هذه الإمتيازات المعلومات التي يمتلكها المساهمون الأغلبية عن الشركات المراقبة من طرفهم والتي يمكن إستغلالها من مجالات أخرى.

➤ أما بخصوص الإمتيازات التي يمكن أن يحصل عليها مساهمو الرقابة هي كمايلي: (Ben Amar,2004,P12)

-يمكن للمساهم المسيطر إتخاذ قرار التنازل عن أصل من أصول الشركة بسعر أقل من قيمته في الشركة التي يملك الرقابة عليها، كما يمكنه تعيين أعضاء في مجلس إدارة الشركة إضافة إلى منحهم أجور جد مرتفعة.

-كما يمكن للمساهم المسير أن يؤدي بالشركة إلى إستثمار أكبر في مشاريع لا تزيد من ثروة مجموع المساهمين في حين تعظم من إمتيازاتهم الخاصة.

2- إستراتيجية تنوع الملكية وفعالية الأداء المالي

يعد الأداء المالي من المواضيع الأكثر أهمية بالنسبة للمسيرين، والباحثين على حد سواء، فنجاح أي شركة مرتبط بمدى كفاءة وفعالية أدائها من اجل تحقيق أهدافها المسطرة والمنشودة في الأجل الطويلة، فالأداء ما هو إلى صورة عاكسة للنتيجة المنتظرة من وراء كل نشاط قامت به الشركة، ولمعرفة ما حققته من نتائج وما ضيعته من فرص لا يكون إلا بتحديد خططها المستقبلية عن طريق تقييم أدائها المالي، إذ يعبر هذا الأخير على مدى قدرة الشركة على الاستغلال الجيد للمواد المتاحة لديها من مواد مادية ومعنوية أفضل استغلال مع تحقيق الأهداف المسطرة.

تحظى العلاقة بين تنوع الملكية والأداء المالي باهتماما كبيرا في الأدبيات المالية، حيث بحثت دراسات عديدة تفسير مدى اختلاف ملكية الشركات وما له من تأثيرات على مختلف جوانب أداء الشركة خاصة فيما يخص بعض الفوائد المرتبطة بتشتت الملكية مثل درجة سيولة أكبر في السوق وتنوع أفضل للمخاطر، وتطبيق أو عدم تطبيق حوكمة الشركات، (*Vishny, Shleifer1986*)، كما أشارت الكثير من الدراسات إلى هذا الصدد باعتبار أن تنوع الملكية له ارتباط مباشر بما يعرف بنظرية الوكالة، حيث ثبتت تكاليف الوكالة من تناقض المصالح ما بين الإدارة وحملة الأسهم أو ما بين حملة الاسهم والدائنين، وينشأ هذا التناقض من دوافع المديرين للتوجه نحو إستراتيجيات وسياسات تعظم مصالحهم الخاصة على حساب تعظيم ثروة المساهمين الذي يمثل الهدف الأساسي الذي تم تعيينهم لتحقيقه.

1.2 مفهوم الأداء المالي للشركات *Corporate financial performance*:

يتجسد قياس الأداء المالي في قدرة الشركة على تحقيق توازن مالي وبناء هيكل مالي فعال يحقق تعظيم العائدات، حيث يجيب منظور الأداء المالي على التساؤلات الخاصة بالكيفية التي يرى بها المساهمون تنظيم الأعمال، وماهي الاهداف المالية المرغوبة من جانب المساهمين.

ولقد تعددت التعاريف المقدمة للأداء المالي، فلقد تم تعريفه بأنه: "مدى قدرة المسيرين على تحقيق

أهدافهم، وذلك من خلال نمو المعدل السنوي للمبيعات وتحقيقهم لنسب مالية معينة (زرقون، 2015، صفحة242)

- إن الأداء المالي يركز على مؤشرات مالية يتم إستخدامها كمقياس لمستوى انجاز الشركات لأهدافها ورغباتها، حيث تعتبر هذه المؤشرات كأداة تحفيزية لإتخاذ قرارات إستثمارية مستقبلية مما يوصلها لمناصب ذات ريادة ونجاح كما كان الشاغل الرئيسي لممارسي الأعمال التجارية في جميع أنواع المنظمات لأن الأداء المالي له آثار على صحة المنظمة وفي نهاية المطاف على بقائها وأيضاً يعكس الأداء المالي فعالية الإدارة وكفاءتها في الإستفادة من موارد الشركة(باسل، 2018، صفحة26)

- ويعبر الأداء المالي على تعظيم النتائج، من خلال تحسين المردودية ويتحقق ذلك بتخفيض التكاليف وتعظيم الإيرادات بصفة مستمرة تمتد إلى المدى المتوسط والطويل من أجل تحقيق التراكم في الثروة والاستقرار في مستوى الأداء(زرقون وآخرون، 2018، ص217)

- إن نجاح أي منظمة مرتبط بمدى فعالية أدائها وقدرتها على تحقيق الأهداف المسطرة على المدى الطويل بالكفاءة والفعالية اللازمتين، يظهر ذلك من خلال النظريات المالية الهادفة إلى تعظيم قيمة الشركة من خلال الاستغلال الجيد للمواد المتاحة لديها مع تحقيق الأهداف المسطرة.(حفصي وآخرون 2019، صفحة 203)

- **الكفاءة (Efficiency):** وتعرف على انها الإستخدام الأمثل للموارد المؤسساتية بأقل تكلفة ممكنة، حيث من هنا نظهر إرتباط الكفاءة بمدخلات الشركة وكيفية التحكم في إستغلالها.

- **الفعالية (Effecacité):** وترتبط بمدى تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الشركة والفجوة بينها وبين النتائج المحققة.

- وتمر عملية قياس وتقييم الأداء المالي بعدة مراحل أساسية مكملة لبعضها البعض والممثلة في المراحل الآتية: (حفصي وآخرون، 2019، صفحة 203)

جمع المعلومات الضرورية: تعد المعلومات موردا من الموارد الأساسية في عملية التسيير بمختلف مستوياته، فالمعلومات شيء ضروري في التسيير، ولكن توفر المعلومات ليس بالشيء الكافي بل يجب على الشركة أن تتحصل عليها بالجودة العالية وفي الأوقات المناسبة، ويمكن حصر مصادر هذه المعلومات في ثلاث مصادر هي الملاحظة الشخصية من خلال نزول الملاحظين إلى ميدان النشاط والتقارير الشفوية التي تتمثل في سلسلة المحادثات واللقاءات بين الرئيس ومروؤسه والتقارير الكتابية ممثلة في الميزانية وجدول حسابات النتائج واليومية... الخ.

قياس الأداء الفعلي: هو قياس ما حققته الشركة خلال فترة زمنية معينة، والغرض من قياس الأداء هو الحصول على معلومات مفيدة تتعلق بتدفق الأموال، واستخدام الأموال، والفعالية، والنجاعة، إلى جانب ذلك يمكن للمعلومات أيضًا أن تحفز المديرين لتحقيق أفضل قرار. (*Almajali , 2012,p270*)

مقارنة الأداء الفعلي بمستويات الأداء المرغوب: تقوم الشركة في هذه المرحلة بمقارنة أدائها الفعلي والمحقق بالأداء المرغوب فيما إذا كان هناك تطابق بينهما أم هناك اختلاف، ويعتمد في عملية المقارنة على عدة عناصر كمرجع لمقارنة الأداء تتمثل هذه العناصر في الزمن، أداء الوحدات الأخرى، الأهداف، المعايير. -**دراسة الانحراف وإصدار الحكم:** تفصح عملية المقارنة على ثلاث أنواع من الانحرافات انحراف ايجابي لصالح الشركة، انحراف سلبي ضد الشركة، انحراف معدوم ليس له تأثير على نتائج الشركة، والحكم على الأداء يكون بتحليل الانحراف الكلي سواء كان موجبا أو سالبا أو معدوم إلى غاية الوقوف على الأسباب الفعلية للانحراف لتشجيع ما هو ايجابي ومعالجة ما هو سلبي.

1.1.2 العوامل المؤثرة على الأداء المالي:

هناك عدة عوامل التي يمكن أن تؤثر على الأداء المالي للشركات، حيث درست الأدبيات المالية كيف أن تؤثر العوامل المالية وغير المالية على مستوى الأداء المالي والنمو، مثل الرافعة المالية، مؤشر السيولة والحجم والعمر وكفاءة الإدارة وهيكل الملكية على الشركات.

ومن بين العديد من العوامل التي تؤثر على الأداء المالي: (Almajali , 2012,p272)

أ- الرافعة المالية

يتم قياس الرافعة المالية للديون من خلال نسبة إجمالي الدين إلى حقوق الملكية (نسبة الدين / حقوق الملكية). بحيث تظهر الدرجة التي تستخدم فيها الشركة الأموال المقترضة. مما يرى بعض الباحثون أن الشركات ذات المديونية العالية قد يتعرضون لخطر الإفلاس إذا لم يتمكنوا من سداد ديونهم ؛ ويمكن أيضا تكون غير قادرة على العثور على مقرضين جدد في المستقبل. ومع ذلك، فإن الإقتراض ليس سيئا دائما ؛ يمكن زيادة عائد المساهمين على استثماراتهم والاستفادة الجيدة من المزايا الضريبية المرتبطة بالإقتراض.

ب- السيولة

تشير السيولة إلى الدرجة التي يمكن أن تكون عليها التزامات الديون المستحقة خلال الاثني عشر شهرا القادمة، ويتم دفعها من النقد أو الأصول التي سيتم تحويلها إلى نقد، ويقاس عادة بنسبة الأصول إلى الخصوم المتداولة (النسبة الحالية) حيث تعكس نسب السيولة قدرة الشركة على تحويل الأصول إلى نقد بسرعة وكذلك قدرتها على إدارة رأس المال العامل وإبقائه في مستويات الوضع الطبيعي . ويمكن للشركة استخدام الأصول السائلة لتمويل أنشطتها واستثماراتها عندما يكون التمويل خارجي غير متوفر أو أنه مكلف للغاية، من ناحية أخرى فإن ارتفاع السيولة سيسمح بالتعامل مع الحالات الطارئة غير المتوقعة والتعامل مع التزاماته خلال فترات الأرباح المنخفضة.

ج- الحجم:

يقصد بالحجم هو تصنيف الشركات إلى شركات صغيرة أو متوسطة أو كبيرة الحجم حيث يوجد عدة مقاييس لتصنيف أو قياس حجم الشركة منها: إجمالي الموجودات أو إجمالي الودائع، إجمالي المبيعات، إجمالي القيمة المضافة.

ويعتبر الحجم من العوامل المؤثرة على أداء الشركات، فقد يشكل الحجم عائقاً على أداء الشركة حيث أن زيادة الحجم فإن عملية إدارة الشركة تصبح أكثر تعقيداً ومنه يصبح أداؤها أقل فعالية، وبشكل إيجابي من حيث أنه كلما زاد حجم الشركة يزداد عدد المحللين الماليين المهتمين بالشركة وأن سعر المعلومة للوحدة الواحدة الواردة في التقارير المالية يقل بزيادة حجم الشركة، وقد أجريت عدة دراسات حول علاقة الحجم بأداء الشركات تبين من خلالها أن العلاقة بين الحجم والأداء علاقة طردية.

خ- عمر الشركة

جادلت العديد من الدراسات السابقة (Batra, 1999, Lumpkin & Dess, 1999) بأن عمر الشركة له تأثير ذو حدين على الأداء المالي للشركات:

حيث وجدت ان الشركات القديمة تميل إلى الجمود التنظيمي والبروقراطية مما يجعلها غير مرنة وغير قادرة على تقدير التغييرات في البيئة الإستثمارية وظروف السوق، وفي نفس الوقت فإن الشركات الأكبر سناً هي أكثر خبرة، ليسوا عرضة للمسؤوليات الجديدة، وتستفيد من تأثيرات السمعة والتي تسمح لها بكسب أعلى هامش على المبيعات وبالتالي يمكنهم التمتع بأداء متفوق.

ومن ناحية أخرى، فإن الشركات الأحدث والأصغر تأخذ حصتها من السوق بالرغم من وجود عيوب مثل نقص رأس المال والأسماء التجارية وسمعة الشركة مقارنة مع كبار الشركات (الشركات القديمة) وهو ما يجعل مستوى الأداء المالي يرتبط مباشرة بمستوى الربحية والنمو.

بالإضافة إلى عوامل داخلية إدارية وفنية مؤثرة على الأداء المالي: (زبيدي، 2011، صفحة 72)

-الهيكل التنظيمي.

-المناخ التنظيمي.

-التكنولوجيا

الهيكل التنظيمي:

هو الوعاء أو الإطار الذي تتفاعل فيه جميع المتغيرات المتعلقة بالشركات وأعمالها، ففيه تتحدد أساليب الاتصالات والصلاحيات والمسؤوليات وأساليب تبادل الأنشطة والمعلومات، حيث يتضمن الهيكل التنظيمي في الكثافة الإدارية هي الوظائف الإدارية في الشركات والتمايز الرأسي وهو عدد المستويات الإدارية في الشركة وأما التمايز الأفقي فهو عدد المهام التي نتجت عن تقييم العمل والاستثمار الجغرافي من عدد الفروع والموظفين.

ويؤثر الهيكل التنظيمي على أداء الشركات من خلال المساعدة في تنفيذ الخطط بنجاح عن طريق تحديد الأعمال والنشاطات التي ينبغي القيام بها ومن تم تخصيص الموارد لها بالإضافة إلى تسهيل تحديد الأدوار للأفراد في الشركة والمساعدة في اتخاذ القرارات ضمن المواصفات التي تسهل لإدارة الشركة اتخاذ القرارات بأكثر فعالية وكفاءة.

المناخ التنظيمي:

هو شفافية التنظيم واتخاذ القرار بأسلوب الإدارة وتوجيه الأداء وتنمية العنصر البشري، أي إدراك العاملين أهداف الشركة ومهامها ونشاطاتها مع ارتباطها بالأداء، ويجب أن يكون اتخاذ القرار بطريقة عقلانية وعلى الإدارة أن تشجع الموظفين على المبادرة الذاتية أثناء الأداء، حيث يقوم المناخ التنظيمي على ضمان سلامة الأداء بصورة إيجابية وكفاءته من الناحيتين الإدارية والمالية، وتقديم معلومات لمتخذي القرارات لتحديد صورة للأداء والتعرف على مدى تطبيق الإداريين للمعايير الأداء عند التصرف في أموال الشركة.

التكنولوجيا:

هي عبارة عن الأساليب والمهارات والطرق المعتمدة في الشركة لتحقيق الأهداف المنشودة والتي تعمل على ربط المصادر بالاحتياجات، ويندمج تحت التكنولوجيا عدد من أنواع مثل تكنولوجيا الإنتاج حسب الطلب، والتي تكون وفقا للموصفات التي يطلبها المستهلك. وتكنولوجيا الإنتاج المستمر والتي تلتزم بمبدأ الاستمرارية، وتكنولوجيا الدفعات الكبيرة.

وعلى الشركة تحديد نوع التكنولوجيا المناسبة لطبيعة أعمالها والمنسجمة مع أهدافها وذلك بسبب أن التكنولوجيا من أبرز التحديات التي تواجه الشركات والتي لا بد لهذه الشركات من التكيف مع التكنولوجيا واستيعابها وتعديل أدائها وتطويره بهدف الموائمة بين التقنية والأداء، وتعمل التكنولوجيا على شمولية الأداء لأنها تغطي جوانب متعددة من القدرة التنافسية وخفض التكاليف والمخاطر بإضافة إلى زيادة الأرباح والحصة السوقية.

2.1.2 تقييم الأداء المالي:

تشكل عملية تقييم الأداء المالي أحد أهم الطرق التي تلجأ إليها الإدارة في الشركة لتقييم قراراتها الإدارية والمالية المختلفة عن طريق الاعتماد على مجموعة من القوائم المالية، وتستخدم في ذلك وسائل تقنية مختلفة، حيث تعتبر لوحة القيادة من أحدث الأساليب في عملية تقييم الأداء المالي، والتي يمكن من خلالها استخراج مختلف الانحرافات والتي من خلالها يمكن اتخاذ مختلف الاجراءات التصحيحية والحكم على مدى قدرة الشركة على تحقيق أهدافها بكفاءة وفعالية.

يتم تقييم أداء الشركة من خلال ثلاثة أبعاد: (*Almajali , 2012,p268*)

البعد الأول: هو إنتاجية الشركة أي معالجة المدخلات للحصول على المخرجات بكفاءة.

البعد الثاني: هو الربحية أي مستوى أرباح الشركة والتي لا بد أن تكون أكبر من تكاليفها.

البعد الثالث: هو قسط السوق أو المستوى الذي تتجاوز فيه القيمة السوقية للشركة القيمة الدفترية

3.1.2 أهمية تقييم الأداء المالي:

إن الوظيفة المالية تبحث عن أساس منهجي سليم لتقييم استخدام الأموال بفعالية وبأعلى كفاءة في الشركة، كي يتسنى تحقيق الأهداف المالية المنشودة في الأجل الطويل من خلال معلومات ملائمة وطريقة تحليل علمية وعملية في بناء المؤشرات، يعني تقييم الأداء المالي للشركة تقديم حكم ذو قيمة حول إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية المتحدة، إدارة الشركة ومدى إشباع منافع ورغبات أطرافها المختلفة أي أن تقييم الأداء المالي هو قياس النتائج المحققة أو المنتظرة على ضوء معايير محددة سلفا لتحديد ما يمكن قياسه ومن ثم مدى تحقيق الأهداف لمعرفة مستوى الفعالية، وتحديد الأهمية النسبية بين النتائج والموارد المستخدمة مما يسمح بالحكم على درجة الكفاءة.

يهدف تقييم الأداء المالي للشركات إلى الكشف عن مدى تحقيق القدرة الإيرادية والقدرة الكسبية في الشركة، حيث أن الأولى تعني قدرة الشركة على توليد إيرادات سواء من أنشطتها الجارية أو الرأسمالية أو الاستثنائية، بينما تعني الثانية قدرة الشركة على تحقيق فائض من أنشطتها من أجل مكافئة عوامل الإنتاج وفقا للنظرية الحديثة .

ويمكن أن نوضح أهم الجوانب التي يتعرض لها تقييم الأداء المالي كما يلي: (وضيف، 2009، صفحة

(62

- مدى تحقيق الربحية في ظل الإمكانيات المادية والمالية المتاحة.
- تحديد أفضل مزيج مرغوب فيه من الأصول وذلك يتضمن إقرار حجم ونوع الاستثمار المناسب، وتحديد الحجم المناسب من رأس المال والديون سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل.
- مدى قدرة الشركة على تسديد التزاماتها أي قدرتها المالية، هذا المؤشر ضروري لأي مؤسسة لاكتساب السمعة الجيدة مع الزبائن وبالتالي تحقيق النمو والاستمرارية.
- مدى تغطية مستوى النشاط للمصاريف العامة.
- أثر السياسات المالية المتبناة من طرف المسيرين على مردودية الأموال الخاصة.

2.2 مؤشرات قياس الأداء المالي:

هناك العديد من المؤشرات التي تستخدمها المؤسسات لقياس الأداء المالي، ويجمع الكثير من الباحثين أنها مقسمة إلى ما هو تقليدي وما هو حديث، فالمؤشرات التقليدية عادة ما تكون مستندة على البيانات المحاسبية المشتقة من التقارير المالية، وتركز مؤشرات قياس الأداء المالي على مؤشر الربحية التي هي مؤشر على الكفاءة الكلية للشركة، وعادة ما يتم استخدامه كمقياس للأرباح التي تحققها الشركة خلال فترة زمنية بناءً على 4 مقاييس: العائد على الأصول، العائد على الملكية، مداخل المبيعات والأرباح لكل سهم. (Siehl, Martin, 1989, P7)

ويرى Mishra & Phung (2016)، أن أداء الشركة مؤشر عن مدى كفاءة عمليات الشركة أثناء ممارسة أعمالها، وهذا بدوره أدى إلى اعتماد العائد على الأصول (ROA) (نسبة صافي الدخل إلى إجمالي الأصول) كمقياس للأداء المالي للشركات في دراسات عديدة سابقة. فكلما ارتفعت نسبته، دل ذلك على كفاءة الإدارة في استغلال أصولها لتعظيم الأرباح. (العامري، 2018، صفحة 154)

أ- **ربحية السهم الواحد (EPS):** ويطلق عليه نسبة العائد الصافي لكل سهم، وهو عبارة عن نصيب السهم الواحد من الأرباح التي حققتها المؤسسة خلال فترة زمنية معينة وذلك قبل القيام بتوزيعه، ويتم احتساب ربحية السهم للأسباب التالية: (المهتي، 2014، صفحة 45)

-لا تقوم الشركة بتوزيع جميع الأرباح التي حققتها، وهناك اقتطاعات من الأرباح ستقوم بها المؤسسة بنص قانوني.

قد تحقق الشركة أرباحا ويقرر مجلس الإدارة عدم توزيعها على المساهمين.

قد تحقق الشركة خسائر ويتم توزيع أرباح على المساهمين باستخدام احتياطاتها المحتجزة.

ربحية السهم الواحد = العوائد المحققة من الشركة / عدد الأسهم العادية المشكلة لرأس المال

أو

ربحية السهم الواحد = صافي الأرباح بعد الضريبة / عدد الأسهم العادية المكتتب بها

وبالرغم من أن مقياس ربحية السهم يمثل مقياسا نسبيا للأداء، حيث يأخذ في الاعتبار حجم رأس المال المستثمر في صورة عدد الأسهم المصدرة إلا أنه يتجاهل تكلفة رأس المال المستثمر لتوليد تلك الأرباح مما يدفع المديرين إلى قبول الاستثمارات ذات الأرباح الموجبة بصرف النظر عما إذا كانت هذه العوائد تغطي تكلفة رأس المال أم لا.

ب- **العائد على الأصول (ROA):** هو مؤشر يقيس فعالية استخدام المؤسسة لأصولها لتوليد الأرباح، وتعتبر هذه النسبة مؤشر على مدى ربحية المؤسسة بالنسبة لمجموع أصولها وتقيس كفاءة الأداء في استخدام الأصول لتوليد الأرباح. ويتم احتسابه من خلال قسمة صافي الربح بعد الضريبة على إجمالي الأصول أو الموجودات (صيفي، بن عمارة، 2015، صفحة 12)

ويتحدد مؤشر العائد على الأصول بمؤشرين هما:

-هامش الربح الذي يعكس مدى كفاءة الشركة في إدارة ومراقبة التكاليف.

-منفعة الأصول ويعرف باستعمال الأصول وهو ما يدل على الاستغلال الأفضل للأصول (إنتاجية الأصول) ويحسب بالعلاقة:

العائد على الأصول = النتيجة الصافية / إجمالي الأصول

ولقد نال هذا المؤشر أهمية كبيرة لعدة أسباب أهمها:

يأخذ في الحسبان الأداء الكلي للشركة إضافة إلى اعتباره أداة تؤدي لتوافق أهداف المنظمة وأهداف الأفراد.

يقدم معلومات تخص مردودية الأصول الموجودة بالشركة.

يسمح بالمقارنة بين مراكز المسؤولية فيما بينها داخل الشركة وبين الشركة والشركات المنافسة لها.

ج- العائد على حقوق الملكية (ROE): وهو مؤشر يقيس عائد الأموال الخاصة المستخدمة ويربط بين النتيجة الصافية للاستغلال ومبلغ الأموال الخاصة (Coussergues, 2002, p109)، لذا هو مؤشر يقيس ربحية الاستثمار ويستخدم لقياس مدى نجاح الإدارة في الشركة، ويتم حسابه بنسبة العائد إلى صافي الدخل وحقوق الملكية ورأس المال المستثمر والتي تحسب الزيادة في القيم المكتسبة لسنة معينة .

ويتم حسابه وفق العلاقة (صيفي، بن عمارة، 2015، صفحة12)

العائد على حقوق الملكية = النتيجة الصافية / حقوق الملكية

ومن خلال هذه العلاقة يتضح انه كلما ارتفعت نسبة المؤشر زادت نسبة الربح التي يريد تحقيقها كل من الملاك والمساهمين، وترتفع هذه النسبة بارتفاع النتيجة الصافية لان الأموال الخاصة لا تتأثر بعملة شراء الأسهم والتي تعتبر ممول بالسيولة أو الديون من وجهة نظر المستثمر، ومن مصلحة المؤسسة إصدار أسهم بمقدار الحاجة إلى التمويل فقط لان زيادة حقوق الملكية أكثر من اللازم يفقدها استقلاليتها من ناحية ويقلل من أرباحها من ناحية أخرى.

د- القيمة الاقتصادية المضافة EVA :

عرفت شركة الاستشارة الأمريكية *stern stewart* القيمة الاقتصادية المضافة على أنها مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي حيث ارتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت، وهي الفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضريبة وتكلفة رأس المال المقترض والمملوك، كما عرفها آخرون بأنها القيمة المضافة من قبل الشركة أثناء ممارسة النشاط برأس مالها إي أنها الربح الاقتصادي بعد سداد تكلفة رأس المال، كما تعرف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها معيار لقياس الأداء من خلال تحديد الأساليب

التي تساهم في رفع قيمة الشركة أو القضاء عليها، وهي تسمح بتحديد الأرباح المتبقية بعد طرح التكاليف الرأسمالية وتقييم الفرصة البديلة للمساهمين.

وعموما فان القيمة الاقتصادية المضافة تعتبر مقياسا جيد عن مقدار الإضافة التي حققتها الشركة لحملة الأسهم من جهة ومن جهة أخرى تعد طريقة لتسيير، كما أنها طريقة لتحفيز بحيث نجدها تقوم بقياس اداء مسيري الشركات امام المساهمين فبذلك تصيح وسيلة تدفع المسيرين لبذل مجهود نحو شركاتهم وكونها طريقة للتسيير فيتجسد ذلك من خلال قدرتها على ترشيد القرارات المتخذة من طرف المسيرين، حيث يمكن استخدامها في تقييم الاستراتيجيات وتقييم المشاريع الاستثمارية ووضع أهداف الإدارة التسييري. ويتم حسابها بالطريقة التالية: (حفصي وآخرون، 2019، صفحة 206)

$$EVA = (ROIC - WACC) \cdot IC$$

حيث أن:

ROIC: معدل العائد على رأس المال المستثمر

WACC: التكلفة المرجحة لرأس المال

IC: رأس المال المستثمر.

$$EVA = NOPAT - IC(WACC)$$

NOPAT: صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة

WACC: التكلفة المرجحة لرأس المال

IC: رأس المال المستثمر.

و - القيمة السوقية المضافة **MVA** :

يستخدم هذا المؤشر للحكم على الأداء المالي الداخلي للشركة، من خلال تحفيز المسيرين لاتخاذ القرارات التي من شأنها أن تؤثر على قيمة الشركة المسعرة في البورصة، وتعرف على أنها الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية، وتعطي تقينا شاملا للمؤسسة منذ نشأتها وحتى تاريخ قياس قيمتها السوقية، ويتم تقديرها من خلال الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الاسمية للسهم مضروبا في عدد الأسهم، وهي تعكس قدرة الإدارة على تعظيم ثروة المساهمين حيث تعطي بالعلاقة:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVAt}{(1+k)^t}$$

كما تعطي بالعلاقة التالية:

$$MVA = \text{القيمة السوقية للأسهم} - \text{القيمة الدفترية للأسهم}$$

هـ - القيمة السوقية المضافة MVA

يقيس هذا المؤشر الثروة التي تخلقها الشركة، فإذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة تحسب لكل فترة (سنة)، فإن القيمة السوقية المضافة تحسب لمجموعة من السنوات، حيث تمثل القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقدرة لحظة التقييم، ويمكن حساب القيمة السوقية المضافة كالتالي: (زرغون وآخرون، 2018، صفحة 218)

$$\text{القيمة السوقية المضافة} = \text{القيمة السوقية للأسهم} - \text{القيمة الدفترية للأسهم}$$

3.2 مدى تأثير إستراتيجية تنوع الملكية على فعالية أداء الشركات

أدى التطور المتسارع في بيئات الأعمال إلى تغيرات كبيرة في آليات عمل الشركات ولاسيما عبر ترسيخ مبدأ فصل الإدارة عن الملكية لضمان كفاءة الأداء، وهو الأمر الذي أدى إلى العديد من التناقضات في أهداف وأولويات الأطراف ذات العلاقة في الشركات، وكذلك أدى إلى ظهور العديد من الأطراف ذات الاهتمام بتملك حصص هامة في الشركات على شكل تكتلات تؤثر مباشرة في مستوى التنوع أو التركيز في هيكل الملكية بهدف التحكم بآليات اتخاذ القرارات وإجراءات الإدارة وإستراتيجياتها، وبالتالي في مستويات الأداء لهذه الشركات.

بالتالي عند دراسة العلاقة التي تربط بين تنوع الملكية والأداء المالي نجد أن الملاك هم الطرف الرئيسي ويعرفون ب: أصحاب المصلحة الرئيسية، لذا يعتبر المساهمون ملاكا بقدر مساهمتهم في رأس مال، ويعرفهم الباحثون في كتب التسيير بالمواصفات التالية: جالبي مصادر التمويل، المراقبين، ذوي النظرة الإستراتيجية، أصحاب المصادر الهامة، مسيري المؤسسات العائلية، وأخير كونهم مسئولين (دائن، 2007، صفحة 26).

حيث جادل Jensen & Meckling (1976) بأن تنوع الملكية هو السبب الرئيسي لاختلاف الأهداف بين الرؤساء والمديرين، وأكد Shleifer and Vishny (1989) أن الملكية المتنوعة توفر امتيازات

مهمة للمديرين وتساعدهم في تطبيق إستراتيجياتهم للحصول على أجور أعلى وامتيازات أكبر وهذا في بدوره ينعكس بصورة مباشرة على مستوى الأداء، وفي نفس الوقت تؤكد دراسة حديثة أجراها *Edgerton (2012)* أن مديري الأسهم العائلية الكبيرة ينفذون المشاريع التي تزيد من صافي التدفقات النقدية المستقبلية إلى أقصى حد وتمكن الشركات من زيادة قيمتها وهو ما يعكس مستوى الأداء الإيجابي.

كما أظهرت دراسة (*Motgomery,1984*) أن إستراتيجية التنوع تُستخدم بشكل أساسي لزيادة قيمة الشركات عند قياسها من حيث الأداء، حيث أن إستراتيجية التنوع توفر معايير أداء كافية للكشف عن حالات التلاعب وسوء تسيير الإدارة، أي فعالية الرقابة وهذا بدوره يساعد على تخفيض تكاليف الوكالة مما ينعكس إيجاباً على الأداء المالي وعلى حصة السوق وقيمة المساهمين (*shen& all,2017, P55*)

➤ إن تنوع ملكية الشركة يمكن أن يؤثر بشكل كبير على الأداء المالي للشركة من خلال تأثيره على آلية التحفيز، السيولة، المخاطر وإجراءات اتخاذ القرار وكذلك نظام مراقبة الأداء (*Zheka,2003,p8*) ومن خلال أربعة محاور أساسية هي: مدى تنوع وتركز هذا الهيكل، ملكية الإدارة، وجود الحكومة في هيكل الملكية، ووجود العائلة في هذا الهيكل، حيث:

- يمكن أن يكون للملكية العائلية دور إيجابي في تطوير أداء الشركة من خلال خبرة أفراد العائلة الطويلة وقدرتهم على ضبط سلوك الإدارة لتحقيق نتائج أفضل للشركة، وبالوقت ذاته يمكن أن تمارس الملكية العائلية دور سلبي من خلال تضارب مصالحها مع مصالح باقي المساهمين عبر استغلالها لموارد الشركة في سبيل تحقيق منافعها الذاتية مما قد يزيد من احتمالية ظهور المشاكل مما يؤثر سلباً على مؤشرات أداء الشركة. (دخان، 2018، صفحة 34)

-وقد يهدف المساهمون المؤسسيون إلى المضاربة بما يمتلكون من أسهم لاعتبارات قصيرة الأجل وهو ما يمكن أن يؤثر سلباً على أداء الإدارة التي تستجيب لتوجهات المؤسسيين بالتركيز على الأهداف قصيرة الأجل، أما في الحالة المعاكسة عندما يتبنى المساهمون المؤسسيون إستراتيجيات استثمارية طويلة الأجل فإنهم يمارسون دور رقابي إيجابي على أنشطة الإدارة من خلال قدرتهم العالية على الوصول للمعلومات وتحليلها وهو ما يصب في مصلحة بقية المساهمين ويؤدي إلى نتائج إيجابية للشركة تنعكس على أدائها في السوق المالية.

-ويناقش دور الملكية الحكومية في أداء الشركات من خلال وجهتي نظر، تقوم الأولى على وجود اختلاف في الأهداف الاجتماعية للحكومة وأهداف الربحية للقطاع الخاص مما يؤدي إلى توفير قدر أكبر من المعلومات

عن الشركة لتحقيق تواصل أفضل مع المساهمين الآخرين مما ينعكس إيجاباً على أداء الشركة في السوق، أما وجهة النظر الثانية فتقوم على إفتراض أن الملكية الحكومية تحد من مستوى الشفافية للشركة عبر عدم تشجيعها على نشر معلومات الشركة لإعتبارات سياسية مما يؤدي إلى آثار سلبية في السوق المالية نتيجة نقص المعلومات عن الشركة.

-بناء عليه يعد تنوع الملكية أحد المظاهر والعناصر التي يجب أن تدرس في مجال إختيار السياسات المحاسبية، الملكية أحد المبررات لإقامة آليات رقابة تضمن حقوق المساهمين مثل مكافآت المسيرين، ضمان إستقلالية أعضاء مجلس الإدارة...، بما يبرز ذلك في إطار تقييد السلوك النفعي للإدارة وتقليل مشكلات الوكالة وتعارض المصالح بين الأطراف المختلفة: (يوسف،، 2012، صفحة252)

المطب الثالث: تنوع الملكية وسياسة توزيع الأرباح:

تنوع الملكية هو عامل مؤثر في سياسات الشركة وإحدى هذه السياسات هي سياسة توزيع الأرباح، حيث اختبر *Jensen & Meckling (1976)* نظرية الوكالة من خلال بناء نموذج لتوزيعات الأرباح المثلى، ويوضح أن المساهمين الخارجيين يطلبون توزيعات أرباح أعلى إذا كانوا يمتلكون جزءاً أكبر من الأسهم العادية وإذا كانت ملكيتهم أكثر تنوعاً، ووفقاً *(Shleifer and Vishny 1986)* فإن الملكية المؤسسية المركزة تخلق حوافز لمراقبة الإدارة، والتي تتغلب على المشاكل المرتبطة بالملكية المتنوعة حيث لا يملك صغار المساهمين حوافز كافية لتحمل تكاليف المراقبة لصالح المساهمين الآخرين. (*Al-Ghareibeh, & all, 2013, p770*)

1-تركز الملكية وسياسة توزيعات الأرباح:

تشير درجة تركيز الملكية إلى وجود مستثمر رئيسي يتحكم في غالبية أسهم الشركة، مما يعطيه قدرة كبيرة في التأثير على الإدارة لتنفيذ القرارات التي يفضلها، وقد تناولت العديد من الدراسات السابقة العلاقة بين درجة تركيز الملكية وسياسة التوزيعات، حيث توصلت العديد من الدراسات إلى علاقة موجبة بين درجة تركيز الملكية وسياسة التوزيعات التي تتبعها الإدارة (*Batool & Javid, 2014*) (*Shehu, 2015*) .

حيث فسرت تلك العلاقة الموجبة بأن التوزيعات ترسل إشارات جيدة للسوق عن مستقبل الشركة وبالتالي تزداد فرص النمو للشركة، كما تزداد فرص الحصول على التمويل في المستقبل وبالتالي المستثمر الرئيسي يقوم بدعم قرار توزيعات الأرباح وبذلك تتخفض مشكلة الوكالة بين كبار المساهمين وباقي حملة

الأسهم، وبخلاف ما سبق تشير بعض الدراسات السابقة إلى وجود علاقة سلبية بين درجة تركيز الملكية وبين سياسة توزيع الأرباح، حيث توصل (Gugler, 2003) إلى أن تركيز الملكية في يد مستثمر رئيسي أو عدد من المستثمرين الرئيسيين سوف يؤدي إلى قيام هذا المستثمر بدعم قرار تخفيض التوزيعات المقدمة لحملة الأسهم وبالتالي تزداد مشاكل الوكالة بين حملة الأسهم الرئيسيين وباقي الملاك، حيث يرى المستثمر الرئيسي أن تلك الأموال التي الممكن إستخدامها في التوزيعات يكون من الأفضل له أن يتم إعادة إستثمارها، وبالتالي تزداد قوته وفرض سيطرته في مجلس الإدارة. ويمكن إرجاع ذلك إلى نظرية التفضيل الضريبي (Tax Differential Theory) ونظرية أفضلية مصادر التمويل (Pecking Order Theory)، في حين لم تتمكن العديد من الدراسات من إثبات وجود علاقة بين درجة تركيز الملكية وبين سياسة التوزيعات ومن تلك الدراسات (Tahir, Sohail, Qayyam & Mumtaz, 2016).

2- الملكية الإدارية وسياسة توزيع الأرباح

تشير نسبة الملكية الإدارية إلى عدد الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة مقارنة بإجمالي عدد الأسهم، كما يطلق عليها بعض الباحثين بالملكية الداخلية، وتشير العديد من الدراسات إلى أنه مع زيادة نسبة الملكية الإدارية تزداد نسبة توزيع الأرباح، وذلك نتيجة لسعي المديرين لتخفيض تكاليف الوكالة بين الإدارة التنفيذية والمساهمين، ومن تلك الدراسات دراسة (Uwuigbe, 2013) وذلك لأن الإدارة قد تود إرسال إشارات إيجابية للسوق عن جودة الإدارة وقدرتها على تحقيق الأرباح، وذلك بغرض خلق فرص مستقبلية للحصول على التمويل الخارجي، وذلك تأييدا لنظرية الإشارة ""، على العكس مما سبق أشارت بعض الدراسات إلى وجود علاقة سالبة بين نسبة الملكية الإدارية وبين سياسة التوزيعات، حيث توصل كل من (Aydin & Cavdar, 2015) إلى أنه مع زيادة نسبة الملكية الإدارية يصبح المديرين مسيطرون بشكل أكبر على سياسات الإدارة ومنها سياسة توزيع الأرباح، مما قد يؤدي إلى إنخفاض نسبة التوزيعات، حيث قد يرى المديرين أن الأرباح يجب إحتجازها لإستثمارها فيما بعد، خصوصا أن الأرباح المحتجزة تعد أقل مصادر التمويل تكلفة.

ومن جهة أخرى توصلت العديد من الدراسات إلى إثبات عدم وجود علاقة معنوية بين نسبة الملكية الإدارية وبين سياسة توزيع الأرباح، ومن تلك الدراسات دراسة (Chin, 2015).

3- الملكية الحكومية وسياسة توزيع الأرباح

تعتبر نسبة الملكية الحكومية في الشركات من أهم العوامل المحددة لسياسة التوزيعات خاصة في الأسواق الناشئة، حيث يرى (Gul,1999) وجود علاقة موجبة بين نسبة الملكية الحكومية وسياسة التوزيعات، فالشركات التي تمتلك فيها الحكومة نسبة كبيرة من الأسهم يكون من السهل لها الحصول على التمويل اللازم لأداء عملياتها، وبالتالي تزداد فيها نسبة التوزيعات، كذلك أيضا فإن المؤسسات الحكومية نفسها تستفيد من تلك التوزيعات لتمويل إحتياجاتها الخاصة، كمل توصل (Glen & all,1995) إلى وجود علاقة موجبة بين نسبة الملكية الحكومية وبين قرارا توزيع الأرباح، وذلك بسبب أن المستثمرون في الأسواق الناشئة ذات النظم القانونية الضعيفة يحتاجون إلى ما يضمن حماية أموالهم من إستغلال المديرين، ومع وجود الحكومة كمالك مؤثر في الشركة فهي تقوم بدور المراقب على أعضاء الإدارة التنفيذية والمساهمين الداخليين لحماية حقوق المستثمرين، وهذا من خلال دعم المال الحكومي لزيادة نسبة توزيعات الأرباح، كما أن الحكومات في الأسواق الناشئة تعمل على بناء سمعة طيبة لأسواقها، وبالتالي لا بد ان تقوم بحماية حقوق حملة الأسهم من الإستغلال من قبل المديرين وحملة الأسهم الداخليين من خلال الضغط على الإدارة لدفع توزيعات أعلى للمستثمرين، وخصوصا في حالة عدم التأكد المرتفع تجاه التدفقات النقدية المستقبلية وطرق إستخدامها، مما يحسن من صورة هذا السوق أمام العديد من المستثمرين، في حين قد أظهرت عدد قليل من الدراسات وجود علاقة سالبة بين نسبة الملكية الحكومية وبين سياسة التوزيعات، ومنها دراسة (Kouki & Guizani,2009)، حيث أثبتت تلك الدراسة أنه مع زيادة نسبة الملكية الحكومية في الشركات تنخفض نسبة الأرباح المخصصة للتوزيع على الملاك، وذلك لإقناع أعضاء المجلس من ممثلي الحكومة بأهمية إستخدام تلك الأموال وإستثمارها في فرص نمو تحسن من وضع الشركة، ومن ناحية أخرى أثبتت عدة دراسات عدم وجود علاقة معنوية بين درجة نسبة الملكية الحكومية وبين سياسة التوزيعات ومن تلك الدراسات (Riaz, Liu & Ahmed,2016).

4- الملكية المؤسساتية وسياسة توزيع الأرباح

في حين تشير نسبة الملكية المؤسسية إلى عدد الأسهم التي تمتلكها الشركات من نسبة إجمالي الأسهم، وقد توصلت العديد من الدراسات إلى وجود علاقة موجبة بين نسبة الملكية المؤسسية وتوزيعات الأرباح ومنها (Abor & Fiador,2013) حيث انه مع وجود نسبة مرتفعة من الملكية المؤسسية تكون

بمثابة إشارات جيدة للسوق أن تلك المؤسسات تقوم بالرقابة على الشركات التي تساهم بشكل فعال، وبالتالي تزداد فرص النمو للشركات حيث تتفتح أمامها أبواب التمويل الخارجي، كذلك فإن الشركات المالكة للأسهم قامت بشراء تلك الأسهم كشكل من أشكال الإستثمار، وبالتالي فلا بد لتلك الشركات أن تحصل على العائد مقابل هذا الإستثمار متمثلاً في توزيعات الأرباح، والتي ستقوم بإستخدامها في تطوير مشروعاتها الخاصة أو غيرها من إستخدامات الأموال، وعلى الرغم من وجود دراسات تظهر عكس النتائج السابقة، إلا أنه أظهرت بعض الدراسات القليلة التي لم تجد علاقة معنوية بين نسبة الملكية المؤسسية وتوزيعات الأرباح (Dewi & all, 2017)

5- الملكية الأجنبية وسياسة توزيع الأرباح:

يقصد بالملكية الأجنبية نسبة حصة المساهمين أو المستثمرين الأجانب في رأس مال الشركة، فأشارت العديد من الدراسات مثلاً (Bokpin, 211) إلى أن كلما إزدادت نسبة الملكية الأجنبية كلما إزدادت فعالية وإنتاجية وأداء الشركة للأفضل، أما من ناحية علاقة الملكية الأجنبية بسياسة توزيع الأرباح فيشير (Kumar, 2003) إلى أنه لا يوجد دليل على وجود علاقة بين الملكية الأجنبية والأرباح الموزعة على المساهمين، في حسن تشير العديد من الدراسات مثلاً (Stiawan, 2016) إلى أن هناك علاقة طردية بين نسبة الملكية الأجنبية وسياسة توزيع الأرباح بمعنى أن الشركات التي يتحكم بها المستثمرون الأجانب تزيد فيها نسبة الأرباح الموزعة بشكل كبير.

ومن المتطقي دعم الدراسات التي ترتأي إلى ان هناك علاقة طردية بين الملكية الاجنبية وسياسة توزيع الأرباح لأن الشركات المساهمة تسعى إلى جذب المساهمين الأجانب من خلال قيامها بتوزيع الأرباح بشكل مستمر وثابت وهو ما يسعى إليه المستثمر من أجل تعظيم ثروته حتى تتمكن الشركة من الإستمرار والإزدهار من أجل تعظيم القيمة السوقية للشركة.

خاتمة الفصل:

تطرقنا في هذا الفصل إلى مفاهيم عن هيكل رأس مال الشركات، حيث أن عملية توفير الأموال اللازمة للشركات من الأمور الصعبة نوعاً ما، وإن وجود هيكل رأس مال قوي وأموال كافية من أهم مقومات تقييم الشركات، وهو من القضايا الصعبة التي يواجهها أصحاب القرارات المالية وذلك لأنه يرتبط مع الكثير من القرارات الإستثمارية، ولأن تعظيم الثروة السوقية لمالكي الشركة من أهم أهداف الإدارة المالية والذين لا يتحققان إلا بإستناد الشركة على مصادر تمويل دائمة سواء كان تمويلاً داخلياً أو تمويلاً خارجياً .

إنطلاقاً إلى هيكل الملكية، حيث يؤدي فهم هيكل الملكية إلى فهم العلاقة التي تدار بها الشركات بشكل أوسع، وفهم الوسائل التي تعمل على توازن المصالح فيها، ومن أهم هذه الوسائل: حوكمة الشركات، تكاليف الوكالة، تركيبة هيكل الملكية وتنوعها سواء كانت ملكية فردية أو حكومية أو مؤسسية أو أجنبية أو حتى متمركزة.

كما تناولنا الأثر المباشر لتنوع الملكية على الفعالية والكفاءة في الأداء المالي، وحاولنا فهم كيف يمكن لتنوع ملكية الشركة أن يؤثر بشكل كبير على الأداء المالي للشركة من خلال تأثيره على آلية التحفيز، السيولة، المخاطر وإجراءات اتخاذ القرار وكذلك نظام مراقبة الأداء، بالإضافة إلى أثر تنوع الملكية على القرارات المالية الهامة، لأن تنوع الملكية هو عامل مؤثر في سياسات الشركة وإحدى هذه السياسات هي سياسة توزيع الأرباح، حيث اختبر *Jensen & Meckling (1976)* نظرية الوكالة من خلال بناء نموذج لتوزيعات الأرباح المثلى، ويوضح أن المساهمين الخارجيين يطلبون توزيعات أرباح أعلى إذا كانوا يمتلكون جزءاً أكبر من الأسهم العادية وإذا كانت ملكيتهم أكثر تنوعاً، بالإضافة إلى إختلاف وجهات النظر في مدى قدرة هذا التنوع في تركيبة هيكل الملكية على التخفيف من حدة الصراع القائم بين كبار المساهمين وصغار المساهمين بما يؤثر على تعظيم ثروة الملاك وقيمة الشركة.

الفصل الثالث

تصميم ومنهجية الدراسة

الفصل الثالث: تصميم ومنهجية الدراسة

مقدمة الفصل

تعد البنوك والأسواق المالية من أهم آليات جمع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشاريع الاستثمارية المختلفة، حيث توفر هذه المؤسسات المصادر الأساسية للتمويل الخارجي الذي تحصل عليه الشركات والذي تتمكن بموجبه من تغطية احتياجاتها المالية الضرورية لاستمرار نشاطها وضمان نموها وازدهارها.

وقد عرفت الأسواق المالية تذبذبات مالية هامة خاصة في فترة جائحة كورونا وبعدها، والتي كانت لها انعكاسات جد هامة على قراراتها المالية وسياساتها، وعلى قرارات المستثمرين فيما يخص اهدافهم الإستثمارية من خلال تأثيرها في نسب الملكية المطروحة في الشركات.

وسنحاول في هذا الجزء من الدراسة معرفة أهم التطورات التي عرفت الأسواق المالية محل الدراسة (تونس، مصر، المغرب) وأهم المؤشرات لملكية مساهمي الشركات المدرجة في الأسواق المالية لكل بلد من بلدان محل الدراسة .

المبحث الأول: تطور الأسواق المالية في دول الدراسة

تعد أسواق المال أحد الأعمدة الرئيسية للاقتصاديات من حيث توفير التمويل اللازم لتوسعات الشركات وأنشطتها المختلفة، وتعتبر البورصات قلب أسواق رأس المال من حيث توفير منصات للتداول التي تسمح للمستثمرين بنقل الملكية بصورة شفافة ومرنة مع توفير معدلات الإفصاح مما يسمح للشركات بتحديد قراراتها المستقبلية وقراراتها المالية.

المطلب الأول: السوق المالي التونسي

السوق المالي التونسي هي سوق يلتقي فيه المستثمرون لشراء وبيع سندات رأس المال أو سندات الدين المصدرة من قبل الشركات والدولة والجماعات المحلية. وبالتالي تضمن البورصة سيولة السندات للمستثمرين وتسمح للمؤسسات بالحصول على التمويلات اللازمة لتنمية أنشطتها .

1-نبذة عن السوق المالي التونسي

عرف السوق المالي التونسي عدة محطات، حيث تم إحداث بورصة الأوراق المالية في شكل مؤسسة عمومية في فيفري 1969، ووفقا للقانون عدد 117 لسنة 1994 تم إعادة تنظيم السوق المالية وإنشاء بورصة الأوراق المالية بتونس في صيغة شركة خفية الاسم، يمتلكها حصريا وسطاء البورصة بالتساوي في نوفمبر 1995 ومن أهم محطاتها:

- انطلاق العمل بنظام التداول الإلكتروني.NSC في أكتوبر 1996
- انطلاق مؤشر توناندكس حسب القاعدة 1000 في 31ديسمبر 1997.
- انطلاق السوق البديلة الموجهة إلى الشركات الصغرى والمتوسطة والتحول إلى تشغيل آخر نسخة لنظام التداول الإلكترونيNSC في ديسمبر 2007، أما سنة 2009 عرفت عدة تغييرات، حيث تم إلغاء طريقة احتساب مؤشر توناندكس وتم الاعتماد على الرّسمة السوقية المتاحة للتداول والتوقف عن نشر مؤشر BVMT الذي بدأ نشره منذ سبتمبر 1990، كما تم إحداث صندوق المتعاملين في سوق الأوراق المالية لضمان المخاطر غير التجارية في ماي 2009 و بعث مجلة إساءة الخدمات المالية لغير المقيمين.

وفي نوفمبر 2012 تم تنظيم الدورة الأولى لصالون البورصة والخدمات المالية "أنفستيا" والتي حاولت من خلالها البورصة التونسية إدارة السوق التونسية للأوراق المالية عن طريق:

- إدراج سندات جديدة بتسعيرة البورصة،
 - تنظيم المبادلات وتسعير السندات في أحسن الظروف من المساواة والأمان والشفافية،
 - نشر معلومات السوق،
 - تطوير البورصة والترويج لها.
- أسواق البورصة التونسية:

تخصص تسعيرة البورصة لتداول السندات التي تستجيب لشروط الإدراج المنصوص عليها بالترتيب العام للبورصة. وتشمل الأسواق التالية:

- السوق الرئيسية: مخصصة للشركات ذات الحجم الكبير
- السوق البديلة: مفتوحة للشركات الصغرى والمتوسطة ذات الأفق الواعدة.
- السوق الرقاعية: مخصصة لتداول سندات الدين.
- سوق لتداول حصص الصناديق المشتركة للديون.
- السوق الموازية: تخصص لتداول أسهم الشركات التي تلجأ إلى الاكتتاب العام وغير المدرجة بالبورصة.

ولقد عرف مساهمو البورصة عدة إمتيازات وحوافز:

أ- بالنسبة إلى المستثمرين والمدخرين:

- توظيفات توفر السيولة والمردودية خاصة على المدى الطويل
- تقييم متواصل للممتلكات

• إعفاء جبائي للضريبة على الأرباح الموزعة (إرساء ضريبة على الأشخاص الطبيعيين بداية من سنة

(2015)

- إعفاء جبائي للضريبة على القيمة الزائدة شريطة الاحتفاظ بالسهم لمدة معينة
- تخفيض ضريبي لفائدة أصحاب حسابات الادخار في الأسهم (CEA)،
- اكتساب صفة مساهم في شركات ذات صيت.

ب- بالنسبة إلى الشركات:

- تعبئة موارد مباشرة لدى المستثمرين بأقل كلفة
- تدعيم الشهرة وتعزيز صورة الشركة ومنتجاتها
- تخفيض في نسبة الضريبة على الشركات لمدة الخمس السنوات التي تلي الإدراج بالبورصة،
- ضمان الديمومة عبر تسهيل الإحالة.

2- تطورات البورصة التونسية:

1.2 مؤشرات بورصة تونس خلال فترة الدراسة:

عرفت البورصة التونسية عدة تطورات على مر السنوات حيث عرفت خلال هذه السنوات إزدياد في عدد الشركات المدرجة من 71 شركة إلى 80 شركة يقابلها إزدياد في رسملة السوق، لكن كانت سنة 2020 سنة مميزة بالنسبة للإقتصاد العالمي، حيث خلال سنة 2020 تسبب فيروس كورونا في تباطؤ جميع أنشطة الإتصال ونشر ثقافة سوق المال وذلك نتيجة مختلف الإجراءات من حجر صحي وإعتماد قواعد التباعد ومنع التظاهرات لتقليص إنتشار هذا الفيروس، ومن الطبيعي أن تتأثر مجهودات البورصة في تونس في مختلف برامجها الإتصالية والترويج لثقافة السوق المالية وقد تم في بعض الأحيان إلغاء بعض التظاهرات، مما دفعها إلى إعتماد الإتصال الرقمي وتنظيم عديد اللقاءات عن بعد.

جدول 6: أهم مؤشرات السوق المالية التونسية خلال الفترة (2013-2020)

السنة	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
عدد الشركات المدرجة	71	77	78	79	81	82	81	80
رسملة السوق بملايين الدينانير	14 093	17 324	17 830	19 300	21 852	24 380	23 724	23 092
	157 %	23 %	3 %	8%	13%	12 %	-3 %	-3 %
حجم التداول بملايين الدينانير	3885	2597	4000	2765	3480	3837	3367	2807
إجمالي السوق	-16%	-33%	54%	-31%	26%	10 %	-12 %	-17 %
تسعيرة البورصة	1534	1777	2140	1741	2408	2521	1590	1546
السوق الموازية وعمليات التسجيل	106%	16%	20 %	-19%	38%	5 %	-37 %	-2 %
	2351	820	1861	1024	1072	1316	1777	1243
	172%	-65%	127%	-45%	5%	23 %	35%	-30 %
عدد الأسهم المتداولة بالمليون	346	325	363	339	344	332	409	356
إجمالي السوق	18%	-6%	12%	-7%	1%	-3 %	23 %	-13 %
تسعيرة البورصة	239	239	275	274	279	250	203	284
السوق الموازية وعمليات الدخل	-1%	0%	15%	0%	2%	-10 %	-19 %	40 %
	107	86	88	65	66	83	206	72
	23%	-20%	2%	-26%	1%	26%	148 %	-65 %

المصدر: التقارير السنوية للبورصة التونسية <http://www.stockexchange.tn/ar/rappports-activites>

أثرت تداعيات أزمة كوفيد-19 على الإقتصاد التونسي الذي كان من قبل في وضعية صعبة خاصة مع إرتفاع وتيرة التوترات الإجتماعية وإنقسام المشهد السياسي، هذه الأزمة العالمية وغير المتوقعة قد إندلعت في وقت قياسي وأثرت مباشرة على الحياة اليومية لجميع سكان البلد، مما إنجر عنه تضاعف عوامل عدم اليقين التي أوجدها الوباء وهي في الوقت نفسه عوامل صحية وإقتصادية ومالية في بيئة أنهكها سابقا الديون، ونتيجة لذلك فإن توقعات نمو الناتج الإجمالي المحلي تباينت بشكل هام وغير معهود من قبل.

وتبعاً لذلك إنخفض الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السنة الفارطة بنسبة 6.1% خلال الربع الأخير من سنة 2020 مقارنة بنفس الفترة من سنة 2019، وحسب معطيات المعهد الوطني للإحصاء سجل الإقتصاد التونسي خلال سنة 2020 إنخفاضا بنسبة 8.8% مقارنة بسنة 2019، تبعاً لإنكماش النشاط الإقتصادي في أهم القطاعات الإنتاجية.

الشكل 23: تطور مؤشر توناندكس خلال سنة 2020



المصدر: النشرة الشهرية للبورصة التونسية <http://www.stockexchange.tn/ar/lettres-mensuelles>

2.2 اهم تطورات البورصة التونسية:

سجل مؤشر صندوق النقد العربي الخاص بالبورصة التونسية انخفاضاً في الربع الرابع من عام 2021 بنحو 2.41 في المائة فيما كان قد سجل ارتفاعاً بنحو 0.28 في المائة في الربع الثالث من عام 2021 على أساس سنوي، ارتفع مؤشر البورصة بنسبة 2.4 في المائة في الربع الرابع من عام 2021.

أما المؤشر الرئيسي لبورصة تونس، فقد عرف بدوره الخفضاً مماثلاً في نهاية الربع الرابع من عام 2021 نحو 3.27 في المائة، ليعلق عند مستوى 7046 نقطة في نهاية شهر ديسمبر من عام 2021.

فيما يتعلق بالقيمة السوقية، فقد سجلت انخفاضاً بنحو 353.6 مليون دولار أمريكي لتصل إلى 8.00 مليار دولار أمريكي في نهاية الربع الرابع من عام 2021، مقارنة بنحو 8.30 مليار دولار أمريكي في الربع الثالث من عام 2021.

على صعيد نشاط التداول، شهد الربع الرابع من عام 2021، تبايناً في مؤشرات التداول، حيث ارتفع عدد الأسهم المتداولة في نهاية الربع الرابع من عام 2021، ليبليغ نحو 68 مليون سهم مقابل 35 مليون سهم تم تداولها خلال الربع السابق عليه. فيما تراجع قيمة التداول في الربع الرابع من عام 2021 لتبلغ نحو 129.7 مليون دولار أمريكي، مقارنة مع 144.1 مليون دولار أمريكي عن الربع السابق عليه.

جدول 7: أهم المؤشرات القطاعية خلال سنة 2021

Au31 décembre 2021 في 31 ديسمبر 2021	Var/mois précédent (%) التغير /للمشهر السابق (%)	Var /debutd'année (%) التغير منذ بداية السنة (%)	المؤشرات القطاعية	تصنيف ICB
3 ،4326	48 ،1	29 ،4	الشركات المالية	8000
41 ،3953	64 ،1	15 ،4	البنوك	8300
03 ،12468	-86 ،0	-93 ،0	تأمينات	8500
63 ،5794	20 ،2	95 ،10	خدمات مالية	8700
-23 ،2741	06 ،0	80 ،2	خدمات للمستهلك	5000
80 ،4318	06 ،0	11 ،3	التوزيع	5300
21 ،8863	62 ،1	01 ،2	مواد استهلاك	3000
90 ،11474	-78 ،1	83 ،2	الفلاحة والصيد البحري	3500
99 ،2423	-60 ،0	86 ،1	التجهيزات المنزلية والمواد الصحية	3700
93 ،1320	-50 ،1	-70 ،10	الصناعة	2000
29 ،3544	-47 ،0	81 ،20	قطاع المواد الأساسية	1000

المصدر: التقارير السنوية للبورصة التونسية <http://www.stockexchange.tn/ar/rapports-activites>

• التطورات ذات العلاقة بنشاط السوق

فيما يتعلق بالتطورات ذات العلاقة بنشاط البورصة، أعلنت بورصة تونس عن إجمالي نتائج الشركات عن النصف الأول من عام 2021 للشركات المدرجة في البورصة، التي أظهرت ارتفاع إجمالي أرباح الشركات المدرجة بنسبة 40 في المائة، مقارنة، مع النصف الأول من عام 2020، حيث حققت 34 شركة مدرجة في البورصة نتائج إيجابية للنصف الأول من عام 2021، ذلك من أصل 64 شركة مدرجة قامت بنشر بياناتها المالية عن النصف الأول من عام 2021.

فيما يتعلق بالمؤشرات القطاعية للبورصة، أظهرت البيانات ارتفاع مؤشرات أداء قطاعات مواد الاستهلاك، وخدمات المستهلك، والخدمات المالية، والمواد الأساسية بنسب بلغت 2.00 و 2.80 و 4.29 و 20.81 في المائة على التوالي خلال الربع الرابع من عام 2021. فيما سجل مؤشر الصناعة انخفاضاً بنحو 10.7 في المائة في نفس الفترة.

جدول 8: أهم تطورات مؤشرات التداول خلال سنة 2021

البيانات	Variation en% التغير %	Décembre 2021 ديسمبر 2021
عدم أيام التداول		22
مؤشر توناندكس	03 ، 0	01 ، 7046
مؤشر توناندكس 20	-10 ، 0	99 ، 3041
رسملة السوق بالألف دينار	12 ، 0	23262282
حجم التداول بتسعيرة البورصة بالألف دينار	27 ، 18	155147
المعدل اليومي لحجم التداول بالألف دينار	28 ، 18	7052
عدد السندات المتداولة بتسعيرة البورصة بالألف	-00 ، 40	13863
المعدل اليومي لكمية الأسهم المتداولة بالألف	-00 ، 40	630
عدد الصفقات بتسعيرة البورصة	13 ، 13	21948
المعدل اليومي لعدد الصفقات	15 ، 13	998
مضاعف السعر إلى العائد		69 ، 11
(%) الأرباح الموزعة/ السعر		17 ، 5

المصدر: التقارير السنوية للبورصة التونسية <http://www.stockexchange.tn/ar/rapports-activites>

وفي هذا الإطار، سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي - الذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة - ارتفاعاً بنحو 4.2 في المائة في نهاية الربع الرابع من عام 2021، ليواصل بذلك الارتفاع المسجل خلال الربع السابق عليه الذي بلغت نسبته نحو 1.1 في المائة. فيما يتعلق بالأداء الفردي للأسواق المالية العربية خلال الربع الرابع من عام 2021، فقد جاء إيجابياً بشكل عام، حيث ارتفعت مؤشرات الأداء في كافة الأسواق العربية خلال الربع الرابع من عام 2021 باستثناء بورصة تونس والتي سجل مؤشرها انخفاضاً خلال نفس الفترة.

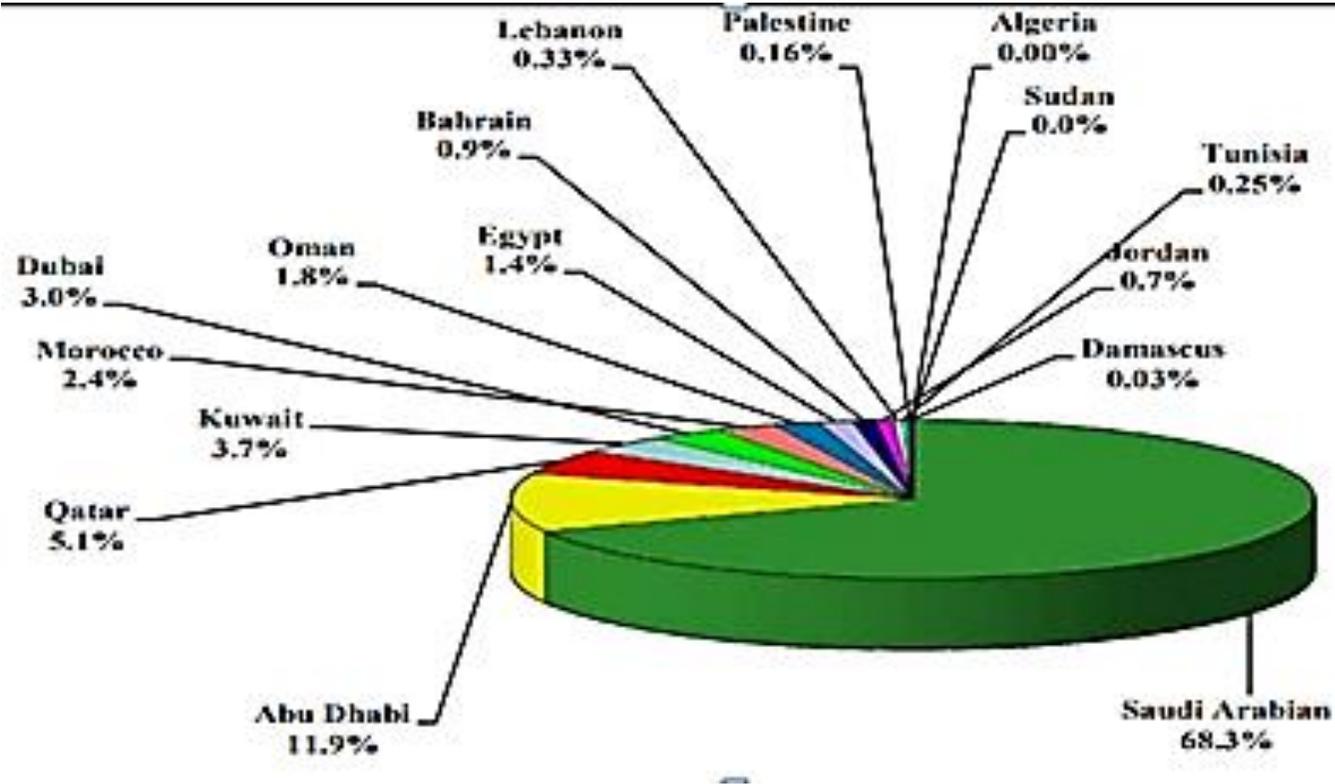
جدول 9: أوزان الأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي(الربع الرابع 2021)

Weight of Financial Markets included in the AMF composite Index(Fourth Quarter 2021)

Market	الوزن في المؤشر المركب للصندوق Weight in AMF index	القيمة السوقية مليون دولار أمريكي Market Capt(Million USD)	عدد الشركات المدرجة في المؤشر No of companies listed in Index	السوق Market	الترتيب Rank
Saudi Arabian	68,34	1,734,549,532	75	السعودية	1
Abu Dhabi	11,86	301,152,031	37	أبو ظبي	2
Qatar	5,13	130,159,991	24	قطر	3
Kuwait	3,67	93,030,084	73	الكويت	4
Dubai	2,96	75,073,279	25	دبي	5
Morocco	2,44	61,874,147	36	المغرب	6
Oman	1,81	45,904,385	103	عمان	7
Egypt	1,38	35,074,986	76	مصر	8
Bahrain	0,90	22,950,560	28	البحرين	9
Jordan	0,73	18,411,353	94	الأردن	10
Lebanon	0,33	8,487,083	11	لبنان	11
Tunisia	0,25	6,430,502	45	تونس	12
Palestine	0,16	4,161,763	21	فلسطين	13
Damascus	0,03	726,971	13	سورية	14
Sudan	0,00	116,083	21	السودان	15
Algeria	0,00	98,568	2	الجزائر	16

المصدر: النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي- الربع الرابع 2021

الشكل 24: تمثيل أوزان الأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي (الربع الرابع 2021)



المصدر: النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي - الربع الرابع 2021

3.2 الإستراتيجيات المستقبلية للبورصة التونسية

شرعت بورصة تونس في وضع خطة إستراتيجية خماسية (2021-2025) تحت شعار "بورصة تونس فاعل أساسي في تمويل الاقتصاد وتوفير الادخار"، وذلك بهدف تحقيق هذه الرؤية من خلال الاستفادة من نقاط قوتها:

✓ مهارات رأسمالها البشري

✓ ثقافة التميز

✓ تمكن تكنولوجي

• وتتمثل الأهداف الرئيسية المنبثقة عن هذه الإستراتيجية والمصادقة عليها من قبل مجلس إدارة بورصة تونس فيما يلي:

❖ تطوير السوق لتحقيق بحلول سنة 2025 90 شركة مدرجة في السوق الرئيسي.

❖ تطوير جميع الأقسام الأخرى للبورصة (السوق البديلة والرقاع والصناديق).

❖ ارتفاع رسملة سوق الأوراق المالية لمستوى % 35 من الناتج المحلي الإجمالي.

❖ 10ملايين دينار حجم التداول اليومي.

❖ تعميم صورة تميز النظام المالي بهدف التميز على المستوى الدولي.

❖ تدعيم سياسة المسؤولية الاجتماعية لدى الشركات وتركيز الإفصاح حول البيئة والاجتماعية والحكومة

❖ الشهادات الدولية من حيث سلامة وجودة الخدمات.

❖ إطلاق منتجات مبتكرة تلبيا لحاجيات الحالية أو المتوقعة

3- مؤشرات حول ملكية الشركات المدرجة في السوق المالي التونسي:

وفيما يخص نسب الملكية في الشركات المدرجة في البورصة التونسية، فلقد عرفت نسب ملكية الأجانب تقريبا إستقرارا خلال السنوات أو فترة الدراسة (2014-2020) وفي بعض الأحيان زيادات طفيفة، غير أنه توجه إهتمام البورصة التونسية في سنة 2018 بصفة خاصة إلى المساهمين المؤسساتيون في المحافظ المالية الأجانب وذلك من خلال تعزيز علاقاتها مع أبرز المزودين للمؤشرات

وتحليل الأسواق مثل فوتسي راسل وستاندارد اند بورز الذين يتمتعون بمصداقية هامة لدى المستثمرين الدوليين.

جدول 10: قيم مبيعات ومشتريات المساهمين الأجانب لسنة 2021 للبورصة التونسية

بملايين الدينانير

البيانات	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
الشرارات	140	3، 182	463	143	192	165	190	2، 68
البيوعات	213	2، 60	163	262	346	273	152	154
الرصيد الصافي	-73	1، 122	300	-119	-154	-108	38	-8، 85
رسملة السوق (1)	14 093	13 324	17 830	19 300	21 852	24 380	23724	23 092
حصة الأجانب (1)	0، 22%	1، 24 %	6، 25%	5، 24%	3، 23%	9، 24 %	7، 24%	3، 25%

المصدر: التقارير السنوية للبورصة التونسية <http://www.stockexchange.tn/ar/rapports-activites>

وانعكاسا للتحسن الذي شهدته غالبية مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية، فقد سجل صافي تعاملات المساهمين الأجانب في البورصات العربية عام 2021 صافي تدفق موجب، ، حيث فاقت قيم عمليات شراء الأجانب (بما فيهم العرب) قيم عمليات بيعهم من الأسهم في بورصات كل من السعودية وأبوظبي وقطر والكويت ودبي ومسقط وتونس.

حيث بلغت قيمة مشتريات المساهمين الأجانب نحو 29.88 مليون دينار قابلها مبيعات بنحو 28.65 مليون دينار بذلك سجل صافي تعاملات المساهمين الأجانب تدفق موجب خلال الربع الرابع من عام 2021 بلغ نحو 1.23 مليون دينار، مقابل صافي تدفق سالب أيضاً بمحو 19.9 مليون دينار في الربع السابق عليه. في نفس السياق، سجلت نسبة ملكية الأجانب في البورصة التونسية تراجعاً طفيفاً في نهاية الربع الرابع من عام 2021 لتصل إلى نحو 23.1 في المائة، مقارنة مع نسبة 25.3% في المائة كانت قد سجلتها في نهاية الربع السابق عليه.

جدول 11: نسب ملكية الأجانب في رسملة السوق لسنة 2021

البيانات	Décembre 2021 ديسمبر 2021
أهمية مشتريات الأجانب بالآلاف دينار (1)	13 915
أهمية مبيعات الأجانب بالآلاف دينار (2)	7 262
الرصيد الصافي (3)=(1)-(2)	6 653
نسبة ملكية الأجانب في رسملة السوق	23.10%

المصدر: التقارير السنوية للبورصة التونسية <http://www.stockexchange.tn/ar/rapports-activites>

المطلب الثاني: السوق المالي المصري

البورصة المصرية "CASE" هي مؤسسة تضم بورصة القاهرة وبورصة الإسكندرية في مصر وتدار ككلاهما من نفس المدراء ويتشاركان في نفس المعاملات التجارية، أي أنهما مؤسسة واحدة لكن في موقعين منفصلين.

1- نبذة عن السوق المالي المصري

لقد تأسست بورصة الإسكندرية في عام 1883، وفي خلال عام 1903 تم اختيار المبنى القديم للبنك العثماني (وهو الآن مبنى جروبي- فرع عدلي) الكائن بشارع المغربي كمقر رسمي للشركة ثم وضعت نقابة سماسرة الأوراق المالية بعض قواعد لتنظيم شئون المهنة شملت نظام قبول السماسرة في البورصة، شروط قبول الأوراق المالية للتعامل وقيدها في جداول الأسعار، ضبط اصول المعاملات، الفصل فيما يقع بين السماسرة من خلافات والنظر في الشكاوى التي تقدم ضدهم من الجمهور.

وفي خلال عام 1908 أصبح للقاهرة منصة تداول حقيقية يمكن الجمهور المهتم أن يراقب حركة تداول الأسهم من خلالها. ولقد تم تشييد هذا المبنى أمام القنصلية الفرنسية. ثم صدور أول قانون لتنظيم البورصات في 8 نوفمبر 1909.

وفي خلال عام 1928 انتقلت البورصة الى المقر الكائن بشارع الشرفيين حتى يومنا هذا، وقد انشئ هذا المقر بأموال شركة من السماسرة تكونت على اثر انقضاء اجل الشركة السابقة.

في عام 1907 احتلت بورصتا القاهرة والإسكندرية المرتبة الخامسة عالمياً من حيث المعاملات وقيمة التداول، حيث بلغ عدد الشركات المتداولة في بورصة القاهرة 228 شركة، بإجمالي رأس مال قيمته 91 مليون جنيه مصري في ذلك الوقت. وفي الأربعينيات احتفظت البورصتان مجتمعتين بالمركز الرابع عالمياً لكن الاقتصاد المركزي والسياسات الاشتراكية للدولة المصرية بدءاً من أواسط الخمسينيات أدت بالبورصة المصرية لأن تكون في حالة من الجمود ما بين 1961 و1992.

وفي مرحلة التسعينيات بدأت الحكومة المصرية برنامجاً لإصلاح الاقتصاد المصري وخصخصة الشركات الخاسرة التابعة للدولة. ما استلزم عودة البورصة المصرية إلى النشاط مجدداً

➤ التنظيم التشريعي لبورصة الأوراق المالية المصرية وتطوره

- المرسوم الصادر في 8 نوفمبر سنة 1909
- المرسوم الصادر في 31 ديسمبر سنة 1933
- القانون رقم 326 لسنة 1953 في شأن التعامل في الأوراق المالية
- اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية طبقاً للقانون رقم 161 لسنة 1957
- القانون رقم 121 لسنة 1981 بتعديل اللائحة العامة للبورصات
- قانون سوق رأس المال الصادر برقم 95 لسنة 1992
- القرار الجمهوري رقم 51 لسنة 1997
- القانون 123 لسنة 2008 المعدل للقانون 95 لسنة 1992. بناء عليه أصبحت بورصتي القاهرة والإسكندرية تحت مسمى واحد وهو البورصة المصرية
- القرار الجمهوري رقم 191 لسنة 2009.

2- تطورات البورصة المصرية

1.2 مؤشرات البورصة المصرية خلال فترة الدراسة:

جدول 12: مؤشرات البورصة المصرية خلال الفترة (2014-2021).

2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	مؤشرات البورصة
218	215	218	220	222	222	221	214	عدد الشركات المقيدة
217	214	213	218	213	213	217	206	عدد الشركات المتداولة
92.100	99.53	97.71	99.09	96	96	97	96	نسبة الشركات المتداولة من إجمالي الشركات المقيدة (%)
763.10	649.90	30 ، 708	749.70	825	602	430	500	رأس المال السوقي في نهاية العام (بالمليار جنيه)
18.20	22.49	26.11	23.24	18	16	19	13	نصيب الأجانب غير العرب في إجمالي قيمة التداول (%)
3.50	3.41	5.19	10.34	10	10	8	8	نصيب العرب في إجمالي قيمة التداول (%)

[/https://www.egx.com.eg](https://www.egx.com.eg) التقارير السنوية للبورصة المصرية

❖ وحقق رأس المال السوقي هذا عام 2021 ارتفاعا بنسبة 17.5% عن العام الماضي حيث وصل إلى 765 مليار جنيه مقارنة ب 651 مليار جنيه في العام الماضي.

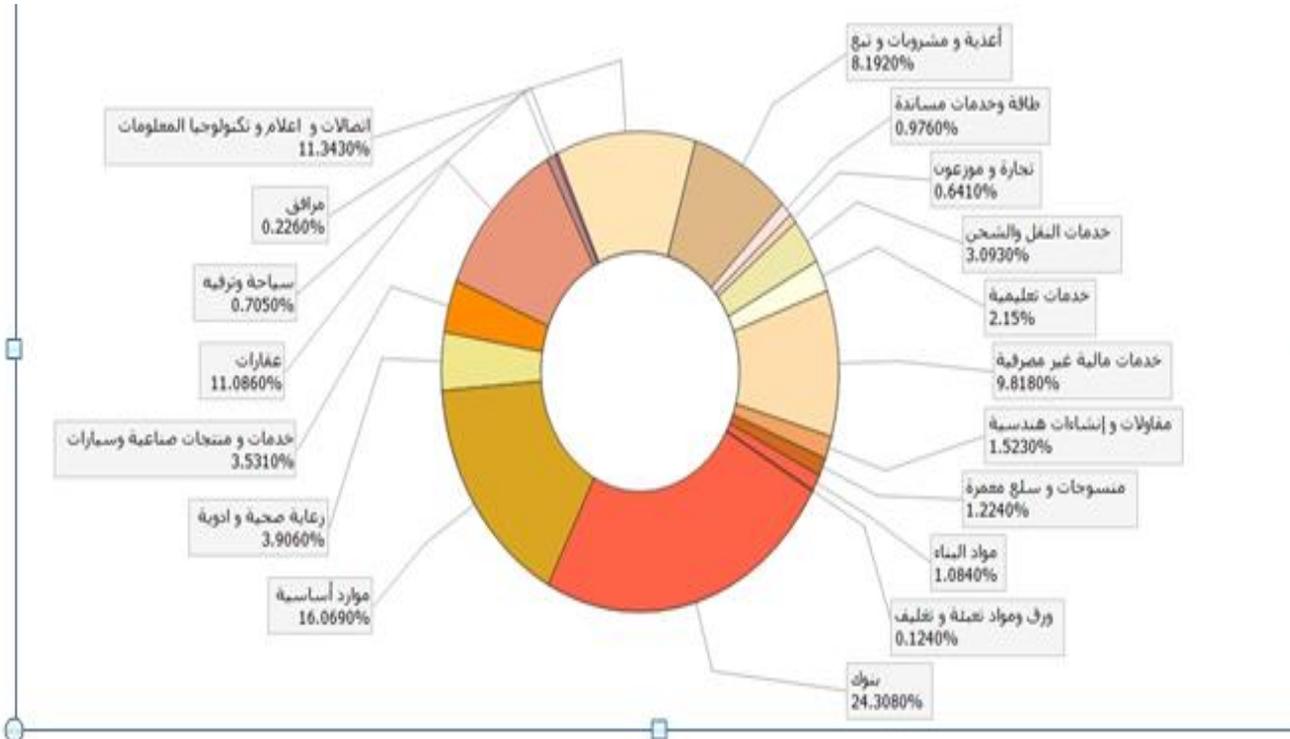
الشكل 25: رأس المال السوقي للبورصة المصرية خلال الفترة (2011-2021)



[/https://www.egx.com.eg](https://www.egx.com.eg) التقارير السنوية للبورصة المصرية

أما من نسبة رأس المال السوقي للقطاعات فنلاحظ أن قطاع البنوك هو القطاع الأول المستحوذ على أكبر نسبة من رأس المال السوقي الإجمالي بنسبة 24,30%

الشكل 26: القطاعات من حيث رأس المال السوقي

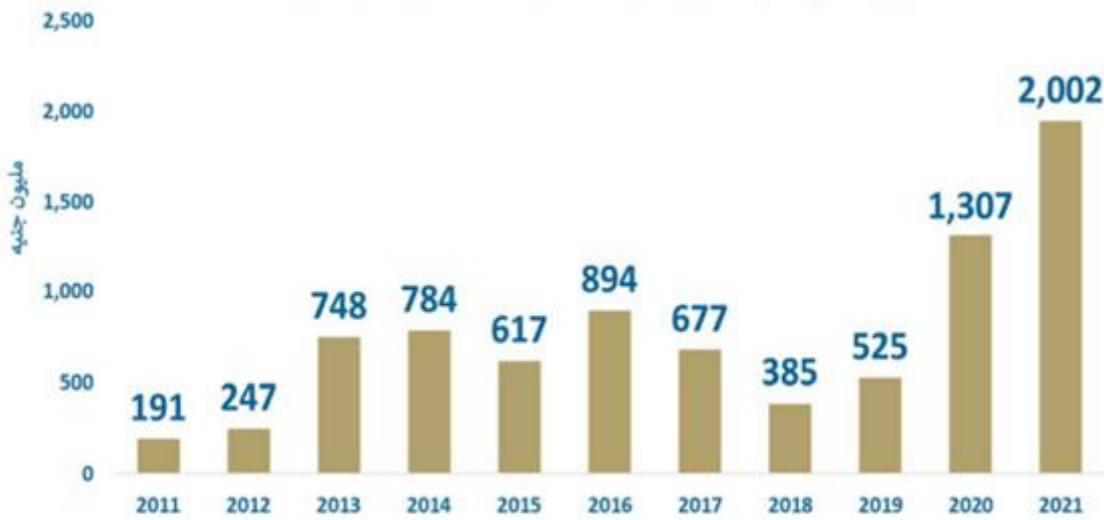


[/https://www.egx.com.eg](https://www.egx.com.eg) التقارير السنوية للبورصة المصرية

2.2 أهم تطورات البورصة المصرية:

اختلفت قيم التداول في سوق الشركات المقيدة في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة خلال السنوات الأخيرة، حيث انعكست الإجراءات التي اتخذتها إدارة البورصة لتنشيط السوق بشكل إيجابي على قيم تداول الشركات المقيدة في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة، وارتفع إجمالي قيمة التداول خلال العام الحالي 2021 إلى أكثر من 2 مليار جنيه مقارنة ب 1، 3 مليار جنيه في عام 2020 بنسبة ارتفاع 53%.

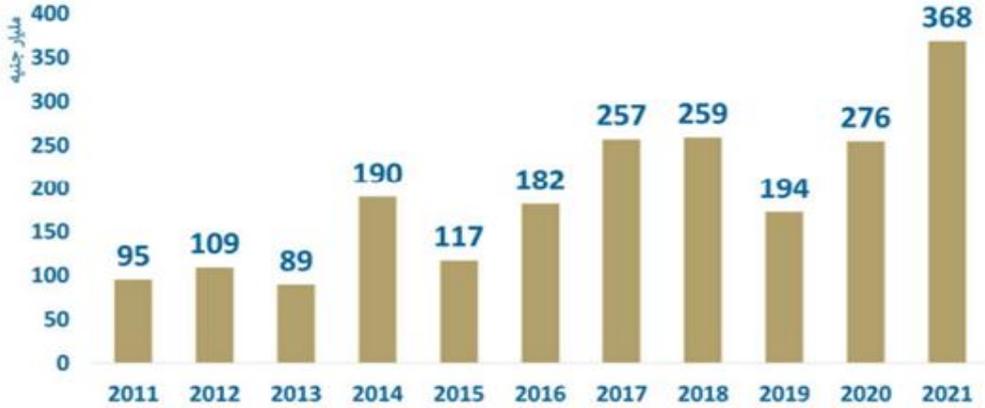
الشكل 27: إجمالي قيم التداول سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة خلال الفترة (2011 - 2021)



[/https://www.egx.com.eg](https://www.egx.com.eg) التقارير السنوية للبورصة المصرية

كما اختلفت قيم تداول الأسهم المقيدة خلال السنوات الأخيرة، لتبلغ ذروتها سنة 2021 حيث وصلت إلى 368 مليار جنيه مقارنة بالسنوات السابقة مثل سنة 2014 التي بلغت قيم تداول الأسهم المقيدة 190 مليار جنيه فقط، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل 28: إجمالي قيم تداول الأسهم المقيدة (شاملة الصفقات)



[/https://www.egx.com.eg](https://www.egx.com.eg) التقارير السنوية للبورصة المصرية

سجل مؤشر صندوق النقد العربي الخاص بالبورصة المصرية ارتفاعاً بنحو 11.25 في المائة في نهاية الربع الرابع من عام 2021. مقارنة بمستوياته المسجلة خلال الربع الثالث من عام 2021، فيما كان المؤشر قد سجل ارتفاعاً خلال الربع الثالث من عام 2021 بنحو 1.45 في المائة. على أساس سنوي، ارتفعت قيمة المؤشر المسجلة خلال الربع الرابع من عام 2021 بنسبة 8.49 في المائة.

أما المؤشر الرئيس للبورصة المصرية (أيجي اكس 30)، فقد سجل بدوره ارتفاعاً بنحو 13.62 في نهاية الربع الرابع من عام 2021، ليغلق عند مستوى 11949.00 نقطة في نهاية ديسمبر من عام 2021.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية، فقد سجلت ارتفاعاً في نهاية الربع الرابع من عام 2021 بنحو 3.97 مليار دولار، لتبلغ نحو 48.71 مليار دولار، في نهاية ديسمبر من عام 2021، مقابل حوالي 44.73 مليار دولار في نهاية الربع الثالث من عام 2021.

وفيما يتعلق بنشاط التداول، فقد تراجعت قيمة الأسهم المتداولة لتصل إلى 16.95 مليار دولار أمريكي عن الربع الرابع من عام 2021 مقابل نحو 17.63 مليار دولار أمريكي عن الربع الثالث من عام 2021. فيما انخفض عدد الأسهم المتداولة خلال الربع الرابع من عام 2021، ليصل إلى نحو 31.97 مليار سهم، مقابل 31.76 مليار سهم تم تداولها في الربع السابق عليه.

التطورات ذات العلاقة بنشاط السوق

استمرار الجهود البورصة الرامية إلى توسعة ما مدة السوق وزيادة من المداولات ورفع معدلات السيولة، أعلنت البورصة المصرية من إدراج وتداول أسهم شركة (اي فاينانس للاستثمارات المالية والرقمية) في السوق الرئيسي في ذات السياق، وعودة نشاط الطروحات السوق الشركات الصغيرة والمتوسطة، أعلنت البورصة المصرية من إدراج وبدء التداول على أسهم شركة (امير الد للتطوير) في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة، ليرتفع بذلك عدد الشركات المدرجة في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة إلى 27 شركة.

3.2 الإستراتيجيات المستقبلية للبورصة المصرية

للمعمل على تطوير سوق الأوراق المالية في مصر، أخذت إدارة البورصة على عاتقها أن تنتظر إلى عملية الإصلاح الاقتصادي من منظور سلسلة القيمة المضافة من حيث تحسين مستويات العرض في الأوراق المالية سواء عبر زيادة أعداد الشركات المقيدة وتحسين معدلات الإفصاح بالتواصل ما بين الشركات المقيدة والمساهمين، وتبسيط آليات التداول مع استحداث أدوات مالية جديدة، وأخيراً وليس أخراً هو أهمية زيادة معدلات الثقافة والوعي المالي لزيادة أعداد المتعاملين في سوق المال وبالأخص فيما يتعلق بإمكانية قيام أعداد كبيرة من المساهمين بالاعتداد بسوق الأوراق المالية كأداة ادخارية تراكمية طويلة الأجل، وذلك للاستفادة من تطور أداء الشركات وتوزيع ثمار النمو الاقتصادي على أعداد كبيرة من المتعاملين

ويجب التنويه الى أن تحقيق أية مستهدفات يكون بالإعتماد على العنصر البشري، فبالتالي منهج البورصة المصرية هو رفع كفاءة العاملين بالسوق والعاملين بها من خلال توفير برامج تدريبية فنية بصورة مكثفة للمساهمة في تحقيق المستهدفات. وإن تواجد سوق أوراق مالية كفاء ونشط هو أهم العوامل التي تسهم في زيادة معدلات الاستثمار بشقيه المحلي والأجنبي، المدخل الرئيسي لخلق فرص عمل ومن ثم تحسين أحوال الناس المعيشية.

وكانت محاور الاستراتيجية تشمل ما يلي:

- 1- تطوير البنية التشريعية
- 2- تطوير الأسواق وتحديث بيئة التداول
- 3- تعميق دور البورصة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية
- 4- تطوير البنية المعلوماتية والتكنولوجية
- 5- الترويج والتوعية المجتمعية
- 6- تعميق مكانة البورصة المصرية على المستوى الدولي

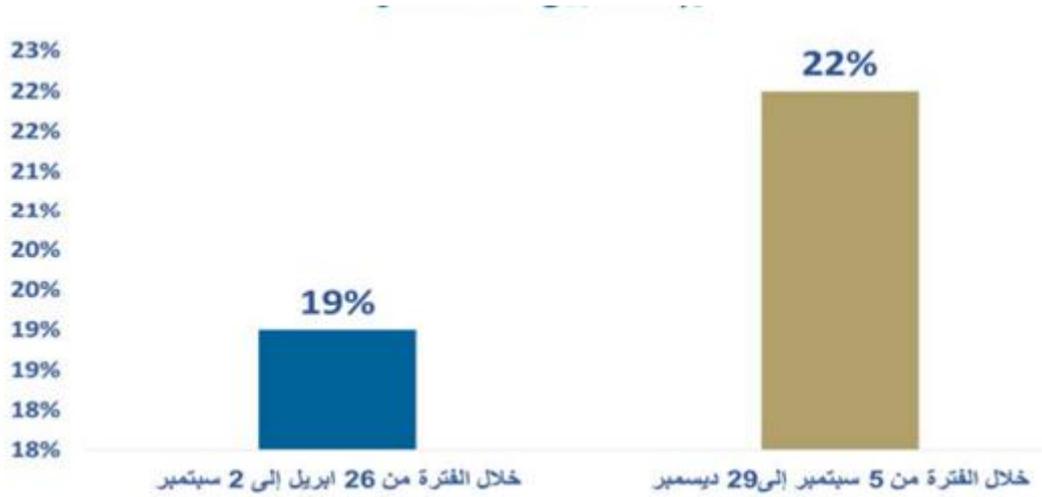
بناء على ما سبق، عقد السيد الدكتور مصطفى مدبولي رئيس الوزراء اجتماع مع كافة الأطراف بحضور البورصة المصرية، لمناقشة كافة المقترحات المقدمة للخروج بأفضل الحلول الممكنة والإعلان عن عدد من الحوافز لدعم سوق الأوراق المالية والتي كان من أهمها وما له علاقة بموضوع تنوع الملكية وتشجيع الإستثمارات الأجنبية:

- 1- إلغاء ضريبة الدمغة بالنسبة للمستثمر المقيم لضمان عدالة عدم دفع ضريبة في حالة الخسارة.
- 2.3 عدم فتح ملفات ضريبية للأفراد المستثمرين في البورصة وقيام مصر للمقاصة بإحتساب وتحصيل الضريبة.
- 2.4 إعفاء الأوعية الإستثمارية في الأسهم (ما عدا ضرائب الأذون والسندات التي يتم خصمها من المنبع) بصناديق الإستثمار والصناديق ذاتها من الضرائب، وجعل الضريبة على أرباح عملاء الصندوق من الأفراد 5%، وتخفيض الضرائب على عملاء الصندوق من الشخصيات الإعتبارية إلى 15% تشجيعا للإستثمار المؤسسي.

وبناء عليه استهدفت البورصة خلال الفترة الماضية العمل بفاعلية على تطوير هذا السوق من خلال وضع خطة زمنية محدد لمراحل العمل بغرض وضع خطة تنفيذية لعملية التطوير، ولقد كان لمجمل هذه القرارات أثر كبير على زيادة قيم التداول ومتوسطات التداول اليومية في عام 2021، حيث تخطت قيم التداول تريليون جنيه لأول مرة وسجلت 1، 003 مليار جنيه مقارنة ب، 690 مليار جنيه في 2020، كما زادت نسبة تداول غير المصريين من إجمالي التداولات من 19% في الفترة من 26 أبريل

إلى 2 سبتمبر وهي الفترة التي سبقت تطبيق التعديلات الجديدة إلى 22% في الفترة من 5 سبتمبر إلى 29 ديسمبر وهي الفترة التالية لتطبيق التعديلات الخاصة بسعر الإقفال وجلسة المزاد، كما هو موضح في الشكل البياني التالي:

الشكل 29: متوسط نسبة تعاملات غير المصريين من إجمالي التداولات



المصدر: التقارير السنوية للبورصة المصرية [/https://www.egx.com.eg](https://www.egx.com.eg)

3- مؤشرات حول ملكية الشركات المدرجة في السوق المالي المصري

شهد السوق المصري دخول ما يقرب من 18 ألف مستثمر جديد إلى السوق المصري سنة 2015، وكانت الزيادة الأكبر من نصيب المؤسسات والتي ارتفعت بنحو 43% لتسجيل زيادة قدرها ما يقرب من 1700 مؤسسة. وقاد هذا الإرتفاع المؤسسات الأجنبية والتي قفزت بنحو 47% ليرتفع عدد المؤسسات الأجنبية المسجلة حديثا في السوق المصري إلى 199 مؤسسة.

جدول 13: إجمالي عدد المساهمين في الشركات المدرجة في السوق المالي المصري خلال

سنة 2015

المجموع		مؤسسات		أفراد		
2015	2014	2015	2014	2015	2014	
15.219	19.621	408	290	14.8111	19.331	مصريين
733	571	84	76	649	495	عرب
2.046	1.480	1.119	815	847	665	أجانب
17.998	21.672	1.691	1.181	16.307	20.491	الإجمالي

المصدر: التقارير السنوية للبورصة المصرية [/https://www.egx.com.eg](https://www.egx.com.eg)

ولقد شهدت البورصة المصرية دخول ما يزيد عن 22 ألف مساهم جديد إلى السوق المصري خلال 2017 مقارنة بنحو 17 ألف مساهم في 2016، وقد مثلت أعداد المكودين من المؤسسات العرب والأجانب النسبة الأكبر عن مثيلتها من المؤسسات المصرية حيث بلغ عددهم 1164 مؤسسة ممثلين حوالي 78% من إجمالي عدد المكودين من المؤسسات خلال العام كما هو موضح بالجدول التالي:

جدول 14: إجمالي عدد المساهمين في الشركات المدرجة في السوق المالي المصري خلال عام

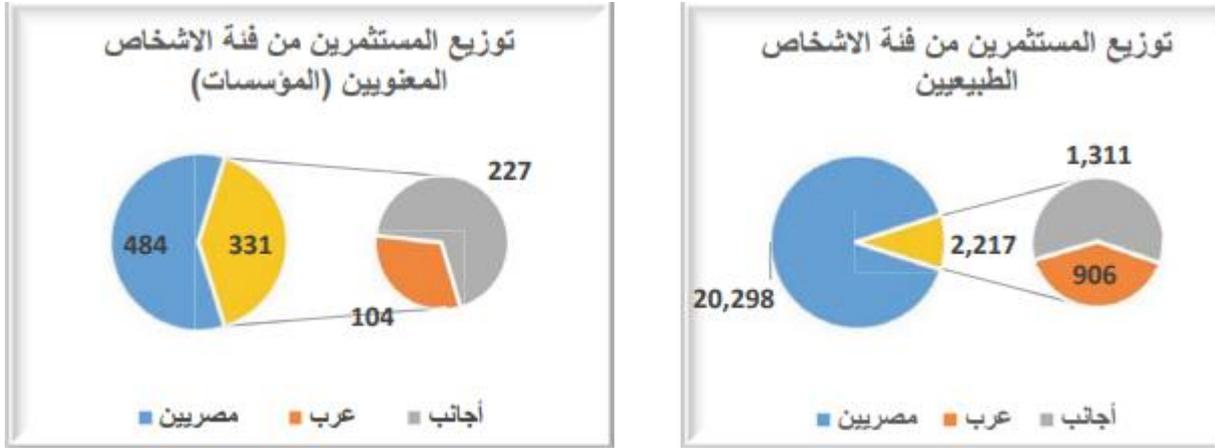
2017

المجموع		مؤسسات		أفراد		
2017	2016	2017	2016	2017	2016	
19.149	14.884	335	457	18.841	14.427	مصريين
760	692	96	109	664	583	عرب
2.392	1.684	1068	804	1.324	880	أجانب
22.301	17.260	1499	1.370	20.802	15.890	الإجمالي

المصدر: التقارير السنوية للبورصة المصرية [/https://www.egx.com.eg](https://www.egx.com.eg)

أما خلال سنة 2018 فقد اختلفت نسبة المستثمرين بين أجانب وعرب ومصريين كأفراد وكمؤسسات كالتالي:

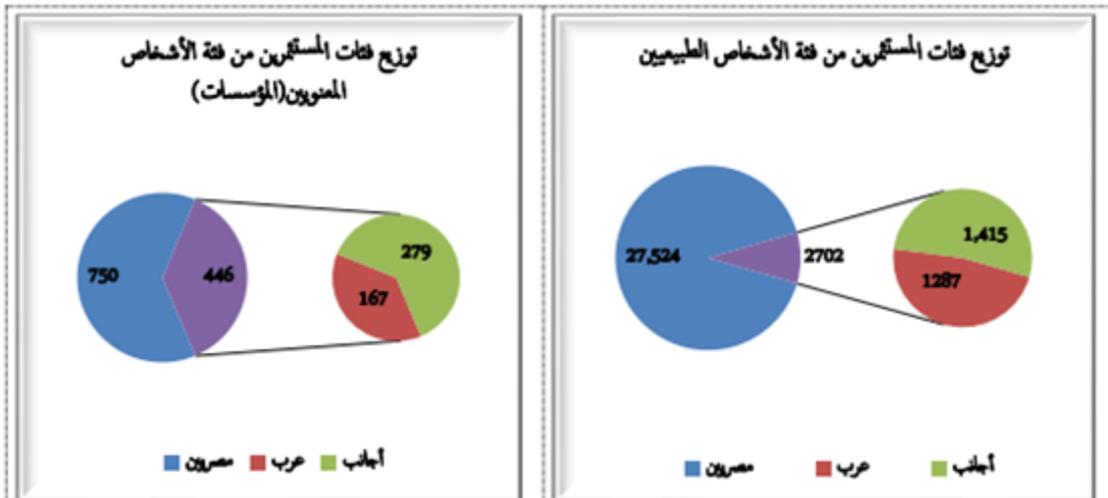
الشكل 30: إجمالي عدد المساهمين في الشركات المدرجة في السوق المالي المصري خلال عام 2018



المصدر: التقارير السنوية للبورصة المصرية [/https://www.egx.com.eg](https://www.egx.com.eg)

❖ ونجح السوق المصري في جذب 31998 مستثمر جديد في نهاية عام 2019، والجدير بالذكر دخول نحو 1019 صندوق ومؤسسة أجنبية جديدة إلى السوق.

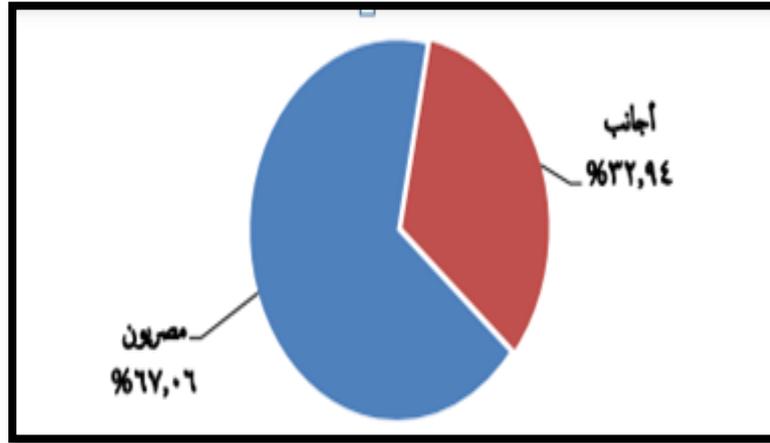
الشكل 31: توزيع عدد المساهمين في الشركات المدرجة في السوق المالي المصري لسنة 2019



المصدر: التقارير السنوية للبورصة المصرية [/https://www.egx.com.eg](https://www.egx.com.eg)

حيث بلغت نسبة تعاملات المساهمين غير المصريين في السوق المصري خلال عام 2019 نسبة 32، 94 من إجمالي التعاملات بينما بلغت تعاملات المساهمين المصريين نسبة 67، 07 % من إجمالي التعاملات.

الشكل 32: نسب المساهمين الأجانب والعرب خلال سنة 2019



المصدر: التقارير السنوية للبورصة المصرية <https://www.egx.com.eg/>

هذا وقد استحوذ الأفراد على نسبة 26، 16% من إجمالي التعاملات خلال عام 2019.

المصريون بنسبة 23، 67% والأجانب 2، 49%.

أما على مستوى المؤسسات فقد بلغت نسبة تعاملاتهم 73، 84%.

المصريون بنسبة 43، 39% والأجانب بنسبة 30، 45%.

وقد اتجهت المؤسسات الأجنبية خلال عام 2، 19 للشراء حيث بلغت صافي مشترياتهم حوالي 42، 31 مليار جنيه.

❖ أما سنة 2020 كانت مميزة في جميع ظروفها، وعلى الرغم من الظروف الصعبة التي فرضتها جائحة كورونا إلا أن البورصة المصرية نجحت في جذب 28، 368 مستثمر جديد في نهاية هذا العام منهم 391 صندوق استثمار أجنبي، وذلك وفقا للجدول التالي:

جدول 15: إجمالي عدد المساهمين في الشركات المدرجة في السوق المالي المصري خلال سنة

2020

إجمالي	أجانب	عرب	مصريين	
011، 27	337، 1	646	028، 25	شخص طبيعي
958	424	107	427	شخص معنوي
399	391	2	6	صناديق استثمار
368، 28	152، 2	755	461، 25	إجمالي

المصدر: التقارير السنوية للبورصة المصرية <https://www.egx.com.eg/>

ونجح السوق المصري في جذب 59، 002 مساهم جديد في نهاية سنة 2021، والجدير بالذكر دخول نحو 1، 621 صندوق ومؤسسة منهم 950 صندوق ومؤسسة غير مصرية.

جدول 16: إجمالي عدد المساهمين في الشركات المدرجة في السوق المالي المصري خلال سنة

2021

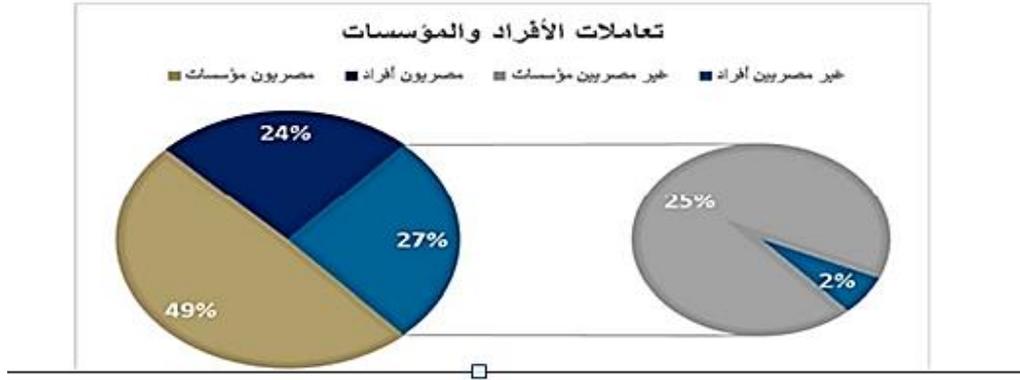
الإجمالي	اجانب	عرب	مصريين	
57.381	277	1218	55.886	شخص طبيعي
1.621	760	190	671	مؤسسات
59.002	1.037	1.408	56.557	الإجمالي

المصدر: التقارير السنوية للبورصة المصرية <https://www.egx.com.eg/>

- هذا وقد استحوذ الأفراد على نسبة 26% من إجمالي التعاملات خلال عام 2021، مقسمين كالاتي:

- المصريون بنسبة 24% والأجانب بنسبة 2%.
- أما على مستوى المؤسسات فقد بلغت نسبة تعاملاتهم 74% مقسمين كالاتي:
- المصريون بنسبة 49% والأجانب بنسبة 25%.

الشكل 33: توزيع المساهمين في السوق المصري لأفراد ومؤسسات خلال سنة 2021



المصدر: التقارير السنوية للبورصة المصرية <https://www.egx.com.eg/>

وفيما يتعلق بصافي تعاملات المساهمين الأجانب في البورصة، فقد سجلت صافي تدفق سالب في الربع الرابع من عام 2021 بلغ نحو 3555 مليون جنيه، قابله صافي تدفق موجب بنحو 1657 مليون جنيه عن الربع السابق عليه. تراجعت قيمة تعاملات المساهمين الأجانب خلال الربع الرابع من عام 2021، لتبلغ ما نسبته 24.7 في المائة من إجمالي قيمة التعاملات، مقابل نحو 20.2 في المائة عن الربع السابق عليه. فيما يتعلق بطبيعة المساهمين، فقد سجلت تعاملات المساهمين المؤسسيين خلال الربع الرابع من عام 2021، صافي تدفق موجب بنحو 2842 مليون جنيه، مقارنة مع صافي تدفق سالب بنحو 2343.6 مليون جنيه عن الربع السابق عليه.

المطلب الثالث: السوق المالي المغربي

1- نبذة عن السوق المالي المغربي

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929 تحت اسم مكتب مقاصة القيم المنقولة، عرف نظامها الأساسي وتنظيمها عدة إصلاحات مهيكلة، وفي هذا الصدد تم إحداث سنة 1995 شركة مسيرة لها الامتياز في إدارة بورصة القيم عملاً بدفتر التحملات يوافق عليه الوزير المكلف بالمالية. لإعادة هيكلة النظام الأساسي للبورصة الأخيرة تدرج ضمن الخطوة الشاملة الرامية إلى تحديث السوق المالي التي بدأت في سنة 1993، والتي تحدد من بين أهدافها توفير سوق البورصة على هيكلة تنظيمية وعلى وسائل حديثة لتعزيز دورها في تمويل الاقتصاد. تتألف المساهمة بالشركة المسيرة لبورصة القيم حصرياً من شركات البورصة التي تملك حصص متساوية في رأس المال بكامله.

ولقد شملت عملية تحديث البورصة في سنة 2015 شكل حوكمة الشركة المسيرة، مع التوقيع في نوفمبر 2015 على بروتوكول إتفاق بشأن فتح رأسمالها وتحويل بورصة الدار البيضاء إلى شركة مساهمة وكذا صيرورة تقييم أعمالها التي بدأت في ديسمبر 2015.

فصلاحيات الشركة المسيرة متعددة نذكر منها أساسا:

• إدراج السندات بالبورصة

تقوم الشركة المسيرة بتأطير أول عملية تسعير السندات للتداول في البورصة وتقوم بتدبيرها. وفي هذا الصدد، تقوم بتجميع ممرز للطلبات التي تتلقاها بمناسبة إدراج بالبورصة وبتخصيص السندات وفق الشروط التي يحددها المصدر بالمذكرة الإعلامية. تعلن الشركة المسيرة عن إدخال المصدر إلى البورصة وتطلع الجمهور عن نتائج العملية.

• تدبير أسواق التسعير

فالشركة المسيرة مسؤولة عن التدبير التقني والعملياتي للأسواق التي توضع تحت مسؤولياتها. وبهذا الرسم، تقود الشركة جلسات البورصة وتحصر على أن يتم تنفيذ أوامر البورصة، التي تمر عبر أنظمتها، بطريقة منتظمة ومؤمنة ومطابقة لقواعد السوق المحددة في النظام العام المتعلق بها.

• ضمان حسن إتمام العمليات

تقوم الشركة المسيرة بتدبير نظام ضمان حسن إتمام العمليات المسجلة بالسوق المركزية. وفي هذا الصدد، تقدم للوسطاء بالبورصة ضمان إتمام المعاملات على القيم المنقولة حتى في حالة غياب طرف مقابل. ولتوفير الأمان للمعاملات، تعتمد على عملية تدبير المخاطر التي تنص على آليات تغطية الالتزامات المتخذة من قبل شركات البورصة المدعوة إلى المشاركة في صندوق الضمان المحدث لهذه الغاية.

• إخبار السوق

تقوم الشركة المسيرة بإعداد مجموعة من المؤشرات والمعطيات المتعلقة بالسوق وينشرها لدى الفاعلين ولدى الجمهور. وعلى سبيل المثال، تحسب وتنتشر شركة البورصة يوميا المؤشرات المرجعية التي تعكس تطور الأسعار بالبورصة.

ويتشكل سوق البورصة من ثلاث فروع:

- فرع التسجيل (سوق أولية):

إنه فرع للتسجيل أو القبول بأحد الأقسام الثلاثة داخل البورصة. كما يعتبر كمرحلة لعرض وتوظيف السندات. ويتميز هذا الفرع بمركزية الاكتتابات وتخصيص السندات حسب فئة المستثمرين وتحديد سعر السوم الأول.

- فرع التفاوض (سوق ثانوية):

خلال هذه المرحلة، تحرص الشركة المسيرة على تنظيم ومراقبة السوق وتسجيل المعاملات ومركزية العروض العمومية وتدبير العمليات على السندات وحساب المؤشرات.

- تتشكل السوق الثانوية من:

• السوق المركزية: وهي السوق التي تواجه فيها جميع أوامر البيع والشراء لقيمة منقولة مدرجة ببورصة القيم ؛

• سوق الكتل: وهي سوق يمكن فيها التفاوض، باتفاق مباشر (بالتراضي)، حول العمليات على القيم المنقولة المسجلة بالسوم والتي تتعلق بالكميات التي تفوق أو تساوي الحجم الأدنى للكتل وفقا لشروط السعر الصادرة من السوق المركزية.

- فرع الإتمام:

وهي مرحلة التسديد النقدي مقابل تسليم السندات. ويتمحور تدخل الشركة المسيرة حول تدبير المخاطر وضمان حسن إتمام العمليات، وهذا يعني أنه سيتم تسليم المشتريين وتسديد البائعين عند تاريخ محدد.



➤ أهم هيئات بورصة الدار البيضاء

تتحدد الأسعار في بورصة الدار البيضاء من خلال تداول الأوامر عن طريق نظام إلكتروني ممرکز، حيث تعتبر البورصة سوق ممرکزة ومسيرة بالأوامر كما تعتبر شركات البورصة الوسيط الحصري بهذا السوق، فهي معتمدة من طرف وزارة المالية ومراقبة من طرف مجلس القيم المنقولة، كما تتميز سوق البورصة بتأطير الأسعار بواسطة مبدأ الحجز بحيث تجرد السندات من الطابع المادي بتسجيل بسيط بحساب مع نظام الوديع المركزي. ويكون إتمام أو إنجاز المعاملات محمي ويتم بطريقة تلقائية بواسطة نظام ضمان حسن إتمام الصفقات.

أ- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة

هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM) هي مؤسسات مالية تهتم بجمع الإدخار من المستثمرين لتوظيفه في قيم منقولة وفقا لمعايير محددة، فذلك يسمح بتشكيل محفظة من القيم المنقولة، كما تسمح بتشكيل محفظة من السندات لكل مستثمر.

ونجد:

- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بالأسهم: تتشكل أساسا من أسهم الشركات المدرجة بالبورصة أو ما يعادلها.
- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بسندات الإقتراض: تتشكل أساسا من السندات المستحقة على المدى المتوسط والبعيد. ولا يمكن لهذه الهيئات أن تتضمن أكثر من 10% من الأسهم أو ما يعادلها.
- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة النقدية: تتشكل أساسا من أدوات السوق النقدية. وهي لا تحتوي على الأسهم أو ما يعادلها.

- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة التعاقدية: تتمحور، تعاقدياً، حول نتيجة ملموسة يُعَبَّر عنها بمردودية أو ضمان للمبلغ المُسْتَثْمَر من قبل المكتتب.
- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة المتنوعة: تتشكل من الأسهم (أو ما يعادلها) والسندات المستحقة ولا يجب أن تنتمي إلى أي فئة من الفئات المذكورة أعلاه.

➤ أنواع هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:

توجد هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة على شكلين قانونيين مميزين:

- شركات الاستثمار ذات رأسمال متغير *SICAV*: وهي شركات مساهمة حيث كل مستثمر يكتتب بسهم يصبح مساهماً ويملك الحق في التعبير عن رأيه، فيما يتعلق بتدبير الشركة، خلال انعقاد الجمعيات العامة.
- صناديق التوظيف المشتركة *FCP*: وهي ملكيات مشتركة للقيم المنقولة، بدون شخصية معنوية، يتم تدبيرها من قبل شركات تدبير صناديق التوظيف المشتركة، الفاعلة باسم حامليها.

ب- صندوق التوظيف الجماعي بالتسديد

إن صندوق التوظيف الجماعي بالتسديد (*FPCT*) هو صندوق ذو ملكية مشتركة بدون شخصية معنوية، وهو يهدف خاصة إلى اقتناء ديون لواحدة أو لعدة مؤسسات مبادرة من خلال إصدار الحصص أو سندات الديون حيث تقبض تدفقات الفائدة والتسديد على هذه الديون من قبل صندوق التوظيف الجماعي بالتسديد الذي يقوم بإعادة دفعها للمستثمرين المشتركين للحصص أو لسندات الديون التي أصدرها.

تقارن حصص وسندات الديون المصدرة من قبل صندوق التوظيف الجماعي بالتسديد بقيم منقولة. وتمثل الحصص حقوق الملكية المشتركة على مجموع أو جزء أصول صندوق التوظيف الجماعي بالتسديد. أما فيما يخص سندات الديون، فيمكن أن تكون على شكلين: أوراق الخزينة أو سندات الاقتراض، حيث لا يمكن للمستثمرين طلب إعادة شراء لحصص أو طلب استرداد قيمة سندات الديون التي يملكونها من صندوق التوظيف الجماعي المصدر.

ج- مجلس القيم المنقولة:

هو هيئة عامة ذات شخصية معنوية وإستقلالية مالية، يتحقق مجلس القيم المنقولة من احترام الأحكام القانونية والتنظيمية الجاري بها العمل من طرف هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة أو من قبل المؤسسة المسيرة لها ومن قبل المؤسسة الوديعية، وبالتالي يقوم المجلس بمراقبة هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة من خلال الوثائق الدورية التي من واجب هذه الأخيرة توفيرها له. فضلا عن ذلك، يجري المجلس بانتظام عمليات تفتيش لهذه المؤسسات.

ويضم مجلس الإدارة كل من وزير المالية، وزير العدل، حاكم البنك المركزي (بنك المغرب) أو مثليهم، كما يضم المجلس ثلاث شخصيات يعينهم الوزير المكلف بالمالية لكفاءتهم في المجال الاقتصادي والمالي بعهدة تمتد إلى أربعة سنوات قابلة للتجديد لعهدة إضافية واحدة، وبإمكان مجلس الإدارة تقرير إنشاء أي لجنة تكلف بجزء من سلطاته أو اختصاصاته بحيث تحدد تركيبتها وطرق عملها.

وساهم مجلس القيم المنقولة بشكل فعال بتعاون وثيق مع فاعلي السوق في إتمام مشروع القانون المعدل للظهير بمثابة قانون رقم 1-93-211 المنظم لبورصة القيم، ويهدف المشروع إلى تعزيز المرونة والقدرة على التكيف مع احتياجات السوق بالإضافة إلى إعادة تنظيم أقسام البورصة من أجل وضوح أفضل للسعر.

وفي سنة 2015 تميز بعملية تحويل مجلس القيم المنقولة إلى الهيئة المغربية لسوق الرساميل، حيث تتميز هذه الهيئة بحرية أكبر للعمل ومزيد من الاستقلالية. (التقرير السنوي لمجلس القيم المنقولة، 2015، ص29)

د- الوديع المركزي *Maroclear* :

يعتبر الوديع المركزي «*Maroclear*» شركة مساهمة ذات قانون خاص أنشأت في 1 جويلية 1997 وفقا لأحكام الظهير الشريف رقم 1-96-246 الصادر بتاريخ 9جانفي 1997 المصدر لقانون رقم 35-96 المتعلق بإحداث وديع مركزي وتأسيس نظام عام للتقييد في حساب قيم معينة كما تم تعديله وتتميمه بالقانون 43-02.

وتتمثل مهامه الرئيسية في:

- ضمان المحافظة على القيم المنقولة المقبولة في عملياتها بتسهيل التداول وتبسيط إدارتها.
- إدارة الحسابات الجارية للقيم المنقولة المفتوحة بإسم فروعها.
- إجراء جميع التحويلات بين الحسابات الجارية وفق أوامر المنضمين إليها.
- وضع حيز التنفيذ كل الإجراءات بغرض تسهيل ممارسة الحقوق المرتبطة بأوراقهم المالية لأعضائها وتحصيل المنتجات التي يسيرونها.
- ممارسة الرقابة المحاسبية والتدقيق في التوازنات المحاسبية.
- ضمان تقنين القيم المنقولة في عملياتها.
- كما ينجز الوديع المركزي مطابقة وإنهاء كل معاملة على القيم المقبولة بعملياته وذلك حسب مبدأ التسديد مقابلًا لتسليم، ويتجلى هذا في تدفقات السندات المنسوبة مباشرة للحسابات التي يستحفظ عليها الوديع المركزي من جهة وفي التدفقات النقدية المتعلقة بها والتي أجريت من طرف بنك المغرب من جهة أخرى.

-ويخضع الوديع المركزي لمراقبة وزارة المالية، حيث تتم المصادقة على الأنظمة الأساسية من طرفه كما يعين رئيس مجلس الإدارة والمدراء العامين عند الاقتضاء . كما يقوم منتدب الحكومة الذي يعينه وزير المالية بالوديع المركزي بالحرص على عن ضمان احترام هذه الهيئة لأحكام الأنظمة الأساسية والنظام العام، بعد إشعار من مجلس القيم المنقولة، التي يجب أن يضعها الوديع المركزي، والتي يتم الموافقة عليها بقرار من وزير المالية ينشر في الجريدة الرسمية.

• مساهم والوديع المركزي والشركات التابعة له:

-يبلغ رأسمال الوديع المركزي 20 مليون درهم. وهو مملوك من قبل المستفيدين من خدماته وهم: الدولة (25%)، بنك المغرب(20%) ، البنوك(25%)، وشركات التأمين (15%)، صندوق الإيداع والتدبير (15%) وبورصة الدار البيضاء(5%) .

-ويراد بالشركات التابعة للوديع المركزي المصدرون والوسطاء الماليون المؤهلون: البنوك وشركات البورصة والهيئات المالية الأخرى، ويمكن أن تكون الشركة التابعة له إما شركة تابعة تامة أو شركة تابعة بموجب وكالة.

2- تطورات بورصة الدار البيضاء

1.2 مؤشرات البورصة المصرية خلال فترة الدراسة:

من أهم مؤشرات البورصة هو تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء حسب الجدول الموالي:

جدول 17: عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2014-2021)

السنوات	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
عدد الشركات المدرجة	73	73	73	74	76	75	76	76

المصدر: التقارير السنوية لبورصة الدار البيضاء <http://www.casablanca-bourse.com>

-والجدول الموالي بين أهم تطورات الرسملة والأرباح الموزعة خلال الفترة (2017-2021)

جدول 18: مؤشرات البورصة خلال الفترة (2017-2021)

السنة	2017	2018	2019	2020	2021
مازي	12 388 ، 8	3 ، 111364	9 ، 12171	4 ، 11287	3 ، 13358
أداء مؤشر مازي	+39 ، 6%	-27 ، 8%	+11 ، 7%	-27 ، 7%	+35 ، 18%
الرسملة (بملايير الدراهم)	0 ، 627	2 ، 582	7 ، 626	0 ، 585	7 ، 690
الناتج الداخلي الخام	0 ، 1063	5 ، 1108	8 ، 1152	5 ، 1089	9 ، 1167 (*)
الرسملة / الناتج الداخلي الخام	0 ، 59%	525%	4 ، 54%	7 ، 53%	1 ، 59%
العام بالنسبة المئوية:	9 ، 22%	4 ، 23%	9 ، 23%	5 ، 25%	1 ، 25%
عدد الشركات المدرجة الأسهم	74	76	75	76	76
الأرباح الموزعة (بملايين الدراهم)	23258	22777	21855	17267	19326

المصدر: التقارير السنوية لبورصة الدار البيضاء <http://www.casablanca-bourse.com>

الشكل 34: تطور مؤشري *MSCI FM* و *MSI20* خلال الفترة (2014-2021)

المصدر: بورصة الدار البيضاء وشركة مورغان ستانلي الدولية لرأس المال

حيث يمكن تعريف كل من المؤشرين كما يلي:

مؤشر *MSCIM*

تم إطلاق مؤشر *MSCIFM* في 18 ديسمبر 2007، ويمثل الرسملة من الحجمين الكبير والمتوسط في 28 دولة تعرف بالسوق الحدودية، ويتكون المؤشر من 91 شركة تغطي حوالي 85 من رسملة السوق معدلة حسب عانم كل بلد.

ويتألف بلدان الأسواق الحدودية من البحرين، بنغلاديش، يوركينا فاسو، بنين، كرواتيا، إستونيا، غينيا بيساو، أيسلندا، ساحل العاج، الأردن، كينيا، ليتوانيا، كازاخستان، مالي، موريشيوس، المغرب، النيجر، عمان، باكستان، رومانيا، توغو، تونس، سريلانكا، سلوفينيا، السنغال، صربيا وفيتنام

مؤشر *MSI20*

تم إطلاق مؤشر المغرب للسندات *MSI20* في 8 ديسمبر 2020 وهو مؤشر جديد للأسهم من قبل بورصة الدار البيضاء بالتعاون مع اللجنة العلمية للمؤشرات ليعكس أداء 20 قيمة الأكثر سيولة في بورة الدار البيضاء.

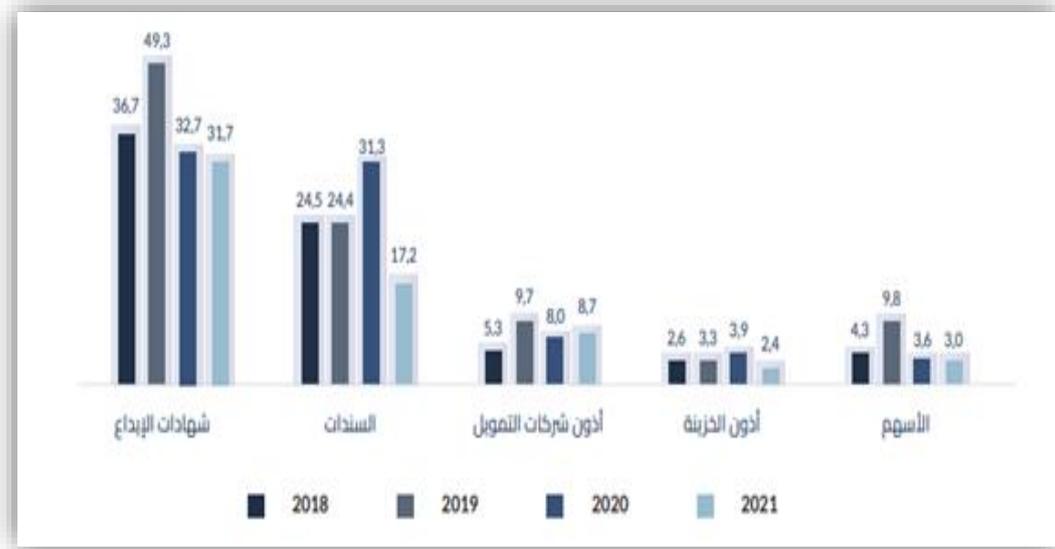
يجسد مؤشر *MSI20* الأداء السعري للشركات الأكثر سيولة المدرجة في بورصة الدار البيضاء ويتألف من 20 قيمة تم إختيارها من بين أكبر 40 رسملة عانمة على أساس الحجم في السوق المركزي ووتيرة الإدراج.

وسجل مؤشر صندوق النقد العربي الخاص بالبورصة المغربية ارتفاعاً خلال الربع الرابع من عام 2021 بنحو 1.49 في المائة، مقارنة مستوياته المسجلة بنهاية الربع الثالث من عام 2021، فيما كان المؤشر قد سجل ارتفاعاً بنحو 4.25 في المائة خلال الربع الثالث من عام 2021. وعلى أساس سنوي، ارتفع مؤشر السوق بنسبة 12.5 في المائة خلال الربع الرابع عام 2021. أما المؤشر الرئيس لبورصة الدار البيضاء، فقد ارتفع بدوره بنحو 1.3 في المرة خلال نفس الفترة، ليغلق عند مستوى 13358.3 نقطة في نهاية شهر سبتمبر من عام 2021.

فيما يتعلق بالقيمة السوقية، فقد شهدت انخفاضاً على أساس ربع سنوي بنحو 427.3 مليون دولار أمريكي، لتبلغ نحو 74.54 مليار دولار أمريكي في نهاية شهر ديسمبر من عام 2021، مقابل نحو 74.97 مليار دولار لقيمتها بنهاية الربع الثالث من عام 2021.

على صعيد نشاط التداول، شهد الربع الرابع تبايناً في مؤشرات التداول، مقارنة مع الربع السابق عليه. حيث تراجعت قيمة الأسهم المتداولة لتبلغ نحو 938.00 مليون دولار أمريكي مقارنة مع 3.31 مليار دولار أمريكي لمستوياتها المسجلة في الربع السابق عليه، فيما ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال ذات فترة المقارنة، ليصل إلى 26.94 مليار سهم مقابل 16.00 مليار سهم عن الربع الثالث من عام 2021.

الشكل 35: قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة (2018-2021)



المصدر: الوديع المركزي ماروكليير من حسابات الهيئة المغربية لسوق الرساميل

3- مؤشرات حول ملكية الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء

في نهاية سنة 2015، بلغت حصة رسملة البورصة المملوكة من قبل الأجانب والمغاربة المقيمين بالخارج 34، 38% أي بمبلغ 155، 86 مليار درهم مسجلة ارتفاعا طفيفا مقارنة مع سنة 2014 (32)، 54%).

إن أساس الاستثمارات الأجنبية بالأسهم المدرجة، منجزة على شكل مساهمات إستراتيجية فقد ظلت حصة هذه الأخيرة في المبلغ الإجمالي للإستثمار الأجنبي متطابقة تقريبا بمستوى 91، 04% كما بلغت الحصة العائمة للرساميل الأجنبية المستثمرة ببورصة الدار البيضاء 3، 08 من مجموع رسملة البورصة و13، 78 من الرسملة العائمة.

بلغ حجم نشاط السوق المركزية في بورصة الدار البيضاء 34، 2 مليار درهم سنة 2016، مسجلا بذلك زيادة بنسبة 9 % مقارنة مع 2015.

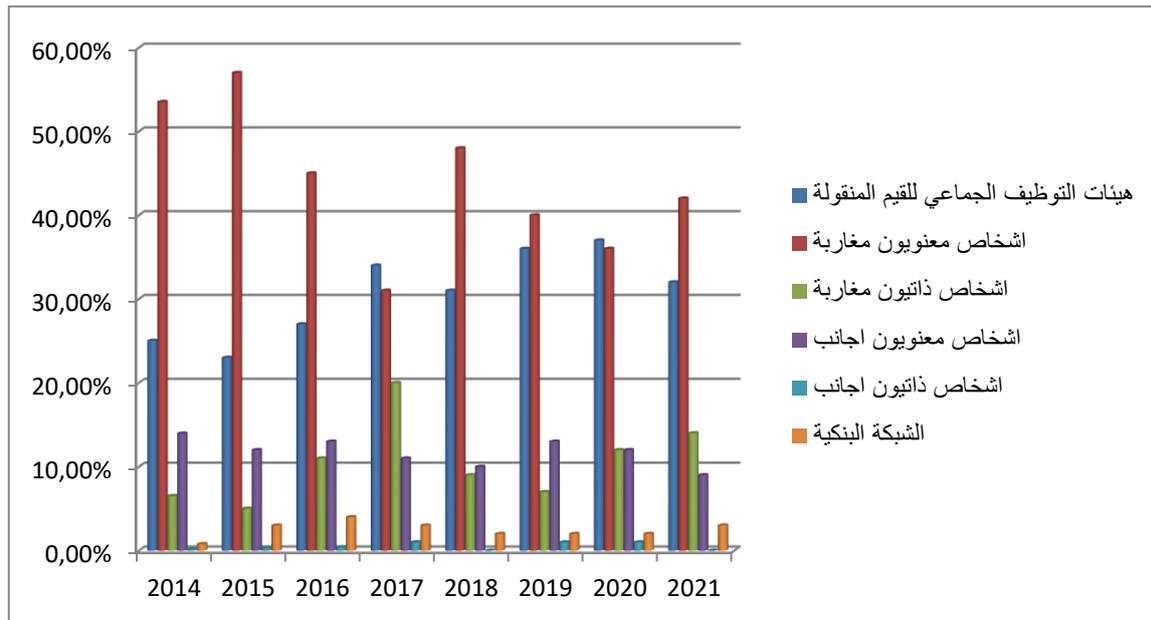
وحسب فئة المساهمين شكل الأشخاص المعنويون المغاربة 45 % من حجم المعاملات الإجمالي للسوق المركزية تلتها مؤسسات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بنسبة 27% ولم يمثل الأشخاص المعنويون الأجانب والأشخاص الذاتيون المغاربة إلا بنسبة 13 % و11% على التوالي.

جدول 19: تصنيف المساهمين في السوق المركزية للدار البيضاء خلال الفترة (2014-2021)

المجموع	الشبكة البنكية	اشخاص ذاتيون اجانب	اشخاص معنويون اجانب	اشخاص ذاتيون مغاربة	اشخاص معنويون مغاربة	هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة	
100%	0,79%	0,17%	13,96%	6,53%	53,53%	25,02%	2014
100%	3%	0,3%	12%	5%	57%	23%	2015
100%	4%	0,4%	13%	11%	45%	27%	2016
100%	3%	1%	11%	20%	31%	34%	2017
100%	2%	NS	10%	9%	48%	31%	2018
100%	2%	1%	13%	7%	40%	36%	2019
100%	2%	1%	12%	12%	36%	37%	2020
100%	3%	NS	9%	14%	42%	32%	2021

المصدر: التقارير السنوية لبورصة الدار البيضاء <http://www.casablanca-bourse.com>

الشكل 36: تصنيف المساهمين لبورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2014-2021)



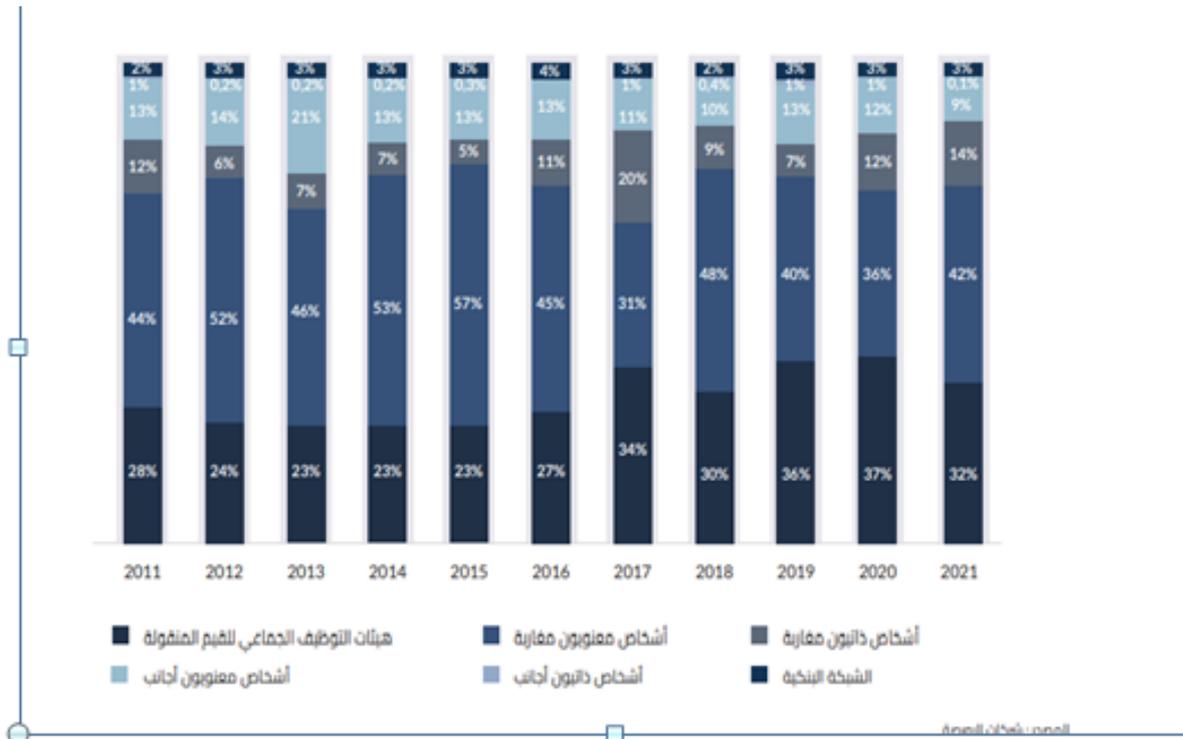
المصدر: من إعداد الباحثة بناء على التقارير السنوية لبورصة الدار البيضاء <http://www.casablanca-bourse.com>

<http://www.casablanca-bourse.com>

وسجلت قيمة المخزون المستثمر في الأسهم المسعرة من طرف المساهمين الأجانب والمغاربة المقيمين بالخارج زيادة بنسبة 23% في 31 ديسمبر 2016، حيث مرت من 155، 86 مليار درهم في ديسمبر إلى 192، 36 مليار درهم عند سنة 2016. ومثلت 32%، 97 من رسملة البورصة، مسجلة بذلك انخفاضا طفيفا بالنسبة لسنة 2015 (38%، 34).

يتمثل الجزء الأكبر من الإستثمار في الأسهم المسعرة على شكل مساهمات استراتيجية إذ ظلت نسبة هذه الأخيرة من الإستثمار الأجنبي الإجمالي ماثلة تقريبا لمستواها في ديسمبر وهو 91%، 60. بلغت الحصة العائمة من رأس المال الأجنبي المستثمر في بورصة الدار البيضاء 2%، 77 من إجمالي رسملة البورصة و 12%، 13 من الرسملة العائمة.

الشكل 37: التطور السنوي لحجم التداولات حسب فئة المساهمين



<http://www.casablanca-bourse.com>

المصدر: التقارير السنوية لبورصة الدار البيضاء

وفي نهاية عام 2018 امتلك المساهمون 189، 56 مليار درهم من أسهم الشركات المسعرة في بورصة الدار البيضاء من رسملة إجمالية البورصة بلغت 582، 15 مليار درهم، وهو ما يمثل معدل حيازة بنسبة %32، 56 بزيادة طفيفة مقارنة مع نهاية عام 2017 (%32، 23).

مثلت الحيازة الإستراتيجية الجزء الأكبر من المساهمة الأجنبية في السندات المسعرة إذ بلغت 174، 09 مليار درهم عند نهاية 2018 وظلت حصة هذه الحيازات في المبلغ الإجمالي للمساهمة الأجنبية مماثلة تقريبا لتلك التي تم تسجيلها في شهر ديسمبر 2017 وهي %91، 84.

من جانبها، ظلت الحصة العائمة من المساهمة الأجنبية في بورصة الدار البيضاء، هامشية، فهي لم تمثل إلا %2، 66 من رسملة البورصة عند نهاية 2018 و%11، 37 من الرسملة العائمة للبورصة.

بلغ حجم التداولات الإجمالي على مستوى السوق المركزية ببورصة الدار البيضاء، سنة 2019، 31، 2 مليار درهم، مسجلا بذلك انخفاضا بنسبة %16 مقارنة مع سنة 2018.

وبخصوص توزيع هذه التداولات حسب فئة المساهمين، فقد بلغت حصة الحجم المتأني من معاملات الأشخاص المعنويين المغاربة %40 وهو ما يمثل انخفاضا بنسبة %8 مقارنة مع 2018، وتتقدم هذه الفئة هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة التي ارتفعت حصة تداولاتها من %31 سنة 2018 إلى %36 سنة 2019. في حين سجلت فئتي الأشخاص المعنويين الأجانب والأشخاص الذاتيين المغاربة نسبة %13 و%7 على التوالي:

جدول 20: المساهمات الأجنبية لبورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2014-2017):

31/12/2017		31/12/2016		31/12/2015		31/12/2014		التصنيف
%	المبلغ	%	المبلغ	%	المبلغ	%	المبلغ	
100%	202043	100%	192358	100%	155857	100%	157 630	مساهمات الاجانب والمغاربة القيمين في الخارج المودعة في المغرب منها
91,29%	184444	91,60 %	176201	91,04%	141885	90,21%	1422021	الحصة الاستراتيجية
8,71%	17599	8,4%	16157	8,96%	13972	9,79%	15428	العائم
626 965		583 380		453 316		484 448		الرسمة السوقية
143 617		133 205		101 422		112 609		الرسمة السوقية العائمة
32,23%		32,97%		34/38%		32,54%		مساهمات الاجانب والمغاربة القيمين في الخارج / الرسمة السوقية
29,42%		30,20%		31,30%		29,35%		الحصة الاستراتيجية/ الرسمة السوقية
2,81%		2,77%		3,08%		3,18%		العائم/ الرسمة السوقية
12,25%		12,13%		13,78%		13,70%		العائم/ الرسمة السوقية العائمة

المصدر: التقارير السنوية لبورصة الدار البيضاء <http://www.casablanca-bourse.com>

جدول 21: المساهمات الأجنبية لبورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2018-2021):

31/12/2021		31/12/2020		31/12/2019		31/12/2018		التصنيف
%	المبلغ	%	المبلغ	%	المبلغ	%	المبلغ	
100%	204350	100%	186340	100%	200192	100%	189563	مساهمات الاجانب والمغاربة القيمين في الخارج المودعة في المغرب منها
93%	190023	92,4%	172238	91,52%	183223	91,84%	174095	الحصة الاستراتيجية
7%	14327	7,6%	14102	8,48%	16969	8,16%	15468	العائم
690717		584976		626693		582155		الرسمة السوقية
175022		150566		149758		136055		الرسمة السوقية العائمة
29,6%		31,9%		31,94%		32,56%		مساهمات الاجانب والمغاربة القيمين في الخارج / الرسمة السوقية
27,5%		29,4%		29,24%		29,9%		الحصة الاستراتيجية/ الرسمة السوقية
2,1%		2,4%		2,71%		2,66%		العائم/ الرسمة السوقية
8,2%		9,4%		11,33%		11,37%		العائم/ الرسمة السوقية العائمة

المصدر: التقارير السنوية لبورصة الدار البيضاء <http://www.casablanca-bourse.com>

المبحث الثاني: بيانات الدراسة

يتضمن هذا المبحث عرضاً للمنهجية التي تم إتباعها في هذه الدراسة، والتي تتضمن مجتمع وعينة الدراسة ومصادر جمع البيانات، والوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة وذلك للوصول إلى النتائج لمعرفة أثر تنويع الملكية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في بورصة كل من دولة تونس، مصر والمغرب خلال الفترة (2014-2021).

المطلب الأول: عينة الدراسة

تحاول هذه الدراسة تحليل العلاقة بين تنويع الملكية وسياسة توزيع لأرباح في عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي ل(المغرب، مصر وتونس) خلال الفترة 2014-2021، من خلال نموذج الدراسة التي تعتمد على تنويع الملكية (كمتغير مستقل) وسياسة توزيع الأرباح (كمتغير تابع)، إضافة إلى المتغيرات الرقابية المتمثلة في معدل النمو والربحية.

ومن أجل دراسة العلاقة محل الدراسة، ستقوم الدراسة بتحليل البيانات لعينة من الشركات المدرجة في بورصة تونس، مصر والمغرب في الفترة (2014-2021) والتي بلغ عددها 70 شركة، والتي تنقسم إلى 20 شركة لدولة مصر، 20 شركة لدولة المغرب و30 شركة لدولة تونس، التي تم الحصول عليها من مختلف التقارير السنوية من موقع بورصات الدول محل الدراسة حيث تم إستبعاد الشركات التي لم تتوفر فيها البيانات اللازمة للدراسة خاصة الإفصاحات الخاصة بنسب الملكية، وبعض البيانات في القوائم المالية لبعض شركات العينة، بالإضافة إلى إلزامية توفر فيها الشروط التالية وذلك لضمان قياس متغيرات البحث:

• أن لا يكون قد تم إستبعادها من التداول لفترة تزيد عن 6 شهور.

• أن لا تكون قد تعرضت للإندماج خلال فترة إجراء البحث.

ويتمثل مجتمع(عينة) الدراسة في الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية لكل من الدول(مصر، تونس والمغرب) خلال الفترة(2014-2021):

جدول 22: عينة الشركات المسجلة في السوق المصري

الرقم	الشركات	تاريخ الإنشاء	إجمالي الأصول سنة 2021
01	البنك التجاري الدولي	سنة 1975	13 420 385 000,00 جنيه مصري
02	مصرف أبو ظبي الإسلامي	سنة 1997	89 450 255 000,00 جنيه مصري
03	البنك المصري لتتمية الصادرات	سنة 1983	70 166 697 000,00 جنيه مصري
04	بنك الكويت الوطني مصر	سنة 1952	70 832 623 000,00 جنيه مصري
05	البنك المصري الخليجي	سنة 1981	80 195 371 981,00 جنيه مصري
06	بنك البركة المصري	سنة 1980	82 893 412 423,00 جنيه مصري
07	بنك قطر الوطني الأهلي	سنة 1978	310 152 047 454,00 جنيه مصري
08	مصر لصناعة الكيماويات	سنة 1959	3 945 623 000,00 جنيه مصري
09	المالية والصناعة المصرية	سنة 1929	1 365 793 088,00 جنيه مصري
10	شركة كفر الزيات للمبيدات والكيماويات	سنة 1955	465 925 367,00 جنيه مصري
11	اسيك للتعددين - اسكوم	سنة 1999	865 936 048,00 جنيه مصري
12	مصر للألومنيوم	سنة 1969	11 163 236 874,00 جنيه مصري
13	ممفيس للادوية والصناعات الكيماوية	سنة 1940	401 458 917,00 جنيه مصري
14	EZZSTEEL	سنة 1994	14 452 387 264,00 جنيه مصري
15	السويدى اليكتروك	سنة 1938	45 814 782 415,00 جنيه مصري
16	حديد عز	سنة 1994	50 297 147 325,00 جنيه مصري
17	Ibnsina Pharma	سنة 2001	11 284 461 516,00 جنيه مصري
18	شركة مجموعة طلعت مصطفى القابضة	سنة 2007	21 957 861 123,00 جنيه مصري
19	المصرية للأقمار الصناعية (نايل سات)	سنة 1996	15 130 883 805,18 جنيه مصري
20	الشركة المصرية للاتصالات	سنة 1854	90 684 342 000,00 جنيه مصري

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على الموقع الرسمي للبورصة المصرية

جدول 23: عينة الشركات المسجلة في السوق التونسي

الرقم	الشركات	تاريخ الإنشاء	إجمالي الأصول سنة 2021
01	بنك الأمان	سنة 1967	9 409 804 000,00 دينار تونسي
02	شركة أستري للتأمين وإعادة التأمين	سنة 1949	686 764 477,00 دينار تونسي
03	البنك العربي التونسي	سنة 1982	7 660 712 000,00 دينار تونسي
04	شركة الإيجار العربية لتونس	سنة 1993	659 588 721,00 دينار تونسي
05	التجاري بنك	سنة 1968	11 007 639 000,00 دينار تونسي
06	التجاري للإيجار المالي	سنة 1994	497 009 782,00 دينار تونسي
07	بنك الاسكان	سنة 1973	12 941 622 000,00 دينار تونسي
08	بنك تونس العربي الدولي	سنة 1976	19 772 368 000,00 دينار تونسي
09	البنك الوطني الفلاحي	سنة 1959	19 707 078 000,00 دينار تونسي
10	البنك التونسي	سنة 1884	7 110 990 000,00 دينار تونسي
11	بيت الإيجار المالي التونسي السعودي	سنة 1999	419 624 828,00 دينار تونسي
12	حنبل للإيجار المالي	سنة 2001	622 269 254,00 دينار تونسي
13	مجمع صنع المشروبات بتونس	سنة 1925	73 314 560,00 دينار تونسي
14	الشركة التونسية للتأمين وإعادة التأمين	سنة 1958	1 360 715 457,00 دينار تونسي
15	الشركة التونسية للبنك	سنة 1957	13 602 086 000,00 دينار تونسي
16	شركة الإستثمار توفاست	سنة 1993	10 446 007,00 دينار تونسي
17	الشركة التونسية لإعادة التأمين	سنة 1958	912 364 073,00 دينار تونسي
18	التونسية للإيجار المالي	سنة 1984	2 200 144 821,00 دينار تونسي
19	الإتحاد البنكي للتجارة والصناعة	سنة 1961	3 991 694 000,00 دينار تونسي
20	الإتحاد الدولي للبنوك	سنة 1963	6 827 390 000,00 دينار تونسي
21	بنك الوفاق	سنة 2002	990 562 183,00 دينار تونسي
22	الشركة التونسية للمقاولات السلكية واللاسلكية	سنة 1981	67 564 488,00 دينار تونسي
23	الشركة التونسية للسيارة والخدمات	سنة 1961	267 428 663,00 دينار تونسي

24	شركة سيلكوم	سنة 1994	30 959 796,00 دينار تونسي
25	شركة المغازة العامة	سنة 1988	677 890 975,00 دينار تونسي
26	شركة مونوبري	سنة 1933	389 958 565,00 دينار تونسي
27	الشركة التونسية لأسواق الجملة	سنة 1980	36 344 551,00 دينار تونسي
28	شركة أدوية التونسية	سنة 1984	126 860 050,00 دينار تونسي
29	مجمع دليس القابضة	سنة 2013	708 409 044,00 دينار تونسي
30	سرياليس	سنة 2003	34 345 512,00 دينار تونسي

المصدر: من إعداد الباحثة إعتامدا على الموقع الرسمي للبورصة التونسية

جدول 24: عينة الشركات المسجلة في السوق المغربي

الرقم	الشركات	تاريخ الإنشاء	إجمالي الأصول سنة 2021
01	مجموعة الضحي <i>Groupe Addoha Douja Promotion</i>	سنة 1988	20 127 824 455,00 درهم
02	شركة أفما ش.م <i>GROUPE AFMA</i>	سنة 1953	916 267 719,00 درهم
03	شركة أفريك أندوستري <i>AFRIC INDUSTRIES SA</i>	سنة 2011	53 990 493,72 درهم
04	<i>AFRIQUIA GAZ</i>	سنة 1999	8 962 668 971,02 درهم
05	شركة أكما <i>AGMA</i>	سنة 1964	342 271 992,14 درهم
06	<i>Alliances Darna</i>	سنة 2007	5 261 627 580,16 درهم
07	<i>Alliances Développement Immobilier (ADI)</i>	سنة 2008	13 144 448 000,00 درهم
08	<i>ALUMINIUM DU MAROC</i>	سنة 1976	1 178 445 101,36 درهم
09	<i>ATLANTASANAD</i>	سنة 1947	21 542 482 854,83 درهم
10	<i>ATTIJARIWafa BANK</i>	سنة 1911	596 325 836 000,00 درهم
11	<i>Bank of Africa –Groupe BMCE(BOA)</i>	سنة 1959	345 057 854 000,00 درهم
12	<i>Banque Centrale Populaire (BCP)</i>	سنة 2004	465 014 160 000,00 درهم
13	<i>CFG Bank</i>	سنة 1925	11 647 613 000,00 درهم
14	<i>CIH Bank</i>	سنة 1992	106 417 254 000,00 درهم
15	<i>Ciments du Maroc</i>	سنة 1951	4 989 329 233,60 درهم
16	<i>Compagnie Minière de Touissit (CMT)</i>	سنة 1974	1 231 342 512,54 درهم
17	<i>COSUMAR</i>	سنة 1929	12 155 000 000,30 درهم
18	<i>LABEL VIE S.A</i>	سنة 1985	10 207 160 685,01 درهم
19	<i>DISWAY</i>	سنة 2007	1 098 253 185,86 درهم
20	<i>HPS SA</i>	سنة 2006	1 365 655 697,00 درهم

المصدر: من إعداد الباحثة إعتامادا على الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء

المطلب الثاني: مصادر جمع البيانات

تم جمع بيانات الدراسة من المصادر الرسمية للبورصات لغايات التحليل والمواقع الإلكترونية الخاصة بالشركات من أجل الحصول على التقارير المالية السنوية للشركات التي مثلت عينة الدراسة لقياس أثر تنوع الملكية على سياسة توزيع الأرباح لشركات الدول محل الدراسة (تونس، مصر، المغرب) خلال الفترة (2014-2021) بالإضافة إلى بعض المصادر الثانوية المتمثلة بالرسائل الجامعية والمجلات العلمية المحكمة والدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة أو بأحد متغيراته، وذلك لتحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضياتها وتغطية الإطار النظري .

وإعتمدت الدراسة على المصادر التالية في جمع البيانات:

• **البيانات المالية:** تم الحصول على بيانات القوائم المالية من بيانات القوائم المالية لبعض الشركات المقيدة في سوق المال فكانت البيانات المالية من

- الموقع الإلكتروني لبورصة تونس: <http://www.stockexchange.tn/ar>

- الموقع الإلكتروني لبورصة مصر: <https://www.egidegypt.com>

- الموقع الإلكتروني لبورصة الدار البيضاء <http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb>

بالإضافة إلى موقع أرقام <https://www.argaam.com/qa-ar/companies> وموقع مباشر

<https://www.mubasher.info>

• **بيانات ونسب الملكية** فكانت من موقع بيانات السوق للبورصة المصرية <https://www.egx.com.eg/ar> بالنسبة لمصر، والتقارير السنوية للشركات المدرجة في كل من السوق التونسي والمغربي خلال الفترة (2014-2021).

المطلب الثالث: التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة

تم تحليل بيانات الدراسة لمعرفة أثر تنوع الملكية المتمثلة في (الملكية الأجنبية، الملكية الفردية، الملكية المؤسساتية، الملكية العائلية، الملكية الإدارية وتمركز الملكية) على سياسة توزيع الأرباح متزامنا مع عدة عوامل (ربحية الشركة، معدل النمو) التي من الممكن أن يكون لها أثر على تلك العلاقة من أجل تطبيق أهداف الدراسة ثم استخدام العديد من الأساليب الإحصائية للوصول إلى نتائج الدراسة ومن أهم هذه الأساليب: الإحصاء الوصفي، دراسة الارتباط (*Pearson Corrélation*)، نماذج بيانات بانل

في ثلاثة أشكال رئيسية هي: نموذج التأثيرات الثابتة (*Fixed Effects Model (FEM)*) ونموذج التأثيرات العشوائية (*Random Effects Model (REM)*)، نموذج الانحدار التجميعي (*Pooled Regression Model (PRM)*)، كما قدمها *W.Green (1993)* والنموذج الديناميكي (طريقة العزوم المعممة *GMM*)

1- الإحصاء الوصفي (*Descriptive Statistics*): حيث يتم إحتساب مقاييس النزعة المركزية والتشتت مثل الوسط الحسابي (*Mean*)، الإنحراف المعياري (*Standard Deviation*)، وأدنى قيمة وأعلى قيمة لمتغيرات الدراسة.

2- معامل ارتباط بيرسون (*Pearson Corrélation*): يستخدم لفحص العلاقة بين المتغيرات المستقلة ومقدار الترابط بينها.

3- نموذج الانحدار التجميعي *pooled model*:

نقصد بالنموذج التجميعي النموذج الذي له نفس المعلمات (معلمات المتغيرات التفسيرية *the explanatory variables* ومعلمة الحد الثابت *the constant*) بالنسبة لجميع الشركات، لذلك نقوم بتجميع بيانات الشركات ونقدر بها معادلة واحدة.

4- نموذج التأثيرات الثابتة (*Fixed Effects Model (FEM)*):

يهدف إلى معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حده من خلال التحكم في المتغيرات التي تختلف عبر الشركات مع ثباتها على مدار السنوات، أو من خلال التحكم في المتغيرات التي تختلف على مدار السنوات مع ثباتها عبر الشركات.

5- نموذج التأثيرات العشوائية (*RE*):

يقوم نموذج التأثيرات العشوائية (*RE*) بالتحكم في كل من المتغيرات التي تختلف عبر الشركات وعلى مدار السنوات.

إذا تم إجراء التحليل باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة (*FE*) تكون النتائج ملائمة لكنه قد لا يكون النموذج المناسب للتطبيق، من ناحية أخرى نجد ان نموذج التأثيرات العشوائية (*RE*) أكثر كفاءة ومعنوية، وبالتالي لا بد من الإختيار بينهما لتحديد النموذج الملائم للدراسة وذلك من خلال إتباع الخطوات التالية:

-القيام بإختبار هوسمن (*Hausman test*) للمفاضلة بين نموذج الأثر الثابت والأثر العشوائي، حيث أن اختبار *Hausman* (1978) يستخدم في حالة وجود اختلاف جوهري بين التأثيرات الثابتة والعشوائية وهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات المستقلة، فتستند فرضية العدم على عدم وجود ذلك الارتباط وعندها تكون كل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية متسقة ولكن مقدراتي التأثيرات العشوائية تكون هي الأكثر كفاءة، بينما في ظل الفرضية البديلة لوجود الارتباط، فإن مقدره التأثيرات الثابتة هي فقط تكون متسقة وأكثر كفاءة.

-اختبار F فيشر حيث إذا كانت قيمة *P-value* أقل من أو تساوي 0.05 عندئذ فان نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم لبيانات الدراسة يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول فرضية وجود آثار فردية ثابتة، أي النموذج الأفضل هو نموذج الآثار الفردية الثابتة مقارنة مع النموذج التجميعي والعكس -ولأن إستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (*OLS*) في تقدير النموذج السابق ينتج عنه الحصول على قيم مقدره متحيزة لمعاملات الإنحدار ولتفادي هذا التحيز نلجأ في بحثنا إلى أسلوب آخر وطريقة هي الأنسب بين قريناتها التي توظف متغيرات أدواتية (*Instrumental Variable*) وهي طريقة العزوم المعممة (*GMM*) (Baltagi, 2008)، حيث عندما يضاف المتغير المعتمد إلى المتغيرات التفسيرية بفترة زمنية متأخرة ($t-1$) لا يمكن تقدير هذه الصيغة من النموذج بأي من الأساليب الثلاثة السابق ذكرها، لما يسببه المتغير المضاف هذا من تحيز وعدم إتساق في تقديرات تلك الأساليب، نظرا لإرتباطه بالأثر الخاص بالوحدات سواء ثابتا أم عشوائيا.

•طريقة العزوم المعممة (*Generalized Method of Moment GMM*) فهي امتداد لطريقة العزوم، وطريقة العزوم (*Method of Moment MM*) على أساس أن الإحصائيات المأخوذة من عينة عشوائية في ظل جملة من الفرضيات العامة تقترب احتماليا من ثابت معين يمثل أحد العزوم الخاصة بالمتغير العشوائي. ومن أهم هذه الفرضيات هو أن تكون العينة مستقلة متطابقة التوزيع *Independent and Identically Distributed*

•وطريقة العزوم المعممة وهي كما يصفها Peter Hansen, 1982 تقوم مقام معظم الطرق القياسية المستخدمة في تقدير معلمات النماذج الإحصائية، من خلال تضمينها للشروط التي تقوم عليها تلك النماذج (Hansen, 1982)

وتتميز هذه الطريقة عن طريقة العزوم التقليدية بصلاحياتها لتقدير معلمات النماذج الإحصائية حتى إذا كان عدد العزوم يفوق عدد المعلمات (النماذج فوق المشخصة) حيث يوجد أكثر من حل واحد للنموذج. ويتم ذلك عبر إيجاد معيار يمكن من خلاله إختيار أفضل تقدير للمعلمات من بين التقديرات الممكنة، أو إختيار تقدير جيد لهذه المعلمات.

• ويكون النموذج حركيا إذا كان المتغير المعتمد يتأثر بالقيم السابقة له كما في الصيغة الآتية:

$$i=1,2,3,\dots,n \quad t=1,2,3,\dots,T \quad Y_{it} = X_{it}\beta + \delta Y_{it-1} + C_i + \varepsilon_{it}$$

حيث تمثل Y_{it} المتغير المعتمد و X_{it} متجه المتغيرات التفسيرية و Y_{it-1} القيمة المتخلفة للمتغير المعتمد، أما فهي C_i حد ثابت زانبا متغير مقطوعا يعكس أثر تباين الوحدات المقطعية الداخلة في التحليل، وأخيرا تمثل متغيرا عشوائيا وترمز للمقاطع بينما ترمز للزمن.

في هذا النمط من النماذج ينشأ إرتباط ما بين المتغير المتخلف ضمنيا والحد العشوائي، ويزداد الأمر تعقيدا إذا كان أثر تباين الوحدات المقطعية عشوائيا، حيث يكون هذا الإرتباط مع الحد العشوائي مركب، في هذا النمط من النماذج يؤدي إستخدام طرق التقدير التقليدية مثل طريقة المربعات الضغرى ذات المتغيرات الوهمية إلى تحيز القيم المقدره للمعلمات وعدم إتساقها إذا كان الفترات الزمنية T محدودا، كما ان التباين لا يقترب من الصفر كلما زاد عدد المقاطع n .

لذا تتم معالجة هذا الإرتباط من خلال إجرائين الأول هو أخذ الفرق الأول للمتغيرات في النموذج كما في الصيغة الآتية:

$$y_{it} - y_{it-1} = (X_{it} - X_{it-1})\beta + \delta(Y_{it-1} - Y_{it-2}) - (\varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1})$$

حيث تتم معالجة مشكلة تباين الوحدات المقطعية، والثاني هو إدخال متغيرات أداتية خالية من الإرتباط بالحد العشوائي ضمن المتغيرات التفسيرية، بحيث يمكن الحصول على الشرط المطلوب للحصول على المعادلات الأساسية لتقدير معلمات النموذج، أما المتغيرات الأداتية المستخدمة فيمكن أن تكون وفقا ل *Manuel Arellano* و *Stephen Bond* سنة 1991 القيم المتخلفة لفترتين زمنيتين للمتغير المعتمد y_{it-2} ولفترة زمنية واحدة للمتغيرات الخارجة بوصفها متغيرات أداتية، وذلك كونها مرتبطة بعلاقة وثيقة مع الفرق الأول للمتغير المعتمد $(y_{it} - y_{it-1})$ وغير مرتبطة مع الفرق الأول لحد الخطأ $(\varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1})$ كما يمكن إستخدام القيم المتخلفة زمنيا للفروق للمتغير المعتمد بوصفها متغيرات أداتية

جنباً إلى جنب مع المتغيرات الأداة السابقة وذلك من أجل الحصول على مقدرات أكثر كفاءة لا سيما إذا كانت كفاءة المقدرات باستخدام الطريقة السابقة ضعيفة (Blundell & Bond, 1998)

المبحث الثالث: نموذج الدراسة

سنحاول من خلال هذا المبحث عرض لمتغيرات الدراسة والتي إنقسمت إلى متغير تابع ومتغيرات مستقلة ومتغيرات ضابطة والتعريف بها، بالإضافة إلى الفرضيات التي تم صياغتها للإجابة على إشكالية البحث والنموذج الذي إعتدنا عليه للوصول إلى النتائج لمعرفة أثر تنوع الملكية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في بورصة كل من دولة تونس، مصر والمغرب خلال الفترة (2014-2021).

المطلب الأول: متغيرات الدراسة

وظفت الدراسة مجموعة من المقاييس لمتغيراتها، واستندت إلى مجموعة من الدراسات ذات الصلة، بما يتناسب مع البيانات المفصّل عنها في قاعدة بيانات بورصات الدول محل الدراسة (مصر، تونس، المغرب)، وتنقسم متغيرات الدراسة إلى ثلاث مجموعات وهي: المتغير التابع، ومتغيرات تنوع الملكية والمتغيرات الرقابية والتي سنفصلها حسب كل دولة كالآتي:

➤ المتغير التابع: نسبة التوزيعات (*Dividened Payout Ratio*)

لقياس نسبة توزيعات الأرباح نستعمل المؤشرات التالية:

DIVit: يمثل مقياس لسياسة توزيع الأرباح ويحسب من خلال قسمة توزيعات الأرباح على النتيجة الصافية

➤ المتغيرات الرقابية

-معدل النمو (*Growth*): تم التعبير عنه بمعدل نمو إجمالي الأصول

-الربحية (*Profitability*): يتم التعبير عنها بنسبة العائد على الأصول

حيث العائد على الأصول (*ROA*) يعرف على أنه صافي الدخل لإجمالي الأصول ويعكس عائد الشركة والقدرة على تحويل الأصول لتوليد الأرباح. ويحسب بالعلاقة التالية:

العائد على الأصول	=	النتيجة الصافية	/	إجمالي الأصول
-------------------	---	-----------------	---	---------------

➤ المتغيرات المستقلة: تنوع الملكية

أولاً: لقياس تنوع الملكية للبورصة المصرية نستعمل المؤشرات التالية:

الملكية الأجنبية (*Foreign ownership*): يتم قياسها بنسبة الأسهم المملوكة للأجانب (الغير مصريين) إلى إجمالي الأسهم العادية.

الملكية الإدارية (*Managerial ownership*): يتم قياسها بنسبة الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة إلى إجمالي الأسهم العادية.

الملكية المؤسساتية (*Institutional Ownership*): يتم قياسها بنسبة الأسهم التي تملكها المؤسسات سواء كانت شركات أو صناديق استثمار أو أي شكل آخر من الملكية المؤسساتية إلى إجمالي الأسهم العادية.

تركز الملكية (أكبر من 5%) (*Ownership Concentration*): يتم قياسها بنسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين الذين يملكون نسبة ملكية تفوق 5% إلى إجمالي الأسهم العادية

ثانياً: لقياس تنوع الملكية للبورصة التونسية نستعمل المؤشرات التالية:

الملكية الأجنبية (*Foreign ownership*): يتم قياسها بنسبة الأسهم المملوكة للأجانب (الغير تونسيين) إلى إجمالي الأسهم العادية.

الملكية العائلية (*Family Ownership*): يتم قياسها بنسبة الأسهم المملوكة للعائلات إلى إجمالي الأسهم العادية

الملكية المؤسساتية (*Institutional Ownership*): يتم قياسها بنسبة الأسهم التي تملكها المؤسسات سواء كانت شركات أو صناديق استثمار أو أي شكل آخر من الملكية المؤسساتية إلى إجمالي الأسهم العادية.

الملكية الحكومية (*Governmental Ownership*): يتم قياسها بنسبة الأسهم المملوكة للمؤسسات الحكومية إلى إجمالي الأسهم العادية.

ثالثا: لقياس تنوع الملكية لبورصة الدار البيضاء (المغرب) نستعمل المؤشرات التالية: :

الملكية الفردية (*individual ownership*): يتم قياسها بنسبة الأسهم المملوكة للأفراد إلى إجمالي الأسهم العادية

الملكية العائلية (*Family Ownership*): قياسها بنسبة الأسهم المملوكة للعائلات إلى إجمالي الأسهم العادية

الملكية المؤسساتية (*Institutional Ownership*): يتم قياسها بنسبة الأسهم التي تملكها المؤسسات سواء كانت شركات أو صناديق استثمار أو أي شكل آخر من الملكية المؤسساتية إلى إجمالي الأسهم العادية.

ويوضح الجدول التالي عرض لتعريف كل متغير وطريقة القياس كما يلي:

جدول 25: متغيرات الدراسة وطرق قياسها

المجموعة	المتغير	الوصف	طريقة القياس
المتغير التابع	نسبة التوزيعات <i>Dividened Payout Ratio</i>	قيمة توزيعات الأرباح إلى النتيجة الصافية <i>Batool, Z., & Javid, A. Y. (2014)</i>	توزيعات الأرباح خلال السنة/النتيجة الصافية خلال السنة
المتغيرات المستقلة	درجة تركيز الملكية <i>(Ownership Concentration)</i>	نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين الذين يملكون نسبة ملكية تفوق 5% إلى إجمالي الأسهم العادية <i>Aydin, A. D., & Cavdar, S. C, (2015)</i>	الأسهم المملوكة للمستثمرين الذين يملكون نسبة ملكية تفوق 5% إلى إجمالي الأسهم العادية
	نسبة الملكية الأجنبية <i>Foreign ownership</i>	نسبة الأسهم المملوكة للأجانب (الغير محليين) إلى إجمالي الأسهم العادية. <i>D.K.Y Abeywardhana, (2017)</i>	الأسهم المملوكة للأجانب (الغير محليين) إلى إجمالي الأسهم العادية.
	نسبة الملكية الإدارية	نسبة الأسهم المملوكة لأعضاء	الأسهم المملوكة لأعضاء

مجلس الإدارة / إجمالي الأسهم العادية.	مجلس الإدارة إلى إجمالي الأسهم العادية. <i>Uwugbe, O. R, (2013)</i> <i>Harada Kimie, Nguyen Pascal (2011),</i>	Managerial ownership	
الأسهم المملوكة للعائلات / إجمالي الأسهم العادية	نسبة الأسهم المملوكة للعائلات إلى إجمالي الأسهم العادية <i>Pindado &all,(2012)</i>	نسبة الملكية العائلية Family Ownership	
الأسهم التي تملكها المؤسسات / إجمالي الأسهم العادية	نسبة الأسهم التي تملكها المؤسسات سواء كانت شركات أو صناديق استثمار أو أي شكل آخر من الملكية المؤسسية ماعدا الملكية الحكومية إلى إجمالي الأسهم العادية <i>Abor.J, Fiador.v, (2013),</i>	نسبة الملكية المؤسساتية Institutional ownership	
الأسهم المملوكة للأفراد / إجمالي الأسهم العادية	نسبة الأسهم المملوكة للأفراد إلى إجمالي الأسهم العادية <i>Desoky Abdelmohsen M, Mousa Gehan A,(2013)</i>	نسبة الملكية الفردية individual ownership	
الأسهم المملوكة للحكومة / إجمالي الأسهم العادية	نسبة الأسهم المملوكة للحكومة إلى إجمالي الأسهم العادية <i>(Riaz& all, 2016),</i>	نسبة الملكية الحكومية Governmental Ownership	
<u>النتيجة الصافية</u> إجمالي الأصول	معدل العائد على الأصول <i>Kontesa, M., (2015)</i>	الربحية Profitability	المتغيرات الرقابية
(إجمالي الأصول للعام	تم التعبير عنها بمعدل نمو	معدل النمو	

الحالي - إجمالي الأصول للعام السابق // إجمالي الأصول للعام الحالي	إجمالي الأصول <i>Foroughi, M. and Fooladi, M. (2011).</i>	<i>Growth</i>	
---	--	---------------	--

المصدر: من إعداد الباحثة

المطلب الثاني: فرضيات الدراسة

تقوم هذه الدراسة على معرفة مدى أثر تنوع الملكية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لكل من الدول (مصر، تونس والمغرب) خلال الفترة 2014-2021، وفي حين كان المتغير التابع موحدا في كل الدول محل الدراسة (نسبة التوزيعات)، وإختلفت متغيرات تنوع الملكية والمتغيرات الرقابية من دولة لأخرى، مما جعلنا نصيغ فرضية كل دولة على حدى كما يلي:

1- نسعى إلى اختبار فرضيات الدراسة للشركات المدرجة في السوق المالي المصري كالتالي:

H01: لا يوجد تأثير لمتغير الملكية الإدارية على سياسة توزيع الأرباح خلال الفترة (2014-2021).

H02: لا يوجد تأثير لمتغير الملكية الأجنبية على سياسة توزيع الأرباح خلال الفترة (2014-2021).

H03: لا يوجد تأثير لمتغير الملكية المؤسساتية على سياسة توزيع الأرباح خلال الفترة (2014-2021).

H04: لا يوجد تأثير لمتغير الملكية المركزة على سياسة توزيع الأرباح خلال الفترة (2014-2021).

H05: لا يوجد تأثير لمعدل النمو على سياسة توزيع الأرباح خلال الفترة (2014-2021).

2- نسعى إلى اختبار فرضيات الدراسة للشركات المدرجة في السوق المالي التونسي كالتالي:

H01: لا يوجد تأثير لمتغير الملكية العائلية على سياسة توزيع الأرباح خلال الفترة (2014-2021).

H02: لا يوجد تأثير لمتغير الملكية الأجنبية على سياسة توزيع الأرباح خلال الفترة (2014-2021).

H03: لا يوجد تأثير لمتغير الملكية المؤسساتية على سياسة توزيع الأرباح خلال الفترة (2014-2021).

H04: لا يوجد تأثير لمتغير الملكية الحكومية على سياسة توزيع الأرباح خلال الفترة (2014-2021).

H05: لا يوجد تأثير لمعدل النمو على سياسة توزيع الأرباح خلال الفترة (2014-2021).

3- ونسعى إلى اختبار فرضيات الدراسة للشركات المدرجة في السوق المالي المغربي كالتالي:

H01: لا يوجد تأثير لمتغير الملكية العائلية على سياسة توزيع الأرباح خلال الفترة (2014-2021).

H02: لا يوجد تأثير لمتغير الملكية المؤسساتية على سياسة توزيع الأرباح خلال الفترة (2014-2021).

H03: لا يوجد تأثير لمتغير الملكية الفردية على سياسة توزيع الأرباح خلال الفترة (2014-2021).

H04: لا يوجد تأثير للربحية على سياسة توزيع الأرباح خلال الفترة (2014-2021).

H05: لا يوجد تأثير لمعدل النمو على سياسة توزيع الأرباح خلال الفترة (2014-2021).

المطلب الثالث: تقدير نموذج الدراسة

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى تقدير النموذج المناسب لاختبار أثر تنوع الملكية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في الأسواق المالية لكل من (مصر، تونس والمغرب) كآلاتي:

1- تقدير نموذج الدراسة بالنسبة للسوق المالي المصري:

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى تقدير النموذج الآتي لاختبار أثر تنوع الملكية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي المصري والمتمثل في النموذج الآتي:

$$DIV_{it} = DIV_{it-1} + \beta_1 FOR_{it} + \beta_2 Manag_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 Conc_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \epsilon_{it}$$

حيث أن:

ϵ_{it} : حد الخطأ

β_t : المعاملات

i: المقاطع (الشركات)

t: يعبر الفترة الزمنية

المتغير التابع:

$DIVit$: يمثل نسبة توزيعات الأرباح لدول محل الدراسة i ($i=1.....N$) في الزمن t ($t=1.....T$)

المتغيرات المستقلة:

FOR : الملكية الأجنبية

$Manag$: الملكية الإدارية

$INST$: الملكية المؤسساتية

$Conc$: الملكية المركزة

المتغيرات الرقابية:

$GROW$: نسبة النمو والتي تحسب من خلال حساب التغير السنوي في اجمالي الأصول.

2- تقدير نموذج الدراسة للسوق المالي التونسي

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى تقدير النموذج الآتي لاختبار أثر تنوع الملكية على سياسة

توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي التونسي والمتمثل في النموذج الآتي:

$$DIV it = DIV it-1 + \beta 1 FOR it + \beta 2 FAMIL it + \beta 3 INST it + \beta 4 Gover it + \beta 5 GROWit + + \varepsilon it$$

حيث أن:

ε_{it} : حد الخطأ

β_t : المعاملات

i : المقاطع (الشركات)

t : يعبر الفترة الزمنية

المتغير التابع:

$DIVit$: يمثل نسبة توزيعات الأرباح لدول محل الدراسة i ($i=1.....N$) في الزمن t ($t=1.....T$)

المتغيرات المستقلة:

FOR : الملكية الأجنبية

$FAMIL$: الملكية العائلية

$INST$: الملكية المؤسساتية

Gover: الملكية الحكومية

-المتغيرات الرقابية:

GROW: نسبة النمو والتي تحسب من خلال حساب التغير السنوي في اجمالي الأصول.

3- تقدير نموذج الدراسة للسوق المالي المغربي

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى تقدير النموذج الآتي لاختبار أثر تنوع الملكية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي المغربي والمتمثل في النموذج الآتي:

$$DIV_{it} = DIV_{it-1} + \beta_1 FAMIL_{it} + \beta_2 IND_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 GROW_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \epsilon_{it}$$

حيث أن:

ϵ_{it} : حد الخطأ

β_t : المعاملات

i : المقاطع (الشركات)

t : يعبر الفترة الزمنية

المتغير التابع:

DIV_{it} : يمثل نسبة توزيعات الأرباح لدول محل الدراسة i ($i=1.....N$) في الزمن t ($t=1.....T$)

المتغيرات المستقلة:

IND: الملكية الفردية

INST: الملكية المؤسساتية

FAMIL: الملكية العائلية

المتغيرات الرقابية:

GROW: نسبة النمو والتي تحسب من خلال الحساب التغير السنوي في اجمالي الأصول.

ROA: معدل العائد على اجمالي الأصول يحسب من خلال قسمة النتيجة الصافية على اجمالي الأصول.

خاتمة الفصل:

يعتبر هذا الفصل بمثابة تأطير منهجي للدراسة وتحديد مجالها التطبيقي من خلال تناوله لمفاهيم عامة عن الأسواق المالية للدول محل الدراسة والتطرق إلى أهم مؤشرات ونسب الملكية للشركات المدرجة فيها، وكذا عينة الدراسة ومتغيراتها ومختلف الأدوات والأساليب التي تم الإعتماد عليها من أجل المعطيات اللازمة ومعالجتها ببرامج إحصائية مختلفة لضمان مصداقية وموضوعية نتائج الدراسة الموصل إليها في الفصل الرابع.

الفصل الرابع

تحليل البيانات واختبار الفرضيات

الفصل الرابع: تحليل البيانات واختبار الفرضيات

مقدمة الفصل:

سنتناول في هذا الفصل التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة، مصفوفة معامل الارتباط، طريقة المربعات الصغرى (*OLS*) وعرض نتائج طريقة العزوم المعممة (*GMM*)، بالإضافة إلى اختبار الفرضيات لنتمكن بذلك بالوصول إلى نتائج الدراسة ونحاول عرضها ومناقشتها لمعرفة مدى تأثير تنوع الملكية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لكل من (مصر، تونس والمغرب) خلال الفترة (2014-2021).

المبحث الأول: التحليل الإحصائي لدولة مصر

لمعرفة مدى تأثير تنوع الملكية على سياسة توزيع الأرباح في مصر خلال الفترة 2014-2021، ولاختبار فرضيات الدراسة، تم استخدام طريقة تقدير العزوم المعممة، وطبقا للإطار النظري يقترح تطبيق النموذج الديناميكي لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية (*GMM*)

المطلب الأول: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

قبل تقدير نموذج الدراسة وتحليل نتائج أثر تنوع الملكية على سياسة توزيع الأرباح في مصر خلال الفترة 2014-2021، يجب أول تحليل البيانات الإحصائية للمتغيرات الداخلة في النموذج باستخدام التحليل الوصفي كالمتوسط الحسابي، والانحراف المعياري، بالإضافة إلى أعلى وأدنى قيمة للمتغير التابع (سياسة توزيع الأرباح من طرف الشركات المصرية *DIV*)، والمتغيرات المستقلة (الملكية الإدارية *MANAG*، الملكية المؤسسية *INST*، تركيز الملكية *CONC*، الملكية الأجنبية *FOR*)، والمتغير الضابط (معدل النمو *GROW*) كما هو موضح في الجدول الموالي:

جدول 26: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std.Dev
<i>DIV</i>	1.631306	0.234872	132.7288	9.845729-	10.91327
<i>MANAG</i>	13.0676	5.35	52.21	0.000000	15.71159
<i>INST</i>	16.63945	8.05	83.33	0.000000	19.16302
<i>CONC</i>	62.67433	69.13	97.125	6.55	24.61768
<i>FOR</i>	7.618571	0.004	80.26	0.000000	18.17164
<i>GROW</i>	0.177533	0.111698	2.513225	0.43564-	317593 0.

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews 10

• بينت نتائج الجول السابق مايلي:

1- المتوسطات:

من خلال الجدول أن نلاحظ أن متغير تركيز الملكية *CONC* بلغ أكبر متوسط حسابي خلال الفترة 2014-2021 والمقدرة بـ 62.67433 وحدة. أما المتغير الذي يعطي أصغر متوسط حسابي هو متغير معدل النمو *GROW* وتبلغ قيمته 0.177533 وحدة.

2- الانحرافات المعيارية:

- كلما كان الانحراف المعياري للمتغير ضعيفا كلما كان هذا المتغير مسؤول عن تمركز متغيرات الدراسة.

- كلما كان الانحراف المعياري للمتغير قويا كلما كان هذا المتغير مسؤول عن تشتت متغيرات الدراسة.

وبالتالي من الجدول السابق نلاحظ أن متغير معدل النمو *GROW* هو المسؤول عن تمركز المتغيرات لأن انحرافها المعياري هو الأصغر وتبلغ قيمته 0.177533.

بالمقابل نجد أن المتغير تركيز الملكية *CONC*، هو المسؤول عن تشتت المتغيرات الدراسة لأن انحرافها المعياري هو الأكبر وتبلغ قيمته 24.61768.

المطلب الثاني: دراسة الارتباط بين متغيرات الدراسة

لاختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع تم استخدام اختبار بيرسون *Pearson Corrélation*، كما هو موضح في الجدول الموالي:

جدول 27: مصفوفة الارتباط بين المتغيرات الدراسة

Variables	DIV	MANAG	INST	CONC	FOR	GROW
DIV	1					
MANAG	-0.0267	1				
INST	0.0364	-0.3865	1			
CONC	0.0121	-0.1684	-0.5584	1		
FOR	-0.0316	-0.2288	0.0361	-0,6202	1	
GROW	-0.0271	-0.1465	0.1003	-0.0067	0.0299	1

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews 10

➤ من خلال الملاحظة الدقيقة للمصفوفة نستخلص ما يلي:

-متغير سياسة توزيع الأرباح *DIV* مرتبط ارتباط ضعيف وسالب مع كل من المتغير الملكية الإدارية *MANAG*، الملكية الأجنبية *FOR* ومعدل النمو *GROW*، حيث تبلغ قيم الارتباط *R* لهذه المتغيرات على التوالي (-0.0267، -0.0316، -0.0271) وهي قريبة من 0، وتدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرات، أما مع المتغير الملكية المؤسسية *INST* وتركز الملكية *CONC* مرتبط ارتباط ضعيف وموجب حيث تبلغ قيم الارتباط *R* لهذه المتغيرات على التوالي (0.0364، 0.0121) وهي تدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرات.

-متغير الملكية الإدارية *MANAG* مرتبط ارتباط ضعيف وسالب مع كل من المتغير الملكية المؤسسية *INST*، تركز الملكية *CONC*، الملكية الأجنبية *FOR* ومعدل النمو *GROW*، حيث تبلغ قيم الارتباط *R* لهذه المتغيرات على التوالي (-0.3865، -0.1684، -0.2288، -0.1465)، وتدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرات.

-متغير الملكية المؤسسية *INST* مرتبط ارتباط متوسط وسالب مع متغير تركيز الملكية *CONC* بقيمة الارتباط $R(-0.5584)$ وهي تدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرين، أما مع متغير الملكية الأجنبية *FOR* ومعدل النمو *GROW* مرتبط ارتباط ضعيف وموجب حيث تبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي $(0.0361, 0.1003)$ وهي تدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرات.

-تركز الملكية *CONC* مرتبط ارتباط متوسط وسالب مع متغير الملكية الأجنبية *FOR*، بقيمة الارتباط $R(-0.6202)$ وهي تدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرين، أما مع معدل النمو *GROW* مرتبط ارتباط ضعيف وسالب قيمة الارتباط R قريبة من $0 (-0.0067)$ وهي تدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرين.

-متغير الملكية الأجنبية *FOR* مرتبط ارتباط ضعيف وموجب مع متغير معدل النمو *GROW* بقيمة الارتباط R قريبة من $0 (0.0299)$ وهي تدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرين.

المطلب الثالث: تقدير نموذج الدراسة

لتقدير نموذج الدراسة ومعرفة أثر تنوع الملكية على سياسة توزيع الأرباح في دولة مصر تتبع الخطوات التالية:

1- تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية "OLS ordinary least squares"

قبل عرض نتائج تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS، لابد من المفاضلة بين نماذج ثلاثة لتحديد المناسب منها لبيانات الدراسة، هذه النماذج هي: النموذج التجميعي *Pooled model*، نموذج الآثار الفردية الثابتة *fixed effect model*، نموذج الآثار الفردية العشوائية *Random effect model* وسنجري اختبارات المفاضلة وفق الخطوات التالية:

أ- اختبار وجود آثار فردية ثابتة *fixed effect model*

ونقصد بذلك المفاضلة بين النموذج التجميعي مع نموذج الآثار الفردية الثابتة، أي معرفة فيما إذا كانت الشركات تسلك سلوكا موحدا (هناك تجانس) فيما يخص الحد الثابت أم أن لكل شركة سلوكها الخاص، وللقيام بهذه المفاضلة تم استخدام الاختبار الذي يوفره برنامج *Eviews* وهو اختبار *Redundant Fixed Effects Tests* الذي يعتمد أيضا على اختبار فيشر، هذا الاختبار أعطى النتائج التالية:

جدول 28: اختبار Redundant Fixed Effects Tests

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: GMM			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.702544	(19,111)	0.0006
Cross-section Chi-square	52.089329	19	0.0001

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن احتمالية الاختبار أقل من 0,05 مما يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول فرضية وجود آثار فردية ثابتة، أي النموذج الأفضل هو نموذج الآثار الفردية الثابتة مقارنة مع النموذج التجميعي.

ب- المفاضلة بين نموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة

للمفاضلة بين هذين النموذجين تم استخدام اختبار *Hausman* الذي أعطى النتائج التالية:

جدول 29: اختبار Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: GMM			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	3.451260	6	0.0032

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن احتمالية اختبار *Hausman* (0,0032) أقل من 0,05 مما يعني قبول الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج الآثار الفردية الثابتة أفضل من نموذج الآثار الفردية العشوائية.

بهذا يتبين أن نموذج الآثار الفردية الثابتة هو النموذج الملائم لبيانات الدراسة، لذلك سنعمد هذا النموذج ونكمل عملية التقدير وباقي الاختبارات المناسبة.

➤ وفيما يلي يتم عرض نموذج الآثار الفردية الثابتة في الجدول الموالي:

جدول 30: نموذج الآثار الفردية الثابتة

Method: Panel Least Squares				
Date: 02/17/23 Time: 16:06				
Sample (adjusted): 2015 2021				
Periods included: 7				
Cross-sections included: 20				
Total panel (unbalanced) observations: 137				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIV(-1)	-0.002188	0.018482	-0.118413	0.9060
MANAG	-75.85886	213.6529	-0.355057	0.7232
INST	-75.88378	213.6557	-0.355168	0.7231
CONC	-75.87321	213.6566	-0.355118	0.7232
FOR	-75.20850	213.6444	-0.352026	0.7255
GROW	0.160350	0.716433	0.223818	0.8233
C	7583.017	21365.47	0.354919	0.7233
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.333199	Mean dependent var	0.800695	
Adjusted R-squared	0.183019	S.D. dependent var	2.579251	
S.E. of regression	2.331308	Akaike info criterion	4.699847	
Sum squared resid	603.2845	Schwarz criterion	5.254004	
Log likelihood	-295.9395	Hannan-Quinn criter.	4.925043	
F-statistic	2.218663	Durbin-Watson stat	2.346509	
Prob(F-statistic)	0.002524			

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews 10

من خلال النتائج التقدير نلاحظ ان معاملات النموذج غير معنوية كما أن سلسلة البواقي لا تحقق الشروط المطلوبة لذلك ينبغي التفكير في طريقة تقدير أخرى تناسب النماذج الديناميكية، هذه الطريقة هي طريقة العزوم المعممة *GMM*.

ج- نتائج تقدير للنموذج الديناميكي باستخدام طريقة العزوم المعممة *GMM*.

لمعرفة مدى تأثير تنوع الملكية على سياسة توزيع الأرباح في مصر خلال الفترة 2014-2021، ولإختبار فرضيات الدراسة، تم استخدام طريقة تقدير العزوم العامة ذات مرحلتين للفروق لبيانات البانل الديناميكي *panel GMM first deférence*، لأن إستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (*OLS*) في تقدير النموذج السابق ينتج عنه الحصول على قيم مقدرة متحيزة لمعاملات إنحدار هذا النموذج .

جدول 31: نتائج تقدير للنموذج الديناميكي باستخدام طريقة *GMM*

Cross-sections included: 20				
Total panel (unbalanced) observations: 116				
White period instrument weighting matrix				
White period standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Instrument specification: @DYN(DIV,-2) MANAG(-1) INST(-1) CONC(-1)				
FOR(-1) GROW(-1)				
Constant added to instrument list				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIV(-1)	-0.022481	0.001111	-20.23001	0.0000
MANAG	570.1522	24.13446	23.62399	0.0000
INST	569.9073	24.15304	23.59567	0.0000
CONC	569.5045	24.13495	23.59667	0.0000
FOR	576.9964	24.26812	23.77590	0.0000
GROW	-0.730043	0.154063	-4.738606	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (first differences)				
Mean dependent var	-0.046316	S.D. dependent var	3.322554	
S.E. of regression	10.47305	Sum squared resid	12065.32	
J-statistic	15.95630	Instrument rank	20	
Prob(J-statistic)	0.316050			
Arellano-Bond Serial Correlation Test				
Equation: Untitled				
Date: 02/15/23 Time: 19:26				
Sample: 2014 2021				
Included observations: 116				
Test order	m-Statistic	rho	SE(rho)	Prob.
AR(1)	-0.048198	-628.6964...	13044.14...	0.9616
AR(2)	-0.034021	-191.5898...	5631.468...	0.9729
المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10				

بينت نتائج تقدير للنماذج البانل الثلاثة أن كل معاملات تنوع الملكية ومعلمة المتغير سياسة توزيع الأرباح المبطأ بفترة واحدة معنوية (Prob=0.00000 أقل 0.05).

ويمكن توضيح النموذج بالمعادلة التالية:

$$DIV_{it} = DIV_{it-1} + \beta_1 FOR_{it} + \beta_2 Manag_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 Conc_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \epsilon_{it}$$

حيث:

حيث أن:

ϵ_{it} : حد الخطأ

β_t : المعاملات

i: المقاطع (الشركات)

t: يعبر الفترة الزمنية

DIV: يمثل توزيعات الأرباح لدول محل الدراسة ($i=1.....N$) في الزمن ($t=1.....T$)

وبالاعتماد على الجدول السابق يمكن كتابة النموذج القياسي على الشكل التالي:

$$DIV_{it} = -0.02 DIV_{it-1} + 576.99 FOR_{it} + 570.15 Manag_{it} + 569.90 INST_{it} + 569.50 Conc_{it} - 0.73 GROW_{it} + \epsilon_{it}$$

تحليل النموذج:

بينت نتائج الجدول مايلي:

-نقبل الإشارة السالبة لمعلمة المتغير سياسة توزيع الأرباح *DIV* والمبطأ بفترة واحدة، (prob=0.00) أقل من 0.05.

-نقبل الإشارة الموجبة لمعلمة متغير الملكية الإدارية *MANAG*، (prob=0.0000) أقل من 0.05 أي أن إحصائية ستودنت المحسوبة اكبر من إحصائية ستودنت المجدولة، والتي تدل على وجود علاقة طردية بينه وبين المتغير سياسة توزيع الأرباح. بحيث إذا زاد المتغير الملكية الإدارية *MANAG* بوحدة واحدة فإن توزيعات الأرباح *DIV* يرتفع تقريبا بنسبة 570.15.

- نقبل الإشارة الموجبة لمعلمة متغير الملكية المؤسسية *INST*، ($prob=0.0000$) اقل من 0.05 أي أن إحصائية ستودنت المحسوبة اكبر من إحصائية ستودنت الجدولة، والتي تدل على وجود علاقة طردية بينه وبين المتغير سياسة توزيع الأرباح. بحيث إذا زاد متغير الملكية المؤسسية *INST* بوحدة واحدة فإن توزيعات الأرباح *DIV* يرتفع تقريبا بنسبة 569.90.

- نقبل الإشارة الموجبة لمعلمة متغير تركيز الملكية *CONC*، ($prob=0.0000$) اقل من 0.05 أي أن إحصائية ستودنت المحسوبة اكبر من إحصائية ستودنت الجدولة، والتي تدل على وجود علاقة طردية بينه وبين المتغير سياسة توزيع الأرباح. بحيث إذا زاد المتغير تركيز الملكية *CONC* بوحدة واحدة فإن سياسة توزيع الأرباح *DIV* يرتفع تقريبا بنسبة 569.50.

- نقبل الإشارة الموجبة لمعلمة المتغير الملكية الأجنبية *FOR*، ($prob=0.0000$) اقل من 0.05، أي أن إحصائية ستودنت المحسوبة اكبر من إحصائية ستودنت الجدولة، والتي تدل على وجود علاقة عكسية بينه وبين سياسة توزيع الأرباح *DIV*. بحيث إذا زاد المتغير الملكية الأجنبية *FOR* بوحدة واحدة فإن سياسة توزيع الأرباح *DIV* يرتفع تقريبا بنسبة 576.99.

- نقبل الإشارة السالبة لمعلمة متغير معدل النمو *GROW*، ($prob=0.0000$) اقل من 0.05، أي أن إحصائية ستودنت المحسوبة اكبر من إحصائية ستودنت الجدولة، والتي تدل على وجود علاقة عكسية بينه وبين سياسة توزيع الأرباح *DIV*. بحيث إذا زاد المتغير معدل النمو *GROW* بوحدة واحدة فإن توزيعات الأرباح *DIV* ينخفض تقريبا بنسبة 0.73.

تشخيص النموذج:

للتأكد من صلاحية نموذج الديناميكي باستخدام طريقة *GMM* تم استخدام اختبار *Sargan test*

واختبار *Arellano-Bond test*:

• اختبار *Sargan test*:

بينت نتائج الجدول السابق أن القيمة الاحتمالية لاختبار *Sargan test* أكبر من 5% ومنه يتم قبول الفرضية العدم أي أن المتغيرات المساعدة المستعملة من قبل هذه الطريقة مقبولة من الناحية الإحصائية.

• اختبار *Arellano-Bond test*:

بينت نتائج الجدول السابق:

- أن القيمة الاحتمالية لاختبار *Arellano-Bond test* أكبر من 5% ومنه يتم قبول الفرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى والثانية.
- جودة وملائمة المتغيرات المستخدمة في النموذج وصلاحيه شروط العزوم المستخدمة في التقدير.

المبحث الثاني: التحليل الإحصائي لدولة تونس

لمعرفة مدى تأثير تنوع الملكية على سياسة توزيع الأرباح في تونس خلال الفترة 2014-2021، ولاختبار فرضيات الدراسة، تم استخدام طريقة تقدير العزوم المعممة، وطبقا للإطار النظري يقترح تطبيق النموذج الديناميكي لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية (*GMM*)

المطلب الأول: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

قبل تقدير نموذج الدراسة وتحليل نتائج أثر تنوع الملكية على سياسة توزيع الأرباح في تونس خلال الفترة 2014-2021، يجب أول تحليل البيانات الإحصائية للمتغيرات الداخلة في النموذج باستخدام التحليل الوصفي كالمتوسط الحسابي، والانحراف المعياري، بالإضافة الى أعلى وأدنى قيمة للمتغير التابع (سياسة توزيع الأرباح من طرف الشركات التونسية *DIV*)، والمتغيرات المستقلة (الملكية المؤسسية *INST*، الملكية العائلية *FAMIL*، الملكية الأجنبية *FOR* والملكية الحكومية *GOVER*)، والمتغير الضابط (معدل النمو *GROW*) كما هو موضح في الجدول الموالي:

جدول 32: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة لدولة تونس

المتغيرات	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std.Dev
<i>DIV</i>	0.658441	0.408493	35.96963	-2.189326	2.404065
<i>GOVER</i>	12.21883	1.615000	87.46000	0.000000	18.63518
<i>INST</i>	50.71596	53.12000	91.10000	0.000000	27.23920
<i>FAMIL</i>	20.88846	13.44500	79.35000	0.000000	19.30022
<i>FOR</i>	16.17408	6.880000	64.30000	0.000000	20.24025
<i>GROW</i>	0.095954	0.070179	1.223250	-0.22285	0.155927

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews 10

بينت نتائج الجدول رقم مايلي:

1- المتوسطات:

من خلال الجدول أن نلاحظ أن متغير الملكية المؤسسية *INST* بلغ أكبر متوسط حسابي خلال الفترة 2014-2021 والمقدرة بـ 50.71596 وحدة، ثم يليه متغير الملكية العائلية *FAMIL* بمتوسط حسابي قيمته 20.88846 الوحدة. أما المتغير الذي يعطي أصغر متوسط حسابي هو متغير معدل النمو *GROW* وتبلغ قيمته 0.095954 وحدة.

2- الانحرافات المعيارية:

- كلما كان الانحراف المعياري للمتغير ضعيفا كلما كان هذا المتغير مسؤول عن تمركز المتغيرات الدراسة.

- كلما كان الانحراف المعياري للمتغير قويا كلما كان هذا المتغير مسؤول عن تشتت المتغيرات الدراسة. من الجدول السابق نلاحظ أن المتغير معدل النمو *GROW* هو المسؤول عن تمركز المتغيرات لأن انحرافها المعياري هو الأصغر وتبلغ قيمته 0.155927، بالمقابل نجد أن المتغير الملكية المؤسسية *INST* هو المسؤول عن تشتت المتغيرات الدراسة لأن انحرافها المعياري هو الأكبر وتبلغ قيمته 27.23920.

المطلب الثاني: دراسة الارتباط بين متغيرات الدراسة

لاختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتغير التابع تم استخدام اختبار بيرسون *Pearson Corrélation*، كما هو موضح في الجدول الموالي:

جدول 33: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

Variables	DIV	GOVER	INST	FAMIL	FOR	GROW
DIV	1					
GOVER	-0.0629	1				
INST	0.0578	-0.3130	1			
FAMIL	-0.0204	-0.0740	-0.6475	1		
FOR	-0.0004	-0.4287	-0,4398	-0,0141	1	
GROW	-0.1267	0,0247	-0.0786	0,0972	-0,0096	1

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج *Eviews 10*

من خلال الملاحظة الدقيقة للمصفوفة نستخلص ما يلي:

-متغير سياسة توزيع الأرباح *DIV* مرتبط ارتباط ضعيف وسالب مع كل من متغيرات الملكية الحكومية *GOVER*، الملكية العائلية *FAMIL*، الملكية الأجنبية *FOR* معدل النمو *GROW*، حيث تبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي (-0.0629، -0.0204، -0.0004، -0.1267) وهي قريبة من 0، وتدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرات، أما مع متغير الملكية المؤسسية *INST* فارتباطه يكون ضعيف وموجب بقيمة معامل الارتباط قريبة من 0 (0.0578) وهي تدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرين.

-متغير الملكية الحكومية *GOVER* مرتبط ارتباط ضعيف وسالب مع كل من متغيرات الملكية المؤسسية *INST*، الملكية العائلية *FAMIL*، الملكية الأجنبية *FOR*، حيث تبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي (-0.313، -0.074، -0.4287) وهي قريبة من 0، وتدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرات، أما مع المتغير معدل النمو *GROW* فارتباطه يكون ضعيف وموجب بقيمة معامل الارتباط قريبة من 0 (0,0247) وهي تدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرين.

-متغير الملكية المؤسسية *INST* مرتبط ارتباط متوسط وسالب مع متغير الملكية العائلية *FAMIL*، بقيمة الارتباط R (-0.6475) وهي تدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرين، أما مع متغير الملكية

الأجنبية *FOR* ومتغير معدل النمو *GROW* مرتبط ارتباط ضعيف سالب حيث تبلغ قيم الارتباط *R* لهذه المتغيرات على التوالي $(-0.4398, -0.0786)$ وهي تدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرات. -متغير الملكية العائلية *FAMIL* مرتبط ارتباط ضعيف وسالب مع متغير الملكية الأجنبية *FOR*، بقيمة الارتباط *R* قريبة من $0(-0.0141)$ وهي تدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرين، أما مع متغير معدل النمو *GROW* مرتبط ارتباط ضعيف وموجب بقيمة الارتباط *R* قريبة من $0(0.0972)$ وهي تدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرات.

-متغير الملكية الأجنبية *FOR* مرتبط ارتباط ضعيف وسالب مع متغير معدل النمو *GROW* بقيمة الارتباط *R* قريبة من $0(-0.0096)$ وهي تدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرين.

المطلب الثالث: تقدير نموذج الدراسة

لتقدير النموذج في الدراسة ومعرفة أثر تنوع الملكية على سياسة توزيع الأرباح في دولة تونس تتبع الخطوات التالية:

1- تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية " *OLS* " ordinary least squares"

قبل عرض نتائج التقدير لأبد من المفاضلة بين نماذج ثلاثة لتحديد المناسب منها لبيانات الدراسة، هذه النماذج هي: النموذج التجميعي *pooled model*، نموذج الآثار الفردية الثابتة *fixed effect model*، نموذج الآثار الفردية العشوائية *Random effect model*، وسنجري اختبارات المفاضلة وفق الخطوات التالية:

أ- اختبار وجود آثار فردية ثابتة

ونقصد بذلك المفاضلة بين النموذج التجميعي مع نموذج الآثار الفردية الثابتة، أي معرفة فيما إذا كانت الشركات تسلك سلوكا موحدا (هناك تجانس) فيما يخص الحد الثابت أم أن لكل بنك سلوكه الخاص، وللقيام بهذه المفاضلة تم استخدام الاختبار الذي يوفره برنامج *Eviews* وهو اختبار *Redundant Fixed Effects Tests* الذي يعتمد أيضا على اختبار فيشر، هذا الاختبار أعطى النتائج التالية:

جدول 34: إختبار Redundant Fixed Effects Tests

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: GMM			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.370000	(29,174)	0.0021
Cross-section Chi-square	43.188239	29	0.0437

المصدر: مخرجات برنامج *Eviews 10*

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن احتمالية الاختبار أقل من 0,05 مما يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول فرضية وجود آثار فردية ثابتة، أي النموذج الأفضل هو نموذج الآثار الفردية الثابتة مقارنة مع النموذج التجميعي.

ب- المفاضلة بين نموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة

للمفاضلة بين هذين النموذجين تم استخدام اختبار *Hausman* الذي أعطى النتائج التالية:

جدول 35: اختبار Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: GMM			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	3.358954	5	0.0013

المصدر: مخرجات برنامج *Eviews 10*

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن احتمالية اختبار *Hausman* (0,001) أقل من 0,05 مما يعني قبول الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج الآثار الفردية الثابتة أفضل من نموذج الآثار الفردية العشوائية.

بهذا يتبين أن نموذج الآثار الفردية الثابتة هو النموذج الملائم لبيانات الدراسة، لذلك سنعتمد هذا النموذج ونكمل عملية التقدير وباقي الاختبارات المناسبة. كما هو موضح في الجدول الموالي:

جدول 36: نموذج الاثار الفردية الثابتة

Dependent Variable: DIV				
Method: Panel Least Squares				
Date: 02/17/23 Time: 16:18				
Sample (adjusted): 2015 2021				
Periods included: 7				
Cross-sections included: 30				
Total panel (balanced) observations: 210				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIV(-1)	-0.187232	0.075012	-2.496033	0.0135
GOVER	0.341518	5.083263	0.067185	0.9465
INST	0.245459	5.073973	0.048376	0.9615
FAMIL	0.218911	5.072093	0.043160	0.9656
FOR	0.121096	5.072325	0.023874	0.9810
GROW	-3.294043	1.390251	-2.369388	0.0189
C	-22.05995	507.3344	-0.043482	0.9654
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.207203	Mean dependent var	0.690595	
Adjusted R-squared	0.047733	S.D. dependent var	2.565364	
S.E. of regression	2.503390	Akaike info criterion	4.827973	
Sum squared resid	1090.451	Schwarz criterion	5.401763	
Log likelihood	-470.9372	Hannan-Quinn criter.	5.059935	
F-statistic	1.299319	Durbin-Watson stat	2.412491	
Prob(F-statistic)	0.139342			

المصدر: مخرجات برنامج *Eviews 10*

من خلال نتائج التقدير ان نلاحظ من إحصائية فيشر أن للنموذج ككل غير معنوي ومقبول (prob=0.139342) اكبر من 0.05، النموذج غير مقبول احصائياً. لذلك ينبغي التفكير في طريقة تقدير أخرى تتناسب النماذج الديناميكية، هذه الطريقة هي طريقة العزوم المعممة *GMM*.

2- نتائج تقدير للنموذج الديناميكي باستخدام طريقة العزوم المعممة *GMM*.

في حالة النموذج الديناميكي من نوع الانحدار الذاتي، أي وجود المتغير التابع المبطل ضمن المتغيرات المستقلة تكون نتائج طريقة التقدير باستخدام المربعات العادية *OLS* غير دقيقة، فيكون هناك تحيز في المقدرات، لذلك ينصح بتغيير طريقة التقدير واستخدام الطريقة الأكثر كفاءة والتي هي طريقة العزوم المعممة *GMM*.

وفيما يلي يتم عرض نتائج تقدير النموذج لأثر تنويع الملكية على سياسة توزيع الأرباح في تونس خلال الفترة 2014-2021، باستخدام طريقة *GMM*:

جدول 37: نتائج تقدير للنموذج الديناميكي باستخدام طريقة *GMM*

Cross-sections included: 30
 Total panel (balanced) observations: 180
 White period instrument weighting matrix
 White period standard errors & covariance (d.f. corrected)
 Instrument specification: @DYN(DIV,-2) GOVER(-1) INST(-1) FAMIL(-1)
 FOR(-1) GROW(-1)
 Constant added to instrument list

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIV(-1)	-0.022852	0.002156	-10.59783	0.0000
GOVER	-3.521092	1.713016	-2.055492	0.0413
INST	-2.471839	1.622629	-1.523354	0.1295
FAMIL	-2.330932	1.623383	-1.435849	0.1528
FOR	-2.307511	1.623330	-1.421468	0.1570
GROW	-2.855395	0.102130	-27.95842	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)			
Mean dependent var	0.022305	S.D. dependent var	3.878734
S.E. of regression	3.966405	Sum squared resid	2737.433
J-statistic	22.47107	Instrument rank	26
Prob(J-statistic)	0.315506		

Arellano-Bond Serial Correlation Test
 Equation: Untitled
 Date: 02/12/23 Time: 23:43
 Sample: 2014 2021
 Included observations: 180

Test order	m-Statistic	rho	SE(rho)	Prob.
AR(1)	-1.046414	-1256.666...	1200.926...	0.2954
AR(2)	-0.971652	-22.072578	22.716542	0.3312

المصدر: مخرجات برنامج *Eviews 10*

بينت نتائج تقدير للنماذج البانل الثلاثة أن معاملات تنويع الملكية ومعلمة المتغير سياسة توزيع الأرباح تتباين بين قيم معنوية وغير معنوية.

وبالاعتماد على الجدول السابق يمكن كتابة النموذج القياسي على الشكل التالي:

$$DIV_{it} = -0.02 DIV_{it-1} - 3.52 GOVER_{it} - 2.47 INST_{it} - 2.33 FAMIL_{it} - 2.30 FOR_{it} - 2.85 GROW_{it} + \epsilon_{it}$$

تحليل النموذج:

بينت نتائج الجدول مايلي:

-نقبل الإشارة السالبة لمعلمة المتغير سياسة توزيع الأرباح DIV والمبطأة بفترة واحدة، ($prob=0.00$) اقل من 0.05.

- نقبل الإشارة السالبة لمعلمة المتغير الملكية الحكومية $GOVER$ ، ($prob=0.0413$) اقل من 0.05 أي أن إحصائية ستودنت المحسوبة اكبر من إحصائية ستودنت الجدولة، والتي تدل على وجود علاقة عكسية بينه وبين المتغير توزيعات الأرباح. بحيث إذا زاد متغير الملكية الحكومية $GOVER$ بوحدة واحدة فإن توزيعات الأرباح DIV ينخفض تقريبا بنسبة 3.52.

- نقبل الإشارة السالبة لمعلمة المتغير معدل النمو $GROW$ ، ($prob=0.00$) اقل من 0.05، أي أن إحصائية ستودنت المحسوبة اكبر من إحصائية ستودنت الجدولة، والتي تدل على وجود علاقة عكسية بينه وبين توزيعات الأرباح DIV . بحيث إذا زاد متغير معدل النمو $GROW$ بوحدة واحدة فإن توزيعات الأرباح DIV ينخفض تقريبا بنسبة 2.855.

- عدم معنوية باقي المعلمات والمتمثلة في الملكية المؤسساتية $INST$ ، الملكية العائلية $FAMIL$ والملكية الأجنبية FOR لان القيم الاحتمالية لهذه المعلمات اكبر من 0.05، أي إحصائية ستودنت المحسوبة اقل من إحصائية ستودنت الجدولة.

تشخيص النموذج:

للتأكد من صلاحية نموذج الديناميكي باستخدام طريقة GMM تم استخدام اختبار $test Sargan$

واختبار $Arellano-Bond test$:

• اختبار $test Sargan$:

بينت نتائج الجدول رقم أن القيمة الاحتمالية لاختبار $test Sargan$ أكبر من 5% ومنه يتم قبول

الفرضية العدم أي أن المتغيرات المساعدة المستعملة من قبل هذه الطريقة مقبولة من ناحية الإحصائية.

• اختبار *Arellano-Bond test*:

- بينت نتائج الجدول رقم أن القيمة الاحتمالية لاختبار *Arellano-Bond test* أكبر من 5% ومنه يتم قبول الفرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى والثانية.
- جودة وملائمة المتغيرات المستخدمة في النموذج وصلاحيته شروط العزوم المستخدمة في التقدير.

المبحث الثالث: التحليل الإحصائي لدولة المغرب

المطلب الأول: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

قبل تقدير نموذج الدراسة وتحليل نتائج أثر تنوع الملكية على سياسة توزيع الأرباح في المغرب خلال الفترة 2014-2021، يجب أول تحليل البيانات الإحصائية للمتغيرات الداخلة في النموذج باستخدام التحليل الوصفي كالمتوسط الحسابي، والانحراف المعياري، بالإضافة إلى أعلى وأدنى قيمة للمتغير التابع (سياسة توزيع الأرباح من طرف الشركات والبنوك المغربية *DIV*)، والمتغيرات المستقلة (الملكية العائلية *FAMIL*، الملكية المؤسسية *INST*، الملكية الفردية *IND*)، والمتغيرات الضابطة (الربحية *ROA* ومعدل النمو *GROW*) كما هو موضح في الجدول الموالي:

جدول 38: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

Std.Dev	Minimum	Maximum	Median	Mean	المتغيرات
0.772899	-6.843639	3.305412	0.666806	0.60918	<i>DIV</i>
19.7408	0.000000	64.000	34.81	30.79213	<i>FAMIL</i>
18.16273	0.000000	77.0000	31.165	32.84081	<i>INST</i>
18.09554	0.000000	68.16	19.5550	21.6111	<i>IND</i>
93.84734	-0.9988	1187.14	0.0437	7.475513	<i>GROW</i>
0.09316	-.010738	0.9005	0.037446	0.059531	<i>ROA</i>

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج *Eviews 10*

بينت نتائج الجدول رقم مايلي:

1- المتوسطات:

من خلال الجدول أن نلاحظ أن متغير الملكية المؤسسية *INST* بلغ أكبر متوسط حسابي خلال الفترة 2014-2021 والمقدرة بـ 32.84081 وحدة. أما المتغير الذي يعطي أصغر متوسط حسابي هو متغير الربحية *ROA* وتبلغ قيمته 0.05953 وحدة.

2- الانحرافات المعيارية:

- كلما كان الانحراف المعياري للمتغير ضعيفا كلما كان هذا المتغير مسؤول عن تمركز المتغيرات الدراسة.

- كلما كان الانحراف المعياري للمتغير قويا كلما كان هذا المتغير مسؤول عن تشتت المتغيرات الدراسة.

- من الجدول السابق نلاحظ أن متغير الربحية *ROA* هو المسؤول عن تمركز المتغيرات لأن انحرافها المعياري هو الأصغر وتبلغ قيمته 0.09316.

- بالمقابل نجد أن المتغير معدل النمو *GROW*، هو المسؤول عن تشتت المتغيرات الدراسة لأن انحرافها المعياري هو الأكبر وتبلغ قيمته 93.8473.

المطلب الثاني: دراسة الارتباط بين متغيرات الدراسة

لاختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتغير التابع تم استخدام اختبار بيرسون *Pearson*

Corrélation، كما هو موضح في الجدول الموالي:

جدول 39: مصفوفة الارتباط بين المتغيرات الدراسة

Variables	<i>DIV</i>	<i>FAMIL</i>	<i>INST</i>	<i>IND</i>	<i>GROW</i>	<i>ROA</i>
<i>DIV</i>	<i>I</i>					
<i>FAMIL</i>	-0.1936	<i>I</i>				
<i>INST</i>	0.166	-0.5072	<i>I</i>			
<i>IND</i>	-0.212	-0.0230	-0.4044	<i>I</i>		
<i>GROW</i>	-0.0031	-0.0194	0.1278	-0,0685	<i>I</i>	
<i>ROA</i>	0.4692	-0.2566	0.2030	-0.2062	-0.04665	<i>I</i>

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات برنامج *Eviews 10*

من خلال الملاحظة الدقيقة للمصفوفة نستخلص ما يلي:

-متغير سياسة توزيع الأرباح DIV مرتبط ارتباط ضعيف وسالب مع كل من متغير الملكية العائلية $FAMIL$ ، الملكية الفردية IND ومعدل النمو $GROW$ ، حيث تبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي $(-0.1936, -0.212, -0.0031)$ ، وتدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرات، أما مع متغير الملكية المؤسسية $INST$ والربحية ROA مرتبط ارتباط ضعيف وموجب حيث تبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي $(0.166, 0.4692)$ وهي تدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرات.

-متغير الملكية العائلية $FAMIL$ مرتبط ارتباط ضعيف وسالب مع كل من متغير الملكية الفردية IND ، معدل النمو $GROW$ ، والربحية ROA ، حيث تبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي $(-0.0230, -0.0194, -0.2566)$ ، وتدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرات. أما متغير الملكية العائلية $FAMIL$ مرتبط ارتباط متوسط وسالب مع متغير الملكية المؤسسية $INST$ بقيمة الارتباط $R (-0.5072)$ وهي تدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرين.

-متغير الملكية المؤسسية $INST$ مرتبط ارتباط ضعيف وسالب مع متغير الملكية الفردية IND بقيمة الارتباط $R (-0.4044)$ وهي تدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرين، أما مع معدل النمو $GROW$ والربحية ROA مرتبط ارتباط ضعيف وموجب حيث تبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي $(0.1278, 0.2030)$ وهي تدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرات.

-متغير الملكية الفردية IND مرتبط ارتباط ضعيف وسالب مع كل من متغير معدل النمو $GROW$ ، والربحية ROA ، حيث تبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي $(-0.0685, -0.2062)$ ، وتدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرات.

-متغير معدل النمو $GROW$ مرتبط ارتباط ضعيف وسالب مع المتغير الربحية ROA بقيمة الارتباط R قريبة من $0 (-0.04665)$ وهي تدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرين.

المطلب الثالث: تقدير نموذج الدراسة

لتقدير النموذج الديناميكي في الدراسة ومعرفة أثر تنوع الملكية على سياسة توزيع الأرباح في

تتبع الخطوات التالية:

1- تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية "OLS ordinary least squares"

قبل عرض نتائج التقدير لابد من المفاضلة بين نماذج ثلاثة لتحديد المناسب منها لبيانات الدراسة، هذه النماذج هي: النموذج التجميعي *pooled model*، نموذج الآثار الفردية الثابتة *fixed effect model*، نموذج الآثار الفردية العشوائية *random effect model*

➤ وسنجري إختبارات المفاضلة وفق الخطوات التالية:

أ- اختبار وجود آثار فردية ثابتة *fixed effect model*

ونقصد بذلك المفاضلة بين النموذج التجميعي مع نموذج الآثار الفردية الثابتة، أي معرفة فيما إذا كانت البنوك تسلك سلوكا موحدا (هناك تجانس) فيما يخص الحد الثابت أم أن لكل بنك أو شركة سلوكه الخاص، وللقيام بهذه المفاضلة تم استخدام الاختبار الذي يوفره برنامج *Eviews* وهو اختبار *Redundant Fixed Effects Tests* الذي يعتمد أيضا على اختبار فيشر، هذا الاختبار أعطى النتائج التالية:

جدول 40: اختبار *Redundant Fixed Effects Tests*

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.429507	(19,114)	0.1269
Cross-section Chi-square	29.917999	19	0.0529

المصدر: مخرجات برنامج *Eviews 10*

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن احتمالية الاختبار أكبر من 0,05 مما يعني قبول الفرضية الصفرية ورفض فرضية وجود آثار فردية ثابتة، أي النموذج الأفضل النموذج التجميعي بهذا يتبين أنه لا توجد آثار فردية والنموذج التجميعي هو الملائم لبيانات الدراسة، لذلك سنعتمد هذا النموذج ونكمل عملية التقدير وباقي الاختبارات المناسبة.

ب- نموذج الإنحدار التجميعي *pooled model*

وفيما يلي يتم عرض النموذج التجميعي:

جدول 41: نموذج الإنحدار التجميعي *pooled model*

Dependent Variable: DIV				
Method: Panel Least Squares				
Date: 02/17/23 Time: 16:13				
Sample (adjusted): 2015 2021				
Periods included: 7				
Cross-sections included: 20				
Total panel (balanced) observations: 140				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIV(-1)	0.008548	0.088082	0.097049	0.9229
FAMIL	0.004824	0.029089	0.165845	0.8686
IND	0.025423	0.030688	0.828457	0.4091
INST	0.020812	0.031417	0.662450	0.5090
GROW	3.52E-05	0.000669	0.052665	0.9581
ROA	4.211729	0.799790	5.266045	0.0000
C	-1.036216	2.466660	-0.420089	0.6752
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.381331	Mean dependent var	0.606509	
Adjusted R-squared	0.245658	S.D. dependent var	0.807681	
S.E. of regression	0.701494	Akaike info criterion	2.294777	
Sum squared resid	56.09876	Schwarz criterion	2.841082	
Log likelihood	-134.6344	Hannan-Quinn criter.	2.516779	
F-statistic	2.810659	Durbin-Watson stat	2.342461	
Prob(F-statistic)	0.000106			

المصدر: مخرجات برنامج *Eviews 10*

من خلال النتائج التقدير نلاحظ ان أغلب معاملات النموذج غير معنوية كما أن سلسلة البواقي لا تحقق الشروط المطلوبة لذلك ينبغي التفكير في طريقة تقدير أخرى تناسب النماذج الديناميكية، هذه الطريقة هي طريقة العزوم المعممة *GMM*.

2- نتائج تقدير للنموذج الديناميكي باستخدام طريقة العزوم المعممة *GMM*.

في حالة النموذج الديناميكي من نوع الانحدار الذاتي، أي وجود المتغير التابع المبطل ضمن المتغيرات المستقلة تكون نتائج طريقة التقدير باستخدام المربعات العادية *OLS* غير دقيقة، فيكون هناك تحيز في المقدرات، لذلك ينصح بتغيير طريقة التقدير واستخدام الطريقة الأكثر كفاءة والتي هي طريقة العزوم المعممة *GMM*.

وفيما يلي يتم عرض نتائج تقدير النموذج لأثر تنوع الملكية على سياسة توزيع الأرباح في المغرب خلال الفترة 2014-2021، باستخدام طريقة *GMM*:

جدول 42: نتائج تقدير للنموذج الديناميكي باستخدام طريقة *GMM*

Cross-sections included: 20 Total panel (balanced) observations: 120 White period instrument weighting matrix White period standard errors & covariance (d.f. corrected) Instrument specification: @DYN(DIV,-2) FAMIL(-1) IND(-1) INST(-1) GROW(-1) ROA(-1) Constant added to instrument list				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIV(-1)	0.081855	0.000685	119.4697	0.0000
FAMIL	-0.002006	0.003282	-0.611040	0.5424
IND	-0.006785	0.003289	-2.062817	0.0414
INST	-0.004695	0.004676	-1.004027	0.3175
GROW	-0.000859	0.000662	-1.298346	0.1968
ROA	3.031448	0.052501	57.74046	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (first differences)				
Mean dependent var	-0.018799	S.D. dependent var	1.142915	
S.E. of regression	1.076513	Sum squared resid	132.1123	
J-statistic	14.16162	Instrument rank	20	
Prob(J-statistic)	0.437741			
Arellano-Bond Serial Correlation Test				
Equation: Untitled				
Date: 02/16/23 Time: 11:18				
Sample: 2014 2021				
Included observations: 120				
Test order	m-Statistic	rho	SE(rho)	Prob.
AR(1)	-1.153356	-62.778599	54.431238	0.2488
AR(2)	-1.385417	-4.291321	3.097494	0.1659

المصدر: مخرجات برنامج *Eviews 10*

بينت نتائج تقدير للنماذج البانل الثلاثة أن معاملات تنوع الملكية ومعلمة المتغير سياسة توزيع الأرباح تتباين بين قيم معنوية وغير معنوية.

بالاعتماد على الجدول السابق يمكن كتابة النموذج القياسي على الشكل التالي:

$$DIV_{it} = 0.081DIV_{it-1} - 0.002 FAMIL_{it} - 0.006 IND_{it} - 0.004 INST_{it} - 0.0008 GROW_{it} + 3.031 ROA_{it} + \epsilon_{it}$$

تحليل النموذج:

بينت نتائج الجدول مايلي:

-نقبل الإشارة الموجبة لمعلمة المتغير سياسة توزيع الأرباح DIV والمبطقة بفترة واحدة، ($prob=0.00$) اقل من 0.05.

-نقبل الإشارة السالبة لمعلمة المتغير الملكية الفردية IND ، ($prob=0.0414$) اقل من 0.05 أي أن إحصائية ستودنت المحسوبة اكبر من إحصائية ستودنت الجدولة، والتي تدل على وجود علاقة عكسية بينه وبين المتغير سياسة توزيع الأرباح. بحيث إذا زاد المتغير الملكية الفردية IND بوحدة واحدة فإن توزيعات الأرباح DIV ينخفض تقريبا بنسبة 0.0067.

-نقبل الإشارة الموجبة لمعلمة المتغير الربحية ROA ، ($prob=0.00$) اقل من 0.05، أي أن إحصائية ستودنت المحسوبة اكبر من إحصائية ستودنت الجدولة، والتي تدل على وجود علاقة طردية بينه وبين سياسة توزيع الأرباح DIV . بحيث إذا زاد المتغير الربحية ROA بوحدة واحدة فإن توزيعات الأرباح DIV ترتفع تقريبا بنسبة 3.0314.

-عدم معنوية باقي المعلمات والمتمثلة في الملكية المؤسسية $INST$ ، الملكية العائلية $FAMIL$ ومعدل النمو $GROW$ لان القيم الاحتمالية لهذه المعلمات اكبر من 0.05، أي إحصائية ستودنت المحسوبة اقل من إحصائية ستودنت الجدولة.

تشخيص النموذج:

لتأكد من صلاحية نموذج الديناميكي باستخدام طريقة GMM تم استخدام اختبار $test Sargan$ واختبار $Arellano-Bond test$:

• اختبار $test Sargan$:

بينت نتائج الجدول رقم أن القيمة الاحتمالية لاختبار $test Sargan$ أكبر من 5% ومنه يتم قبول الفرضية العدم أي أن المتغيرات المساعدة المستعملة من قبل هذه الطريقة مقبولة من ناحية الإحصائية.

• اختبار *Arellano-Bond test*:

- بينت نتائج الجدول رقم أن القيمة الاحتمالية لاختبار *Arellano-Bond test* أكبر من 5% ومنه يتم قبول الفرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى والثانية.
- جودة وملائمة المتغيرات المستخدمة في النموذج وصلاحيته شروط العزوم المستخدمة في التقدير.

المبحث الرابع: نتائج فرضيات الدراسة ومناقشتها

من خلال النتائج المتوصل إليها سنحاول تفسير النتائج ومناقشة الفرضيات:

1- أظهرت نتائج الدراسة بأنه يوجد تأثيرا موجبا للملكية المركزة على سياسة توزيعات الأرباح، حيث أظهر تحليل النموذج أنه هناك علاقة موجبة بين درجة تركيز الملكية وبين نسبة توزيعات الأرباح عند مستوى معنوية 5% وهذا ما توصلنا إليه في دولة مصر، وعليه كلما زادت نسبة الملكية المركزة زادت نسبة توزيعات الأرباح وبالتالي نرفض الفرض الصفري ونقبل الفرض البديل أي يوجد تأثير للملكية المركزة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لدولة مصر. وتفسر تلك العلاقة الموجبة بأن المستثمرين الذين لهم نسبة ملكية أكبر من 5% والذين يتحكمون في نسبة كبيرة من أسهم الشركة مما يعطيهم القدرة في التأثير على الإدارة لتنفيذ القرارات التي يفضلونها وبالتالي يقومون بدعم قرار توزيعات الأرباح، وبذلك تنخفض مشكلة الوكالة بين كبار المساهمين وباقي حملة الأسهم، في حين بعض المحللين الإقتصاديين بأن تلك العلاقة الموجبة بأن تلك التوزيعات ترسل إشارات جيدة للسوق عن مستقبل الشركة وبالتالي تزداد فرص النمو للشركة، كما تزداد فرص الحصول على التمويل في المستقبل وأهم الدراسات التي توصلت إلى نفس النتائج (Batool & Javid, 2014)، (Kowalewski & all, 2007)

2- أظهرت نتائج الدراسة بأنه يوجد تأثيرا موجبا للملكية الإدارية على سياسة توزيعات الأرباح، حيث أظهر تحليل النموذج أنه هناك علاقة موجبة بين نسبة الملكية الإدارية وبين نسبة توزيعات الأرباح عند مستوى معنوية 5% وهذا ما توصلنا إليه كذلك في دولة مصر، وعليه كلما زادت نسبة الملكية الإدارية زادت نسبة توزيعات الأرباح وبالتالي نرفض الفرض الصفري ونقبل الفرض البديل، أي يوجد تأثير للملكية الإدارية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لدولة مصر.

ويمكن تفسير تلك العلاقة الموجبة من وجهة نظرية الإشارة التي قدمها Ross سنة 1977 حيث أن إدارة الشركات قد تود إرسال إشارات للسوق بعدم خروجها عن مصلحة الملاك وبناء سمعة طيبة وذلك من

خلال توزيع قدر أكبر من الأرباح وإمكانية زيادتها في المستقبل وبالتالي يتسنى لها الحصول على التمويل اللازم في المستقبل. (Aydin & Cavdar, 2015)

3- وأظهرت النتائج بأنه يوجد تأثيرا موجبا للملكية المؤسساتية على سياسة توزيعات الأرباح، حيث أظهر تحليل النموذج أنه هناك علاقة موجبة بين نسبة الملكية المؤسساتية وبين نسبة توزيعات الأرباح عند مستوى معنوية 5% وهذا ما توصلنا إليه كذلك في دولة مصر، وعليه كلما زادت نسبة الملكية الإدارية زادت نسبة توزيعات الأرباح وبالتالي نرفض الفرض الصفري ونقبل الفرض البديل، أي يوجد تأثير للملكية المؤسساتية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لدولة مصر.

وتفسر تلك العلاقة الموجبة بأن وجود نسبة مهمة للمؤسسات التي تمتلك الأسهم إلى إجمالي أسهم الشركة، تكون بمثابة إشارات جيدة للسوق، أي أن تلك المؤسسات تقوم بالرقابة على الشركات التي تساهم فيها بشكل فعال وبالتالي تزداد فرص النمو للشركات حيث تفتح أمامها أبواب التمويل الخارجي، كذلك فإن المؤسسات المالكة للأسهم قامت بشراء تلك الأسهم كشكل من أشكال الإستثمار ومنه فلا بد أن تحصل على العائد مقابل هذا الإستثمار متمثلا في توزيعات الأرباح والتي ستقوم بإستخدامها في تطوير مشروعاتها الخاصة أو غيرها من إستخدامات الأموال. وأهم الدراسات التي توصلت إلى نفس النتائج (Abor, Fiador, 2013), (Riaz & all, 2016)

4- أما بالنسبة لأثر الملكية الأجنبية على سياسة توزيعات الأرباح، أظهرت النتائج علاقة سلبية بين الملكية الأجنبية وسياسة توزيعات الأرباح وهذا ما توصلنا إليه كذلك في دولة مصر، أي يوجد تأثيرا سلبا للملكية الأجنبية على سياسة توزيعات الأرباح عند مستوى معنوية 5%، وعليه كلما زادت نسبة الملكية الأجنبية إنخفضت نسبة توزيعات الأرباح.

وتتفق هذه النتيجة مع نظرية عدم تماثل المعلومات وبعد المسافة الذي يجعل من الصعب أن يكون للمستثمر الأجنبي ميزة رقابية على القرارات الإدارية (الشاهد والعناتي، 2016) وبالتالي تؤثر سلبا على سياسة توزيعات الأرباح للشركات محل الدراسة. وفي الوقت نفسه لم تتفق هذه النتيجة مع نظرية المعرفة التي تفترض أن الخبرة المعرفية التي يمتلكها المستثمر الأجنبي تتفوق على الخبرة المعرفية للمستثمر المحلي قادرة على الحد من تلاعب المديرين بالأرباح (حمدان، السريع، عناسوه، 2016)

5- توصلنا أيضا إلى وجود تأثيرا سالباً للملكية الحكومية على توزيعات الأرباح وهذا ما توصلنا إليه في الشركات المدرجة في السوق المالي لدولة تونس، وعليه كلما زادت نسبة الملكية الحكومية إنخفضت نسبة توزيعات الأرباح .

وتفسر تلك العلاقة السالبة بأنه مع زيادة نسبة الملكية الحكومية في الشركات تنخفض نسبة الأرباح المخصصة للتوزيع على الملاك، وذلك لإقتناع ممثلي الحكومة من مساهمين بأهمية إستخدام تلك الأموال وإستثمارها في فرص نمو تحسن من وضع الشركة. (Kouki, Guizani, 2009)

6- أما بالنسبة للملكية الفردية توصلنا إلى وجود تأثير سالب بين الملكية الفردية على توزيعات الأرباح وهذا ما توصلنا إليه في الشركات المدرجة في السوق المالي لدولة المغرب، وتفسر تلك العلاقة السالبة بأنه مع زيادة نسبة الملكية الفردية في الشركات تنخفض نسبة الأرباح المخصصة للتوزيع على الملاك، وهذا ما تفسره نظرية الوكالة والصراع بين ملاك الأقلية والإدارة والصراع بين أصحاب المصالح أي كل طرف يبحث عن مصلحته الخاصة ورغبة الأفراد الذين يريدون نسبة عالية من الأرباح وهذا ما لا تفضله الإدارة.

7- أما بالنسبة للمتغيرات الرقابية، أظهرت النتائج علاقة عكسية بين معدلات النمو وسياسات توزيعات الأرباح وهذا ما توصلنا في كل من الشركات المدرجة في السوق المالي لدولة مصر وتونس ، ويمكن تفسير هذه النتيجة على أن الشركات ذات معدلات النمو المرتفعة تكون أكبر قدرة على توليد الأرباح وتحقيق مستويات أفضل في أرباحها، وبالتالي تكون لديها كفاءة عالية في تمويل إستثماراتها تمويلا داخليا مما يجعلها تخفض أو تمتنع عن توزيعات الأرباح على مساهميها. (khan& all, 2016), (Jiraporn& Lee, 2018)

وفيما يخص أثر الربحية على سياسة توزيعات الأرباح، فوجدنا علاقة موجبة بين نسب الربحية ونسبة توزيعات الأرباح في الشركات المدرجة في دولة المغرب، وتفسر هذه النتيجة على أن المستثمرين يولون أهمية كبيرة لربحية العائد على الأصول و لا بد عليهم من الإعتماد على سياسات تمويلية موسعة لرفع قيمة الأرباح حيث أن نسب الربحية تعكس دائما الأداء الكلي للشركة وتدل على مدى إتباع الشركات لسياسات وإجراءات إستثمارية سليمة ومناسبة. وبالتالي هاته الشركات تقوم بالإحتفاظ بالأرباح كإحتياطات والإعتماد عليها في تمويل المشاريع المستقبلية (Litali& all, 2011), (Ajanthan, 2013)

خاتمة الفصل:

لقد قدم هذا الفصل الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة، ودرسنا علاقة الارتباط بين هذه المتغيرات، ثم إعتدنا على النموذج الديناميكي وطريقة العزم المعممة للوصول إلى نتائج غير متحيزة عبر ايجاد معيار يمكن من خلاله إختيار أفضل تقدير للمعلومات من بين التقديرات الممكنة، أو اختيار تقدير جيد لهذه المعلومات. كما تناولنا قراءة للنتائج المتوصل إليها وإختبار الفرضيات بما يقودنا إلى الإجابة عن تساؤلاتنا وفهم دراستنا ومعرفة أثر كل متغير من متغيرات الملكية المتنوعة على سياسة توزيع الأرباح.

خاتمة عامة

خاتمة عامة

إن سياسة التوزيعات لم تكن نتيجة تطور عشوائي، وإنما بتفاعل العديد من الآراء التي تمخضت عنها مجموعة من النظريات، والتي كانت في مجملها متناقضة مع بعضها من البعض حول دور سياسة توزيعات الأرباح والأمر راجع إلى بعض العوامل التي كانت تميز كل نظرية وإلى افتراضات تستند إليها. وقد كانت كل نظرية تقوم على نقائص النظرية السابقة لها، وتعتمد في تحليلها على الأسس التي تميز البيئة التي تتعايش فيها، فبعد ما جاءت به نظرية اللاعلاقة فإن الأبحاث الحديثة طورت نظريات ونماذج جديدة أكثر تفسيراً لسياسة (M&M) لتوزيعات الأرباح، ولكن الرأي الغالب يصب حول أهمية هذه السياسة وذلك بسبب المبالغ المدفوعة في التوزيعات، إضافة إلى اعتبارها قرار دوري متكرر بشكل منظم خلال حياة الشركة، ناهيك عن التفاعل بينها وبين القرارات الإستثمارية والقرارات التمويلية.

وأيضاً وإذا حاولنا فهم العلاقة بين سياسات توزيعات الأرباح في الشركات والمساهمين في تلك الشركات سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات أو حكومات أو أجانب، فهم يحتاجون إلى التمويل اللازم للتوسع في إستثماراتهم أو سداد إلتزاماتهم، فنجد مساهمين قد يفضلون بأن تقوم الشركة باحتجاز الأرباح عوضاً عن توزيعها عليهم طالما أن العائد على إستثمارات الشركة يتعدى العائد الذي يمكن أن يحققه لأنفسهم من إعادة استثمار الأرباح الموزعة، وقد تتبع الشركات سياسة توزيع أرباح مستقرة تتمثل في توزيع أرباح ذات قيمة مستقرة، والسبب أن المساهمين يعتبرون أن تيار الأرباح الموزعة المستقر أقل خطراً من مثيله المتقلب وبالتالي فإنهم سيكونون مستعدين لدفع سعر أعلى لسهم الشركة ذات الأرباح الموزعة المستقرة، كما قد يفضلون ان تتبع الشركات سياسة توزيع حد أدنى من الأرباح عليهم خلال السنة التي يتم الإعلان عنه، ودفع أرباح آخر السنة إذا كانت أعمال الشركة تسمح بذلك.

ورغم كل هذه المقاربات فالشركات تجد ضرورة لإجتذاب شركاء جدد ليصبحوا ملاكاً في هذه الشركات مهما بلغت ملكيتهم أو حصتهم ومساهمتهم فيها، إذ أن بعضهم من صغار المستثمرين وآخرون إنضموا ليصبحوا من كبار ملاك الشركات، وهؤلاء المساهمين يشكلون هيكل الملكية من خلال تباين النسب التي يمتلكونها من إجمالي قيمة الشركة أو العدد الكلي للأسهم، فإذا ما تغيرت الملكية لأحد المساهمين من خلال بيع حصته أو شراء حصة مساهم آخر فإنه تبعاً لذلك سوف يتغير هيكل الملكية. وهذا التنوع في الملكية يسمح باختلاف القرارات المالية بما يخدم مصلحة الشركة وتعظيم قيمتها

من جهة وتعظيم قيمة هؤلاء المساهمين من جهة أخرى. وبناء على دراستنا التي حاولنا فيها دراسة أثر هاته التركيبة من هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في السوق المالي لكل من (مصر، تونس والمغرب) خلال الفترة (2014-2021) كعينة من دول شمال إفريقيا، تم التوصل إلى عدة نتائج يمكن التفصيل فيها كما يلي:

• **فبالنسبة للشركات المدرجة في السوق المالي لدولة مصر وجدنا:**

- أنه يوجد تأثير إيجابي للملكية المركزة على سياسة توزيع الأرباح، حيث أن المستثمرين الذين لهم نسبة ملكية أكبر من 5% والذين يتحكمون في نسبة كبيرة من أسهم الشركة مما يعطيهم القدرة في التأثير على الإدارة لتنفيذ القرارات التي يفضلونها وبالتالي يقومون بدعم قرار توزيعات الأرباح، وبذلك تنخفض مشكلة الوكالة بين كبار المساهمين وباقي حملة الأسهم، في حين يرى بعض المحللين الإقتصاديين بأن تلك العلاقة الموجبة بأن تلك التوزيعات ترسل إشارات جيدة للسوق عن مستقبل الشركة وبالتالي تزداد فرص النمو للشركة، كما تزداد فرص الحصول على التمويل في المستقبل .

- ويوجد تأثيرا موجبا للملكية الإدارية على سياسة توزيعات الأرباح، حيث أن إدارة الشركات قد تود إرسال إشارات للسوق بعدم خروجها عن مصلحة الملاك وبناء سمعة طيبة وذلك من خلال توزيع قدر أكبر من الأرباح وإمكانية زيادتها في المستقبل وبالتالي يتسنى لها الحصول على التمويل اللازم في المستقبل (نظرية الإشارة التي قدمها Ross سنة 1977)

- وأظهرت النتائج بأنه يوجد تأثيرا موجبا للملكية المؤسسية على سياسة توزيعات الأرباح، حيث أن وجود نسبة مهمة للمؤسسات التي تمتلك الأسهم إلى إجمالي أسهم الشركة، تكون بمثابة إشارات جيدة للسوق، أي أن تلك المؤسسات تقوم بالرقابة على الشركات التي تساهم فيها بشكل فعال وبالتالي تزداد فرص النمو للشركات حيث تفتح أمامها أبواب التمويل الخارجي، كذلك فإن المؤسسات المالكة للأسهم قامت بشراء تلك الأسهم كشكل من أشكال الإستثمار ومنه فلا بد أن تحصل على العائد مقابل هذا الإستثمار متمثلا في توزيعات الأرباح والتي ستقوم بإستخدامها في تطوير مشروعاتها الخاصة أو غيرها من إستخدامات الأموال.

- أما بالنسبة للملكية الأجنبية فأظهرت النتائج علاقة سلبية بين الملكية الأجنبية وسياسة توزيعات الأرباح، حيث أن عدم تماثل المعلومات وبعد المسافة يجعل من الصعب أن يكون للمستثمر الأجنبي ميزة رقابية على القرارات الإدارية وبالتالي تؤثر سلبا على سياسة توزيعات الأرباح. وفي الوقت نفسه

لم تتفق هذه النتيجة مع نظرية المعرفة التي تفترض أن الخبرة المعرفية التي يمتلكها المستثمر الأجنبي تتفوق على الخبرة المعرفية للمستثمر المحلي قادرة على الحد من تلاعب المديرين بالأرباح.

• أما بالنسبة للشركات المدرجة في السوق المالي لدولة تونس فلم نجد تأثير لتركيبية الملكية للشركات المدرجة في سوقها المالي على سياسة توزيعات الأرباح إلا تأثيرا فقط للملكية الحكومية وكان تأثيرا سالباً على توزيعات الأرباح، أي كلما زادت نسبة الملكية الحكومية إنخفضت نسبة توزيعات الأرباح حيث مع زيادة نسبة الملكية الحكومية في الشركات تنخفض نسبة الأرباح المخصصة للتوزيع على الملاك، وذلك لإقتناع ممثلي الحكومة من مساهمين بأهمية استخدام تلك الأموال وإستثمارها في فرص نمو تحسن من وضع الشركة.

• أما بالنسبة للشركات المدرجة في السوق المالي لدولة المغرب فتوصلنا إلى وجود تأثير سالب للملكية الفردية على توزيعات الأرباح أي مع زيادة نسبة الملكية الفردية في الشركات تنخفض نسبة الأرباح المخصصة للتوزيع على الملاك، وهذا ما تفسره نظرية الوكالة والصراع بين ملاك الأقلية والإدارة والصراع بين أصحاب المصالح أي كل طرف يبحث عن مصلحته الخاصة ورغبة الأفراد الذين يريدون نسبة عالية من الأرباح وهذا ما لا تفضله الإدارة.

وبناء على النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة، يمكن صياغة بعض التوصيات كمايلي:

- على إدارة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية والتونسية والمغربية التي ترغب في القيام بتوزيعات أرباح على المساهمين، ان تدرك أهمية هذا القرار، لأنه يعتبر مشكلة مزدوجة حيث يؤثر على قرارات الشركة الإستثمارية والتمويلية.

- ضرورة قيام الهيئات والمنظمات الحكومية في دول شمال إفريقيا برفع مستوى تطبيق قواعد الإفصاح ومبادئ الحوكمة لما في ذلك من توفير سمعة جيدة عن البورصات للدول محل الدراسة الأمر الذي يؤدي إلى جذب الإستثمارات الخارجية لهذا السوق.

- العمل على تخفيض درجة تركيز الملكية في يد مستثمر واحد أو مجموعة من المستثمرين، وذلك لضمان عدم سيطرتهم على القرارات الإدارية وبالتالي ضمان حقوق باقي المساهمين.

- تدعيم الملكية المؤسسية في الشركات المقيدة في دول شمال إفريقيا، حيث أن المؤسسات تملك موارد ضخمة وخبرات مؤسسية قد تمكنها من ممارسة رقابة فعالة على أداء الإدارة وذلك بعكس المستثمر

الفرد الذي لا تتوافر لديه تلك الخبرات والموارد، لذلك لا بد من تشجيع المؤسسات المختلفة على الإستثمار في البورصة، بما يعود النفع على فعالية الرقابة على أداء الشركات.

-تدعيم الملكية الأجنبية لما لها من أثر إيجابي على الشركات سواء من ناحية الخبرات المكتسبة من المستثمرين الأجانب وتوسيع الإستثمارات من خلال الحصول على التمويل اللازم لتوسيع إستثماراتها والحصول على العملات الصعبة بما يعود بالنفع على إقتصاد الدول محل الدراسة، وتعميم كل هذه النتائج والتوصيات على كل دول شمال إفريقيا.

-تدعيم الملكية الحكومية ودفع المؤسسات الحكومية بزيادة الإستثمار في الشركات الأخرى وذلك لزيادة ثقة المستثمرين في الإستثمار في سوق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا.

-زيادة الاهتمام بحقوق الأقلية من المساهمين من خلال تقييد دور الأكثرية في اختيار السياسات المالية بشكل يحقق مصالحهم.

كما توصي الدراسة الباحثين بالأخذ في الإعتبار مجموعة من المقترحات للبحوث المستقبلية:

- دراسة تأثير الملكية الأجنبية على النمو الإقتصادي لدول شمال إفريقيا وخاصة دولة الجزائر، حيث وحسب تقرير للإستثمار العالمي للامم المتحدة سنة 2021 لقد إنكمشت التدفقات من الإستثمار الأجنبي الواردة لشمال إفريقيا إلى 25% سنة 2021 مقارنة بالسنة الماضية، وظلت مصر الأكبر متلقي للإستثمار الأجنبي على الرغم من إنخفاض التدفقات الواردة، وهذا ما يجعلنا نوصي بدراسة الأسباب وإسقاط الضوء على أهم السياسات التي يمكن أن تتخذها الجزائر لجذب الإستثمار الاجنبي لما له من صلة بأهداف التنمية المستدامة.

- دراسة تأثير أبعاد الحوكمة الأخرى مثل درجة الشفافية والإفصاح في دول شمال إفريقيا على السياسات المالية المنتهجة وخاصة بورصة الجزائر لما تعانيه من نقص في الإفصاح والشفافية.

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع

المراجع الأجنبية:

- Abbas.M, Qureshi.S.U, Ahmed.M, Rizwan.M, (2018), *Corporate Governance and Dividend Payout Policy: Mediating Role of Leverage*, *Pakistan Journal of Social Sciences*, Vol 38, N1, PP 62-86
- Abdelsalam.o, El Masry.A & Elsegini .s, (2008), *Bord Compstion, Ownership Structure and Dividend Policies in an emerging market, Further evidence from CASE 50, manegerial Finance*, Vol 34, N12.
- Abor.J, Fiador.v, (2013), *Does Corporate Governance Explain Dividene Policy in Sub-Saharan Africa ? International Journal of Law and Management Vol. 55 No. 3, pp. 201-225.*
- Abu- serdaneh, J. ZurieKat, M., and Al . Sheikh, I,(2010), *Ownership Structure and Corporate Performance in The Jordanian Manufacturing Companies*, *Jordan Journal of Business Administration*, Volume 6, No. 3
- Ajanthan, A.,(2013), *The relationship between dividend payout and firm profitability: A study of listed hotels and restaurant companies in Sri Lanka. International Journal of Scientific and Research Publications*, 3(6), 1-6.
- Al Janabil.s.m, Al Askary.H.JM & Al Hassany.KK,(2018),*The Impact of Residual Distribution Model on Capital Budget Support: AN Applied Study to IRAQ stock exchange, Opcion Ano 34, N° 85, pp 2687-2711.*
- Al- Shammari,(2015), *Ownership Concentration, Ownership Composition and the Performance of the Kuwaiti Listed non Financial Firms*, *International Journal Of Commerce and Management*,Vol 25, ISS 1.
- Alain Capiez, *Elément de gestion financière, 4e édition, Masson, Paris, 1995*
- Alexis Guyot ,(2007), *Structure de propriété et liquidité: un arbitrage entre coûts de contrôle et coûts du service d'immédiateté, thèse de doctorat, Université Lumière Lyon 2.*
- Al-Ghareibeh.M, Zurigat.Z & Al-Harahshed.k, (2013), *The Effect of Ownership Structure on Dividend Policy in Jordanian Companies*, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol4,N9.
- Almajali .A.M, (2012), *Factors Affecting the Financial Performance of Jordanian Insurance Companies listed at Amman Stock Exchange*, *Journal of Management Reasearch* , Vol 4, N2
- Alnaty Radwan Mohamed,Alshhed rima mahmoud, (2017), *The impact of ownership structure and earnings quality: companies' characteristics on empirical study on Jordanian insurance companies*, *zarqa journal for Recherche and studies in humanities*, volume 17, N1.
- Al-Qahtani & Ajina, (2017), *The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy the Evidence from Saudi Arabia*, *Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking (JEIEFB) An Online International Research Journal* , Vol: 6 Issue: 1
- Amidu Mohamed, (2007), *How does Dividend Policy Affect Performance of the Firm on Ghana Exchange ? Investment Management and Financial Innovation*, Volume 4, Issue 2 .
- Andi Duqi a, Aziz Jaafar b, Mohammed H. Warsame, (2019), *Payout policy and ownership structure: The case of Islamic and conventional banks*, *The British Accounting Review Elsevier*.

- Anh, T. T. & Tuan, L. Q. (2019), *The Relationship Between Ownership Structure And Dividend Policy: An Application In Vietnam Stock Exchange*, *Academic Journal Of Interdisciplinary Studies*, Vol. 8, No2. p131-146
- Ardillah, Kenny (2018), *The Effect of Intellectual Capital, Corporate Sustainability Disclosure, and Corporate Governance to the Value Of The Company: Empirical Study On Registered SOE In Indon-esia Stock Exchange*, *Journal Ilmu Manajemen & Ekonomika*, Vol 10, No 2, p 60-67.
- Arellano, Manuel and Stephen Bond ,(1991), *Reviewed Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations*, *The Review of Economic Studies*, Vol. 58, No. 2 ,PP 277-297
- Arnold, G., (2008), *Corporate Financial Management. 4th ed. Harlow: Prentice-Hall.*
- Arshad, Z, Akram, Y, Amjad, M, Usman, M, (2013), *Ownership Structure and Dividen Policy*, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, VOL 5, N3.
- Aswath Damodaran ,(2006), *Finance D'entreprise: théorie et pratique- de boeck Bruxelles- 2eme Edition*
- Aydin, A. D., & Cavdar, S. C, (2015), *Corporate governance and dividend policy: An empirical an-alysis from borsa Istanbul corporate governance index (xkury)*. *Accoun-ting and Finance Research*, 4(3), P66.
- Aydin, A. D., & Cavdar, S. C, (2015), *Corporate governance and dividend policy: An empirical an-alysis from borsa Istanbul corporate governance index (xkury)*. *Accoun-ting and Finance Research*, 4(3).
- B. Francois,(2003), *L'Appel public à l'épargne, critère dedistinction des sociétés de capitaux, tèse, univ. Paris*,
- Baker Malcomlm And Wurgler ,(2002), *Market Timing And Capital Structure*, *The Journal Of Finance*, Vol.1.7, No.1
- Balagobei & Thiruchenth-umathan, (2016), *Impact of Ownership Structure on Dividend Payout Policy: An Empirical Study on Listed Plantation Companies in Sri Lanka*, *Research Journal of Finance and Accounting www.iiste.org ISSN 2222-1697 (Paper) ISSN 2222-2847 (Online) Vol.7, No.14.*
- Baltagi, Badi H., (2008), *Econometric Analysis of Panel Data*, Wiley, UK
- Barua,(2006), *Using the FASB's Qualitative Characteristics in Earnings Quality Measures*, *Dissertation, University of Louisiana State.*
- Basu,(1997), *The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings*, *Journal of Accounting and Economics*, vol 24, pp 3- 37.
- Batool, Z., & Javid, A. Y,(2014), *Dividend policy and role of corporate governance in manufacturing sector of Pakistan*. *Pakistan Institu-te of Development Economics.*
- Bellalah Mondher, (2000), *Réflexions sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d'information*, *Cahier de recherche n° 2009, Universités de Cergy, Paris*
- Ben Amar Walid, *Analyse de relation entre la structure de propriété et la performance des Acquéreurs Au Canada, thèse de doctorat, Université de Montréal, 2004.*
- Benjamin.s.j, Wasiuzzaman .s, Mokhtarinia.h & Nejad.N.R, (2016), *Family Ownership and Dividend Payout in Malaysia*, *Intrenational Journal of Managerial Finance*, Vol 12, ISS 3.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporate and private pr-operty*. McMillian, New York, NY.
- Björn Lundgren & Christofer Eriksson Lantz, (2016), *Ownership structure's effect on dividend policy: Evidence from Publicly Listed Swedish firms*, *Umeå School of Business and Economics.*

- Bodie. Z, Kane. A & Marcus. A,(2010). *Essentials of Investments*. 8th ed.McGraw . Hill, New York.
- Bokpin, G. (2011), *Ownership structure, corporate governance and dividend performance on the Ghana Stock Exchange*,*Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 12, No. 1, PP.61-73.
- Bostanci.F, Kadioglu.E& Sayilgan.G, (2018), *Determinants of Dividend Payout Decisions: A Dynamic panel Data Analysis of Turkish Stock Markret*, *Internetonal Journal of Financial Studies*,6(93).
- Brealey–Meyers,(2003), *Principles of CorporateFinance*, Seventh Edition.
- Brigham .E & Ehrhardt Michael, (2005).*Financial Management , Theory & Practice 12nd ed*, Mike Roche publisher
- Brigham.E & Ehrhad.M,(2013), *Financial Management, Theory& Proctice*,14th edition
- Caren Siehl, Joanne Martin,(1989), *A Key to financial Performance*,Center for effective organizations,University of southern California , Los Angeless.,CEO Publication G90-3(165).
- CHaganti,Rajeswararao Dmanpour Fariborz,(1991), *Institutional ownership, capital structure, and firm performance*, *Strategic management journal*, vol12.
- CHarbtii Sana, (2020), *Dividend Policy,Irrationality approches and Behavioral Corporate Finance: Theory and Evidence*,*Doctoral Thesis of the Univesity of Burgundy France-comte*, prepared at the IAE DIJON and THE University of TUNIS EL MANAR,Doctoral School N°593.
- CHIN, C. P, (2015), *The effect of corporate governance on dividend policy: trading/services sector in Malaysia (Doctoral dissertation)*, Universiti Tunku-Abdul Rahman).
- Cho , S. Jun. (2019), *Study On The Relationship Between CSR And Financial Performance*, *Sustainability*, Vol 11, No 2 ,P1-26
- Claessens, S., Demirgüç-Kunt, A., and Huizinga, H. (2001), *How does foreign entry affect domestic banking markets?*, *Journal of Banking and Finance*, vol. 25, issue 5, 891 - 911
- Collins, O.S.,Filibus, I.E.&Clement , A.A,(2019), *Corporate Capital Structure and Corporate Market Value: Empirical Evidence Form Nigeria*. *International Journal of Economics and Finance*. Vol 4,No 12,p193-201.
- Coussergues, Djankov (2002), *management of the bank from diagnosis to strategy* ,Three Edition.
- Cubbin .J, Leech D,(1986), *Growth versus Profit-Maximization: A Simultaneous-Equations Approach to Testing the Marris Model*, *Managerial and Decision Economics*, vol. 7, n° 2,p. 123-131.
- D.K.Y Abeywardhana,(2017), *Capital Structure Theory: An Overview*, university of Kelania, Sri Lanka, *Accounting and Finance Research*, Vol6,N1.
- Demsetz, H., and Lehn, k ,(1985), *"The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences"*, *Journal of Political Economy*, No. 93, pp.1155- 1177.
- Denzil Watson and Antony Head, (2007), *Corporate Finance "Principles &Practice"*,4th edition , john Wiley & sons, inc. Hoboken, new jersey, USA.
- Desoky Abdelmohsen M, Mousa Gehan A,(2013), *An empirical investigation of the influence of ownership concentration and identity on firm performance of Egyptian listed companies*, *journal of Accounting in Emerging Economies*, vol3 N2.
- Dewi, R. P., Suhadak, S., & Handayani, S. R,(2017), *The effects of capital structure and good corporate governance on dividend policy and firm value: An Empirical Research at Banks Listed in Indonesia Stock Exchange for the Period of 2008-2012*. *Profit (Jurnal AdminiStrasi Bisnis*, 9(2), 51-69.

- *Doddy Setiawan, Bandi Bandi, Lian Kee Phua and Irwan Trinugroho, (2016), Ownership structure and dividend policy in Indonesia, Journal of Asia Business Studies, Vol. 10 Iss 3 pp. 230 – 252*
- *Dufour, D., Luu, P., & Teller, P, (2018), The influence of cash flow on the speed of adjustment to the optimal capital structure, Research in International Business and Finance, Vol. 45,p 62-71.*
- *Edgerton, J, (2012), Agency problems in public firms: evidence from corporate jets in leveraged buyouts, The Journal of Finance, Vol. 67 No. 6, pp. 2187-2213.*
- *Éric Stéphan, (2003), La relation capital-risque/PME: Fondements et pratiques, De Boeck, Bruxelles, Evidence From Panel Data of Emerging Market The Case of Jordan.*
- *Eugene .F.Fama & Kenneth.R.French, (2000), Forecasting Profitability and Earnings, Journal of Business, VOL 73, N°2, PP 161- 175*
- *Fabozzi , Frank J. And Pamela P. Peterson ,(2003) , Financial Analysis .Published By John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.*
- *Fama, E.F and Jensen, M.C, (1983), Separation of Ownership and Control. Journal of Law and Economics, vol2, pp301-325 .*
- *Faouzi Rassi, Gestion financière à long terme,(2007), Investissements et financement, Presse de l'université de Québec.*
- *Ferdinand T.Siagian, (2011) , Ownership Structure and Governance Implementation , International Journal of Business, Humanities and Technology, Vol. 1 No. 3.*
- *Foroughi, M. and Fooladi, M, (2011), Corporate ownership Structure and Performance: Evidence from Listed Firms in Iran. International Conference on Humanities, Society and Culture (IPEDR), Vol. 20, pp. 334-339.*
- *Francis.J, Lafond.R, Olsson.P.M, Schipper.K,(2004), Costs of Equity and Earnings Attributes, The Accounting Review, Vol79, N° 4,pp 967-1010.*
- *Frank j. Fabozzi Pamela p. Peterson,(2003), Financial Management And Analysis, second Edition*
- *Gerard Charreaux ,(1991), , Structure de propriété , relation d'agence et performance financière , Revue Economique ,Vol 42 , No 3*
- *Gérard Charreaux, Peter Writz,(2006), Gouvernance des entreprises nouvelles perspectives, Edition: Economica, Paris, France.*
- *Glen, J. D., Karmokolias, Y., Miller, R. R., & Shah, S. (1995). Dividend policy and behavior in emerging markets: To pay or not to pay. The World Bank.*
- *Gregor Gossy,(2008), A stakeholder rationale for risk management: implication for corporate finance decisions, Gabler edition wissenschaft, Germany .*
- *Gugler, K. (2003). Corporate go-vernance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment. Journal of Banking & Finance, 27(7), 1297-1321.*
- *Gul. F,(1999), Government share ownership, investment opportunity set and corporate policy choices in China, Pacific Basin Finance Journal, 7, 157-172.*
- *Hansen, Lars Peter, (1982), Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators, Econometrica, Vol. 50, No. 4 (Jul., 1982): 1029-1054*
- *Harada Kimie, Nguyen Pascal (2011), Ownership concentration and dividend policy in Japan, Managerial finance, vol 37, N4.*
- *Harkins.EP& Walsh.F.J, (1971), Dividened policies and practices, the conference Board, New York*

- Higgins.R.C, (1972), *The Corporate Dividend Saving Decision*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pp 1527- 1571
- Hosain MD ZAKir,(2016) , *Determinants of the Dividende Payout Policy: A Study on Listed Ptvate Commercial Banks Of Dhaka Stock Exchange Limited in Bangladesh*,IOSR *Journal of Economic and Finance*,Vol 7,Issue 5 Ver IV,p 01-10
- Hussaini Shuaibu& Idris Ibrahim, (2016), *Ownership Structure and Dividend Policy of Listed Deposit Money Banks in Nigeria*, *International Journal of Accounting and Financial Reporting* ISSN 2162-3082, Vol. 6, No. 1
- Irdha Yusra, Rizka Hadya, Rhini Fatmasari, (2018), *The effect of Retained Earnings on Dividend Policy from the Prespective of Life Cycle*, *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, Volume 203, *International Conference on life, Innovation, Change-and knowledge*.
- Jacques TEULIE & Patrick TOPSACALIAN,(2000), *FINANCE –VUIBERT, Paris- 3eme Edition*.
- James C Van Horne, (1972), *gestion et politique financière, la gestion a long terme*, Tome1, Dunod, Paris, France.
- James C, Van Horne ,(2011), *Financial Management and Policy*,Stanford University,Twelth Edition
- Jensen, M. C, (1986), *Agency costs of free cash flow, corporate fin ance, and takeovers*, *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). *Theory of the firm: Ma-nagerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of fin-ancial economics*, 3(4), 305-360.
- Jiang, P,(2004), *The relationship between ownership structure and firm performance: an empirical analysis over Heilongjiang Listed companies*.*Nature and Science* , Vol.2,No.4,PP. 86-90.
- Jirapon.P, Sang Kim.J & Sang Kim. Y, (2011), *Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investing*,*The Financial Review* 46, pp 251- 279.
- John S Walker,(1997), *A financial- agency analysis of privatization*, Associated university press, New Jersy.
- John, K. and A. Knyazeva, (2006), *Payout policy, agency conflicts, and corporate governance*, *Working paper*, New York University and University of Rochester.
- Joseph Antoine, Marie-Claire Capiiau-Huart,(2006),*Dictionnaire des Marchés Financiers*, De Boeck, Bruxelles, *Journal of Business Administration*, Vol. 6, No3, pp. 426-439.
- Julien LE MAUX ,(2003), *Les bénéfices privés: une rupture de l'égalité entre actionnaires*, *Finance, Contrôle Stratégie – Volume 6, N° 1*.
- Khaled A. Alharahsheh,(2020), *Relationship Bertween Ownership Concentration and Dividend Policy in Jordanian Capital Market*, A Dissertation Presented in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree Doctor of Business Administration.
- Kontesa, M., (2015), *Capital Structure, Profitability, And Firm Value: What's New?*, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 6No. 20.p 185-192.
- Kouki, M., & Guizani, M, (2009), *Ownership structure and dividend policy evidence from the Tunisian stock market*-*European Journal of Scientific Research*, 25-(1), 42-53.

- Kraus. A& Litzenberger .R.H, (1973), *A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage*. *Journal of Finance*. 28 (4): 911–922
- Kumar, J. (2003), *Ownership Structure and Dividend Payout Policy in India*, *Indira Gandhi Institute of Development Research*, <http://papers.ssrn.com>.
- Kurt Hess, Abeyratna Gunasekarage & Martin Hovey, (2010), *Ownership Concentration and Firm Performance, Evidence from China*, *International Journal of Managerial Finance*, VOL6, Iss 4, p264- 289
- La porta & all, (2000) , *Investor Protection and Corporate Governance*, *Journal of Financial Economics*, Vol 58, pp 3-27
- Latrouslmen ,(2006), *Actionnaires De Contrôle, Bénéfices Privés Et Endettement Des Entreprises: étude empiriques sur le marché Français*, thèse doctorat, Université Paris I- Panthéon Sorbonne, 2006
- Laura Kawano, (2011), *The Dividend Clientele Hypothesis: Evidence from the 2003 Tax Act*, *Office of Tax Abalysis, Working Paper 102*.
- Lee , N. & Lee , J. (2019), *R & D Intensity And Dividend Policy: Evidence From South Korea's Biotech Firms*, *Sustainability*, Vol. 11 No 18.p1-21
- Lee SHanghoon(2008), *Ownership structure and financial performance: Evidence from panel data of south Korea*, *Working paper ,N17, The university of Utah, department of Economics, Salt Lale city, UT*.
- Legros.G, (2010), *Mini Manuel de Finance D'entreprise, Cours+Exo, Professeur de finance a L'ESG au CNAM-INTEC et à L'PESUP- Paris*.
- Litai, C., Chuan, L., & Kim, Y. C, (2011),. *Financial Characteristi-cs, Corporate Governance and the Propensity to Pay Cash Dividends of Chinese Listed Companies*. *International Business and Manag-ement*, 3(1), 176-188.
- M.J.Gordon, (1959), *Dividends, Earning, and Syock Prices*, *The review of Economics and Statistics*, Vol 41, N°2, Part 1, pp 99-105
- Madura,Jeff.(2010), *Financial Institution and Markets.9th ed. China*.
- Månsson Elise And Tonell Jonas (2010,) *Market Timing And Capital Structure*, *Unpublished Thesis Degree Of Master,Lund University*.
- MC-Cabe.G .M, (1979), *The Empirical Rlationship Between Investment and Financing, A New Look , Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pp 119-135
- *Methodology Guide*,(2021), *Governance Quality Score,ISS ESG* .
- Michael C. Jensen,(2001), *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, *Journal of Applied Corporate Finance*.
- Miller, M. H., & Modigliani, F , (1961), *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*, *the Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. *Journal of financial eco-nomics*, 13(2), 187-221.
- Na shen, Kevin Au & Lan yi (2018), *Diversification strategy, Ownership structure, and financial crisis: performance of Chinese private firms*, *Asia pacific Journal of financial studies* ,N 47,pp54-80.
- Naeem ,M. & Khurram, S, (2019), *Does A CEO's Culture Affect Dividend Policy?*, *Finance Research Letters* .
- Nielsen, A.E.B, (2006), *Corporate governance, leverage, and dividend policy*, *Working paper, Princeton University*.

- Nimer, K., Badran, S., Warrad, L., and Khuraisat, O., (2011). *The Effect of Audit Committee's Effectiveness on Dividend Payout Policy: Evidence from the Jordanian Firms. International Journal of Business and Management*, 7 (7): 172-179.
- Nisar Khan.M, Ilyas.M, Adnan.A,Ihtesham Khaan.M.T, Douad.AM ,(2017),*The Relationship between Capital Structure, Ownership Structure and Firm Efficiency: Empirical Study of Pakistan*, *Journal of Managerial Sciences*, Volume XI Number 03
- Obaidat, (2018), *Ownership Structure and Dividends Policy: Emerging Market Evidence*, *International Business Research*; Vol. 11, No. 6.
- Pan, C., (2007), *Why are firms with entrenched managers more likely to pay dividends?*, Working paper, Ohio State University.
- Partington.G,(1985),*Dividend Policy and its Relationship To Investment and Financing Policies: Empirical Evidence*,*Journal of Business Finance & accounting*,vol 12,N°4.
- Pascal Barneto, Georges Gregorio, (2009), *Finance Manuel et applications* , DSCG 2, 2ème Edition, DUNOD, Paris.
- Penman Stephen H, (2003),*The Quality of Financial Statements Perspectives from the Recent Stock Market Bubble* , *Accounting Horizons*.
- Pindado Julio, Requejo Ignacio & Chabela de la Torre,(2012), *Do Family Firms use Dividened Policy as The Governance Mechanism ? Evidence From the Euro Zone*,*Corporate Govenance . An International Review*
- R S Bhatia,(2000), *Encyclopaedia of investement and management*, Anmol Piblication, New Delhi.
- Rampershad,A., & Villiers,C,(2019), *The Association between Dividends and Accruals Quality*, *Australian Accounting Review*. 88.(29),p 20-35.
- Rao M.E Thukaram,(2007), *Management accounting*, New Age International, New Delhi.
- Raymond A Ezejiofor, Echekoba Felix Nwaolisa, Adigwe P K & Onyal Chidiebere, (2014), *Relevance of Corporate Dividened Policy on the Shareholder's Wealth*, *Scholars Journal of Economic, Business and Management*,1(10), pp 493-504.
- Renneboog, L. and Szilagyi P,(2006), *How relevant is dividend policy under low shareholder protection? Working paper*,Tilburg University
- *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, *The financial aspect of corporate governance*, Burgess Science Press, London, 1992, p.14.
- Riaz, S., Liu, Y., & Ahmad, M. I, (2016), *Dividend Policy and Corporate Governance Perspective*, *Accounting and Finance Research-*, 5(3)
- Richardson,Scott .A, Sloan Richard G, Mark Soliman.T &Tuna, Irem , (2005), *Accrual Reliability,Earnings Persistence and Stock Prices* , *Journal of Accounting & Economics*, Vol(39), No(3).
- Samiha Fawzi, (2003), *Assessment of Corporate Governance in Egypt*, *the Egyptian Center for Economic Studies*, Working Paper No. 82
- Sant.R& Cowan.A, (1994), *Do Dividends Signal Earnings ? The case of Omitted Dividendes*, *Journal of Banking anf Finance*.
- Setiawan.D,(2016), *Owneship Structure and dividend Policy in Indonesia*, *Journal of Asia Business Studies*, Vol 10, ISS 3, pp 230- 252.
- Shehu Musa, (2015), *Board Characteristic and Dividend Payout: Evidence from Malaysian Public listed Companies*, *Reshearch Journal of Finance and Accounting* , Vol 6 ,N 16

- Shleifer, A. and Vishny, R., (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol.94, pp.461-88.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). *A survey of corporate governance. The journal of finance-*, 52(2), 737-783.
- Smith.David.M, (2018), *Residual Dividend Policy*, *Business Administration* 309, Albany, NY 12222(518)
- Stephen ARoss ,Randolph W Westerfield &Bradford Jordan,(2001), *Fundamentals of corporate fnance*, 5th Edition.MCGraw-Hill, USA
- Subramaniam. V, (2018), *Family Ownership and Dividend Policy: Empirical Evidence from Malaysia*, *International Journal of Business and Management*, Vol 13, N5
- Surendranath.R.J, Abdelhafid.B, Devkumar.R.B& Nnamdi.O.M, (2016), *Net Present Value Analysis and the Wealth Creation Process: A case Illustration*, *The Accounting Education Journal*, vol XXVI, pp85-99.
- Tahir, S. H., Sohail, S., Qayya-m, I., & Mumtaz, K., (2016), *Effect of Corporate Governance Index on Dividend Policy: An Inv-estigation of Textile Industry of Pakistan*. *Journal of Economic and Social Development*, 3(1).
- Tamimi Mohamed& Takhtaei Nasrollah, (2014), *Relationship between Firm age and Financial Leverage wihth Dividend Policy*, *Asian Journal of Finance& Accounting*, Vol 6, N°2.
- Thi Ngo clan Nguyen, Van Cong Nguyen, (2020), *The Determinants of Profitability in Listed Entreprise: A Study from Vietnamese Stock Exchange*, *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, Vol 7, N1, pp47-58.
- Tijjani, A. A. (2019), *The Effect Of Dividend Policy On Shareholders' Value (Comprehensive Review*, *East African Scholars Journal of Economics, Business And Management* , Vol2, No 8 ,pp395- 405.
- Tirmizi.M.A& Ahmad.M,(2013), *Impact of retained earnings on the maximization of firm value and shareholders wealth* , *African Journal of Business Management*, Vol 7(18),p1833-1844.
- Tran, (2016), *Three essays on Dividend Policy,Thèse pour obtenir le grade de docteur en science de gestion,L'Université LILLE 2- Droit et santé* .
- Tran, Q. T. (2019), *Creditors And Dividend Policy: Reputation Building Versus Debt Covenant*, *European Research On Management And Business Economics* , Vol. 25 ,p 114–121.
- Turki ,A,(2014), *Le Role de la politique de dividendes dans le cadre deo opérations de fusions-acquisitions,thèse de doctorat, Université du droit de Santé- Lille 2*
- Uwuigbe, O. R, (2013), *Determinants of Dividend Policy: A stu-dy of selected listed Firms in Nigeria*. *Manager journal*, 17, p 107-119.
- Verhoustraeten, Edouard,(2015), *La politique de distrubution de dividendes et de rachat d'action des entreprises, mémoire thesise*, *Louvain School of Management, Université catholique de Louvain, Prom.: Colmant, Bruno*.
- Vermaelen Theo,(2005), *Share Repurchases, Foundations and Trendes in Finance*, Vol 1, N°3 .
- Vijayan Prabakaran ,(2019), *In book: Dividends Theoris and Policies* , working paper
- White.L.F, (1996), *Executive Compensation and Dividend Policy*, *Journal of Corporate Finance* , Volume 2, Issue 4, Pages 335-358

- William Green,(2012) , *Econometric Analysis, 7th ed published by Pearson Education, publishing as Prentice Hall 2012, p 403.*
- Wissem Daadaa, Fathi Jouini ,(2018), *Does ownership structure affect dividend policy? A panel data analysis for the French market, International Journal of Governance and Financial Intermediation.*
- Zeitun, R, (2009), *Ownership Structure, Corporate Performance and Failure d'entreprise: un dialogue prometteur, Editions d'organisation, paris, p p .27-32.*
- Zhaka, V, (2003), *CORPORATE Governance, Ownership Structure and Corporate Efficiency: THE CASE OF UKRAINE, Master's Program in Economic National University of Kyiv-Mohyla Academy.*

المراجع العربية:

- إبراهيم يعقوب إسماعيل، هلال يوسف صالح، (2016)، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية، مجلة العلوم الإقتصادية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، م17، العدد 2.
- أحمد بن محمد العامري، (2018)، أثر هيكل الملكية على العلاقة بين هيكل رأس المال والآداء المالي - دراسة تطبيقية على المصارف المدرجة في السوق المالي السعودي، المجلة العربية للإدارة، مج 38، ع 2
- أحمد عباس، (2016)، هدف الربحية ومعايير قياسها، مقال منشور في مجلة المحاسب العربي
- أسامة كامل، عبد الغني حامد، (2006)، مبادئ في المالية (شركات الأموال)، أكاديمية التعلم، مؤسسة لورد العالمية للشؤون الجامعية، البحرين.
- أسامة مجدي فؤاد محمد أبو العلا، (2020)، أثر هيكل الملكية وهيكل التمويل على إدارة الأرباح- دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري، رسالة ماجستير، جامعة الإسكندرية، كلية التجارة.
- ألمهتدي غدير محمود، (2014)، ، استخدام مؤشرات تقييم الأداء المالية التقليدية والقيمة الإقتصادية لقياس التغير في القيمة السوقية للأسهم دراسة حالة بنك فلسطين غزة، مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية.
- ألهادي خالد إسماعيل، (2013)، سياسة توزيع الأرباح، مجلة المال والإقتصاد، العدد 72.
- إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، (2006)، التسيير المالي (الإدارة المالية)، ط1، دار وائل لنشر، عمان، الاردن.

- أمجد إبراهيم البراجنة، (2009)، إختيار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة فلسطين.
- آمنة بنت مهنا السندي، (2017)، توزيع الأرباح في شركة المساهمة " دراسة مقارنة"، ماجستير في القانون التجاري، دار الكتاب الجامعي للنشر والتوزيع، فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية، الطبعة الأولى.
- باسل أمين شعيب مسموح، (2018)، أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين- دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة.
- بديدة حورية، (2011)، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة- حالة المؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007-2009، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة.
- براءة أحمد الطعاني، 2018، أثر هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح: دليل من الأردن، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، كلية العلوم الاقتصادية والإدارية.
- برايان كويل، هيكل رأس مال الشركات (Banknote)، (2006)، الطبعة العربية الأولى، الطبعة الأجنبية 2000، ، قسم الترجمة بدار الفاروق، مصر.
- بورديمة سعيدة، (2015)، القرار الإستثماري ومتطلبات الوصول إليه، حوليات جامعة قلمة للعلوم الإجتماعية والإنسانية، العدد 11.
- بوعزة ديدن، (2005)، مدى حرية المساهم في التصرف في أسهمه، مجلة الدراسات القانونية، مخبر قانون الخاص الأساسي، كلية الحقوق، تلمسان، العدد 02 .
- بوكرومة كريمة، ، (2019)، أثر هيكل راس المال على تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية، المجلد 13 العدد2
- تبر زغزد، يوسف قريشي، (2017)، هيكل الملكية ورقابة المؤسسة- دراسة تحليلية، المجلة الجزائرية للتنمية الإقتصادية-عدد06
- حاكم محسن محمد الربيعي، م مهند حميد ياسر العطوي، (2017)، نظرية توقيت السوق وتأثيرها في هيكل رأس المال- دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية المصرية، مجلة الغري للعلوم الإقتصادية والإدارية.

- حسام علي حسين فياض الغانمي، (2015)، أثر إحتجاز الأرباح على عوائد الأسهم العادية -دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، رسالة علوم ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة كربلاء.
- حسين أحمد الطراونة، (2020)، مقياس القيمة في نظم الإدارة المالية، دار أمجد للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى.
- حمدان علام محمد موسى، علال محمد يسلم السريع، محمد سلامة عناسوه، (2016)، هيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين ودوره في تخفيض تكاليف الوكالة، IUG مجلة الإقتصاد والأعمال (الجامعة الإسلامية غزة)، Vol 24, N4
- حمزة الشمخي وإبراهيم الخزراوي، (1998)، الإدارة المالية الحديثة، منهج عملي تحليلي في إتخاذ القرارات، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.
- خليفة الحاج، (2019)، أثر النمو والحجم على ربحية المؤسسات الإقتصادية- دراسة قياسية على الشركات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة(2013-2017)، مجلة الإستراتيجية والتنمية، المجلد 9، العدد 3 مكرر (الجزء الأول)، ص 73-93.
- دادن عبد الغني، ، (2007)، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الإقتصادية، نحو إرساء للنموذج المبكر بإستعمال المحاكاة المالية، دراسة حالة بورصتي الجزائر وباريس، أطروحة دكتوراة، جامعة الجزائر.
- دخان محمد سالم، (2018)، أثر محددات هيكل الملكية في أداء الشركات المساهمة السورية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية-سلسلة العلوم الإقتصادية والقانونية المجلد 40 العدد 5.
- دريد كامل ال شبيب، (2009)، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، ط2 ، الاردن .
- رائد عبد الهادي علاوين، (2013)، أثر تغير هيكل الملكية على تذبذب الأسعار السوقية لأسهم الشركات المساهمة، مذكرة ماجستير، كلية الأعمال - جامعة عمان العربية.
- رشيد حفصي، بلعشي جميلة، نبيل حليمي، (2019)، تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم-دراسة لعينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2014-2016، مجلة الإستراتيجية والتنمية، المجلد 9 العدد 3 مكرر الجزء الثاني.

- زيبيدي البشير، (2011)، دور التقارير المالية في تحسين الأداء للمؤسسة دراسة ميدانية في مجمع سيدال، رسالة ماجستير تخصص محاسبة وتدقيق، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة البليدة، غير منشورة.
- زرقون م، حجاج ن، حجاج ص، (2018)، دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم، دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة (2010-2015)، مجلة الإمتياز لبحوث الإقتصاد والإدارة، المجلد 2 العدد 3.
- زيرام وليد، (2012)، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة: دراسة مقارنة بين السوق المالية السعودية والمغربية خلال الفترة 2003-2011، رسال ماجستير، جامعة فرحات عباس- سطيف.
- زين الدين شروقي، (2018)، محددات سياسة توزيع الأرباح في البنوك الجزائرية، مجلة نماء للإقتصاد والتجارة، العدد الثالث .
- سامر حمدي محمد الكلوت، (2014)، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح- دراسة تطبيقية على شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة.
- سامر فخري محي الدين عبيدات، (2008)، إستخدام كلفة التمويل في تقييم الأسهم العادية، - دراسة تطبيقية في بورصة عمان، رسالة ماجستير، جامعة آل البيت، كلية إدارة المال والأعمال.
- سعود جايد مشكور العامري، أ.د عبد الستار مصطفى الصباح، د سعد مجيد الجنابي، (2020)، أساسيات الإدارة المالية الحديثة، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى.
- السعيد فرحات جمعة، جاد الرب عبد السميع، (2001)، الإدارة المالية والبيئة المعاصرة، المكتبة العصرية، مصر.
- شبايكي مليكة حفيظ، أ باكرية علي، (2018)، مساهمة الحوكمة في ترشيد سياسة توزيع الأرباح- حالة مؤسسة مطاحن الجلفة، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد التاسع.
- شفاء محمد مفلح الحلاحلة، (2019)، أثر محددات هيكل رأس المال على أسعار الأسهم في الشركات الصناعية المرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة الإسراء، كلية الأعمال، عمان- الأردن.

- شنين عبد النور، زرقون محمد، (2015)، دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية (العدد 1).
- صايم مصطفى، (2016)، العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم - دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصات مجلس التعاون الخليجي، أطروحة دكتوراة، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان.
- صفوت بهنساوي، (2007)، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، بني سويف.
- صيفي حسنية، (2015)، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة (2008-2014)، مذكرة دكتوراة، جامعة ورقلة.
- الطيب دفع الله محمد إدريس، (2017)، أثر خصائص الوحدات الاقتصادية في جودة الأرباح المحاسبية لترشيد قرارات الإستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة تطبيقية على عينة من المصارف السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، رسالة دكتوراة، جامعة النيلين، كلية الدراسات العليا.
- عاطف وليم أندراوس، (2008)، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر.
- عبد الحليم عمار غربي، (2013)، قياس وتوزيع الأرباح في البنوك الإسلامية، مجموعة دار أبي الفداء العالمية للنشر والتوزيع والترجمة، الإصدار الالكتروني الأول، سوريا.
- عبد الحليم كراجة، (2000)، الإدارة والتحليل المالي، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان.
- عبد الغفار الحنفي، رسمية زكي قرياقص، (2002)، الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر.
- عبد الغفار حنفي، (2002)، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، مصر.
- عبد الغفار حنفي، (2004)، أساسيات التمويل والإدارة المالية، ط1 الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية.
- عبد الكريم بوحادرة، (2012)، أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، رسالة ماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة.
- عبد الله علي أحمد القرشي، (2020)، محددات سياسة توزيع الأرباح في شركة يمن موبايل، مجلة الأندلس للعلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 20، المجلد 7.

- عبد المطلب، عبد الحميد، (2000)، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
- عبد الناصر إبراهيم نور، (2003)، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الإقتصاد والإدارة، م17، العدد 1، ص 41-67.
- عبد الناصر شحادة السيد أحمد، (2008)، الأهمية النسبية للنسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية في تقييم السيولة وجودة الأرباح وذلك من وجهة نظر محلي الإئتمان في البنوك التجارية الأردنية ومحلي الأوراق المالية في بورصة عمان، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن.
- عبدي نعيمة، (2014)، أثر هيكل الملكية في تحقيق مبادئ حوكمة الشركات - دراسة نقدية تحليلية، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 7، العدد 2، ص 89-100
- عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، (2009)، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، الأردن .
- عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، (2007)، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان.
- عدنان هاشم السمراني، (1997)، الإدارة المالية (المدخل الكمي)، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.
- علي بن الضب، (2009)، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الإقتصادية المدرجة بالبورصة - دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة.
- عماد أمين السيد محمد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة، دار الكتب القانونية، 2007
- عمار حبيب جهلول، (2011)، النظام القانوني لحوكمة الشركات، دار نيبور للنشر، العراق.
- عمارين نوار، (2012)، أثر قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية على العائد والمخاطرة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الأغواط.

- عهد عبد الحفيظ علي خصاونة، (2006)، هيكل الملكية وأثره في تحديد هيكل رأس المال في الشركات الأردنية المساهمة العامة، دراسة تطبيقية (2000-2003)، أطروحة دكتوراة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا.
- فاروق إبراهيم جاسم، (2008)، حقوق المساهم في شركة المساهمة، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى.
- فيصل محمود الشواور، (2008)، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية)، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان.
- كاترين ل. كوشتا هلبلينج، جون سوليفان، (2003)، غرس حوكمة الشركات في الإقتصادات النامية والصاعدة والانتقالية، حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين، مركز المشروعات الدولية الخاصة، القاهرة.
- كزار سليم عبد الزهرة، (2016)، قياس مستوى جودة الأرباح المحاسبية ومدى تأثرها بمحددات هيكل الملكية (دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة المثني، المجلد السادس، ن العدد الثالث.
- محمد إبراهيم موسى، (2010)، حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، كلية الحقوق - جامعة طنطا، مصر، دار الجامعة الجديدة.
- محمد السيد الفقي، (2002)، مبادئ القانون التجاري، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان.
- محمد أيمن عزت الميداني، (1999)، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الرياض.
- محمد بوشوشة، (2016)، تأثير السياسات على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية الجزائرية - دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراة علوم في العلوم الإقتصادية، جامعة محمد خيضر - بسكرة.
- محمد زرقون، (2010)، أثر الإكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الإقتصادية المسعرة في البورصة - دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر، مجلة الباحث، العدد 8.
- محمد سعيد عبد الهادي، (1999)، الإدارة المالية والتمويل، دار حامد، الأردن.

- محمد صالح الحناوي وآخرون، (2001)، أساسيات الإدارة المالية، ط1، الدار الجامعية لنشرو التوزيع، الإسكندرية.
- محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، (1999)، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية الإسكندرية، ط 1.
- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، (2005)، الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدار الجامعية مصر.
- محمد علي إبراهيم العامري، (2002)، الإدارة المالية المتقدمة، الأردن، الطبعة الأولى.
- محمد علي إبراهيم العامري، (2010)، الإدارة المالية المتقدمة، دار إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان.
- محمد مطر، (2000)، التحليل المالي والائتماني، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان.
- محمود صبح، (2000)، الإدارة المالية طويلة الأجل، كلية التجارة، جامعة عين شمس، الطبعة الأولى
- مغربي منى، (2016)، اثر انماط هياكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة علة جودة التقرير المالي عبر الإنترنت بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، *Benha university*
- منير إبراهيم هندي، (1997)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية.
- منير إبراهيم هندي، (1998)، الفكر الحديث في الاستثمار المالي، منشأة المعارف، الإسكندرية.
- منير إبراهيم هندي، (1998)، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل- منشأة المعارف، الإسكندرية.
- منير إبراهيم هندي، (2002)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الطبعة الأولى، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر.
- منير إبراهيم هندي، (2003)، الإدارة المالية مدخل التحليل معاصر، ط5، المكتب العربي الحديث، مصر.
- منير إبراهيم هندي، (2003)، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف الإسكندرية.
- منير إبراهيم هندي، (2005)، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، مصر.
- مهند محمد يحي الروسان، (2017)، أثر هيكل مجلس الإدارة وهيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح- دراسة تطبيقية على الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية

- مؤيد محمدعلي الفضل، نوال حربي راضي، (2010)، العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة في ضوء نظرية الوكالة، مجلة القادسية للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 12 العدد 4 .
- نادية فوضيل، (2007)، شركة الأموال في القانون الجزائري، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية.
- ناصر دادي عدون، يوسف مامش، (2008)، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية العامة، الجزائر.
- النعيمي والتميمي، (2009)، الإدارة المالية المتقدمة"، الطبعة الأولى، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- وسيم سليمان مخلوف، (2019)، أثر سياسة توزيع الأرباح على ربحية الشركات- دراسة على المصارف في سوق عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الافتراضية السورية.
- وضياف سامية، (2009)، تقييم الأداء المالي لشركات التأمين دراسة حالة شركة تأمين المحروقات خلال 2005-2008، رسالة ماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة البليدة، غير منشورة.
- يوسف علي، (2012)، أثر محددات هيكل ملكية المنشأة في تحفظ التقارير المالية"دراسة تطبيقية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28 العدد الأول.

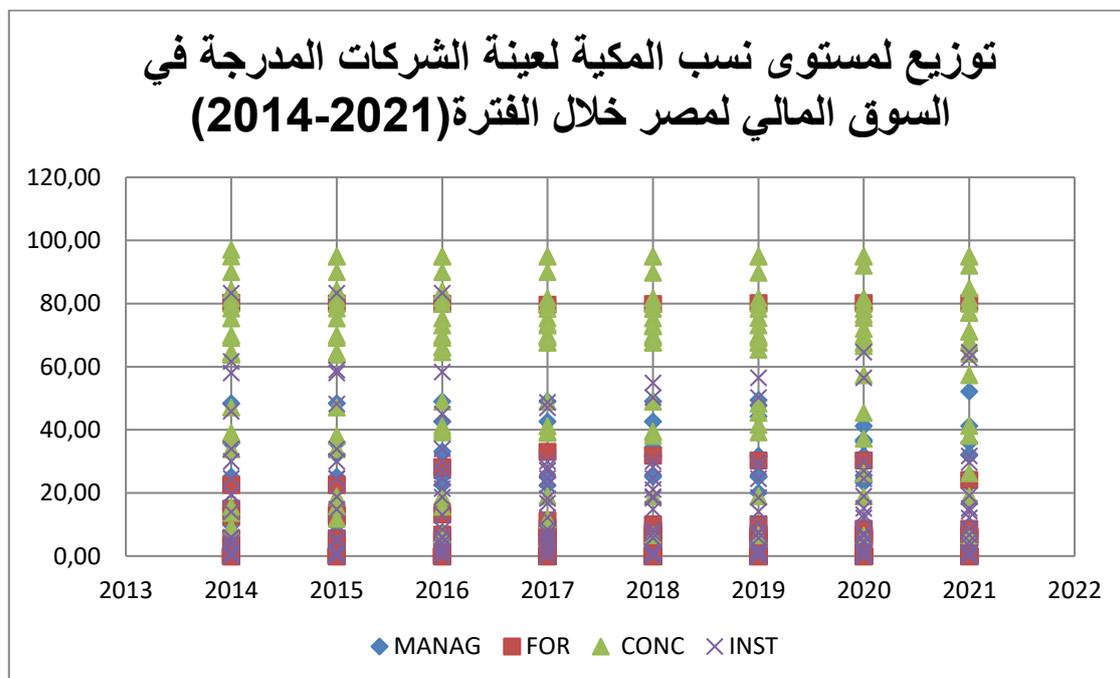
المواقع الإلكترونية:

- <http://www.stockexchange.tn/ar>
- <https://www.egidegypt.com>
- <http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb>
- <https://www.argaam.com/qa-ar/companies>
- <https://www.mubasher.info>
- <https://www.egx.com.eg/ar>
- <https://sa.investing.com>
- <https://toquoc.vn/biontech-cong>
- <https://www.asharqbusiness.com>
- Janus Henderson Investors, <https://news.albraq-news.com/business>

الملاحق:

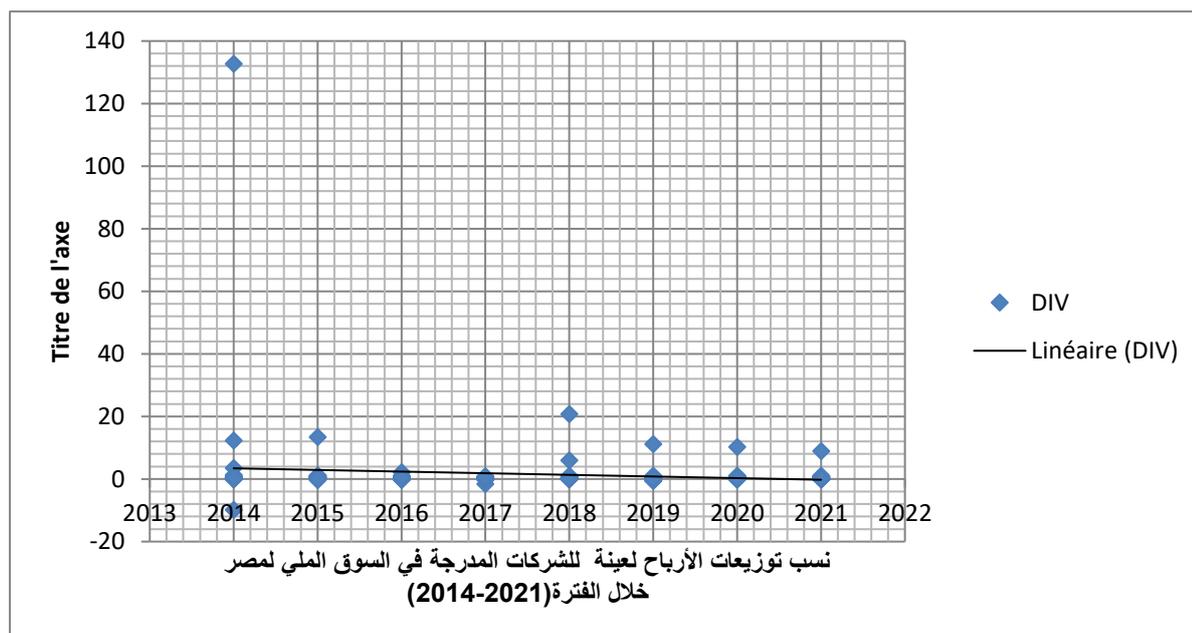
المحق 1: توزيع لمستوى نسب المكية لعينة الشركات المدرجة في السوق المالي لمصر خلال

الفترة (2014-2021)

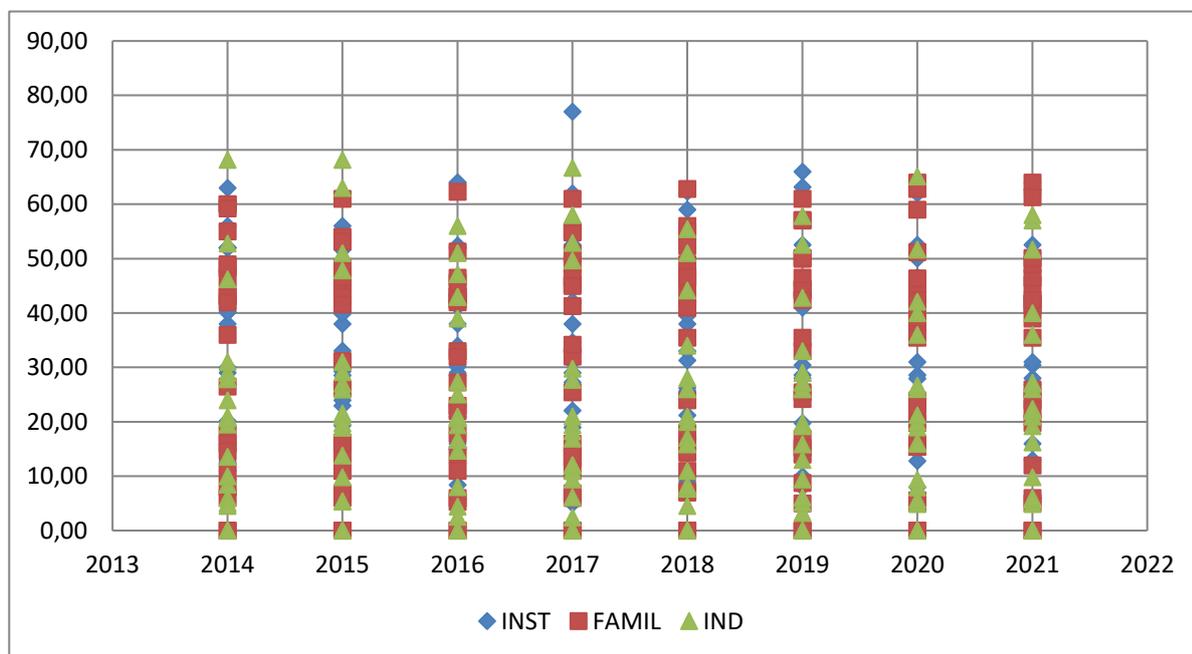


الملحق 2: نسب توزيعات الأرباح لعينة للشركات المدرجة في السوق المالي لمصر

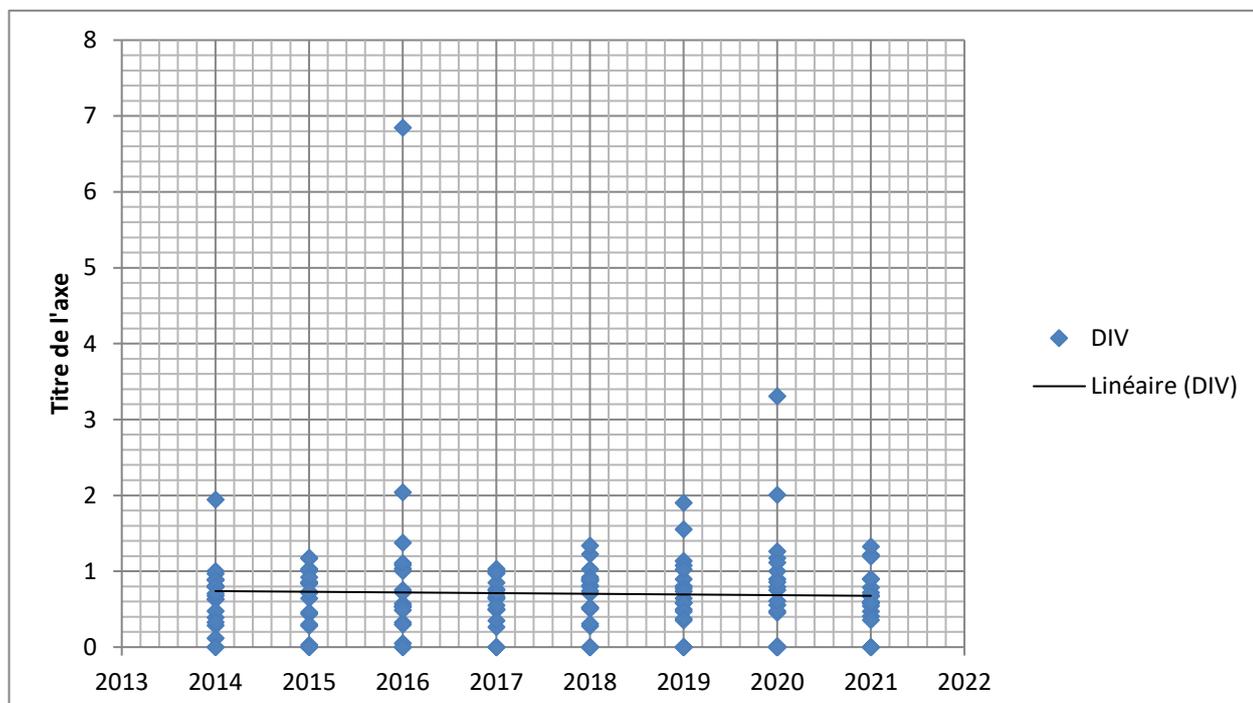
خلال الفترة (2014-2021)



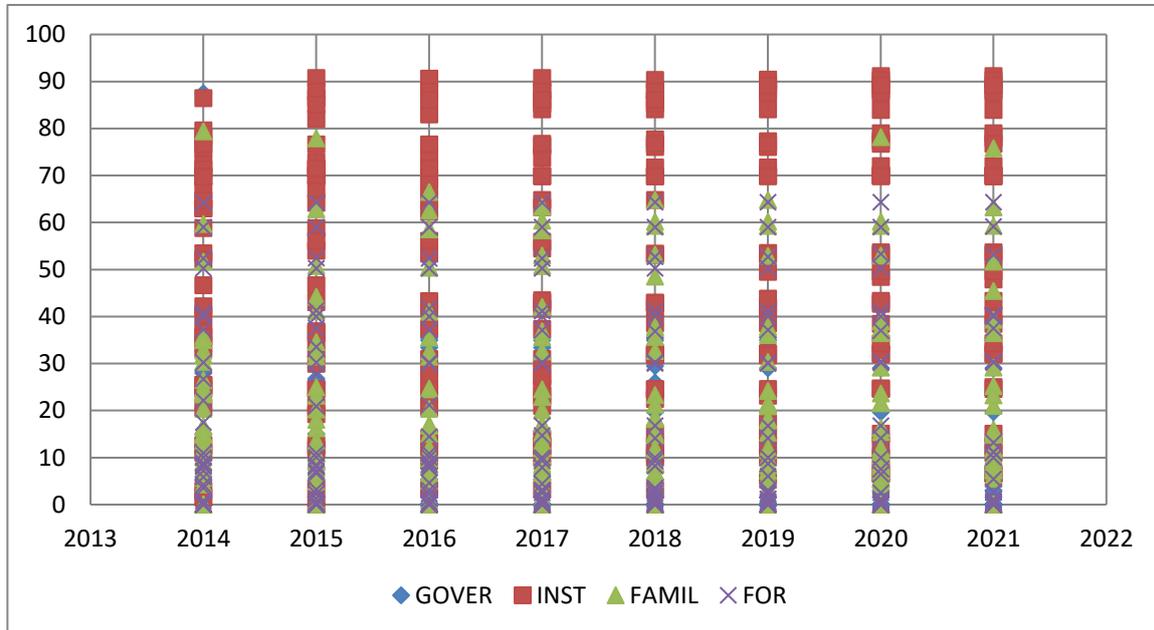
الملحق 3 : توزيع لمستوى نسب المكية لعينة الشركات المدرجة في السوق المالي للمغرب خلال الفترة (2014-2021)



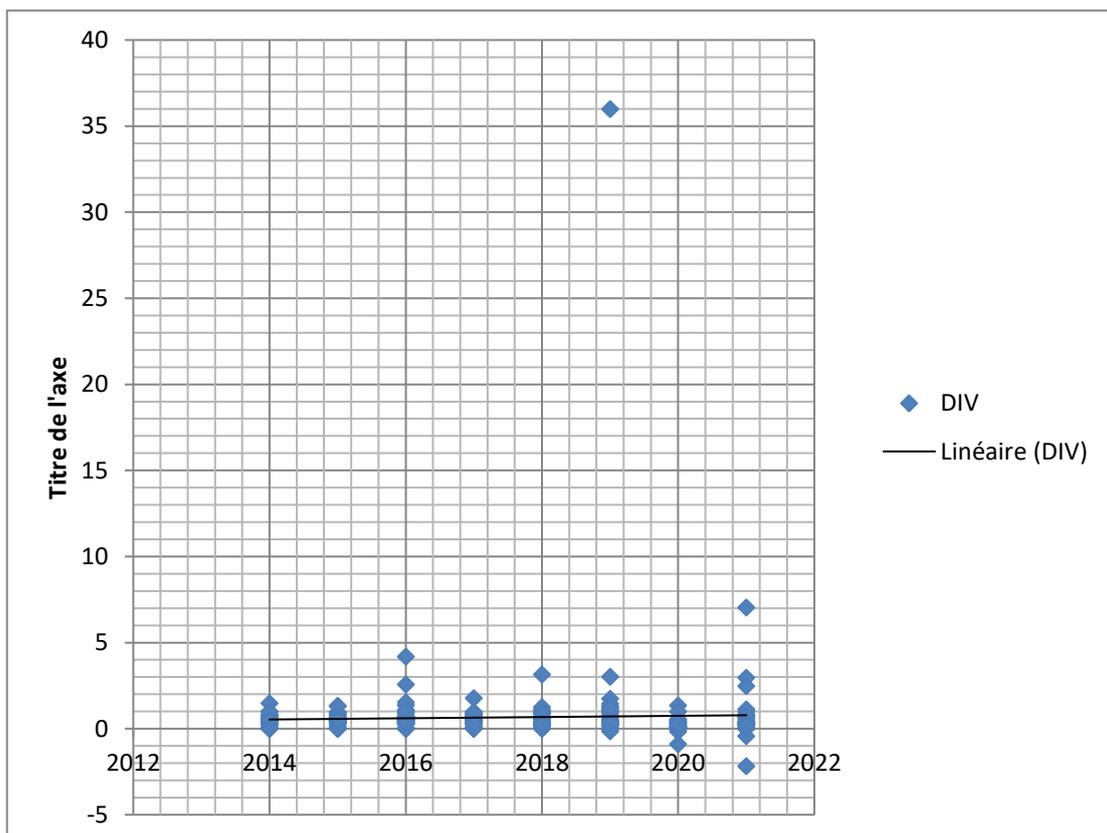
ملحق 04: نسب توزيعات الأرباح لعينة الشركات المدرجة في السوق المالي للمغرب خلال الفترة (2014-2021)'



ملحق 05: توزيع لمستوى نسب المكية لعينة الشركات المدرجة في السوق المالي لتونس خلال الفترة (2014-2021)



ملحق 06 : نسب توزيعات الأرباح لعينة الشركات المدرجة في السوق المالي لتونس خلال الفترة (2014-2021)'



ملحق 07: نسبة ملكية الأجانب في السوق الرئيسية لتونس 2021

Designations	Titres détenus par les étrangers عدد الأسهم المملوكة من طرف الأجانب	Part en% النسبة %	البيانات
Finances	223 480 101		القطاع المالي
AMEN BANK	127 759	0,48	بنك الأمان
ASSURANCES MAGHREBIA	6 535	0,15	تأمينات مغربية
ASTREE	1 811 556	30,19	شركة أستري للتأمين وإعادة التأمين
ATB	64 315 243	64,32	البنك العربي لتونس
ATL	3 840	0,01	شركة الإيجار العربية لتونس
ATTUARI BANK	24 094 262	59,11	التجاري بنك
ATTUARI LEASING	361	0,01	التجاري للإيجار المالي
BEST LEASE	12 000 000	40,00	بيت الإيجار المالي التونسي السعودي
BH ASSURANCE	0	0,00	بنك الإسكان للتأمين
BH BANK	206 523	0,43	بنك الإسكان
BIAT	374 271	1,05	بنك تونس العربي الجديد
BNA	3 469 521	5,42	البنك الوطني للملاحة
BT	84 279 395	37,46	البنك التونسي
BTE (ADP)	698	0,07	بنك تونس والإمارات
CIL	201	0,00	الشركة الدولية للإيجار المالي
HANNIBAL LEASE	1 445 174	13,14	جندعل للإيجار المالي
BH LEASING	65 187	0,93	بنك الإسكان للإيجار المالي
PL TSIE-SICAF	0	0,00	التوظيف التونسي
SPDIT - SICAF	8 143	0,03	شركة الاستثمار والتنمية الصناعية والسياحية
STAR	931 097	40,35	الشركة التونسية للتأمين وإعادة التأمين - ستار-
STB	1 633 370	1,05	الشركة التونسية للبنك
TUNINVEST-SICAR	239	0,03	شركة الاستثمار تونافست
TUNIS RE	6 243	0,03	الشركة التونسية لإعادة التأمين
TUNISIE LEASING et FACTORING	70 363	0,65	التونسية للإيجار المالي والمكثوري
UBCI	2 246 057	11,23	الاتحاد البنكي للتجارة والصناعة
UIB	17 281 075	53,08	الاتحاد الدولي للبنوك
WIFAK INT BANK	9 112 988	30,38	الوفاق الدولي للبنوك
Télécommunications	1 436 721		الاتصالات
SERVICOM	1 334 359	11,24	سرفيكوم
SOTETEL	19 532	0,42	الشركة التونسية للمطاولات السلكية واللاسلكية
TAMASOL GROUP HOLDING	82 830	0,08	مجمع تامل
Services aux consommateurs	18 310 837		الخدمات للمستهلك
ARTES	4 245 900	11,10	الشبكة التونسية للسيارات والخدمات
CELLCOM	113 385	2,54	سلكوم
CITY CARS	12 726	0,07	سيتي كار
EINAKL AUTOMOBILES	3 271 384	10,91	شركة النقل
MAGASIN GENERAL	1 148 885	10,01	شركة المفازة العامة
	2 400 467	50,00	

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر تنوع الملكية على سياسة توزيعات الأرباح في دول شمال إفريقيا، وقد تم اعتماد الأساليب الوصفية والتحليلية من خلال الإعتماد على التقارير المالية للشركات المدرجة في السوق المالي لكل من دولة تونس، مصر والمغرب خلال الفترة (2014-2021) بعد جمع بيانات 70 شركة، كما إستخدمت الدراسة النموذج الديناميكي (طريقة العزوم المعممة *GMM*) للحصول على مقدرات أكثر كفاءة، وقد تضمن تنوع الملكية (المتغير المستقل) عددا من المتغيرات هي: الملكية الأجنبية ، الملكية الإدارية، الملكية الفردية، الملكية العائلية، الملكية المؤسساتية، الملكية الحكومية والملكية المركزة ، و نسبة توزيعات الأرباح لقياس المتغير التابع سياسة توزيعات الأرباح ، بإضافة إلى المتغيرات الرقابية المتمثلة في معدل النمو وربحية الشركات.

توصلت الدراسة بالنسبة للشركات المدرجة في السوق المالي لدولة مصر، وجود تأثير إيجابي للملكية المركزة وللملكية الإدارية وللملكية المؤسساتية على سياسة توزيع الأرباح، أما بالنسبة للملكية الأجنبية فأظهرت النتائج عدم وجود تأثير إيجابي للملكية الأجنبية على سياسة توزيعات الأرباح.

و بالنسبة للشركات المدرجة في السوق المالي لدولة تونس فلم نجد تأثير لتركيبية الملكية للشركات المدرجة في سوقها المالي على سياسة توزيعات الأرباح إلا تأثيرا فقط للملكية الحكومية وكان تأثيرا غير إيجابي (سالبا) على سياسة توزيعات الأرباح.

أما بالنسبة للشركات المدرجة في السوق المالي لدولة المغرب فتوصلنا كذلك إلى عدم وجود تأثير إيجابي للملكية الفردية على سياسة توزيعات الأرباح .

و بالنسبة للمتغيرات الرقابية، أظهرت النتائج علاقة عكسية بين معدلات النمو وسياسات توزيعات الأرباح وهذا ما توصلنا إليه في كل من الشركات المدرجة في السوق المالي لدولة مصر وتونس، وعلاقة سالبة بين نسب الربحية ونسبة توزيعات الأرباح في الشركات المدرجة في دولة المغرب.

الكلمات المفتاحية: تنوع الملكية، سياسة توزيع الأرباح، هيكل رأس المال ، الأسواق المالية لمصر، الأسواق المالية لتونس، الأسواق المالية للمغرب.

Abstract

This study aimed to find out the impact of diversification of ownership on the policy of dividends in North African countries. For companies listed in the financial market of Tunisia, Egypt and Morocco during the period (2014-2021), Data of 70 companies, and the study used the dynamic model (generalized moments method (GMM) to obtain more efficient estimators. The diversification of ownership (independent variable) included a number of variables: foreign ownership, administrative ownership, individual ownership, family ownership, institutional ownership, ownership government and concentrated ownership, and the percentage of dividends to measure the dependent variable of the dividend policy, in addition to the control variables represented in the rate of growth and corporate profitability.

For companies listed in the financial market of the State of Egypt, the study concluded that there is a positive effect of concentrated ownership, administrative ownership, and institutional ownership on the dividend policy. As for foreign ownership, the results showed that there is no positive effect of foreign ownership on the dividend policy.

As for the companies listed in the financial market of the State of Tunisia, we did not find an effect of the ownership structure of the companies listed in its financial market on the dividend policy, except for an effect of government ownership, and it had a non-positive (negative) effect on the dividend policy.

As for the companies listed in the financial market of the State of Morocco, we also found that there is no positive impact of individual ownership on the dividend policy.

As for the control variables, the results showed an inverse relationship between growth rates and dividend policies, and this is what we found in each of the companies listed in the financial market of the State of Egypt and Tunisia, and a negative relationship between profitability ratios and the percentage of dividend distribution in the companies listed in the State of Morocco.

Key words: *diversification of ownership, dividend policy, capital structure, financial markets of Egypt, financial markets of Tunisia, financial markets of Morocco.*