



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

تخصص مالية

الموضوع:

أثر قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية
المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة (2000-2018)

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

إشراف الدكتور:

أحسين عثمانى

إعداد الطالبة:

كريمة بوكرومة

لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الدرجة العلمية	الجامعة	الصفة
بوداح عبد الجليل	أستاذ التعليم العالي	جامعة أم البواقي	رئيسا
عثماني أحسين	أستاذ محاضر قسم "أ"	جامعة أم البواقي	مشرفا ومقررا
عسول محمد الأمين	أستاذ محاضر قسم "أ"	جامعة أم البواقي	عضوا
مباركي سامي	أستاذ محاضر قسم "أ"	جامعة باتنة 1	عضوا
شعابنية سعاد	أستاذ محاضر قسم "أ"	جامعة قالمة	عضوا
زديرة شرف الدين	أستاذ محاضر قسم "أ"	جامعة خنشلة	عضوا

السنة الجامعية 2018-2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ

أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ﴾

البقرة: 32

شكر وعرفان

الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على سيدنا محمد خاتم الأنبياء والمرسلين، يا ربي لك الحمد كما ينبغي لجلال وجهك وعظيم سلطانتك، يا ربي لك الحمد أن مننت علي ويسرت لي هذا العمل وقدرته وأعتنتني عليه، فالحمد لله على تام نعمة وكمال فضله.

يطيب لي بعد شكر الله عز وجل أن أتوجه بخالص الشكر والتقدير والعرفان إلى أستاذي الفاضل الدكتور عشاني احسين، على ما أسداه لي من نصح وتوجيه وإرشاد خلال إعداد هذه الرسالة.

ولا يفوتني أن أتقدم بالشكر الوصول إلى كل من كان له يد عون وإسناد أو كلمة نصح وإرشاد لإخراج هذا العمل إلى حيز الوجود، سائلة الله عز وجل أن يجعله في ميزان حسناتهم يوم لا ينفع مال ولا بنون إلا من أتى الله بقلب سليم.

ولا يفوتني أن أشكر أعضاء لجنة المناقشة رئيساً ومستحنيين لتقويم ومناقشة هذه الرسالة، فاللهم انفعهم وارفعهم بعلمك.

الإهداء

إلى أمي وأبي

زوجي وابنتي

أخواتي وإخوتي

إليهم جميعاً أهدي هذا الجهد،،

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر قرارات الاستثمار وسياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية (ASE) خلال الفترة (2000-2018) وذلك استنادًا إلى عينة مكونة من 62 شركة، وقد تم استخدام نماذج الانحدار المتعدد لتقدير أهم متغيرات الدراسة، وللتحقق من أثر الرفع المالي، القرار الاستثماري، سياسة توزيع الأرباح، حجم الشركة، المخاطر، وفرص النمو على الأداء المالي. حيث تم الاعتماد على أسلوب تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data Analysis) لتفسير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين الأداء المالي للشركات المدرجة وكل من القرار الاستثماري، سياسة توزيع الأرباح، حجم الشركة، وفرص نموها. في حين أظهرت الدراسة وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي والمخاطر وبين الأداء المالي للشركات عينة الدراسة. وإستنادًا إلى النتائج المتوصل إليها، توصي الدراسة بضرورة تدريب الجهات المسؤولة عن اتخاذ القرارات الاستثمارية في الشركات الأردنية على مهارة إدارة الموجودات الثابتة من أجل تزويدهم بالمعرفة والخبرة اللازمة لتخصيص الموارد المالية المتاحة على استخداماتها المثلى في مجال التوسع الرأسمالي، بالإضافة إلى تشجيع إدارات الشركات على زيادة حجم الاستثمارات الرأسمالية لتأثيرها الإيجابي على الأداء المالي للشركات. كما توصي الشركات التي تشهد مستويات نمو عالية أن تحتفظ بنسبة أرباح محتجزة أكبر كي تستطيع التمويل عن طريقها علما بأنها أقل وسائل التمويل تكلفة إذا ما تمت مقارنتها بالرفع المالي.

الكلمات المفتاحية: قرارات التمويل، قرارات الاستثمار، سياسة توزيع الأرباح، الأداء المالي، تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، سوق عمان للأوراق المالية.

Résumé:

Cette étude visait à identifier l'impact des décisions d'investissement et de la politique de distribution des dividendes sur la performance financière des entreprises industrielles cotées à la bourse d'Amman (ASE) au cours de la période 2000-2018, sur la base d'un échantillon de 62 entreprises. Des modèles de régression multiple ont été utilisés pour estimer les principales variables de l'étude, Et pour vérifier l'impact de l'endettement financier, de la décision d'investissement, de la distribution des dividendes, de la taille de l'entreprise, des risques et des opportunités de croissance sur les performances financières. La méthode d'analyse des données a été utilisée pour interpréter la relation entre les variables indépendantes et dépendantes.

L'étude a conclu qu'il existait une relation statistiquement significative entre la performance financière des sociétés cotées et la décision d'investissement, la politique de distribution des dividendes, la taille de la société et les opportunités de croissance. L'étude a montré une relation négative statistiquement significative entre le levier financier et le risque et la performance financière des sociétés de l'échantillon. Sur la base des résultats, l'étude recommande de former les décideurs jordaniens à la gestion des immobilisations afin de leur fournir les connaissances et le savoir-faire nécessaires pour allouer les ressources financières disponibles de manière optimale à la croissance du capital, Augmenter le volume des investissements en capital pour leur impact positif sur la performance financière des entreprises. Il recommande également aux entreprises à forte croissance de maintenir un taux de dividendes non distribués plus élevé afin de pouvoir financer par celles-ci, qui constituent le moyen de financement le moins coûteux par rapport à la collecte de fonds.

Mots-clés: décisions financières, décisions d'investissement, politique de distribution des dividendes, performance financière, analyse sectorielle des séries temporelles, bourse d'Amman.

Abstract:

The study aims to identify the impact of investment decisions and dividend policy on financial performance of industrial companies listed in ASE for the period 2010-2018 based on a sample of 62 companies. Multiple regression models were used to estimate the main variables of the study , The impact of leverage, investment decision, dividend policy, company size, risk and growth opportunities on financial performance. The data analysis method was used to interpret the relationship between independent and dependent variables.

The study concluded that there is a statistically significant relationship between the financial performance of the listed companies and the investment decision, profit distribution policy, size of the company and growth opportunities. The study showed a statistically significant negative relation between financial leverage and risk and the financial performance of the sample companies. Based on the findings, the study recommends the need to train Jordanian investment decision makers in the skill of managing fixed assets in order to provide them with the necessary knowledge and expertise to allocate available financial resources to their optimal use in capital expansion, To increase the volume of capital investments for their positive impact on the financial performance of companies. It also recommends that companies with high levels of growth maintain a higher rate of retained earnings so that they can finance through them, which are the least expensive means of financing if they are compared to raising money.

Keywords: financial decisions, investment decisions, dividend policy, Panel Data Analysis, ASE.

فهرس المحتويات

رقم الصفحة	العنوان
x	الأية القرآنية
x	شكروعرفان
iv	الإهداء
v	الملخص
vi	فهرس المحتويات
x	فهرس الجدوال والأشكال والمختصرات
x	المقدمة
2-16	
الفصل الأول: الأسس النظرية لعملية اتخاذ قرار الاستثمار	
18	تمهيد
19	المبحث الأول: الإدارة المالية ومدخل اتخاذ القرار
19	المطلب الأول: مفهوم الإدارة المالية وأهميتها
19	الفرع الأول: مفهوم الإدارة المالية
22	الفرع الثاني: أهمية الإدارة المالية
23	المطلب الثاني: وظائف الإدارة المالية وأهدافها
23	الفرع الأول: وظائف الإدارة المالية
27	الفرع الثاني: أهداف الإدارة المالية
30	المطلب الثالث: عملية اتخاذ القرارات الإدارية
30	الفرع الأول: مفهوم عملية اتخاذ القرار
32	الفرع الثاني: خصائص عملية اتخاذ القرار
33	الفرع الثالث: مراحل عملية اتخاذ القرار
35	الفرع الرابع: عناصر عملية اتخاذ القرار
36	المبحث الثاني: سياسيات القرار الاستثماري
37	المطلب الأول: مفهوم، وأهمية القرار الاستثماري، والعوامل المؤثرة فيه
37	الفرع الأول: مفهوم القرار الاستثماري
39	الفرع الثاني: أهمية القرار الاستثماري
41	الفرع الثالث: العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري
41	المطلب الثاني: أنواع القرارات الاستثمارية والمبادئ التي تقوم عليها

42	الفرع الأول: أنواع القرارات الاستثمارية
44	الفرع الثاني: المبادئ التي يقوم عليها القرار الاستثماري
45	المطلب الثالث: المقومات الأساسية لقرار الاستثمار
45	الفرع الأول: الاستراتيجية الملائمة للاستثمار وضوابطها
47	الفرع الثاني: الأسس العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري
48	الفرع الثالث: المبادلة بين العائد والمخاطر
49	المبحث الثالث: قرارات الاستثمار الرأسمالي
49	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار الرأسمالي، أهميته، وتصنيفاته
50	الفرع الأول: مفهوم الاستثمار الرأسمالي
51	الفرع الثاني: أهمية الاستثمار الرأسمالي
52	الفرع الثالث: تصنيفات الاستثمار الرأسمالي
54	المطلب الثاني: التدفقات النقدية للاستثمارات الرأسمالية
55	الفرع الأول: تقدير التدفقات النقدية
56	الفرع الثاني: التدفق النقدي، والربح المحاسبي
59	الفرع الثالث: التدفق النقدي التفاضلي المترتب على الاستثمار
60	المطلب الثالث: تقييم الاستثمارات الرأسمالية
61	الفرع الأول: مفهوم الموزانة الرأسمالية، وأهميتها
63	الفرع الثاني: طرق تقييم الاستثمارات الرأسمالية
68	خلاصة الفصل الأول
	الفصل الثاني: قرارات التمويل
71	تمهيد
72	المبحث الأول: الهيكل التمويلي للشركة
72	المطلب الأول: مفهوم هيكل التمويل، ومناهج اختياره
73	الفرع الأول: مفهوم هيكل التمويل
75	الفرع الثاني: مناهج اختيار هيكل التمويل
76	المطلب الثاني: محددات هيكل التمويل
76	الفرع الأول: حجم الشركة
77	الفرع الثاني: الربحية

77	الفرع الثالث: الموقف الضريبي للشركة
78	الفرع الرابع: هيكل الأصول (بنية الموجودات)
78	الفرع الخامس: مستوى المبيعات
79	الفرع السادس: التحكم أو السيطرة
79	الفرع السابع: التدفقات النقدية
80	الفرع الثامن: التكلفة
80	الفرع التاسع: المرونة التمويلية
81	الفرع العاشر: المخاطر التشغيلية
82	الفرع الحادي عشر: درجة تحفظ وجرأة الإدارة
82	الفرع الثاني عشر: التوقيت
82	المطلب الثالث: مكونات هيكل التمويل
83	الفرع الأول: مصادر التمويل الممتلك متوسط وطويل الأجل
85	الفرع الثاني: مصادر التمويل المقترض قصير الأجل
87	الفرع الثالث: مصادر التمويل المقترض متوسط وطويل الأجل
90	المبحث الثاني: علاقة كلفة التمويل بقرارات التمويل وقرارات الاستثمار الرأسمالي
90	المطلب الأول: مفهوم تكلفة التمويل وأهمية تحديدها
91	الفرع الأول: مفهوم تكلفة التمويل
92	الفرع الثاني: أهمية تحديد تكلفة التمويل
93	المطلب الثاني: قياس تكلفة مصادر التمويل
94	الفرع الأول: كيفية تقدير تكلفة مصادر التمويل
98	الفرع الثاني: التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل
100	المطلب الثالث: علاقة كلفة التمويل بالقرار الاستثماري والعوامل المؤثرة فيه
100	الفرع الأول: علاقة كلفة التمويل بالقرار الاستثماري
103	الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في كلفة التمويل
104	المبحث الثالث: الرفع المالي وهيكل التمويل
105	المطلب الأول: الرفع المالي
105	الفرع الأول: مفهوم الرفع المالي

107	الفرع الثاني: قياس درجة الرفع المالي
108	الفرع الثالث: مخاطر الرفع المالي
109	المطلب الثاني: أثر الرفع المالي على القيمة السوقية للشركة
112	المطلب الثالث: النظريات المفسرة للهيكال التمويلي
112	الفرع الأول: نظرية موديلياني وميلر (1958) Modigliani F. & Miller M
113	الفرع الثاني: نظرية التدرج في اختيار مصادر التمويل Pecking-Order Theory
114	الفرع الثالث: نظرية المبادلة بين المنافع والتكاليف Trade-Off Theory
116	الفرع الرابع: نظرية توقيت السوق Market Timing Theory
117	خلاصة الفصل الثاني
	الفصل الثالث: سياسة توزيع الأرباح
121	تمهيد
122	المبحث الأول: المفاهيم الأساسية لسياسة توزيع الأرباح، أنواعها، والعوامل المؤثرة فيها
122	المطلب الأول: المفاهيم الأساسية لسياسة توزيع الأرباح
126	المطلب الثاني: أنواع السياسات المتعلقة بتوزيع الأرباح
129	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح
133	المبحث الثاني: النظريات والنماذج المفسرة لسياسة توزيع الأرباح
133	المطلب الأول: نظريات سياسة توزيع الأرباح
133	الفرع الأول: نظرية لعلاقة لتوزيعات الأرباح (1961) Miller and Modigliani
135	الفرع الثاني: نظرية العصفور في اليد
136	الفرع الثالث: نظرية التفضيل الضريبي
137	المطلب الثاني: علاقة توزيع الأرباح بالقيمة السوقية للشركة
137	الفرع الأول: نظرية الربح المتبقي
138	الفرع الثاني: البراهين والأدلة بعدم وجود علاقة لسياسة توزيع الأرباح
142	الفرع الثالث: البراهين والأدلة بوجود علاقة لسياسة توزيع الأرباح
142	المطلب الثالث: نماذج سياسة توزيع أرباح الأسهم
143	الفرع الأول: نموذج ولتر (1962) Wolter
144	الفرع الثاني: نموذج جوردن (1959) Gorden

145	الفرع الثالث: نموذج لينتر (1956) Linter
146	المبحث الثالث: آلية دفع التوزيعات
146	المطلب الأول: أشكال التوزيعات
151	المطلب الثاني: أساسيات توزيع الأرباح
154	المطلب الثالث: قرار توزيع الأرباح
158	خلاصة الفصل الثالث
	الفصل الرابع: القرارات المالية والأداء المالي
161	تمهيد
162	المبحث الأول: ماهية الأداء المالي للمالي للشركات
162	المطلب الأول: مفهوم وأهمية الأداء المالي
163	الفرع الأول: مفهوم الأداء المالي
166	الفرع الثاني: أهمية الأداء المالي
167	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على الأداء المالي
167	الفرع الأول: العوامل الداخلية
169	الفرع الثاني: العوامل الخارجية
170	المطلب الثالث: تقييم الأداء المالي
170	الفرع الأول: معنى تقييم الأداء المالي
172	الفرع الثاني: أهمية تقييم الأداء المالي
173	الفرع الثالث: أهداف تقييم الأداء المالي
174	الفرع الرابع: خطوات تقييم الأداء المالي
174	الفرع الخامس: معايير تقييم الأداء المالي
178	المبحث الثاني: مؤشرات الأداء المالي التقليدية
179	المطلب الأول: تقييم الأداء المالي باستخدام النسب المالية
179	الفرع الأول: مفهوم النسب المالية
180	الفرع الثاني: أهداف النسب المالية
181	الفرع الثالث: شروط تقييم الأداء المالي باستخدام النسب المالية
181	الفرع الرابع: محددات استخدام النسب المالية كأداة لتقييم الأداء المالي
182	المطلب الثاني: تقييم الأداء المالي بتحليل السيولة والربحية

183	الفرع الأول: مؤشرات تحليل السيولة
187	الفرع الثاني: مؤشرات تحليل الربحية
190	المطلب الثالث: تقييم الأداء المالي بتحليل القيمة (نسبة السوق) والرفع والتوزيعات
191	الفرع الأول: مجموعة السوق
194	الفرع الثاني: نسب الرفع المالي
197	الفرع الثالث: النسب الخاصة بتوزيعات الأرباح
198	المبحث الثالث: الإتجاهات الحديثة في تقييم الأداء المالي
199	المطلب الأول: القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)
199	الفرع الأول: مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة
201	الفرع الثاني: خطوات حساب القيمة الاقتصادية المضافة
205	الفرع الثالث: مزايا القيمة الاقتصادية المضافة
205	الفرع الرابع: محددات القيمة الاقتصادية المضافة
206	المطلب الثاني: القيمة السوقية المضافة (MVA)
206	الفرع الأول: مفهوم القيمة السوقية المضافة
208	الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في القيمة السوقية المضافة
208	الفرع الثالث: طرق احتساب القيمة السوقية المضافة
210	المطلب الثالث: بطاقة الأداء المتوازن
211	الفرع الأول: مفهوم بطاقة الأداء المتوازن
213	الفرع الثاني: مميزات استخدام بطاقة الأداء المتوازن
214	الفرع الثالث: مكونات بطاقة الأداء المتوازن
215	الفرع الرابع: أبعاد بطاقة الأداء المتوازن لتقييم الأداء المالي
218	خلاصة الفصل الرابع
	الفصل الخامس: الجانب التطبيقي
221	تمهيد
222	المبحث الأول: الأسس النظرية للأسواق المالية
222	المطلب الأول: الأسواق المالية، مفهومها وتاريخ نشأتها
222	الفرع الأول: تاريخ ونشأة الأسواق المالية

224	الفرع الثاني: مفهوم الأسواق المالية
226	المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية
226	الفرع الأول: أنواع الأسواق المالية من حيث الأدوات المتداولة فيها
229	الفرع الثاني: أنواع الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول
230	الفرع الثالث: أنواع الأسواق المالية من حيث مكان التداول
232	المطلب الثالث: نبذة عن بورصة عمان
233	الفرع الأول: نشأة بورصة عمان
235	الفرع الثاني: تسجيل بورصة عمان كشركة مساهم عامة مملوكة بالكامل للحكومة الأردنية
235	الفرع الثالث: الإدراج في بورصة عمان
236	الفرع الرابع: تقسيمات الأسواق في بورصة عمان
237	الفرع الخامس: التصنيف القطاعي الجديد للشركات المدرجة في بورصة عمان
238	المبحث الثاني: منهجية الدراسة
248	المبحث الثالث: تحليل البيانات ومناقشة النتائج
263	خلاصة الفصل الخامس
265	الخاتمة
273	المراجع
290	الملاحق

فهرس الجداول
والأشكال
والمختصرات

فهرس الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1.5	الوسط الحسابي، الإنحراف المعياري، أدنى وأعلى قيمة للبيانات المتعلقة بمتغيرات نموذج الدراسة	247
2.5	نتائج اختبار (VIF)	252
3.5	نتائج تحليل نموذج الدراسة	254

فهرس الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1	العلاقة بين التكلفة وحجم الاستثمار	92

فهرس المختصرات

المختصرات	اللغة العربية	اللغة الإنجليزية
EBIT	الأرباح قبل الفوائد والضرائب	Earnings before interest and taxes
EBDIT	التدفق النقدي قبل الإهلاك والفوائد والضريبة	Earnings before depreciation interest and taxes
EAT	الأرباح بعد الضريبة	Earnings after taxes
NPV	صافي القيمة الحالية	Net present value
IRR	معدل العائد الداخلي	Internal rate of return
DFL	درجة الرفع المالي	Degree of financial leverage
EPS	العائد على السهم	Earnings per share
COC	تكلفة رأس المال	Cost of capital
EVA	القيمة الاقتصادية المضافة	Economic value added
WACC	متوسط التكلفة المرجح لرأس المال	Weighted average cost of capital
NOPAT	صافي ربح التشغيل بعد الضريبة	Net operating profit after tax
LIFO	الداخل أخيرا خارج أولا	Last in first out
MVA	القيمة السوقية المضافة	Market value added

ROA	العائد إلى إجمالي الموجودات	Return on asset
ROE	العائد إلى حقوق المساهمين	Return on equity
MTB	القيمة السوقية الى القيمة الدفترية	Market to book ratio
LEV	الرفع المالي	Financial leverage
DIV	توزيعات الأرباح	Dividend

المقدمة

تمهيد:

يتطلب عالم الأعمال اليوم وجود إدارة مالية فعالة كفؤة قادرة على اتخاذ القرار السليم- الذي يعتبر جوهر العملية الإدارية- وعلى مواجهة التحديات الراهنة واستيعاب الأزمات، واستغلال الفرص المتاحة لتحسين أداء الشركة، إذ أن نجاح أي شركة يتوقف إلى حد كبير على قدرة وكفاءة القيادة الإدارية على اتخاذ القرارات الرشيدة. ولعل من أهم القرارات التي تواجه الإدارة المالية المتمثلة في شخص المدير المالي نجد القرارات المالية، سواء تلك المتعلقة بالاستثمار، أو التمويل، أو قرارات توزيع الأرباح.

تعد القرارات المالية من أهم المواضيع التي تحتل حيزاً مهماً ومعتبراً ضمن اهتمامات مُنظري الفكر المالي، نظراً لما لها من أهمية إستراتيجية، بحيث تتحدد على أساسها مختلف القرارات الوظيفية الأخرى التي تتخذ بهدف تحقيق الهدف الرئيسي للشركة، وهو تعظيم القيمة السوقية لها من خلال تعظيم ثروة المساهمين. والطريقة المباشرة لقياس جودة أي قرار مالي لا تكون إلا من خلال معرفة أثره على أداء الشركة خاصة الأداء المالي، هذا الأخير الذي يمثل مقياس شخصي لمدى نجاح أي شركة في استخدام موجوداتها لتحقيق عوائد، كما يمثل أيضاً مقياساً عاماً للصحة المالية للشركة على مدى فترة معينة من الزمن.

يرتبط الأداء المالي الجيد للشركة بمدى قدرتها على تحديد المزيج الأمثل من مصادر التمويل المقترضة والمملوكة بشكل يضمن أفضل استخدام لها بهدف تعظيم العائد الذي يتطلع المستثمرون لتحقيقه. كما يعد قرار الاستثمار قراراً بالغ الأهمية لارتباطه بمستقبل الشركة لأنه يؤدي في نهاية المطاف إلى تعظيم قيمتها وعكس ذلك يؤدي إلى تدني تلك القيمة وصدود المستثمرين عن التعامل معها، وبالتالي، ونظراً للأهمية الإستراتيجية لهذا القرار يحرص المديرون المختصون في الشركات أياً كانت طبيعة نشاطها على إخضاع هذا القرار للتنبؤات الصحيحة والقرارات الحكيمة، ومن هنا تبرز أهمية وجود إطار تحليلي يُعتمد عليه في اتخاذ القرار الاستثماري والاهتمام بكل الدراسات المتعلقة به بعيداً عن العشوائية والتخمين. وإحدى الطرق التي يمكن من خلالها تقييم تأثير قرارات الاستثمار التي يتخذها المديرون في الشركة هي قياس مستوى الأداء المالي الحقيقي الناتج عن الاستثمار. ومن المهم أيضاً أن ندرك العلاقة بين

السياسات المنتهجة لتوزيع الأرباح والأداء المالي في ضوء أهداف الشركة وبما يسهم في تعظيم ثروة المساهمين، إذ يعد قرار توزيع الأرباح من أهم القرارات المالية التي تؤثر على سعر السهم في السوق المالية، والذي يترتب عليه تأثير على الخطط الاستثمارية والتمويلية في الشركة إضافةً إلى كونه يمثل المرآة التي تعكس أداء الشركة لجمهور المستثمرين الحاليين والمستقبليين الذين يسعون لتعظيم ثروتهم.

وعليه، يتمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في محاولة التعرف على أثر القرارات المالية على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة 2000-2018، لاسيما قرارات التمويل التي تتطلب استخدام أدوات التحليل المالي مثل النسب المالية ومعرفة مدلولاتها لاستنتاج مجموعة من المؤشرات التي يمكن الإعتماد عليها في تقييم الأداء المالي، بالإضافة إلى القرارات الاستثمارية التي تعتمد على منظور التدفقات القائم على المقارنة بين التدفقات النقدية الخارجة والتدفقات النقدية الداخلة، والقرارات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح، ومثل هذا النوع من القرارات يجب أن يكون ملازمًا للقرارات المالية الأخرى في الشركة، وعند التعامل مع الأرباح هناك خياران واضحان، فأما توزيع الأرباح بشكل نقدي وبنسبة مئوية معينة من قيمة الأسهم وتدفع لحامل السهم أو يمكن تدوير الأرباح واحتجازها.

1. إشكالية الدراسة:

عانت الأسواق المالية الكثير من الصعوبات والأزمات التي أدت إلى تدهور قيم شركاتها وأدى بالكثير منها إلى إعادة النظر في سياساتها المتبعة ومراجعة بعض المتغيرات التي تقف وراء هذا التدهور على غرار سياسات الاستثمار وتوزيع الأرباح، التي تعتبر من أهم القرارات المالية المؤثرة التي تتخذ على مستوى الإدارة، لما لهذه القرارات من أثر على أداء الشركة.

وعلى الرغم من أن دراسة سلوك الشركات حظي باهتمام الباحثين، إلا أنه عادة ماتم مناقشة قرارات الشركات الثلاث (قرار التمويل، قرار الاستثمار، وقرار توزيع الأرباح) بشكل منفصل. وعليه، لا ينبغي أن يكون لكل من هيكل التمويل وقرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح، أي تأثير على قيمة الشركة، ومنه على ثروة المساهمين، مما يوحي بعدم وجود علاقة بين مجموعة قرارات الشركات والأداء في الأسواق التي تتصف

بالمثالية. ونتيجة لذلك، تحاول العديد من الدراسات في أدبيات تمويل الشركات تفسير ارتباط القرارات المالية الثلاث بالأداء المالي للشركة، إلا أن النتائج المتوصل إليها كانت مختلفة.

ومنه يمكن التعبير عن الإشكالية الرئيسية للدراسة من خلال طرح السؤال المحوري التالي:

إلى أي مدى يمكن أن تؤثر قرارات الاستثمار الرأسمالي وسياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية؟

تندرج تحت هذه الإشكالية تساؤلات جزئية هي:

- ما المقصود بعملية اتخاذ القرار؟
- كيف يتحدد الهيكل التمويلي الأمثل لاستثمارات الشركة، وما مدى تأثير نسبة الرفع المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية على أدائها المالي؟
- ماهي طبيعة القرارات الاستثمارية، وما العلاقة بين قرار الاستثمار الرأسمالي والأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية؟
- ماهو أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية؟
- ماهو الأسلوب الأمثل في تقييم الأداء المالي للشركات من خلال المؤشرات المالية؟
- هل توجد علاقة بين حجم الشركة والأداء المالي في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية؟
- هل توجد علاقة بين المخاطر والأداء المالي في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية؟
- هل توجد علاقة بين فرص النمو والأداء المالي في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية؟

2. فرضيات الدراسة:

بناءً على التساؤلات السابقة يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- هناك علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين قرار التمويل مقاساً ب (نسبة الرفع المالي) والأداء المالي في الشركات الصناعية الأردنية.

- هناك علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين قرار الاستثمار والأداء المالي في الشركات الصناعية الأردنية.
- هناك علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي في الشركات الصناعية الأردنية.
- هناك علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة والأداء المالي في الشركات الصناعية الأردنية.
- هناك علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين المخاطر والأداء المالي في الشركات الصناعية الأردنية.
- هناك علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين فرص النمو والأداء المالي في الشركات الصناعية الأردنية.

3. مبررات اختيار الموضوع:

تم اختيار هذا الموضوع بناءً على جملة من الاعتبارات منها:

- هناك نقص في الأدلة التجريبية حول تأثير القرارات المالية على أداء الشركات في كل من الدول المتقدمة والنامية.
- السعي لترشيد قرارات المديرين والمستثمرين في الأسواق المالية.
- إبراز أهمية القرارات المالية في تعظيم قيمة الشركة في الأسواق المالية.

4. أهداف الدراسة:

في ضوء مشكلة الدراسة المشار إليها، فإن الهدف الرئيسي لهذه الدراسة يتمثل في محاولة معرفة مدى تأثير قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان

للأوراق المالية، وبشيء من التفصيل يمكن إدراج أهداف الدراسة على النحو التالي:

- التعرف على المفاهيم الأساسية للقرارات المالية.
- إبراز دور الإدارة المالية في إدارة الجانب المالي للشركة واتخاذ القرارات المالية.
- بيان أثر قرارات الاستثمار الرأسمالي على نتائج الأداء المالي للشركة.
- بيان العلاقة بين هيكل التمويل والأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية.
- تحليل العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية.
- تحديد أهم المؤشرات المالية التي تعكس أداء الشركة.

- ◀ وصف العلاقة بين حجم الشركة والأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية.
- ◀ توضيح العلاقة بين المخاطر والأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية.
- ◀ الكشف عن العلاقة بين فرص النمو والأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية.
- ◀ تقديم التوصيات التي يمكن أن تساهم في الإرتقاء بعملية اتخاذ القرارات المالية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية.

5. أهمية الدراسة:

تهدف هذه الدراسة لاختبار العلاقة بين القرارات المالية والأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية، وبذلك فأهميتها تنبع من كونها تتعلق بقطاع هام، وهو القطاع الصناعي الذي يعتبر من أهم القطاعات المكونة للاقتصاد الأردني إذ يساهم بحوالي ربع الناتج المحلي الإجمالي بشكل مباشر، هذا بالإضافة الى إرتباطه بالعديد من القطاعات الاقتصادية الأخرى.

كما تستمد هذه الدراسة أهميتها من كونها تبحث في أهم القرارات التي تتخذها الشركة، وذلك لتأثيرها المباشر على أدائها المالي ومن ثم على تحقيق أهدافها في تعظيم قيمتها في السوق المالية. كما أن موضوع الأداء ينطوي على العديد من المواضيع الجوهرية المتعلقة بنجاح أو فشل أي شركة، لأنه يرتبط بجوانب مهمة من مسيرة حياة الشركات على اختلاف أنواعها، فهو بمثابة المرآة العاكسة لأنشطة الشركة وانجازاتها.

كما أن أهميتها تكمن في محاولة تحديد الأسلوب الأمثل في تقييم الأداء المالي للشركات من خلال المؤشرات المالية التي تمكن المدير المالي من إتخاذ القرارات المالية البالغة الأهمية التي تحافظ على بقاء وإستمرارية الشركة، بالإضافة لتحسين قدرتها للحصول على الأموال بالشكل الأمثل واستثمار هذه الأموال بما يخدم إستمراريتها وبقاءها، لتحقيق أعلى عائد ممكن الوصول إليه لحاملي الأسهم.

وتشكل هذه الدراسة إطاراً مرجعياً هاماً للدراسات المستقبلية-لاسيما- عدد الدراسات التي تناولت الموضوع على مستوى الدول النامية محدود نسبياً، إذ تعتبر الأولى من نوعها التي تتناول أثر قرار الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات. وتساهم هذه الدراسة في تقديم معلومات مهمة للمستثمرين عن

الشركات الصناعية المدرجة بالبورصة، كما تساعد الإدارة في رسم الخطط المستقبلية واتخاذ القرارات المناسبة لتحسين الأداء وزيادة الربحية مقارنة بالشركات المنافسة.

6. منهج الدراسة:

للإجابة على التساؤل الوارد في الإشكالية، ومن أجل تحقيق هدف الدراسة تم الإعتماد على المنهج الوصفي التحليلي للإلمام بالجوانب النظرية المتمثلة في وصف مختلف المفاهيم والنظريات التي تتعلق بمتغيرات الدراسة، لكونه من أكثر المناهج استخدامًا في دراسة الظواهر الاجتماعية والإنسانية، ولأنه يناسب موضوع البحث، بالإضافة إلى المنهج التحليلي حيث اعتمدت الدراسة على أسلوب (Panel Data) Analysis، إذ يحتوي هذا النوع من التحليل على خصائص كل من البيانات المقطعية، والسلاسل الزمنية. وقد تم استخدام نماذج الإنحدار المتعدد لتقدير أهم متغيرات الدراسة، وللتحقق من أثر كل من قرارات الاستثمار، وتوزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية.

7. الدراسات السابقة:

لم يتطرق الكثير من الباحثين والدارسين في حقل الإدارة المالية، بشكل موسع إلى دراسة أثر قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات، بحيث ركز معظمهم على دراسة محددات كل من هيكل التمويل، مجموع الفرص الاستثمارية وسياسة توزيع الأرباح.

- دراسة محمد الرجبي (1998) بعنوان:

- "قرارات الإنفاق الرأسمالي وأثرها على الأداء: دراسة ميدانية".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على الممارسات العملية لتقييم الاستثمارات المالية التي تستخدمها الشركات الأردنية ومنشآت الخدمات الاستشارية الأردنية عند تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي، ودراسة أثر ذلك على أداء الشركات المساهمة، وقد شملت عينة الدراسة على مجموعتين: تضم الأولى 43 شركة مساهمة، وتضم الثانية 22 جهة استشارية.

وأظهرت النتائج أن 95% من عينة الدراسة يستخدمون طرقاً عدة لتقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالية والمفاضلة بينها، وأن نسبة 81% من تلك العينة تستخدم عدة طرق في آن واحد، كما بينت وجود اختلاف إحصائي بين الجهات الاستشارية والشركات المساهمة بخصوص أهمية أجزاء القرارات الاستثمارية وسماتها المختلفة، ولكن لا يوجد اختلاف إحصائي بين الشركات التي حصلت على دعم قانون تشجيع الاستثمار وتلك التي لم تحصل على هذا الدعم، وتوصلت الدراسة أيضاً إلى وجود علاقة بين درجة تطور الموازنة الرأسمالية وأداء الشركات المساهمة.

- دراسة Paul Phillips & Mehmet Sipahioglu (2004) بعنوان:

- "Performance Implications of Capital Structure: Evidence from Quoted UK Organizations with Hotel Interests".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين هيكل رأس الموالءاء الشركات الفندقية، باستخدام عينة مكونة من 43 منظمة لامتلاك وإدارة الفنادق في المملكة المتحدة، بالإضافة إلى اختبار نظرية (Modigliani and Miller (1958) التي تنص على أنه، في غياب الضرائب، تكلفة الإفلاس، والمعلومات غير المتماثلة، وفي سوق فعالة، فإن قيمة الشركة لا تتأثر بكيفية تمويلها.

توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الديون وأداء الشركات الفندقية، كما نصت عليه نظرية (Modigliani and Miller (1958)، كما أظهرت النتائج مستويات منخفضة من العوائد على حقوق المساهمين، وتعتبر هذه قضية مهمة في الاستثمار الفندقية، بما أن الشركات الفندقية تبحث باستمرار على المصادر الخارجية لتمويل التوسع. وتشير نتائج الدراسة إلى أنه يتوجب على المسؤولين الماليين في الشركات إيجاد سبل جديدة لتوسيع الأعمال التجارية دون زيادة مستويات الدين.

- دراسة خالد الرواشدة (2006) بعنوان:

- "طرق تقييم الإنفاق الرأسمالي وممارسات الموازنات الرأسمالية في الشركات الصناعية والخدمية المساهمة الأردنية".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة طرق تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي، والتي تستخدمها الشركات عينة الدراسة عند اتخاذ القرار في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة والأداء المالي، بالإضافة إلى محاولة اكتشاف مدى أهمية اتباع إجراءات إعداد الموازنة الرأسمالية على الأداء المالي، واختبار العلاقة بين حجم الشركة والطرق المستخدمة في تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي في الشركات محل الدراسة، كما هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى اهتمام هذه الشركات باستخدام أساليب معالجة المخاطرة في التقييم المالي للمشروعات الاستثمارية الرأسمالية المقترحة، واستخدام الطرق الموضوعية في تحديد معدل خصم التدفقات النقدية المتوقعة من المشروعات الاستثمارية الرأسمالية.

وتوصلت الدراسة إلى جملة من النتائج أبرزها؛ أن أغلبية الشركات عينة الدراسة تستخدم الطرق المتطورة في عملية تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين استخدام الطرق المتطورة في إعداد الموازنات الرأسمالية وأداء الشركة المالي مقاساً بمتوسط ربحية السهم.

- دراسة Almas Heshmati & Hans Loof (2008) بعنوان:

- "Investment and Performance of Firms: Correlation or Causality".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة السببية بين مؤشرات الاستثمار والأداء على مستوى الشركات المدرجة في بورصة السويد للفترة (1992-2000). وتشمل متغيرات الأداء: المبيعات، والقيمة المضافة، والأرباح، والتدفق النقدي، وهيكل رأس المال والعمالة، أما متغيرات الاستثمار هي: البحث والتطوير، ورأس المال المادي. ولتحقيق أهداف الدراسة، تم الاعتماد على تحليل الإنحدار المتعدد كنموذج إحصائي. توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أبرزها وجود علاقة سببية ذات اتجاهين بين مؤشرات الاستثمار والأداء.

- دراسة محمد طيفور (2011) بعنوان:

- "العلاقة بين الإنفاق الرأسمالي والأداء المالي والتشغيلي في شركة صناعة الأدوية الأردنية".

هدفت هذه الدراسة إلى بيان مقومات قرار الإنفاق الرأسمالي، ومدى تأثيره على الأداء المالي والتشغيلي لشركات صناعة الأدوية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، حيث استخدمت الدراسة أسلوب الإنحدار الخطي البسيط في اختبار الفرضيات. وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها عدم وجود علاقة بين الإنفاق الرأسمالي والأداء المالي والتشغيلي للشركات عينة الدراسة ككل، لكن مع وجود علاقة بين معدل النمو في الموجودات الثابتة وكل من العائد على حقوق الملكية (ROE) وعائد السهم العادي (EPS) وحصة السهم من صافي التدفق النقدي التشغيلي على مستوى الشركات كل على حدى. وقد أوصت الدراسة بضرورة اتباع الوسائل الحديثة لتقييم الإنفاق الرأسمالي من قبل الشركات، وتدريب الجهات المسؤولة عن اتخاذ قرارات الإنفاق الرأسمالي في شركات الأدوية الأردنية على مهارة إدارة الموجات طويلة الأجل.

- دراسة Uwuigbe, et al. (2012) بعنوان:

- "Dividend Policy and Firm Performance: a study of listed firms in Nigeria".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الأداء المالي وتوزيع أرباح الشركات المدرجة في سوق نيجيريا المالي، كما هدفت إلى الكشف عن العلاقة بين هيكل الملكية، وحجم الشركات وتوزيعات الأرباح. وتم الاعتماد على التقارير السنوية للفترة الممتدة بين (2006-2010) بوصفها المصدر الرئيسي لجمع البيانات لـ 50 شركة عينة الدراسة. ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على تحليل الإنحدار كأسلوب إحصائي لتحليل البيانات التي تم جمعها. أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين أداء الشركات وتوزيع أرباح الشركات في نيجيريا. وكشفت الدراسة أيضاً أن هيكل ملكية الشركة وحجمها له تأثير كبير في توزيع أرباح الشركات النيجيرية.

- دراسة Abbasali Pouraghajan, et al. (2012) بعنوان:

- “The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange”.

هدفت هذه الدراسة إلى بحث العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للشركات المدرجة في سوق طهران للأوراق المالية، لعينة مكونة من 400 شركة للفترة (2006-2010). وتم اعتماد العائد على الموجودات (ROA) والعائد على حقوق المساهمين (ROE)، كمقاييس للأداء المالي للشركات. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية سالبة بين الرافعة المالية والأداء المالي في الشركات المدرجة، ووجود علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين معدل دوران الأصول، حجم الشركة، نسبة ملموسية الأصول، وفرص النمو مع مقاييس الأداء المالي. كما توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين العائد على الموجودات والعائد على حقوق المساهمين، وعمر الشركة. كما بينت نتائج الدراسة أنه وبتخفيض الرفع المالي، فإن الإدارة يمكن أن تزيد من ربحية الشركة وبالتالي هذا سيققل من مقاييس الأداء المالي للشركة، ويمكن أن يساهم أيضًا في زيادة ثروة المساهمين.

- دراسة Priya & Nimalathasan (2013) بعنوان:

- “Dividend Policy Ratios and Firm Performance: a case study of Selected Hotels & Restaurants in Sri Lanka”.

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة تحليل نسب سياسة توزيع الأرباح وأداء الشركة، وإلى اقتراح التدابير والإجراءات المناسبة لتحسين أداء الشركات على عينة من الفنادق والمطاعم في سريلانكا للفترة الممتدة من 2008 إلى 2012. ولتحقيق أهداف الدراسة، تم الاعتماد على أسلوب تحليل الانحدار، ومصفوفة الارتباط لتحديد العلاقة الأولية بين المتغيرات. وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود تأثير كبير لنسب سياسة توزيع الأرباح على كل نسب الأداء المستخدمة ماعدى نسبة العائد على الإستثمار (ROI) والعائد على حقوق المساهمين (ROE).

كما أظهرت نتائج الدراسة أن الشركات كبيرة الحجم تميل إلى توزيع نسبة أكبر من الأرباح كوسيلة للحد من تكاليف الوكالة الناتجة عن تشتت الملكية، لأن الزيادة في توزيعات الأرباح، قد تكون مؤشراً على أن إدارة الشركة لا تفرط في استخدام أموال المساهمين لإشباع المنافع غير المالية، ومن ثم فإن تكلفة الوكالة تقل بزيادة توزيعات الأرباح.

- دراسة Kajananthan R, Nimalthasan P (2013) بعنوان:

- "Capital Structure and its Impact on Firm Performance: A Study on Sri Lankan Listed Manufacturing Companies".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركات الصناعية المدرجة في بورصة سريلانكا خلال الفترة (2008-2012) على عينة مكونة من 25 شركة. ولقد تم استخدام التحليل الوصفي في تحليل بيانات الدراسة، ومصفوفة الارتباط لتحديد العلاقة الأولية بين المتغيرات (الربح الإجمالي، الربح الصافي، العائد على حقوق المساهمين، العائد على الموجودات - كمقاييس للأداء-)، نسبة الديون إلى حقوق المساهمين، ونسبة الديون إلى مجموع الموجودات- كمقاييس لهيكل رأس المال). وقد توصلت هذه الدراسة إلى عدم وجود ارتباط بين متغيرات الأداء ومتغيرات هيكل رأس المال، ووجود علاقة بين العائد على حقوق المساهمين ونسبة الديون إلى مجموع الموجودات كمقاييس لهيكل رأس المال، كما توصلت إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال، العائد الإجمالي، والعائد على حقوق الملكية.

- دراسة جميل حسن النجار (2013) بعنوان:

- "مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين- دراسة اختبارية".

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، حيث تم اختيار عينة مكونة من عشرين شركة للفترة (2004-2011) وذلك وفقاً لمقاييس

الأداء المحاسبية التقليدية، العائد على الموجودات (ROA)، والعائد على حقوق المساهمين (ROE)، والعائد على المبيعات (ROS)، ونمو المبيعات والقيمة السوقية للشركة، ومعرفة أيهما أكثر تأثيرًا بالرفع المالي. تم استخدام نماذج الانحدارات لتحليل البيانات واختبار الفرضيات على أساس التباطؤ الزمني.

توصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي للرفع المالي على مقاييس الأداء المحاسبية: العائد على الموجودات (ROA)، العائد على حقوق المساهمين (ROE)، العائد على المبيعات (ROS)، معدل نمو المبيعات، وأن هذا الأثر يمتد لعدة سنوات لاحقة. كما بينت نتائج الدراسة أن هناك أثرًا سلبيًا للرفع المالي على القيمة السوقية للشركة حسب نموذج Tobin's q.

وبناءً على ذلك أوصت الدراسة بأن تقوم إدارات الشركات المساهمة العامة الفلسطينية بدراسة وتقييم مالي للهيكل التمويلي بهدف الوصول إلى أفضل نسبة مثلى للرفع المالي ضمن الهيكل التمويلي وذلك لضمان التأثير الإيجابي للرفع المالي على الأداء المالي والقيمة السوقية لهذه الشركات، وإقرار قوانين اقتصادية تتيح المجال للشركات المساهمة العامة في فلسطين استخدام قرض السندات وأدوات مالية أخرى تتيح المجال لبدائل متعددة أمام هذه الشركات أثناء استخدام الرفع المالي في التمويل.

- دراسة Abdallah Barakat (2014) بعنوان:

- "The Impact of Financial Structure, Financial Leverage and Profitability on Industrial Companies Shares Value Applied Study on a Sample of Saudi Industrial Companies".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الهيكل المالي، الرافعة المالية والربحية على قيمة الشركات الصناعية المدرجة في سوق الأسهم السعودية للفترة الممتدة من 2009 إلى 2012. استخدمت الدراسة مجموعة من الأساليب الإحصائية لتحديد أثر متغيرات الدراسة التي تعكس أثار كل من الجوانب التشغيلية التمويلية والاستثمارية على قيمة الشركة، بهدف تعظيم ثروة المساهمين. وخلصت الدراسة إلى أن هناك علاقة مباشرة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة، العائد على حقوق المساهمين وهيكل رأس المال،

والمتغير التابع الممثل بسعر سهم السوق المالية. كما توصلت الدراسة الى وجود علاقة ضعيفة وعكسية بين الرافعة المالية وقيمة السهم، وهذه العلاقة غير دالة إحصائيًا، لذلك ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية وقيمة الشركة. كما بينت الدراسة أن هناك علاقة موجبة بين هيكل رأس المال والعائد على حقوق المساهمين. وباستخدام تحليل الانحدار المتعدد، تبين أن أقوى علاقة كانت بين هيكل رأس المال والمتغير التابع (القيمة الاسمية لأسهم الشركة). وأخيرًا، خلصت الدراسة إلى أن هناك تأثير واضح للعائد على هيكل التمويل على حقوق المساهمين وعلى قيمة الشركة، وبالتالي من خلال مراجعة هذه المتغيرات يمكن للمحلل المالي التنبؤ بقيمة الشركة في المستقبل.

- دراسة توفيق عبد الجليل (2014) بعنوان:

- "أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية".

اختبرت هذه الدراسة أثر هيكل رأس المال على الأداء في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المسجلة في سوق عمان المالية لمدة خمس سنوات تمتد من 2008 إلى 2012. استخدمت الدراسة تحليل الانحدار المتعدد لبيان أثر نسبة المديونية، ونسبة الديون إلى حقوق الملكية، ونسبة التغير السنوي في الموجودات، ومعدل دوران الموجودات، على كل من العائد على الاستثمار، والعائد على حقوق الملكية، كما استخدمت معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة لتدعيم نتائج الانحدار المتعدد. وقد تبين من خلال الدراسة، وجود أثر عكسي لنسبة المديونية على العائد على الاستثمار، بينما لم يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة الديون إلى حقوق الملكية على العائد على الاستثمار. كما تبين وجود أثر عكسي لنسبة الديون إلى حقوق الملكية على العائد على حقوق الملكية، ولم يجد تحليل معامل الانحدار أثر لنسبة المديونية على العائد على حقوق الملكية. وتشير هذه النتيجة إلى أن مردود التمويل الخارجي أقل من تكلفته في الشركات عينة الدراسة. وتوصلت الدراسة أيضًا إلى وجود أثر طردي لمعدل دوران الموجودات، ونسبة النمو على العائد على الاستثمار، وأثر طردي لمعدل دوران الموجودات ونسبة النمو على العائد على حقوق الملكية.

8. مساهمة الدراسة:

جاءت هذه الدراسة لاستكشاف أثر قرار الاستثمار وسياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، حيث ركزت معظم الأدبيات في حقل الإدارة المالية على إعادة الهيكلة المالية لمعالجة نقاط الضعف في أوجه الأداء المالي دون إعادة النظر في القرارات المالية المتخذة، كما أن الدراسات السابقة قامت باختبار أثر كل قرار على الأداء المالي على حدى، وبالتالي سنحاول من خلال هذه الدراسة تغطية النقص الموجود في هذا المجال من خلال الجمع بين القرارات الثلاث في دراسة واحدة. وكان الإعتماد في معظم الدراسات على نموذج Tobin's q لقياس الأداء المالي -مع العلم أن العديد من الدراسات أشارت إلى أن هذا النموذج لا يعتبر مقياساً للأداء المالي للشركة-، في حين أن هذه الدراسة ستكون أكثر عمقاً بتناولها 03 متغيرات لقياس هذا الأداء المالي. كما أظهرت الدراسات السابقة تبايناً في النتائج التي توصل إليها الباحثين في تحليلاتهم عن العلاقة بين القرارات المالية والأداء المالي. أضيف إلى ذلك أن معظم هذه الدراسات تم تطبيقها في دول تتميز بالانفتاح الاقتصادي، وتطور أسواقها المالية ما يعني قلتها في الدول النامية.

وحسب علم الباحثة فإن هذا الموضوع بشقيه النظري والتطبيقي لم يتم تناوله على مستوى الأردن، لذا فإن هذه الدراسة ستكون الأولى التي تسعى إلى اختبار أثر قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي، مُحاولَةً في الوقت ذاته معرفة تأثير كل من حجم الشركة، المخاطر، وفرص النمو.

9. هيكل الدراسة:

قصد الإمام بموضوع البحث، والإجابة على الإشكالية المطروحة، واختبار مدى صحة الفرضيات التي تم الانطلاق منها، تم تقسيم البحث إلى مقدمة، وخمسة فصول وخاتمة. تناولت المقدمة الطرح العام للموضوع، أما الفصل الأول جاء فيه الأصول العلمية لصناعة قرارات الاستثمار حيث تم التعرض فيه للإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرار) بالإضافة إلى أساسيات القرار الاستثماري، وكذلك قرارات الاستثمار الرأسمالي. أما الفصل الثاني فقد خصص للإمام بقرارات التمويل (الهيكل التمويلي للقرار الاستثماري)

وذلك من خلال توضيح مفاهيم الهيكل التمويلي وكذا استعراض مصادر التمويل المتاحة وطبيعة كل منها، بالإضافة إلى تحديد العوامل والمحددات المؤثرة في تكوين واقتناء هيكل تمويلي سليم، وتحديد العلاقة بين قرارات التمويل وقرارات الاستثمار الرأسمالي والمتمثلة في تكلفة التمويل، والربط بين هيكل التمويل وبين عملية استخدام الرفع المالي. وقد تطرقنا في الفصل الثالث إلى سياسة توزيع الأرباح في الشركات بهدف إيضاح كيفية إتخاذ القرار المتعلق بتوزيع الأرباح أو إستبقائها، وكذلك إيضاح العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح، بحيث تناول المفاهيم الأساسية لسياسة توزيع الأرباح، وأنواعها، والعوامل المؤثرة فيها، بالإضافة إلى استعراض النظريات والنماذج المفسرة لسياسة توزيع الأرباح، وكذلك قرار توزيع الأرباح. كما خصص الفصل الرابع لمعرفة الصلة التي تربط بين القرارات المالية والأداء المالي من خلال التطرق لمفهوم الأداء والأداء المالي وقياسه وتقييمه، ولا يمكن أن يكون تقييم الأداء المالي جيدًا، إذا لم يحسن المديرين انتقاء المؤشرات التي تعكس أداء الشركة. وبالتالي لا بد من تحليل أهم المؤشرات المالية المستخدمة لقياس الأداء المالي. أما الفصل الخامس فقد خصص للجانب التطبيقي، حيث من خلاله حاولنا إبراز العلاقة بين قرارات الاستثمار وسياسة توزيع الأرباح والأداء المالي في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، من خلال تقديم نبذة عن بورصة عمان، وبعد ذلك التعريف بمجتمع وعينة الدراسة، ثم عرضًا للطرق والإجراءات التي استخدمتها الباحثة في الدراسة من حيث منهجية الدراسة وأدوات الدراسة المستخدمة في جمع البيانات، وتوضيح الأساليب الإحصائية التي استخدمت في تحليل البيانات واستخراج النتائج، وفي الأخير اختبار فرضيات الدراسة بالاعتماد على برنامج التحليل الإحصائي STATA 11.

الفصل الأول:

الأسس النظرية لعملية

اتخاذ قرار الاستثمار

تمهيد:

تظهر الأهمية الاقتصادية لعنصر الاستثمار كمتغير اقتصادي من خلال الدور الذي يلعبه في مسار النظام الاقتصادي، وتطوره حركيًا. إذ يلعب الاستثمار دورًا أساسيًا في عملية التنمية الشاملة المستدامة، بما يؤدي إليه من إيجاد طاقة إنتاجية جديدة تعمل على زيادة حجم الناتج القومي وفتح مجالات أوسع لمزيد من فرص العمل وتوفير الفرص والخدمات التي يحتاجها المجتمع، ومن ثم يعمل على زيادة معدلات النمو وتحقيق الرفاهية للمجتمع، وقد اتجهت معظم النظريات الاقتصادية إلى التأكيد على أن الإرتفاع بمعدلات الاستثمار يعدُّ من أهم العوامل المؤثرة في نمو الدخل القومي الحقيقي. لكن الأهم من الاستثمار هو كيف يتم اتخاذ قرار الاستثمار، إذ كلما يكون اتخاذ القرار الاستثماري أكثر صوابًا بناءً على الدراسات الخاصة بكل تفاصيله من حيث المكان والزمان، كلما تكون مردوديته أكبر وخسائره أقل.

ولا يخرج القرار الاستثماري في طبيعته عن أي قرار آخر من حيث كونه يمثل اختيار البديل الذي يعظم قيمة الشركة من خلال تعظيم العائد المحقق على الاستثمار في حدود مستوى مقبول من المخاطرة. وعادة ما تعرف القرارات الاستثمارية للشركة بالموازنة الرأس مالية، أو قرارات الإنفاق الرأسمالي. وحتى تتجنب الشركة مخاطر اتخاذ قرارات خاطئة في مجال الإنفاق الرأسمالي، فإن عليها أن تقوم بوضع هيكل ملائم لاتخاذ القرارات بشأن الاقتراحات الرأسمالية.

ويوضح هذا الفصل طبيعة القرارات الاستثمارية، وأنواعها، والمبادئ التي تقوم عليها، والمقومات الأساسية لقرار الاستثمار، الأمر الذي يتطلب توضيح بعض المفاهيم والعناصر والمراحل المتعلقة بعملية اتخاذ القرار. بالإضافة إلى إعطاء نظرة عامة عن الإدارة المالية مركز اتخاذ القرارات في الشركة.

وفي هذا الإطار قسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، يضم الأول الإدارة المالية –مدخل اتخاذ القرار، أما المبحث الثاني فقد خصص لأساسيات القرار الاستثماري، أما المبحث الثالث فقد تطرقنا فيه لقرارات الاستثمار الرأسمالي.

المبحث الأول: الإدارة المالية – مدخل اتخاذ القرار

لقد مرت الإدارة المالية بعدة تطورات منذ بداية القرن العشرين حيث انتقلت من الدراسات الوصفية إلى الدراسات العملية التي تخضع لمعايير علمية دقيقة، ومن حقل كان يهتم بالبحث عن مصادر التمويل فقط إلى حقل يهتم بإدارة الموجودات وتوجيه المصادر المالية المتاحة إلى مجالات الاستخدام الأفضل، ومن التحليل الخارجي للشركة إلى التركيز على عملية اتخاذ القرار داخل الشركة، من خلال منهج متكامل للقرارات المالية. ولقد حظي المنهج الحديث للإدارة المالية، كمنهج لاتخاذ القرارات المالية باهتمام خاص من قبل المفكرين وأساتذة الإدارة المالية، ولا شك أن الإهتمام بمحور هذا المنهج أصبح سلوكًا دائمًا للشركات والباحثين المعاصرين وللمديرين الماليين بعد أن ساد ولفترة من الزمن منهجًا أو نمطًا تقليديًا للإدارة المالية. يتناول هذا المبحث ثلاثة مطالب: الأول يتضمن مفهوم الإدارة المالية وأهميتها، والثاني يتناول وظائف الإدارة المالية وأهدافها، في حين يتناول الثالث عملية اتخاذ القرارات الإدارية.

المطلب الأول: مفهوم الإدارة المالية وأهميتها

تمثل الإدارة المالية أعرض مجالات التمويل وأوسعها نطاقًا وأكثرها تعددًا، وهي من أهم الإدارات الموجودة بالشركة حيث تلعب هذه الإدارة دورًا بارزًا في دعم الإنتاج، وعملية تسويق خدمات الشركة، ومميزاتها، وسوف نتعرف من خلال هذا المطلب على مفهوم الإدارة المالية، وأهميتها.

الفرع الأول: مفهوم الإدارة المالية

تعددت تعاريف الإدارة المالية بتعدد الكتابات في هذا الموضوع، إلا أن هذه التعاريف ضلت مستمدة من مهام ومسؤوليات المدير المالي، ورغم وجود بعض الاختلافات في مهام ومسؤوليات رجال الإدارة المالية والتي تختلف من مشروع لآخر باختلاف قطاع النشاط وطبيعته وكذا حجمه، لكن بعض المهام تبقى أساسية بغض النظر عن هذا الاختلاف، خاصة مهام البحث عن مصادر التمويل واستخدامها وإدارتها.

- عرف (Grapenste and Brigham) الإدارة المالية بأنها "الوظيفة الخاصة بوضع خطط التمويل والحصول على الموارد المالية واستخدامها بالطريقة التي تؤدي إلى زيادة فعالية عمليات وانجازات الشركة إلى أقصى حد ممكن"¹.
 - أما (Upton and Howard) فقد عرفها بأنها "الحقل الإداري أو مجموعة الوظائف الإدارية المتعلقة بإدارة مجرى النقد، والرامية لتمكين الشركة من تنفيذ أهدافها ومواجهة ما يستحق عليها من إلتزامات في الوقت المحدد لها"². وفي تعريف آخر "تطبيق للمبادئ العامة للإدارة في مجال اتخاذ القرارات المالية"³.
 - أما (Weston and Brigham) فقد عرفا الإدارة المالية على أنها "مجال اتخاذ القرارات المالية، والمواءمة بين الدوافع الفردية وأهداف الشركة"⁴.
 - وعرفت أيضاً بأنها "الوظيفة المختصة بقرارات التمويل والاستثمار وتوزيع الأرباح"⁵.
 - وعرفها (محمد سلمان سلامة) بأنها "تلك الإدارة التي تقوم بنشاطات مالية متنوعة من خلال تنفيذها لوظائف فنية متخصصة كالتحليل المالي، تقييم المشاريع، إعداد وتفسير التقارير المالية، الميزانيات التقديرية، الإندماج، إعادة التنظيم المالي وغيرها، ومن خلال تنفيذها لوظائف إدارية كالتخطيط، التنظيم، التوجيه، الرقابة ولكن بصيغة مالية وإنجاز الوظائف بكفاءة تستطيع تحقيق الأهداف المحددة لها، وبالتالي المساهمة في تحقيق أهداف الشركة"⁶.
- يلاحظ مما جاء أعلاه أنه قد حصل تغيراً كبيراً في مفهوم الوظيفة المالية، فمنذ أن انفصلت الإدارة المالية عن علم الاقتصاد في مطلع القرن الماضي، وأصبحت عملاً مستقلاً بذاته، وهي تخضع للكثير من

¹ جمال الدين محمد المرسي، أحمد عبد الله اللحلج، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 13.

² رشيد الجزرواي، إدارة رؤوس الأموال، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، 2015، ص 12.

³ C. Paramasivan, T. Subramanian, **Financial management**, 1st Ed, New Delhi: New Age International Pvt. Ltd., Publishers, 2009, p3.

⁴ Idem, p3.

⁵ علي فلاح الزعبي، أحمد دودين، الأسس والأصول العلمية في إدارة الأعمال، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2016، ص 133.

⁶ محمد سلمان سلامة، الإدارة المالية العامة، دار المعترف للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص 19.

التطورات السريعة، فعندما بدأت الإدارة المالية علمًا مستقلاً كانت مقتصرة على الموضوعات المتعلقة بالأدوات والمؤسسات المالية، والمظاهر الإجرائية لسوق رأس المال؛ أما التطورات التي استجذت على هذا الموضوع فيما بعد، فقد كانت في معظمها استجابةً للتغيرات والتطورات التي أملت الظروف التي كانت تمر بها الشركات الصناعية والتجارية، وفي مطلع القرن العشرين والذي تميز بظهور الشركات النفطية العملاقة وشركات السيارات الضخمة نتيجة لاندماج شركتين أو أكثر، وركزت على القضايا المتعلقة بالاندماج وعلى الأمور التنظيمية العامة لمثل هذه الشركات بالإضافة إلى الإصدارات الرأسمالية (أسهم وسندات) لتمويل هذه العمليات¹.

وقد اكتسبت الإدارة المالية أشكالها الوصفية في بداية العام 1920، فتطور التكنولوجيا الحديثة ورغبة الشركات في الحصول عليها، ظهرت الحاجة الملحة لتوفير التمويل في مثل هذه الاستثمارات، وقد كانت ضخامة الاستثمارات إحدى الأسباب التي أدت بالإدارة المالية إلى لعب دور جديد، يتلخص في توفير التمويل اللازم لذلك من المصادر الخارجية بالدرجة الأولى، في وقت كانت تتصف فيه الأسواق المالية بالبدائية*. وقد عمقت الأحداث الاقتصادية خلال فترة الكساد الأعظم عام 1929، دور الإدارة المالية في توفير السيولة اللازمة لتجاوز أزمات التمويل وحالات الإفلاس والتصفية والاندماجات وإعادة التنظيم التي شهدتها فترة الثلاثينات من القرن المنصرم. لذلك تمحور هدف الإدارة المالية ضمن هذا المدخل باتجاه توفير السيولة (قرارات التمويل)².

وخلال عقد الأربعينات ولغاية بدايات عقد الخمسينات من القرن المنصرم تغير منهج الإدارة المالية الذي ساد خلال العشرينات والثلاثينات والذي ركز على الإدارة المالية من منظور خارجي، أي من منظور

¹ محمد سلمان سلامة، مرجع سابق، ص 15.

* بحيث كانت عملية إقناع الجمهور لاستعمال مدخراته من أجل المساهمة في تمويل الصناعة أمراً في غاية الصعوبة لعدم كفاية المعلومات المحاسبية المتاحة، وعدم دقة ما توافر منها.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، البازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص 24.

المقرضين والمساهمين دون الاهتمام بعملية اتخاذ القرار داخل الشركة¹، أما في الخمسينات أصبحت النظرة تبدأ من داخل الشركة وتمحورت هذه الفترة حول إدارة الأنشطة الاستثمارية، ففي ظل المنافسة الشديدة وندرة الموارد المالية وظهور أجيال الحاسوب وتقنية المعلومات ونظمها، تمركز دور الإدارة المالية حول قرارات الاستثمار. وبعد الثورة المعرفية التي أثارها مقالة موديليانى وميلر في عام 1958 حول تكلفة التمويل والهيكل التمويلي، وما قدمه ماركوفتز عام 1959 لأسس نظرية المحفظة، تمحور هذا المدخل حول الجدول القائم حول دور وأثر الهيكل التمويلي في قيمة الشركة، واعتماد مبدأ المبادلة بين العائد والمخاطرة. ومنها تركزت جهود الباحثين والكتاب نحو الاهتمام بتكلفة التمويل وكيفية تعظيم ثروة المساهمين، وبذلك أصبحت هذه الجهود الأساس المعرفي للإدارة المالية. وساعد في ذلك نمو وتطور الأسواق المالية، لا سيما في ظل ظهور مفاهيم كفاءة السوق المالية، ونماذج تسعير الموجودات (الأصول) الرأسمالية. هذا المدخل وضع القاعدة المعرفية للفكر المالي المعاصر. وبذلك شكلت قرارات التمويل وقرارات الاستثمار ومدى انعكاسها على ثروة المالكين الواجهة الرئيسية للفكر المالي المعاصر، وتحولت النظرة نحو حملة الأسهم وأثر قرارات توزيع الأرباح بجانب الاستثمار والتمويل في القيمة السوقية للشركة².

الفرع الثاني: أهمية الإدارة المالية

يتأثر مجمل نشاط الشركة وكفاءتها في تحقيق الأهداف المرسومة لها من خلال كفاءة إدارتها الفرعية في تنفيذ الخطة الموضوعية، والإدارة المالية من الإدارات الفرعية في الشركة (أي الوحدة الاقتصادية) التي تقع على عاتقها مهمة استخدام الأموال داخل الشركة بالشكل الذي ينسجم وتحقيق الأهداف من خلال سلامة القرارات المالية. من ذلك يتضح تأثر كفاءة الإدارات الأخرى -ضمن هذا الإطار- كالإنتاج والتسويق والأفراد بأسلوب أداء الوظيفة المالية، وبكفاءة المديرين الماليين ودرجة المعرفة المالية، وبذلك يتضح الترابط بين مختلف

¹ محمد سلمان سلامة، مرجع سابق، ص 16.

² نفس المرجع، ص ص 24-25.

الإدارات ضمن الشركة لتحقيق الأهداف المرجوة¹. كما تأتي أهمية الإدارة المالية أو الوظيفة المالية من كون أن القرارات المالية عظيمة التأثير على حياة الشركة، وليس هذا فحسب، ولكن جميع القرارات الإستراتيجية بالشركة سواء كانت مالية أو غير مالية، يترتب عليها العديد من التكاليف أو الإيرادات المؤثرة على نتائج الشركة. ولذلك وجب على المدير المالي تقدير الأمور وعرض القضايا على مجلس الإدارة، مع إعداد تقارير وافية، تعطي رؤية واضحة مؤيدة بالدراسات والتقارير بمختلف الأمور ذات التأثير المالي، ويساعد المدير المالي على كل ما سبق إلمامه بالجوانب المحاسبية، ويتطلب هذا الأمر العديد من العلاقات والمعارف بميادين المعرفة الأخرى بالشركة، كالجوانب الاقتصادية والمحاسبية والإحصائية والكمية، التي تساعد المدير المالي في فهم العلاقات والربط بين المتغيرات واستخراج المؤشرات والنتائج².

المطلب الثاني: وظائف الإدارة المالية وأهدافها

تعتبر الإدارة المالية وظيفة متكاملة للقرارات المالية في الشركة، وقد تغيرت هذه الوظيفة خلال الزمن مثل غيرها من الوظائف المتخصصة في الشركات، حتى وصلت إلى منهج أكاديمي شامل ومتعارف عليه غايته تحقيق هدف استراتيجي متمثل في تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم العادي. وسنحاول في هذا المطلب التطرق لوظائف الإدارة المالية وأهدافها.

الفرع الأول: وظائف الإدارة المالية

لقد تطورت وظائف الإدارة المالية حيث لم تعد تسعى إلى توفير الأموال اللازمة لتلبية احتياجات الشركة ونشاطها الاقتصادي وحسب، وإنما اتسع هدفها ليشمل مجرى الأموال، والتخطيط لها، والرقابة عليها، ووضع القرارات المالية. ومن وظائف الإدارة المالية نذكر:

- وظيفة اتخاذ القرارات.

¹ رشيد الجزرواي، مرجع سابق، ص 14.

² محمد سلمان سلامة، مرجع سابق، ص 22.

- وظيفة التخطيط المالي والرقابة المالية.
- وظيفة التنظيم المالي.
- وظيفة الحصول على الأموال (التمويل).
- وظيفة استثمار الأموال (إدارة الأموال).
- وظيفة مقابلة المشاكل الخاصة.

وفي سياق بحثنا هذا سنحاول استعراض بعض هذه الوظائف كما سيأتي:

1- وظيفة اتخاذ القرارات

تعتبر وظيفة اتخاذ القرارات جوهر العملية الإدارية لأي تخصص وظيفي في الشركة، بل يمكن القول أن الإدارة التي لا تمارس "اتخاذ القرار" في منهجها اليومي، لا يمكن أن تُسند لها صفة الإدارة، إذ لا تعدو أن تكون وظيفة هامشية في خارطة الهيكل التنظيمي. وعلى مستوى الإدارة المالية، فإن جوهر عملها وفق المنهج الحديث كونها إدارة قائمة على "اتخاذ القرارات المالية" ومضمونها يدور حول تحقيق هدف استراتيجي متمثل بتعظيم القيمة السوقية للسهم أو ثروة الملاك. وعلى الرغم من عدم وجود نموذج واحد لشكل القرار المالي الذي تلجأ إليه الإدارة المالية إلا أن مضمونه عادة يكون متماثل في غالبية الشركات، حيث تتوزع هذه القرارات بين قرارات للاستثمار، وقرارات للتمويل، وقرارات لتوزيع الأرباح¹.

2- وظيفة التخطيط المالي والرقابة المالية

يشارك المدير المالي في رسم السياسات طويلة الأجل الخاصة بالشركة ككل، لذلك تعد وظيفة التخطيط المالي من أهم الوظائف التي يمارسها المدير المالي، وبذلك ينبغي عليه أن يحصل على صورة شاملة لعمليات ونشاطات الشركة التي يعمل بها، فهو يهتم أولاً بالخطط طويلة الأجل الخاصة بالتوسع في الموجودات الرأسمالية من مباني ومعدات وآلات... الخ، وهو ما سيستلزم استثمار مبالغ ضخمة. وعليه أيضاً أن يكون ملماً بالتقديرات المستقبلية للمبيعات ومن ثم يقوم بالتقديرات المستقبلية المتعلقة بالتدفقات النقدية (التدفق

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 45-46.

النقدي الداخل والخارج) خلال الفترة الزمنية القادمة، ولكن بالمجمل يقوم المدير المالي بوظيفة التخطيط المالي القصير الأجل والطويل الأجل، ويطلق على نتائج هذا النشاط "الموازنات التقديرية". فضلاً عن ما ذكر، من المهم الإشارة إلى أنه يجب على المدير المالي عند وضعه الخطط المالية أن يقوم بتصميم نظام للرقابة المالية يمكنه من مراجعة العمليات الفعلية مع الخطط التي سبق له وضعها، وبالتالي بواسطة تقارير الأداء يمكنه استكشاف الإنحرافات غير العادية، ويترتب على ذلك البحث عن أسباب حدوث هذه الإنحرافات ومن ثم تعديل العمليات أو تعديل الخطة نفسها وذلك بحسب ما يقتضيه الموقف. وعلى الرغم من أن الرقابة المالية تعد من المسؤوليات المباشرة للمراقب المالي إلا أنها عادةً ما تكون تحت الإشراف العام للمدير المالي¹.

3- وظيفة الحصول على الأموال (التمويل)

كان الحصول على الأموال وسيبقى من الوظائف الأساسية للإدارة المالية، فتدبير الأموال كنشاط يبدأ مع بداية المشروع ويستمر ما دام المشروع عاملاً، فإذا ما أراد المشروع الحصول على المال اللازم عن طريق إصدار الأسهم، يقوم المدير المالي بإعداد نشرة الإصدار لتعريف المستثمرين بالمشروع والغاية من الإصدار وإذا ما كانت هناك حاجة إلى بيع الأسهم بسرعة يتصل المدير المالي بالوسطاء في السوق المالية لترويج الأسهم إلى المتعاملين وبيعها، وإذا أراد المشروع الحصول على المال من المصارف يقوم المدير المالي بإعداد المعلومات الأساسية عن النشاط الذي من أجله يطلب القرض والتدفقات النقدية مبيئاً فيها كيفية استخدام القرض، وكيفية سداه مع الفوائد المستحقة عليه، ويتقدم بها إلى المسؤولين في هذه المصارف لمناقشتها والحصول على المال المطلوب. كما ويمكن للمشروع أن يقترض من الجمهور من خلال طرح سندات يتم بيعها للجمهور مباشرةً وتحمل سعر فائدة معين (قد يكون سعر الفائدة ثابت أو معوم) ويلتزم المشروع بدفع قيمة السند الإسمية عند الإستحقاق بالإضافة إلى دفع الفوائد بصورة دورية، إما سنويًا أو كل (6) شهور، وقد يباع هذا السند للجمهور بالقيمة الإسمية أو بعلاوة إصدار أو بخصم إصدار. وهنا تظهر مهمة المدير المالي بكيفية تدبير الأموال مع الأخذ بعين

¹ جليل كاظم العارضي، الإدارة المالية المتقدمة، مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص ص 47-48.

الإعتبار مصدر هذه الأموال، وتكلفة الحصول عليها، ومخاطرتها، والبدائل التمويلية المتاحة، ومحاولة الحصول على أفضل هذه المصادر والتي تكون بشروط ميسرة وتكلفة قليلة¹.

4- وظيفة استثمار الأموال (إدارة الأموال)

جاء الاهتمام باستخدام المال بالشكل الأمثل لأن الأموال المتوفرة لأي مشروع تكون محدودة وتتصف بالندرة، وإذا ما أُريد لهذا المشروع النجاح يجب استخدام هذه الأموال لتعطي أعلى عائد ممكن مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المرتبطة بالعائد. لذلك فعلى المدير المعني بالقرار المالي المقارنة بين العديد من البدائل: هل تصرف هذه الأموال على الأبحاث والتطوير على عمالة اضافية، أو على زيادة الحملة الإعلانية، أو على بناء مخزون سلمي أو شراء آلة جديدة، أو بناء مصنع أكبر... الخ. من هنا بدأت دراسة العوامل والأبعاد الاقتصادية المختلفة للمشروعات وبدأ استخدام المعايير الاستثمارية للمفاضلة بين البدائل المتاحة حتى يمكن قياسها على أسس علمية سليمة وأصبح التركيز على إدارة الموجودات من مهام الإدارة المالية. فالقرار الأول لأي مشروع هو اختيار نوع الصناعة التي سيعمل فيها المشروع وما هي منتجاته، أو الخدمات التي يقدمها، وعندما يتم اختيار ذلك تتحدد ربحيته ومخاطره بالقرارات المالية الخاصة بالتمويل ومدى الإعتماد على القروض في التمويل، ومركز السيولة للمشروع، وقرارات الاستثمار في البدائل الاستثمارية، حيث يحدد حجمه ونوع الموجودات الثابتة من مساحات وأبنية وآلات وأجهزة مستخدمة، وهنا يتم القرار الاستثماري، أي تخصيص الأموال بين البدائل الاستثمارية من موجودات وأنشطة مختلفة طبقاً للمعايير التي تحقق أهداف المشروع. وتواجه الإدارة المالية باستمرار مشكلة القرار فيما إذا كانت الأرباح المتوقعة من الاستثمار ستحقق في المدى القريب، فإذا كان بالإمكان قياس المنافع والنفقات بالدينار فالقرار سهل، وأما إذا ما كانت ستحقق خلال سنوات قادمة وبعض المنافع أو النفقات ليست نقدية فالقرار صعب²

¹ عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص ص 24-25.

² نفس المرجع، ص 25.

5- مواجهة مشكلات خاصة

إن الوظائف السابقة هي وظائف دورية متكررة، ولكن قد يواجه المدير المالي من وقت لآخر مشاكل مالية ذات طبيعة خاصة وغير متكررة، وقد لا تحدث خلال حياة المشروع، ومن هذه المشاكل الإفلاس، العسر المالي، الإندماج، التصفية، الانفصال¹.

الفرع الثاني: أهداف الإدارة المالية

يمكن اشتقاق أهداف الإدارة المالية أساسًا من أهداف الشركة، وحتى نتعرف على هدف الإدارة المالية بدلالة هدف الشركة ذاتها، ينبغي التأكيد على أن اهتمام الإدارة يركز على عملية اتخاذ القرارات المرتبطة بحجم وتركيب الموجودات، وكذلك مستوى ومكونات التمويل، ولاتخاذ قرارات مالية سليمة، فلا بد من فهم الأهداف المالية المطلوب تحقيقها، حيث توفر هذه الأهداف الإطار العام الذي يساعد على اتخاذ القرارات المثالية². وفيما يلي توضيح لطبيعة أهداف الإدارة المالية:

أولاً: هدف تعظيم الأرباح

يعتبر هدف تعظيم الأرباح من الأهداف الاستراتيجية للشركات الاقتصادية، وقد ساد الاعتقاد طويلاً ولا زال أن هذا الهدف يمثل الهدف الأول للشركات بكل ما في الكلمة من معنى، ولهذا فقد ارتبط هذا الهدف مع الملاك ارتباطاً وثيقاً، مما ساعد في اعتباره محوراً لأهداف الإدارة المالية، وبالتالي لجملة قراراتها. وتنشأ أهمية هذا الهدف من كون الربح يمثل التبرير الاقتصادي لاستمرارية أي شركة في الحياة الاقتصادية، كما أنه يمثل مؤشراً مهماً لتقييم الأداء الاقتصادي، بالإضافة إلى كونه يمثل مصدراً مهماً من مصادر التمويل الداخلية أو ما يسمى بالتمويل الذاتي، وبالتالي فإن تحقيق هذا الهدف إنما يعبر عن فاعلية القرارات المالية³.

¹ عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سابق، ص 26.

² محمد سلمان سلامة، مرجع سابق، ص 22.

³ علي فلاح الزعبي، أحمد دودين، مرجع سابق، ص 134.

ويمثل هدف تعظيم الأرباح أحد الوسائل الممكن استخدامها للحكم على فاعلية القرارات في الشركة، وعليه، ينصب الاهتمام بالقرارات والأعمال التي تؤدي إلى زيادة الأرباح دون غيرها من القرارات المؤدية إلى تقليلها، ومعنى هذا، أن قرارات الاستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح يتم توجيهها لتناسب هدف تعظيم الأرباح¹. ورغم اعتبار هذا الهدف محورًا لقرارات الإدارة المالية في الشركات الخاصة، وفي اقتصاديات السوق عمومًا، فإن ما يلاقيه في الشركات العامة من اعتراضات اجتماعية إنما ينطلق من وجود الشركة العامة. وهنا يجب التأكيد على أن تحقيق الربح و الرغبة في تعظيمه يجب أن لا يُفهم منه خروجًا عن المفهوم الاجتماعي لوجود الشركة الاقتصادية العامة، بل أن السياسات الاقتصادية الحديثة قد عززت مسعى هذه الشركات نحو ضرورة تحقيق الأرباح، بل ومحاسبتها عند عدم تحقيق ما هو مخطط، انطلاقًا من أن الربح الذي تحققه الشركة سوف لا يؤول إلى الأفراد، إنما يحول إلى الدولة كمصدر من مصادر تمويل الميزانية العامة لديها، بهدف استخدامه في مشاريع استثمارية جديدة، أو استخدامه في تعويض خسائر شركات مخطط لها أن تخسر وفق المنهج الاجتماعي للدولة، وقبل كل ذلك يعتبر الربح تعويضًا عن المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار الحكومي الموجه داخل الإقتصاد بشكله العام².

ثانيًا: هدف تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم

إن هدف تعظيم الربح يهمل العديد من العناصر الأساسية والهامّة خصوصًا العوائد المتوقعة، كونه يتجاهل التوقيت الزمني للتدفقات النقدية (الأرباح) أو ما يعرف بالقيمة الزمنية للنقود، وكذلك درجة المخاطر التي تتعرض لها التدفقات النقدية لعوائد السهم، إضافة إلى كونه قاصرًا على تلبية أهداف ومصالح كافة الأطراف ذات العلاقة بنشاط الشركة، كل هذا أدى إلى ظهور هدف يأخذ بعين الاعتبار التوقيت الزمني والمنافع،

¹ محمد سلمان سلامة، مرجع سابق، ص 23.

² حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص 45.

كما يأخذ بعين الاعتبار أيضًا نوعية المنافع المحققة، وهذا ما تجسد في هدف تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم قيمة السهم في السوق المالية¹.

لقد تبنت الغالبية العظمى من المؤلفات والكتابات، هدف تعظيم القيمة السوقية للسهم كهدف استراتيجي للإدارة المالية للشركات ومحورًا لقراراتها المالية، وقد تطورت الكثير من النظريات من هذا الهدف، بل أصبح هدف تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم، منهجًا فرضيًا لكل الدراسات التحليلية في حقل الإدارة المالية. إن هذا التعزيز والإسناد لهذا الهدف، لم يحصل من فراغ، بل أن هناك ما يبرره من عوامل بدليل²:

✓ إن تعظيم القيمة السوقية للسهم تتطلب أن تكون الوحدات التشغيلية في الشركات الاقتصادية أكثر كفاءة وأقل تكلفة، وأن تنتج سلعةً وخدمات بجودة مرتفعة وبأقل الأسعار.

✓ إن تعظيم القيمة السوقية للسهم تتطلب تطوير سلع يحتاجها المستهلك، وعلى هذا الأساس فإن دافع الربح سيؤدي إلى تطور تكنولوجيا حديثة وفرص عمل جديدة.

✓ إن تعظيم القيمة السوقية للسهم يتطلب بالضرورة توافر خدمات ما بعد البيع، ووجود مخزون كافٍ من السلع، وكذلك تواجد منافذ توزيع في أفضل المواقع.

ويعرف Glen (2002) تعظيم ثروة الملاك على أنها تعظيم القوة الشرائية، من خلال الزيادة في توزيعات الأرباح على حملة الأسهم، وكذلك ارتفاع أسعار أسهمهم في السوق³.

وبالتالي، ومما سبق يتبين لنا أن هدف تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للأسهم، سوف يحقق الرخاء الاقتصادي والقيمة الاجتماعية المنشودة.

¹ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2007، ص 25.

² حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص 45.

³ Arnold Glen, **Corporate financial management**, 2nd edition, Harlow: Financial Times Prentice Hall, 2002, p4.

المطلب الثالث: عملية اتخاذ القرارات الإدارية

تعتبر عملية اتخاذ القرارات محور العملية الإدارية وجوهرها، وإن نجاح الشركة يتوقف على قدرة وكفاءة الإدارة على اتخاذ القرارات المناسبة. وعليه سنحاول في هذا المطلب توضيح بعض المفاهيم، والخصائص، والمراحل، والعناصر المتعلقة بعملية اتخاذ القرار.

الفرع الأول: مفهوم عملية اتخاذ القرار

يعد القرار جزءًا أساسيًا مرتبطًا بأمور حياتنا اليومية من أكثرها بساطة إلى أكثرها تعقيدًا، ومن هذا المنطلق فعملية اتخاذ القرارات في وقتنا الحالي لم تعد أسلوبًا من أساليب التجربة والخطأ، بل أصبحت تعتمد على أساليب علمية دقيقة بغرض الوصول إلى القرارات السليمة الأكثر نجاعة وفعالية. تعتبر عملية اتخاذ القرار المحور الأساسي الذي تدور حوله العملية الإدارية بمختلف وظائفها، حيث أن نجاح الشركات يتوقف إلى حد كبير على سلامة ورشد القرارات التي يتم اتخاذها، ويعتبر هيربر سيمون - Herbert Simon أب نظرية القرار (1952)، والذي يرى أن القرار ما هو إلا اختيار بين مجموعة من البدائل أو الحلول الممكنة لمشكلة ما، وتهدف نظرية القرارات إلى المساعدة في اختيار البديل أو الحل الأمثل للمشكلة قيد الدراسة عن طريق اتباع مجموعة من الإجراءات والخطوات التي تتصف بالكفاءة وتحديد أفضل القرارات التي يجب اتخاذها¹.

ولقد حظي مفهوم اتخاذ القرار بأهمية استثنائية في مختلف المجالات والأنشطة الإدارية، إذ يسهم بشكل أساسي في تمكين الشركة من مواصلة أنشطتها بكفاءة وفعالية، فاتخاذ القرارات ما هي إلا عملية الاختيار

¹ Rotich David Kipkorir, Barbara M. Namiinda, Doreen Njeje, "Influence of Investment Decisions on the Financial Performance of SACCOS: A Survey of Registered SACCOS in Baringo County", **International Journal of Science and Research**, Vol. 5, Issue 4, 2016, p906.

المدرک لبديل من البدائل المتاحة والمحتملة لتحقيق هدف أو أهداف محددة مصحوبًا بتحديد إجراءات التنفيذ¹.

- وقد عرفه كل من علاء وفاطمة (2011) بأنه "عملية اختيار البديل الأفضل من بين عدد من البدائل من حيث قدرته على تحقيق أكبر مجموعة من النتائج المرغوبة، وأقل مجموعة من النتائج غير المرغوبة"².

- وعرفه نواف (2011) على أنه "مسار فعل يختاره متخذ القرار باعتباره أنسب وسيلة متاحة أمامه لإنجاز الهدف أو الأهداف التي يتبعها"³.

- وقد عرف Lunenburg (2010)، عملية اتخاذ القرار بأنها عملية الاختيار بين عدد من البدائل لتحقيق النتائج المطلوبة⁴.

- أما أحمد (2002) فقد عرفها على أنها "استخدام بعض المعايير الموضوعية، لاختيار بديل ما من بين بديلين محتملين أو أكثر"⁵

- وفرق حسن (2010)، بين عملية صنع القرار وعملية اتخاذ القرار؛ مبيّنًا أن العملية الأولى تُعنى بتحديد المشكلة والبدائل المتاحة ثم دراستها للوصول إلى حل، فعملية صنع القرار تشتمل على الجهود المبذولة قبل عملية إجراء الاختيار وبعدها، أما عملية اتخاذ القرار فتتمثل ناتج العملية الأولى، ويمثل القرار اختيار البديل الأفضل⁶.

¹ عبد العزيز حبتور، أصول ومبادئ الإدارة العامة، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص185.

² علاء فرحان الدعوي، فاطمة عبد علي سليمان المسعودي، المعرفة السوقية والقرارات الإستراتيجية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص135.

³ نواف كنعان، اتخاذ القرارات الإدارية بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص83.

⁴ Lunenburg, F., "The decision-making process", **National forum of Educational Administration and Supervision Journal**, Vol. 27, No. 4, 2010, p2.

⁵ أحمد محمد غنيم، إدارة الأعمال، المكتبة العصرية، مصر، 2002، ص122.

⁶ حسن ياسين طعمة، نظرية اتخاذ القرارات أسلوب كمي تحليلي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص20.

وبالتالي، فعملية اتخاذ القرارات هي عملية عقلانية منهجية، تقوم على اختيار أنسب البدائل المتاحة بالمفاضلة بينها باستخدام معايير محددة، وبما يتماشى مع الظروف الداخلية والخارجية التي تواجه متخذ القرار، بهدف حل مشكلة معينة.

الفرع الثاني: خصائص عملية اتخاذ القرار

تشتمل عملية اتخاذ القرار على مجموعة من الخصائص المميزة لها والتي توضح طبيعتها، مجملة فيما يلي:¹

✓ عملية قابلة للترشيد: فليس بالإمكان الوصول إلى ترشيد كامل للقرار، وإنما يمكن الوصول إلى حد من المعقولية والرشد.

✓ تتأثر بعوامل ذات صبغة إنسانية واجتماعية: وهذه الصفة نابعة من كون هذه العملية تتأثر بعوامل سيكولوجية نابعة من شخصية الأفراد المساهمون في القرار، وبالعوامل الاجتماعية نابعة من بيئة القرار.

✓ تمتد في الماضي والمستقبل: فالقرار الإداري امتداد لقرارات سابقة، بل يعتبر حلقة من سلسلة قرارات. كما يمتد في المستقبل من حيث كون آثار القرار تنصرف إلى المستقبل.

✓ تقوم على الجهود الجماعية المشتركة: فهذه العملية تحتاج إلى جهد مشترك يبرز من خلال مراحلها المتعددة، فالقرار خلاصة جهد جماعي.

✓ تتصف بالعمومية والشمول: تتصف بالعمومية من حيث أن أنواع القرارات وأسس وأساليب اتخاذها عامة بالنسبة لجميع الشركات. وشاملة من حيث أن القدرة على اتخاذ القرارات ينبغي أن تتوافر في جميع من يشغلون المناصب الإدارية.

✓ عملية ديناميكية مستمرة: فهي عملية مرحلية تنتقل من مرحلة لأخرى وصولاً إلى الهدف، كما أن التغيير المستمر للمشكلة يفرض على متخذ القرار متابعة هذا التغيير لحل المشكلة.

¹ نواف كنعان، مرجع سابق، ص 87 ، 91.

✓ عملية مقيدة وتتسم بالبطء أحياناً؛ فمتخذ القرار يخضع لقيود متعددة ويتعرض لضغوط متنوعة،

كما أنها عملية تتسم بالبطء؛ لكونها تستغرق وقتاً طويلاً لاتخاذ القرار.

✓ عملية معقدة وصعبة: تتطلب نشاطات متعددة، وقدرات ومهارات لإنجازها.

الفرع الثالث: مراحل عملية اتخاذ القرار

تمر عملية اتخاذ القرار بسلسلة من المراحل والخطوات المرتبة والمتعاقبة، وقد اختلفت آراء العلماء والباحثين في وضع خطوات موحدة إلى مراحل اتخاذ القرارات الإدارية واختلفوا في ترتيبها، ويُعزى ذلك إلى اختلاف الاتجاهات الفكرية والعملية والعلمية. إلا أن هناك اتفاقاً عاماً بينهم على الخطوات الأساسية التي يجب اتباعها عند اتخاذ القرارات، وهي كالتالي:

المرحلة الأولى: تشخيص المشكلة

من الأمور الهامة التي ينبغي على متخذ القرار إدراكها وهو بصدد التعرف على المشكلة الأساس وأبعادها، هي تحديده لطبيعة الموقف الذي خلق المشكلة ودرجة أهمية المشكلة، وعدم الخلط بين أعراضها وأسبابها، والوقت الملائم للتصدي لحلها واتخاذ القرار المناسب والفعال بشأنها، فتحديد المشكلة يتطلب التعرف على جميع جوانبها بشكل دقيق وصحيح¹.

المرحلة الثانية: جمع البيانات والمعلومات والبيانات

إن فهم المشكلة فهماً حقيقياً واقتراح البدائل المناسبة لحلها، يتطلب جمع البيانات والمعلومات ذات الصلة بالمسألة محل القرار، ذلك أن اتخاذ القرار الفعال يعتمد على قدرة متخذ القرار في الحصول على أكبر قدر ممكن من البيانات الدقيقة والمعلومات المحايدة والملائمة زمنياً من مصادرها المختلفة، ومن ثم تحديد

¹ نوال عبد الكريم الأشهب، اتخاذ القرارات الإدارية: أنواعها ومراحلها، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص6.

أحسن طريقة للحصول عليها، ثم تحليلها تحليلًا دقيقًا، ومقارنة الحقائق والأرقام، والخروج من ذلك بمؤشرات ومعلومات تساعد على الوصول إلى القرار المناسب¹.

المرحلة الثالثة: تحديد البدائل المتاحة وتقويمها

ويتوقف عدد الحلول ونوعها على عوامل عديدة كوضع الشركة، والسياسات التي تطبقها، والفلسفة التي تلتزم بها، وإمكانياتها المادية والوقت المتاح أمام متخذ القرار، واتجاهات متخذ القرار وقدرته على التفكير المنطقي والمبدع الذي يعتمد على التفكير الابتكاري الذي يركز على التصور والتوقع وخلق الأفكار التي تساعد على تصنيف البدائل المتوفرة وترتيبها والتوصل إلى عدد محدود منها².

المرحلة الرابعة: اختيار البديل المناسب لحل المشكلة

وتتم عملية المفاضلة بين البدائل المتاحة واختيار البديل الأنسب وفقًا لمعايير موضوعية يستند إليها متخذ القرار في عملية الاختيار وأهمها³:

- الكفاءة: يتسم البديل بالكفاءة إذا كان بالإمكان احتواء المشكلة وانهاز الفرصة المناسبة.
- الجدوى: ويشير هذا المعيار للعوائد التي يمكن أن تتحقق إذا تم تبني هذا البديل.
- إمكانية التطبيق: في ظل الإمكانيات والموارد المتاحة، وفي ظل القيود المحيطة بالقرار.
- المخاطرة: تتضمن معظم البدائل عنصر المخاطرة المتعلق ببذل الجهود.
- الوقت: يمثل الوقت أهم المعايير الهامة للمفاضلة بين البدائل.
- التكاليف: ما يتحمله متخذ القرار من أعباء مختلفة خاصة ما ترتبط بالتكاليف المالية.
- القيم الشخصية: يشير إلى القيم والمعتقدات والاتجاهات الشخصية لمتخذ القرار.

¹ نوال عبد الكريم الأشهب، مرجع سابق، ص 6.

² نفس المرجع، ص 7.

³ حسن ياسين طعمة، مرجع سابق، ص 25.

المرحلة الخامسة: متابعة تنفيذ القرار وتقويمه

يجب على متخذ القرار اختيار الوقت المناسب لإعلان القرار حتى يؤدي القرار أحسن النتائج. وعندما يطبق القرار المتخذ وتظهر نتائجه، يقوم متخذ القرار بتقويم هذه النتائج ليرى درجة فاعليتها، ومقدار نجاح القرار في تحقيق الهدف الذي اتخذ من أجله. وتُنمي عملية المتابعة لدى متخذي القرارات أو مساعديهم القدرة على تحري الدقة والواقعية في التحليل أثناء عملية التنفيذ وهذا يساعد على اكتشاف مواقع القصور ومعرفة أسبابها واقتراح سبل علاجها. ويضاف إلى ذلك أن عملية المتابعة لتنفيذ القرار تساعد على تنمية روح المسؤولية لدى المرؤوسين، وحثهم على المشاركة في اتخاذ القرار¹.

الفرع الرابع: عناصر عملية اتخاذ القرارات

لكي يتخذ القرار بشكل علمي ومدروس، ينبغي أن يستند على مجموعة من العناصر، سندرجها في النقاط التالية:²

1. متخذ القرار: فقد يكون فردًا أو جماعة، ومتخذ القرار الرشيد بحاجة إلى الابتكار، أي أن تكون لديه القدرة على إيجاد أفكار جديدة مفيدة ومناسبة للمشكلة، تختلف عما فعل سابقًا.
2. موضوع القرار: وهو المشكلة التي تتطلب البحث عن حل أو اتخاذ قرار بشأنها، فأغلب المشاكل لا تظهر بشكل واضح، وهناك مشاكل ظاهرية لا تعبر عن المشكلة الحقيقية.
3. الأهداف والدافعية: فلا يتخذ القرار إلا إذا كان وراءه دافع لتحقيق هدف معين.
4. المعلومات: إن توفير المعلومات الملائمة والموثوقة عن المشكلة، مسألة حيوية لنجاح القرار.
5. التنبؤ: يعتبر ركنًا أساسيًا يساعد في إدراك أبعاد المشكلة تمهيدًا لاتخاذ قرار بشأنها.

¹ نوال عبد الكريم الأشهب، مرجع سابق، ص 9.

² عليان ربي مصطفى، العمليات الإدارية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 61-62.

6. البدائل: يمثل البديل مضمون القرار الذي سوف يتخذ لحل مشكلة ما، فمتخذ القرار الجيد

هو الذي يختار البديل الأنسب والأفضل بين البدائل المتاحة لحل المشكلة.

7. مناخ القرار: أي الجو العام الذي يتم فيه اتخاذ القرار من ظروف داخلية وخارجية، تضع

أمام متخذ القرار قيود عند اتخاذها للقرار، الأمر الذي يحتم عليه أن يحسن التعامل مع هذه

القيود.

وطبقاً لهذه العناصر يتخذ صانع القرار، وبالأخص مسير أو مدير الشركة العديد من القرارات ويكون

القرار جيداً إذا تحقق الهدف المرجو من اتخاذها، إذ أن هذا الهدف يستخدم أيضاً كمعيار لتقييم القرار،

فعملية تقييم القرار لا تستهدف تقييم القرار في حد ذاته، بل الأهداف المرجوة منه، ولعل ذلك يقود إلى القول

بأن تقييم القرارات يستلزم تقييم الأداء لنشاط معين، للوقوف على ما يمكن أن يقدمه القرار للشركة وفق

الأهداف المرجوة، ليسمح في الأخير بترشيد تلك القرارات واختيار البدائل التي تستهدف في نهاية الأمر الهدف

الأسى الذي تسعى الشركة لتحقيقه، والمتمثل في رفع قيمتها، وفروعها وأنشطتها.

وترتبط عناصر اتخاذ القرار بشكل تفاعلي، حيث يدرس متخذ القرار المشكلة موضوع القرار

مستخدماً أساليب اتخاذ القرار، لتحليل المعلومات المتاحة حول البدائل المتوفرة، وإدراك أبعاد المشكلة،

تمهيداً لاتخاذ قرار بشأنها، مع الأخذ بعين الاعتبار المناخ العام والقيود التي تواجه القرار، متبعاً في ذلك كله

مراحل عملية اتخاذ القرار.

المبحث الثاني: أساسيات القرار الاستثماري

إن نجاح سوق الأعمال والاستثمار في إدارة وظائفه يتوقف على مدى تحقيق المستثمرين لرغباتهم في

اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. ويعد القرار الاستثماري من أهم مراحل عملية الاستثمار لارتباطه بمستقبل

الشركة، وتكمن مخاطره في عدم إمكانية الرجوع فيه، فهو يعتبر عملية ديناميكية تتضمن العديد من الخيارات

التي يستلزم تقييمها لاتخاذ القرارات المناسبة لتحقيق الأهداف المرسومة بالإعتماد على أسس علمية ومعايير

تقييم للفرص الاستثمارية المتاحة والتي تأخذ بعين الاعتبار الهدف الرئيسي للشركة في تعظيم ثروة المساهمين. ولتوضيح ذلك أكثر سنسلط الضوء على مفهوم القرار الاستثماري وأنواعه، أسسه والمراحل والمبادئ التي يقوم عليها.

المطلب الأول: مفهوم، وأهمية القرار الاستثماري، والعوامل المؤثرة فيه

إن قرار الاستثمار ومهما كان شكل الاستثمار يعدُّ من أصعب القرارات وأكثرها حساسية. فهذا القرار في جوهره يمثل عملية تخصيص للموارد، هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فإنه يعدُّ شكلاً من أشكال توزيع الدخل القومي. هذه الكينونة تفرض بالضرورة أن يكون هذا القرار سليماً ومستنداً على أسس رصينة بغرض حماية الموارد النادرة وعدم تبديدها.

الفرع الأول: مفهوم القرار الاستثماري

يشير مصطلح قرار الاستثمار بصفة عامة إلى قرار تخصيص مجموعة من الموارد في الوقت الحاضر على أمل تحقيق عوائد سوف تتحقق على مدار عدة فترات زمنية مقبلة¹.

وعُرف قرار الاستثمار، كقرار حول تخصيص وإعادة تخصيص الأموال والموارد في المشاريع والموجودات في الشركة. وقرار الاستثمار أو يسمى أيضاً باسم قرار الموازنة الرأس مالية هو عملية تخطيط وإدارة استثمارات الشركات على المدى الطويل².

ويمكن القول إن القرار الاستثماري هو "ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين أو أكثر"³.

¹ أمين السيد احمد لطفي، تقييم المشروعات باستخدام مونت كارلو للمحاكاة، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص21.

² David, Fred R, **Strategic Management: Concepts and Cases**, New Jersey : Pearson Education Inc, 2007, p135.

³ عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2006، ص38.

ويمكن تعريفه على أنه " القرار الذي يقوم على صرف الإنفاق الفوري من أجل الاستفادة من ربح على عدة فترات متتالية" ¹.

ويمكن تعريفه أيضاً بأنه " ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل، والمبني على مجموعة من الدراسات التي تسبق عملية الاختيار، وتمر بعدة مراحل تنتهي باختيار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقاً لأهداف المشروع الاستثماري" ².
وفي هذا الإطار لابد وأن نتعرض لمفهوم القرار الاستثماري الرشيد:

يستند مفهوم القرار الاستثماري الرشيد على مبدأ الرشادة الاقتصادية الذي يقوم عليه علم الإقتصاد أساساً، حيث من المفترض أن متخذ القرار الاستثماري يتسم بالقدرة على حسن التصرف في الموارد النادرة المتاحة، أي عملية البحث في كيفية استخدام الموارد الاقتصادية أحسن استخدام ممكن والتي يكون لها استخدامات عديدة، بحيث يصل إلى توظيف واستثمار تلك الموارد في النشاط أو المشروع الذي يعطي أكبر عائد ممكن على الاستثمار آخذاً في الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة أو الضائعة والمضحي بها ³.

وتنفرد القرارات الاستثمارية بالخصائص الأساسية الآتية: ⁴

1. قرارات لها تأثيرات طويلة الأجل، ترجع لوجود الفاصل الزمني الواضح بين حدوث النفقة الاستثمارية واكتمال الحصول على العوائد المتوقعة خلال الفترات المستقبلية، حيث عادة لا يتم الحصول على تلك العوائد دفعه واحدة، وتتحقق خلال عدة فترات زمنية تتعدى السنة، وتلك الخاصية للقرار

الاستثماري يترتب عليها ما يلي:

✓ مشكلة القيمة الزمنية للنقود.

¹ Patrick Piget, **Décision d'investissement Incertitude et information**, Ed Economica, Paris, 2011, p9.

² معراج هواري، عباس مهناس، أحمد مجدل، القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 64.

³ معراج هواري، عباس مهناس، أحمد مجدل، مرجع سابق، ص 64.

⁴ أمين السيد لطفى، دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 2-3.

✓ مشكلة المخاطرة وعدم التأكد.

✓ مشكلة تأثير تقلبات مستويات الأسعار.

2. قرارات الاستثمار لا يمكن التراجع عنها، بما أنها تمتد أثارها لفترة طويلة وتتضمن آليات أو معدات

لأغراض خاصة، فإن من الصعب التراجع عن قرار الاستثمار لأنه يتضمن شراء معدات بتكاليف عالية جداً ويكون استخراجها لأغراض محددة.

3. قرارات الاستثمار توجب الحصول على التمويل، فالتوسع في حجم الاستثمارات يتطلب قدر كبير من

النفقات، لذا يجب القيام بعملية دراسة جدوى قبل القيام بصرف الأموال.

وعلى ضوء ما سبق يمكن إعطاء تعريف عام للاستثمار-والذي يعني المبادلة بين الإنفاق الحالي أو المبدئي بالإيرادات المستقبلية¹.

والاستثمار في المفهوم الاقتصادي هو الزيادة الصافية في رأس المال الحقيقي للمجتمع، وبمعنى آخر هو

كل إضافة جديدة إلى الأصول الرأسمالية المملوكة للمجتمع كالألات والمعدات والتجهيزات ووسائل النقل وكذا المخزون من السلع والخامات التي سوف يجري استخدامها في إنتاج سلع استهلاكية أو إنتاج سلع استثمارية، فضلاً عن الإنفاق الاستثماري على أعمال الصيانة الجوهرية التي تؤدي إلى زيادة عمر الآلات والمعدات أو زيادة إنتاجيتها².

الفرع الثاني: أهمية القرار الاستثماري

يعد القرار الاستثماري من أهم وأصعب القرارات التي تتخذها الإدارة في الشركة، بهدف تحديد الهيكل

الأمثل لحجم الاستثمار، إذ تؤثر هذه القرارات على بقاء واستمرار ونمو الشركة، وتأخذ القرارات الاستثمارية

أهميتها البالغة للأسباب التالية:³

¹ عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2007، ص256.

² ضمير حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005، ص49.

³ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، رسمية ذكي قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص217.

✓ المبالغ المنفقة على هذه الاستثمارات عادة ما تكون ضخمة، وتمثل وزناً مهماً من الهيكل المالي للشركة.

✓ نتائج الاستثمارات تترجم في المدى البعيد وتستمر لفترة طويلة، بحيث أن هذه الحقيقة تعني أن متخذ القرار يفقد الكثير من مرونته.

✓ صعوبة العدول عن المشروع أو تبديله بعد التنفيذ بسبب ضخامة الأموال المستثمرة، ما يؤدي إلى خسائر كبيرة في حالة عدم نجاح المشروع.

✓ يشكل الاستثمار خطراً لكون مردوديته لا تظهر في الأجل القصير، وكذلك في تحقيق المداخيل الإيجابية غير أكيد (لأن الاستثمار يرتبط بحالة عدم التأكد).

وعليه يعتبر قرار الاستثمار من أصعب القرارات التي تتخذ لسببين رئيسيين هما:¹

• إن القرار الاستثماري يعتمد كلياً على التنبؤات؛ حيث يعتبر إعداد التقديرات من أصعب مراحل دراسات الجدوى للمشروعات، وليست الصعوبة في إعداد تقديرات لمختلف التدفقات النقدية، وإنما مراعاة دقة هذه التدفقات على مر الزمن، ويرجع ذلك لاختلاف القيمة الزمنية للنقود. بالإضافة إلى التقديرات الكمية للتدفقات وما يتولد عليها من صعوبات، توجد جوانب أخرى يصعب وضع قيم أو تقديرات لها بدقة مثل التطور التكنولوجي في المستقبل، والظروف والأوضاع الاقتصادية .

• مراعاة أن يكون الاستثمار الجديد متماشياً مع أنشطة الشركة، أهدافها وسياساتها؛ أي تحقيق التجانس والتناسق بين قرار الاستثمار وأهداف وسياسات المشروع، وهي ليست عملية سهلة كما يُعتقد ففي كثير من المشروعات الصغيرة والمتوسطة لا تكون الأهداف والسياسات معلنة بطريقة

¹ طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص15.

واضحة، وهذا يعني أن سياسة الاستثمار غير المدروسة قد تتعارض مع هذه الأهداف مما قد يؤدي إلى التأثير في مستقبل الشركة.

الفرع الثالث: العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري

تتعدد المتغيرات والعوامل التي تؤثر على طبيعة اتخاذ القرار الاستثماري، وتتمثل أهم هذه العوامل فيما يلي:¹

- 1- نوعية الاستثمار الملائم لاستراتيجية المشروع في تحقيق معدلات النمو المطلوبة.
- 2- حجم الأموال اللازمة ومصادر التمويل التي يجب أن تكون بأقل التكاليف بهدف زيادة ربحية المشروع.
- 3- درجة الخطر التي تتعرض له التدفقات النقدية في المستقبل وطبيعة هذه المخاطر من حيث كونها مخاطر داخلية أو خارجية، ومدى ارتباط الاستثمار المقترح بالمشاريع الأخرى ودرجة استقلاليتها عنها، وتأثير كل ذلك على درجة الخطر الكلية للمشروع.
- 4- التنبؤ بحجم الإيرادات المتوقع الحصول عليها مستقبلاً ومدى تغطيتها للإلتزامات المالية المترتبة على تنفيذ وتشغيل المشروع وتحقيق العائد المطلوب من قبل المستثمر.
- 5- دراسة البيئة الاقتصادية المحيطة بالمشروع ومدى إمكانية تطور واستقرار المشروع وكيفية التعامل مع عناصر البيئة من حيث طبيعة المشاريع المنافسة وقدراتها الإنتاجية ودرجة تأثيرها على السوق، وطبيعة العملاء ونفسياتهم (سيكولوجيتهم) وتطور الذوق العام ومستوى المعيشة ودرجة التطور التكنولوجي.

المطلب الثاني: أنواع القرارات الاستثمارية والمبادئ التي تقوم عليها

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

وهناك عدة تصنيفات للقرارات الاستثمارية، كما يقوم القرار الاستثماري على جملة من المبادئ والأسس.

¹ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص ص 275-276.

الفرع الأول: أنواع القرارات الاستثمارية

بما أن الاستثمار هو التضحية بأموال حالية من أجل الحصول على أموال مستقبلية تفوق الأموال المستثمرة فإنه يمكن تصنيف الاستثمارات على النحو التالي:¹

1- قرارات تحديد أولويات الاستثمار

ويتم اتخاذ القرار الاستثماري في هذا الحالة من بين عدد معين من البدائل الاستثمارية المحتملة والممكنة لتحقيق نفس الأهداف، ويصبح المستثمر أمام عملية اختيار البديل الأفضل بناءً على مدى ما يعود عليه من عائد أو منفعة خلال فترة زمنية معينة، ومن ثم يقوم بترتيب أولويات الاستثمار طبقاً للأولويات التي يحددها واهتمامات كل مرحلة، فإذا اعتبر أن العائد على الاستثمار هو الذي يحكم تفضيلاته فإنه سيقوم بترتيب البدائل الاستثمارية طبقاً لهذا المدخل، فإذا كان أمام المستثمر خمس بدائل استثمارية هي البديل (A) وعائده (30%) والبديل (B) وعائده (15%) والبديل (C) وعائده (20%) والبديل (D) وعائده (35%)، فإن المستثمر في هذه الحالة يختار البديل (D) ويرتب باقي البدائل على هذا الأساس، فيكون البديل التالي هو (A) ثم (C) ثم (B) ويأخذ قرار البدء في تنفيذ المشروع (D) على أن يؤجل باقي البدائل إلى التوقيت المناسب في المستقبل إذا رغب في ذلك.

2- قرارات قبول أو رفض المشروع

وفي هذه الحالة يكون المستثمر أمامه بديل واحد لاستثمار أمواله في نشاط معين أو الاحتفاظ بها دون استثمار، وهذا القرار يجعل فرص الاختيار أمام المستثمر محدودة جداً، وهو يختلف عن الوضع السابق الذي يتميز بوجود فرص وبدائل كثيرة وكانت المشكلة هي اتخاذ قرار بعد وضع أولويات، أما في هذه الحالة فالمستثمر عليه أن يقبل البديل الاستثماري الذي اكتملت وتمت له دراسة الجدوى التفصيلية أو يرفضه لعدم إمكانية التنفيذ، ومن هنا يصبح الاختيار أضيق بكثير من قرارات تحديد الأولويات.

¹ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص ص 43، 45.

3- قرارات الاستثمار المانعة تبادليًا

وفي هذا النوع من القرارات توجد العديد من فرص الاستثمار ولكن في حالة اختيار المستثمر إحدى هذه الفرص في نشاط معين فإن ذلك لا يمكنه من اختيار نشاط آخر، فالنشاط يمنع تبادليًا النشاط الآخر، فإذا تم اختيار الاستثمار في مشروع صناعي فإن ذلك يمنع الدخول في مشروع زراعي، وإذا تم اختيار مشروع للسوق المحلي فإن ذلك يمنع الدخول في مشروع تصديري في نفس الوقت، وهنا نتحكم في تلك العملية بمفهوم تكلفة الفرصة البديلة.

4- القرارات الاستثمارية في ظروف التأكد والمخاطرة وعدم التأكد

إذ يمكن أن تُتخذ القرارات في ظروف التأكد حيث تكاد تنعدم المخاطرة أو تقترب من الصفر، ومن ثم تتم عملية اتخاذ القرار الاستثماري بسهولة وببساطة حيث تكون لدى متخذ القرار معلومات كاملة ولديه دراية تامة بالمستقبل ونتائجه، وهو وضع بعيد عن الواقع لأن القرارات الاستثمارية دائمًا مصحوبة بدرجة معينة من المخاطر، ولذلك توجد القرارات التي تتم في درجة معينة من درجات المخاطرة ما بين (0% - 100%) وهذه القرارات هي التي يتم في إطارها اتخاذ معظم القرارات الاستثمارية في الواقع العملي وخاصةً تلك القرارات التي تتجه تنازليًا أي تبتعد عن 100%، وكلما ابتعدت كلما كانت قابليتها للتحقيق أكثر فيما يتعلق بالمشروعات الاستثمارية، وهنا تلعب دراسات الجدوى المالية دورًا كبيرًا في اتخاذ القرار الاستثماري في مثل تلك الحالات. وهناك القرارات الاستثمارية التي تتم في حالة عدم التأكد وهي الحالات التي تكون درجة المخاطرة فيها تقترب من 100%، وهي قرارات قلما تحدث في مجال الاستثمار وتحتاج إلى خبرة عالية في إجراء دراسات الجدوى المالية في مجال الاستثمار وتطبيق أساليب على درجة مرتفعة من التقدم لكي يُتخذ القرار الاستثماري في مثل تلك الظروف.

كما تنقسم قرارات الاستثمار في ضوء البعد الزمني للعوائد المتوقع تحقيقها، إلى:¹

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص 70-71.

أ- قرارات الاستثمار قصيرة الأجل:

تدور هذه المجموعة من القرارات حول الاستثمار في الموجودات المتداولة والتي تشكل جزءاً مهماً من حركة الاستثمار الداخلي في الشركات، بل إن الجزء الأكبر من مسؤوليات الإدارة المالية سوف ينحصر في تحديد حجم الاستثمارات في الموجودات المتداولة وفقراتها الرئيسية مثل النقد والاستثمارات المؤقتة والذمم المدينة والمخزون السلعي، لارتباط هذا الجزء بحركة الدورة التشغيلية وبقدرة الشركة في تحقيق وتعظيم عوائدها وفي تحديد وضمان السيولة المطلوبة، لذلك فالقرار السليم هو القرار الذي يضمن الحجم الاقتصادي الأمثل لحجم الاستثمار في الموجودات المتداولة.

ب- قرارات الاستثمار طويلة الأجل

تهتم هذه المجموعة من القرارات بالإنفاق الاستثماري الطويل الأجل والمتمثل بالاستثمار في الموجودات الثابتة، والمعروف عن هذا النوع من القرارات أنه يعتبر من أصعب وأخطر القرارات المالية لكونه يرتبط بنوع من الاستثمار يتصف بكبر المبالغ التي يحتويها ويضمن عوائد سنوية لفترات طويلة في المستقبل، كما أن هذا النوع من الاستثمار يرسم حدود العملية الإنتاجية في شركة الأعمال وليس من السهولة التخلص منه عندما تتم عملية الاستثمار فيه.

الفرع الثاني: المبادئ التي يقوم عليها القرار الاستثماري

عند اتخاذ القرار الاستثماري فإن هناك بعض المبادئ والمقومات التي يجب مراعاتها وهي:¹

✓ مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية: بما أن الأموال المستثمرة ضخمة فإنه يجب اختيار العديد من البدائل ويستحسن ألا يقل عددها عن ثلاثة، فكلما كانت البدائل كثيرة ومتعددة فإنها تعطي متخذ القرار مرونة أكبر وتمكنه من اتخاذ القرار الصائب .

¹ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص ص 270-271.

✓ مبدأ الملاءمة: أي يجب أن يتوافق المشروع الاستثماري المختار مع الإمكانيات المالية الموجودة لدى الشركة؛ بمعنى اختيار المجال الاستثماري المناسب، وكذلك الأداة الاستثمارية المناسبة في ذلك المجال بما ينسجم (يلتئم) وظروف المستثمر سواء كانت فردًا أو شركة.

✓ مبدأ الخبرة والكفاءة: حتى ينجح المشروع لابد أن تتوفر لدى المستثمر المؤهلات اللازمة والخبرة الكافية لإدارة المشروع، أو الاستعانة والاعتماد على مختصين ومستشارين تتوفر فيهم الشروط المطلوبة، وإذا كان المستثمر العادي لا يملك مثل هذه الخبرة والإمكانية عليه التوجه إلى الاستشاريين الماليين وبيوت الخبرة المتخصصة لغرض ترشيد قراره الاستثماري الذي سيؤثر على مستقبل المستثمر ومدى تحقيق الأرباح أو الخسائر على الأموال المستثمرة.

✓ مبدأ تنوع المخاطر الاستثمارية: من خلال تنوع الأدوات الاستثمارية ما يؤدي إلى تخفيض الخطر، بحيث أن الخسارة في أداة معينة يعوضها الربح في أداة أخرى.

المطلب الثالث: المقومات الأساسية لقرار الاستثمار

يقوم القرار الاستثماري الناجح على المقومات التالية:

الفرع الأول: الاستراتيجية الملائمة للاستثمار وضوابطها

تُبنى استراتيجية المستثمر على ضوء تفضيله الشخصي، وهو المعيار الذي يصنف المستثمرين إلى عدة أصناف.

(1) العناصر المحددة لاستراتيجية المستثمر: تختلف استراتيجيات الاستثمار التي يتبناها المستثمرون

بحسب اختلاف أولوياتهم الاستثمارية، وتتمثل أولويات المستثمر بما يعرف بمنحنى تفضيله

الاستثماري (Investor Preference Curve) والذي يختلف من مستثمر لآخر وفق ميله تجاه العناصر

الأساسية الثلاثة الآتية:¹

أ. الربحية (Profitability).

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة 3، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 39.

ب. السيولة (Liquidity).

ج. الأمان (Safety).

يعبر عادة عن ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع تحقيقه من الأموال المستثمرة، بينما يعبر عن ميله تجاه العنصرين الآخرين (السيولة والأمان) بالمخاطرة التي يكون مستعداً لقبولها في نطاق العائد على الاستثمار الذي يتوقعه، وعلى هذا الأساس فإن المنحنى التفضيلي لمستثمر ما هو ذلك المنحنى الذي ستقع عليه جميع النقاط الممثلة لبدائل المزج الممكنة أو بدائل المقايضة بين العائد الذي يتوقعه من جهة، والمخاطرة التي يقبلها من جهة أخرى.

(2) أصناف المستثمرين: ينقسم المستثمرون حسب منحنيات تفضيلهم الاستثمارية إلى ثلاثة أنماط هي:¹

✓ **المستثمر المتحفظ:** هو مستثمر يعطي عنصر الأمان الأولوية على ما عداه، وبالتالي لا يقبل

الدخول في استثمارات ذات مخاطرة عالية، وينعكس نمط هذا المستثمر على قدراته

الاستثمارية فيكون حساساً جداً اتجاه عنصر المخاطرة. ويرجع هذا التفضيل إلى قيود

موضوعية تتعلق بمحدودية الموارد لدى المستثمر.

✓ **المستثمر المضارب:** وهذا النمط على عكس سابقه يعطي الأولوية لعنصر الربحية على ما

عداه، ولذا تكون حساسيته تجاه عنصر المخاطرة متدنية فيكون على استعداد لدخول

مجالات استثمارية خطيرة طمعاً في الحصول على معدلات مرتفعة من العائد على الاستثمار.

✓ **المستثمر المتوازن:** هو المستثمر الرشيد الذي يوجه اهتماماته لعنصر العائد والمخاطرة بقدر

متوازن، وهكذا تكون حساسيته تجاه المخاطرة في حدود معقولة تمكنه من اتخاذ قرارات

استثمارية مدروسة بعناية تراعي تنوع الاستثمارات بكيفية تعظم العائد وتدني درجة

المخاطرة.

¹ محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص22.

الفرع الثاني: الأسس العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري

لكي يكون القرار الاستثماري ناجحًا؛ ينبغي على متخذ القرار أن يستند على أسس ثلاثة¹:

(1) اعتماد استراتيجية ملائمة: يتوقف ذلك على أولويات متخذ القرار والتي يكشف عنها منحى تفضيله الاستثماري الذي يتشكل من رغبات المستثمر تجاه كل من الربحية والسيولة والأمان، فضلاً عن عوامل ذاتية خاصة بالمستثمر.

(2) الاسترشاد بالأسس العلمية لاتخاذ القرار: حتى يكون قرار الاستثمار رشيداً يتوجب على متخذ القرار أن يوظف أولاً المنهج العلمي في اتخاذ القرار، ثم الاعتماد على عدد من المبادئ والمعايير كأساس لاتخاذ القرار، أهمها:

أ. مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية: أي اختيار القرار المناسب من بين عدد من البدائل، قد تكون مشاريع مختلفة ضمن القطاع الواحد، أو تتعدد حسب القطاعات أو المناطق الجغرافية، وكلما تعددت البدائل فإنها تعطي متخذ القرار مرونة أكبر وتمكنه من اتخاذ القرار الصائب.

ب. مبدأ الملاءمة: أي أن تتلاءم هذه الاستثمارات المختارة مع طبيعة المشروع وكفاءته وخبراته لتسهيل مهمة إدارة هذه الاستثمارات.

ج. مبدأ الخبرة والكفاءة: يفضل أن يحمل المستثمر قدرًا كبيرًا من الكفاءة والخبرة، أو الاستعانة بالمستشارين ممن لديهم الخبرة والكفاءة القادرة على الاختيار من بين البدائل.

د. مبدأ تنوع أو توزيع المخاطر الاستثمارية: إن تنوع الأدوات الاستثمارية بشكل محسوب يؤدي إلى تخفيض الخطر، وفي ضوء العلاقة بين العائد والمخاطرة تُختار الأدوات الاستثمارية الملائمة.

¹ كداوي طلال، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 17.

3) مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة: يرتبط قرار متخذ القرار بمتغيرين أساسيين، هما: العائد المتوقع من الاستثمار، ودرجة المخاطرة المرافقة للأداة الاستثمارية، ولهذا، على المستثمر قبل اتخاذ قراره أن يعرف مقدماً كل من العائد المتوقع ودرجة المخاطرة.

الفرع الثالث: المبادلة بين العائد والمخاطر

تعتبر المبادلة بين العائد والمخاطر من أهم الأسس التي يعتمد عليها قرار الاستثمار نظراً لوجود ارتباط مباشر بين العائد والمخاطر، فكلما زاد العائد المتوقع من الاستثمار ازدادت المخاطر (احتمال حدوث الخسارة)، فالمستثمر عندما يقوم بالاستثمار في مجال معين يتعرض لمخاطر، وعليه، يجب أن يكون هناك عائد متوافق مع درجة المخاطر التي يتحملها المستثمر. والمستثمر الرشيد لن يكون على استعداد لتحمل مستوى عالٍ من المخاطر إلا إذا قابلها عائد مرتفع، وبالتالي تكون العلاقة طردية بين العائد والمخاطرة¹.

وتتوقف درجة قبول المستثمر للمخاطر على عدة عوامل منها:²

1- نوعية المستثمر، هل هو متحفظ أو مقامر.

2- أهداف المستثمر من عملية الاستثمار.

3- حجم الأموال المتاحة لأغراض الاستثمار.

وهنا تجدر الإشارة إلى أن عملية المبادلة بين العائد والمخاطر للوصول إلى قرار الاستثمار واختيار نوع الاستثمار تعتمد على توقعات المستثمرين في المستقبل، وبالتالي هذه العملية (التوقع) تتم قبل اتخاذ القرار مما يؤكد صعوبة اتجاه قرارات الاستثمار.

¹ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص ص 69-70.

² نفس المرجع، ص 71.

المبحث الثالث: قرارات الاستثمار الرأسمالي

يعد قرار الاستثمار الرأسمالي أو ما يطلق عليه أحياناً قرار الإنفاق الرأسمالي من أهم وأخطر القرارات المالية، لأن الاستثمارات المنفذة بناءً على تلك القرارات تحدد -على المدى البعيد- مستقبل الشركة وسمتها المالية. ولا يرجع ذلك فقط لما يرتبط بهذا القرار من إنفاق مبالغ ضخمة مقارنة بالمصروفات التشغيلية، ولكن أيضاً لأن عائد هذا الاستثمار لا يمكن الحصول عليه قبل مدة زمنية طويلة مستقبلاً حدها الأدنى سنة. ومن أهم العناصر التي تساعد على اختيار الاستثمارات الرأسمالية هي الطرق والأساليب المستخدمة في تقييم الاستثمارات والبداائل المقترحة للإدارة العليا صاحبة القرار. وكما هو معروف فإن قرارات الاستثمار الرأسمالي تركز على مفهوم التدفقات النقدية بقيمتها الحالية مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة، والاعتماد على معيار تعظيم القيمة السوقية للشركة.

وبهذا الصدد سوف نتعرض في هذا المبحث إلى مفهوم الاستثمار الرأسمالي وأهميته وتصنيفاته، كما سنتطرق للعلاقة بين التدفقات النقدية والاستثمارات الرأسمالية، ويُحِلنا المطلب الثالث إلى طرق وأساليب تقييم الاستثمارات الرأسمالية التي تساعد متخذ القرار على اتخاذ قراره الفعال لترشيد الاستثمار الرأسمالي.

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار الرأسمالي، أهميته، وتصنيفاته

تتضمن القرارات المتعلقة بالاستثمار تخصيص وإنفاق الأموال في الزمن الحاضر بأمل الحصول على عوائد في المستقبل، وتحمل قرارات الاستثمار الرأسمالي أهمية خاصة في مجال التخطيط واتخاذ القرارات، وذلك بسبب كون مثل هذه القرارات تحدد وإلى حد كبير طبيعة عمل ومستقبل الشركة من خلال تحديد نوع وشكل المنتجات التي تنوي الشركة تقديمها، فتقرر ديمومتها وتطورها أو فشلها وضمحلها.

الفرع الأول: مفهوم الاستثمار الرأسمالي

يقصد بالاستثمارات الرأسمالية؛ استثمار الأموال في موجودات طويلة الأجل بهدف تحقيق العائد الأمثل من بين الفرص المتاحة، ويساهم الاستثمار في تحقيق هدف النمو الذي يعد من أهم أهداف الشركة وإدارتها المالية لأنه سيفتح آفاق جديدة للشركة من خلال زيادة العائد على الاستثمار والأرباح الموزعة وحتى زيادة رواتب الموظفين وخلق الوظائف الجديدة، ومن ثم ارتفاع قيمة الشركة بالسوق وارتفاع سعر السهم أيضًا.¹

والاستثمار الرأسمالي بهذا المعنى هو تخلي المستثمر عن أموال يمتلكها في الوقت الحاضر، بهدف الحصول على تدفقات مالية في المستقبل تعوضه عن القيمة الحالية لهذه الأموال، وتعوضه كذلك عن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم، وتوفر عائد مجزي مقابل تحمل مخاطر الاستثمار.

أما حنفي (2007) فقد حدد مفهوم الاستثمارات الرأسمالية، "والتي يقصد بها الاستثمارات التي يتوقع أن يوزع العائد منها على عدد من السنوات تزيد عن العام الواحد، ومثال ذلك الاستثمارات في الموجودات الثابتة بمختلف أنواعها والتي تعتبر بمثابة الموجودات الإنتاجية للشركة (المعدات والأجهزة والأدوات ووسائل النقل ... الخ)"².

وتعتبر الاستثمارات الرأسمالية ترجمة للإنفاق الرأسمالي، وقد عرف القاضي وحمدان (2007) الإنفاق الرأسمالي على أنه "الإنفاق الذي يؤدي خدمات طويلة الأجل للمشروع، ويتمثل عادة في الموجودات الثابتة التي تقتنى بهدف تحقيق الإيراد عن طريق الاستثمار"³، واعتبر آل شبيب (2007)، الإنفاق الرأسمالي

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص78.

² عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، مرجع سابق، ص255.

³ حسين القاضي، مأمون حمدان، نظرية المحاسبة، الطبعة 2، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص167.

بأنه "استثمار الأموال المتاحة بموجودات طويلة الأجل بشكل مثالي؛ لتحقيق العوائد المستقبلية ولعدد من السنين القادمة"¹.

ويرى عقل (2009) النفقات الرأسمالية تنفق في سبيل الحصول على الموجودات التي لها صفة الدوام نسبياً، وتلك التي تزيد من مقدرة هذه الموجوات على إنتاج الإيرادات، كما تشمل النفقات التي تنفق لزيادة القدرة الإنتاجية للموجودات الثابتة القديمة².

الفرع الثاني: أهمية الاستثمار الرأسمالي

تحتل قرارات الاستثمار الرأسمالية أهمية خاصة في مجال القرارات الإدارية وتنطوي على قدر كبير من الأهمية وغالباً ما تحصر صلاحية اتخاذها بأعلى المستويات في الهيكل الإداري للشركات، وتأتي أهمية الاستثمارات الرأسمالية للخصائص التي تتصف بها، وهي:³

◀ يترتب على اتخاذ القرارات في الاستثمار الرأسمالي أعباء مالية كبيرة لفترة زمنية طويلة، إضافة إلى التكلفة الغارقة التي ستدفع للمشروع سواء نفذ أم لم ينفذ.

◀ تتعرض النفقات الرأسمالية لدرجة خطر كبيرة، كونها لا تحقق عائد سريع في الفترة قصيرة الأجل وأن أي خطأ في تقدير مدى نجاح هذا الإنفاق في توليد التدفقات النقدية يؤدي نتائج تؤثر على قيمة المشروع، ولاسيما أن تكلفة الخطأ عالية تؤثر على أعمال المشروع وترفع من درجة الخطر.

◀ أن الاستثمار الرأسمالي يتطلب عملية قراءة وتقييم لأحداث مستقبلية تعتمد على دقة التنبؤ في المستقبل، وهي عملية معقدة

◀ تتطلب إعداد دراسات مقارنة دقيقة، لغرض مقارنتها مع الاستثمارات البديلة، وهذا ما يعرف بتكلفة الفرصة البديلة لاختيار قرار الاستثمار الرأسمالي.

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سابق، ص 83.

² مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 86.

³ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص 268.

◀ صعوبة الرجوع عن الاستثمار أو تبديله بعد التنفيذ بسبب ضخامة الأموال وطبيعة البناء، مما يؤدي إلى تحقيق خسائر كبيرة في حالة عدم نجاح المشروع وعدم تحقيق الأهداف المطلوبة من الاستثمارات الرأسمالية.

ومن أجل ذلك تأتي أهمية إجراء دراسات دقيقة وجمع معلومات وافية عن كل اقتراح استثماري من خلال؛ تحديد نوعية الاستثمار المطلوب: هل هو استثمار جديد؟ أم استثمار توسعي؟ أم استثمارات تتعلق بالإحلال والتجديد؟، بالإضافة إلى تحديد البدائل الممكنة والمتاحة أمام متخذ القرار الاستثماري، ثم تحديد مزايا وعيوب كل بديل: ويتم ذلك من خلال اتباع طرق تقييم موضوعية وتعطي في النهاية نتائج رقمية عن كل بديل والخاصة بالتكلفة والعائد، واتخاذ القرار الاستثماري من خلال اختيار البديل الذي يحقق أكبر تدفق نقدي يعود على الاستثمار فيه، ويمكن التحكم في ذلك عن طريق تقدير التدفقات النقدية الداخلة والخارجة لكل بديل استثماري لإختيار أفضلها.¹

الفرع الثالث: تصنيفات الاستثمار الرأسمالي

يمكن تصنيف الاستثمارات الرأسمالية وفقاً لمعيارين، هما:

المعيار الأول: الاستثمارات حسب الهدف

وتندرج تحت هذا المعيار ثلاثة أنواع رئيسية وهي:

1- الاستثمارات الاستبدالية: تعني الاستثمارات الاستبدالية استبدال أصل جديد محل أصل قديم، وهذا النوع الاستبدالي أو الاحلالي يتطلب إجراء دراسة تقييمية مفصلة لتحديد جدوى الاحلال من عدمه أو الاستبدال، قد لا تعرض المشروع لمخاطر جديدة بسبب استمراره في إنتاج نفس السلعة التي

¹ جمال الدين محمد المرسي، أحمد عبد الله اللحلح، مرجع سابق، ص 410.

يتعامل بها وفي ضوء الحصة السوقية التي يمتلكها، ولذلك يمكن استخدام تكلفة رأس المال الحالية عند القيام بعملية التقييم لهذا النوع من الاستثمارات¹.

2- الاستثمارات الابتكارية أو التطويرية: وهي التي تعتمد على التغيرات التكنولوجية، لتلبية أذواق المستهلكين، أو لمواكبة التطور التكنولوجي لزيادة القدرة على المنافسة، وتعرض مثل هذه الاستثمارات إلى ارتفاع درجة الخطر نتيجة لتغير طبيعة المنتج نفسه؛ فإنتاج فرشاة الأسنان بالبطارية قد لا تجذب المستهلكين، وبذلك يكون الخطر أكبر لعدم تقبل المستهلكين لمثل هذا النوع من الإنتاج، وفي المقابل يتوقع المشروع ارتفاع العائد في حالة رواج السلعة الجديدة المبتكرة².

3- الاستثمارات التوسعية: وتهدف هذه الاستثمارات إلى توسيع الطاقة الإنتاجية للمشروع نظرًا لحصول المشروع على أسواق جديدة، ويكون القرار الاستثماري على أساس جدوى القيام بتوسيع الطاقة الإنتاجية من خلال المقارنة بين الدخل الناتج من الإيراد الإضافي والتكاليف الإضافية طول حياة المشروع³.

4- الاستثمارات الاستراتيجية: وتهدف هذه الاستثمارات إلى المحافظة على بقاء واستمرار الشركة ويصعب تقييم هذا النوع من الاستثمارات خاصةً بالنسبة للبحوث في مجال الأدوية-وعمليات التكامل الأفقي والرأسي أو تعديل سياسة الشركة⁴.

المعيار الثاني: الاستثمارات حسب شكل الإنفاق

وتندرج الاستثمارات حسب شكل الإنفاق تحت أحد التالي⁵:

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سابق، ص 61.

² عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 252.

³ نفس المرجع، ص 252.

⁴ عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، مرجع سابق، ص 260.

⁵ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص 273.

- 1- استثمارات في الأراضي والمجوهرات: وهو الاستثمار في تجارة الأراضي والتحف والمجوهرات والمعادن الثمينة، وتكون طبيعة الإنفاق لهذا الاستثمار عبارة عن تدفق نقدي خارج عند الشراء، وهو عبارة عن قيمة الأصل المدفوعة إلى البائع، أما التدفق الداخل فيتمثل في ثمن بيع الأصل عند اتخاذ قرار البيع.
- 2- استثمارات في الأوراق المالية: ويتمثل في حيازة أوراق مالية كأسهم والسندات، بقصد الاستفادة من الإيراد الناتج من توزيعات الأرباح، وليس بقصد المضاربة، وتمثل التدفقات الداخلة لهذه الاستثمارات في الإيرادات الجارية التي يحصل عليها المستثمر من توزيعات الأرباح، إضافة إلى العائد الرأسمالي الذي يحصل عليه المستثمر عند بيع الأسهم والسندات في نهاية الفترة.
- 3- استثمارات في الأصول الثابتة: وهي الاستثمار في رأس المال الثابت، أي الاستثمار في الآلات والمعدات وتشديد المصانع بهدف إنتاج السلع وتقديم الخدمات، ويشمل هذا النوع من الاستثمارات قيمة الأصل بالإضافة إلى النفقات الأولية على الاستثمار كالإنفاق على الدراسات الأولية ودراسات الجدوى للمشروع والخدمات القانونية، أما التدفقات الداخلة لهذه النفقات التي أنفقت على الأصل حتى يصبح جاهزاً فتحصل خلال عمر الأصل، إضافة إلى قيمة الخردة في نهاية العمر الإنتاجي لهذه الأصول.
- 4- الاستثمار في العقارات: يمثل الاستثمار في المباني، وتمثل الاستثمارات في قيمة شراء العقار ومصاريف الحيازة، أما التدفقات الداخلة لها فهي عبارة عن الإيرادات الجارية الناجمة عن استثمار العقار، إضافة إلى قيمة بيع العقار في نهاية فترة الاستثمار.

المطلب الثاني: التدفقات النقدية للاستثمارات الرأسمالية

إن الخطوة الأولى في عملية التقييم والمفاضلة بين الإقتراحات والبدائل الاستثمارية هي الخاصة بدراسة وتحليل الربحية لكل بديل، حيث يتم مقارنة التدفقات النقدية الداخلة بالتدفقات النقدية الخارجة.

الفرع الأول: تقدير التدفقات النقدية

تعد عملية تقدير التدفقات النقدية للمشاريع من أهم خطوات تقييم الاقتراحات الرأسمالية وأكثرها صعوبة. ويعتمد تقييم أي مشروع من المشاريع الاستثمارية، خصوصًا طويلة الأجل، على تحليل العوائد والتكاليف ذات الصلة بالمشروع، وهذا يتضمن تحديد كل من التدفقات النقدية الخارجة، أي تكلفة تنفيذ المشروع والتدفقات النقدية الداخلة، أي العوائد المتحققة من المشروع في حالة تنفيذه. مع الأخذ بعين الاعتبار زمن تحقق هذه التدفقات¹.

تتطلب عملية المفاضلة بين البدائل الاستثمارية تقدير التدفقات النقدية لكل بديل، وتعتبر عملية تقدير التدفقات النقدية أهم وأصعب خطوة ضمن عملية تخطيط الإنفاق الرأسمالي، حيث أن هناك العديد من المتغيرات التي تدخل في هذه العملية والكثير من الجهات التي تشارك في العمل². ولذلك فإن الخطوة الأولى هي في تحديد التدفقات النقدية المناسبة وثيقة الصلة بالمقترح الاستثماري، أي تعريف عناصر التدفقات النقدية التي يجب أن تؤخذ في الحسبان عند تقييم المشروع، ولذلك هناك قاعدتين أساسيتين يمكن استخدامهما عند تحديد التدفقات النقدية، وهما: ضرورة أن يكون القرار الاستثماري على التدفقات النقدية وليس الربح المحاسبي³، وأن التدفق النقدي التفاضلي أي المترتب على الاستثمار هو المحدد لقبول أو رفض الاستثمار⁴.

إن تخطيط الإنفاق الرأسمالي مهما استخدم من تقنيات معقدة وطرق تقييم حديثة ومدروسة، فإن هذا كله لا قيمة له إذا طبقت هذه الطرق على تدفقات نقدية مقدرة بشكل يبتعد عن الواقع لأنها سينتج عنها قرارات خاطئة وبالتالي قيمة سهم سوقية متدنية⁵.

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص 196.

² عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سابق، ص 379.

³ دريد كامل ال شبيب، إدارة مالية: الشركات المتقدمة، مرجع سابق، ص 99-100.

⁴ عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، مرجع سابق، ص 273.

⁵ عدنان تايه النعيمي، وآخرون، مرجع سابق، ص 379.

الفرع الثاني: التدفق النقدي، والربح المحاسبي

تتكون التدفقات النقدية لكل مشروع من التدفقات النقدية الخارجة والتي هي عبارة عن الإنفاق على الاستثمار المبدئي الذي يتضمن قيمة الموجودات الثابتة اللازمة للمشروع إضافةً إلى صافي رأس المال العامل ورأس المال التشغيلي، أما التدفقات النقدية الداخلة للمشروع فهي تقدير صافي المتحصلات المتولدة عن المشروع، وهي عبارة عن التنبؤ بمقدار النقد الداخل إلى الصندوق أو البنك أي تقدير صافي التدفقات النقدية السنوية المتوقعة من المشروع المقترح تنفيذه وبعد ذلك تتم المقارنة بين التدفقات الداخلة وتكلفة الاستثمار المبدئي للمشروع، وكما هو معروف فإن أهم خطوة في تقييم المشروع هي الوصول إلى تقديرات دقيقة للتقديرات النقدية المتوقعة، فدقة التقدير تؤدي إلى ثقة أكبر بنتائج تقييم المشروع، ويمكن الحصول على التدفق النقدي التشغيلي من خلال إضافة الإهلاك السنوي إلى الربح المحاسبي بإعتبار أن الإهلاك نفقات غير نقدية وأن صافي التدفق النقدي ليس هو الربح لأن الربح يحسب على أساس الإستحقاق بينما التدفق النقدي يستخدم الأساس النقدي، وأن قيمة الإهلاك كسيولة نقدية تبقى بحوزة الشركة وتستطيع التصرف بها وعليه يضاف ضمن التدفق النقدي، بالإضافة إلى أنها وعند استخدام طريقة تقييم الاستثمارات الرأسمالية سيتم حسابها ضمن التكلفة المبدئية للاستثمار. ولا يتم إدخال مصاريف التمويل كالفوائد ضمن صافي التدفقات النقدية باعتبار أنها تُأخذ بالحسبان ضمن سعر الخصم المستخدم في خصم التدفقات النقدية أي تكلفة الأموال المستثمرة في المشروع، أما التدفقات النقدية المحتملة الداخلة في السنة الأخيرة من عمر المشروع مثل القيمة البيعية للمشروع كخردة بعد الضرائب والقيمة المستردة لصافي رأس المال العامل، فيتم أخذها بالحسبان عند حساب التدفقات النقدية الداخلة¹.

وتعتمد عملية تقدير التدفقات النقدية على التنبؤ بها سواء أكان ذلك فيما يتعلق بمقدار وحجم الانفاق الرأسمالي أو الإيرادي الناجم عن هذا الاستثمار. فالتدفقات الخارجة تتحدد عن طريق التنبؤ بالإنفاق

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سابق، ص ص 77-78.

المبدئي على طول فترة التنفيذ من خلال تحديد تكلفة التشغيل وتكلفة الاستثمار الرأسمالي، وهي مؤكدة تقريبًا إذا ما اعتمدت على دراسات دقيقة للتكاليف، أما فيما يتعلق بالتدفقات النقدية الداخلة للمشروع فتتطلب القدرة على دقة التنبؤ بحجم هذه التدفقات للمشروع والتي تعتمد أساسًا على تقدير حجم المبيعات، وهذا يتطلب دراسات دقيقة في ما يتعلق بطبيعة السلعة المنتجة وحجم المبيعات المتوقعة وطبيعة العملاء الحاليين والمستقبليين والسلع المنافسة والتغيرات المحتملة... إلخ من العناصر المؤثرة والمحددة للمبيعات إضافةً إلى تحديد قيمة الخردة في نهاية العمر الإنتاجي للمشروع، مع الأخذ بعين الاعتبار المعايير والأسس المحاسبية التي تحدد طريقة احتساب الإهلاك السنوي وتأثير ذلك على احتساب قيمة التدفقات النقدية للمشروع¹.

وتجدر الإشارة هنا إلى معايير التمييز بين النفقات الرأسمالية والإيرادية، وفقًا لطبيعة النفقة والغرض منها فالنفقة المدفوعة للحصول على أصل ثابت يمنح الشركة خدمات سنوية دورية تعتبر رأسمالية، وهي تختلف بذلك عن النفقة الإيرادية التي يراد منها الحصول على منفعة عاجلة، بالإضافة إلى معيار الدورية والتكرار فالنفقة الرأسمالية لا يتكرر صرفها خلال دورة النشاط العادي للشركة، بينما يتكرر صرف النفقات الإيرادية بشكل اعتيادي، أما حسب معيار طبيعة نشاط الشركة فتعتبر نفقة ما رأسمالية في شركة وإيرادية في شركة أخرى تختلف في نشاطها عن الأولى، وأخيرًا حسب معيار فترة الانتفاع بالنفقة، ففترة الانتفاع بالنفقات الإيرادية لسنة واحدة؛ أي أن آثارها لا تمتد إلا لفترة لا تزيد عن عام، بينما فترة الانتفاع بالنفقات الرأسمالية لعدة سنوات؛ فأثارها تمتد لأكثر من عام².

ويمكن استخراج التدفقات النقدية بثلاث طرق تعتمد على ثلاث مفاهيم للربح³:

1- طريقة الأرباح قبل الفوائد والضرائب EBIT

ويتم حساب قيمة التدفق النقدي من خلال اعتماد الأرباح قبل الفوائد والضرائب وكما يلي:

¹ دريد كامل ال شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص ص 277-278.

² مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 86.

³ نفس المرجع، ص ص 80-81.

التدفق النقدي = الأرباح قبل الفوائد والضرائب (1 - معدل الضريبة) + الإهلاك.

$$CF = EBIT (1-T) + Dep$$

حيث:

CF: التدفق النقدي

EBIT: العائد قبل الفوائد والضرائب

T: معدل الضريبة

D: الإهلاك.

2- طريقة التدفق النقدي قبل الإهلاك والفوائد والضريبة EBDIT

التدفق النقدي = الأرباح قبل الإهلاك والفوائد والضرائب (1-معدل الضرائب) + الإهلاك.

$$CF = EBDIT (1-T) + Dep$$

حيث:

EBDIT: العائد قبل الإهلاك والفوائد والضرائب

3- طريقة صافي الربح (الأرباح بعد الضريبة) EAT

التدفق النقدي = صافي الربح (الربح بعد الضريبة) + الفائدة (1 - معدل الضريبة) + الإهلاك

$$CF = EAT + Int (1 - T) + Dep$$

حيث:

EAT: العائد بعد الضريبة.

Int: الفائدة.

وقد أُضيفت الفائدة إلى التدفقات النقدية لغرض الوصول إلى الدخل الحقيقي للتدفقات النقدية للاستثمارات المقترحة ومقارنتها مع البدائل المطروحة، لأنه من الخطأ حساب التدفقات النقدية للمشاريع بعد طرح الفائدة على الدين إذا كان المشروع سيمول جزئياً أو كلياً عن طريق الإقتراض وذلك لسببين على الأقل. أولاً: إن التدفق النقدي المستخرج والذي يستخدم في تقييم المشاريع يعدُّ العنصر الأساس في تقييم وقياس الجدوى الاقتصادية من المشروع بغض النظر عن كيفية تمويل هذا المشروع. ثانياً: إذا تم تخفيض التدفقات

النقدية بطرح الفائدة على الدين ثم جرى خصم هذه التدفقات بتكلفة التمويل لتحديد عائد المشروع الاستثماري، فإن ذلك يعني إن هناك إزدواجية في حساب تكلفة التمويل (مرة كمعدل خصم للتدفقات النقدية لاستخراج القيمة الحالية لهذه التدفقات، ومرة كقيمة نقدية مطلقة تطرح من صافي الربح التشغيلي للمشروع المقترح). إن احتساب فائدة الدين مرتين خطأ بالطبع ويؤدي إلى تخفيض ربحية المشروع.

الفرع الثالث: التدفق النقدي التفاضلي المترتب على الاستثمار

يتم الاهتمام في مجال دراسات الجدوى الاقتصادية للاقتراحات الاستثمارية بالتدفق النقدي المتعلق بكل اقتراح ويسمى بالتدفق التفاضلي أو الإضافي الناتج عن الاستثمار، والذي يؤدي إلى تغير إجمالي التدفق للشركة. وستتم الإشارة في هذا الصدد إلى النقاط الآتية:

1- النفقات الغارقة: وهي النفقات التي أنفقتها الشركة قبل الشروع في تنفيذ الاقتراح الاستثماري، مثل النفقات المدفوعة للمكتب الاستشاري الذي قام بدراسات الجدوى، ونفقات تحليل التربة التي سيقام عليها المشروع. فهذه النفقات غير مرتبطة بالاستثمار أي أنها تُدفع سواء نفذ الاقتراح أو رُفض على الرغم من كونها تدفقات خارجة، ولذلك لا تدخل هذه التدفقات في تكلفة الاستثمار المبدئي فهي تكلفة ضائعة، وعليه ينبغي تجاهلها عند تقييم الاقتراحات الاستثمارية التي أنفقت عليها¹.

2- تكلفة الفرصة البديلة: يجب الأخذ في الحسبان هذه التكلفة في مجال قرارات الإنفاق الرأسمالي ويقصد بتكاليف الفرصة البديلة لاقتراح استثماري ما، تكاليف استخدام موارد مملوكة بالفعل للشركة فلو أن الإقتراح الاستثماري سوف يتم تنفيذه على قطعة أرض مملوكة للشركة، أو يتطلب استخدام مبنى مملوك بها، حينئذ ينبغي أخذ التكلفة البديلة لقطعة الأرض، فبافتراض أنه يمكن بيع هذه الأرض، أي أن هذا الموقع يتيح للشركة إمكانية تحقيق تدفق نقدي داخل وأن استخدامه يعني

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة 6، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2010، ص312.

تحميل الاستثمار بتكلفة الفرصة البديلة والتي يمكن أن تتمثل في القيمة السوقية لها، أو في قيمتها الإيجارية في حال إمكانية تأجيرها¹.

3- تأثير الاستثمار على المنظمة: إذا كان الاقتراح الاستثماري يعني إنشاء فرع جديد للبنك مثلاً- ولكن اتضح أن إنشاء هذا الفرع يعني تحول العملاء من المركز الرئيسي للبنك إلى الفرع- أي أن الودائع والقروض وكذلك الأرباح المتولدة من هذا الفرع ليست جديدة أو إضافية نتيجة إنشاء الفرع ولكنها ناتجة عن تحول العملاء الأصليين من المركز إلى الفرع – وبذلك فإن صافي الدخل في هذه الحالة لا يمثل الدخل أو الفائض الناتج عن الاستثمار (إنشاء الفرع الجديد). وقد يكون من الصعب التوصل إلى هذه الناحية بدقة- ولكن يجب على متخذ القرار أن يكون على علم بهذه الجوانب وتقييمها للتوصل إلى التدفقات النقدية للاستثمار².

المطلب الثالث: تقييم الاستثمارات الرأسمالية

تعتبر عملية تقييم الاستثمارات الرأسمالية وسيلة يمكن من خلالها المفاضلة بين عدة مشاريع رأسمالية مقترحة لاختيار البديل الأفضل الذي يضمن تحقيق الأهداف المحددة. ويترب على المفاضلة قراراً استثمارياً ينتظره مستقبل مجهول تكتنفه العديد من المتغيرات الداخلية والخارجية؛ لذا، ومن أجل تحقيق مستوى من الأمان للأموال المستثمرة، لابد أن تستند عملية اتخاذ القرار الرأسمالي إلى عملية تقييم تحدد أولويات الاستثمارات المقترحة، ووضع تلك الاستثمارات المقترحة في موازنة تمثل خطة استراتيجية للشركة يطلق عليها الموازنة الرأسمالية. ومن هذا المنطلق، ينبغي توضيح مفهوم وأهمية الموازنة الرأسمالية، ومن ثم استعراض معايير تقييم الاستثمارات الرأسمالية التي ينبغي عليها قرار الإنفاق الرأسمالي.

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص312.

² عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، مرجع سابق، ص 276-277.

الفرع الأول: مفهوم الموازنة الرأسمالية وأهميتها

يكمن المنطق الأساسي للموازنة الرأسمالية في اختيار مشاريع الاستثمار المجدية وتحديد مستوى الاستثمار الذي يعظم قيمة الشركة. وسنحاول من خلال هذا المطلب تحديد مفهوم وأهمية الموازنة الرأسمالية.

أولاً: مفهوم الموازنة الاستثمارية

تندرج المصروفات والاستثمارات الرأسمالية (طويلة الأجل)، ضمن ما يسمى بقرارات الموازنة الرأسمالية. ويشير مصطلح رأس المال هنا إلى الموجودات الثابتة (طويلة الأجل) المستخدمة في عملية الإنتاج أما الموازنة فهي الخطة التفصيلية للتدفقات النقدية (الداخلية والخارجية) الناجمة عن هذه الموجودات خلال فترة مستقبلية قادمة. وبالتالي فالموازنة الرأسمالية هي: عملية تحليل وتقييم المشاريع طويلة الأجل بغرض اختيار المجدي منها¹.

والموازنة الرأسمالية هي: أداة تحليلية تساعد في عملية التخطيط الطويل الأجل الذي ينطوي على تخصيص رأس المال المحدود بين الاستثمارات البديلة².

كما عُرفت على أنها "عملية اتخاذ قرارات الاستثمار الرأسمالي، فالشركات تقوم بالاستثمار الرأسمالي عندما تحصل على الموجودات التي تستخدم لفترة زمنية طويلة الأجل"³.

وتعتبر الموازنة الرأسمالية أكثر أنواع الخطط أهمية وتعقيداً لدى إدارة الشركة، فمن خلالها تحدد برنامجها الاستثماري طويل الأجل، بما يتناسب مع مستقبل الشركة ومستويات التجديد والتوسع والنمو فيها⁴.

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص 190، 192.

² حسينة حوحو، التسيير بواسطة الموازنات التقديرية، دار من المحيط إلى الخليج للنشر والتوزيع، عمان، 2017، ص 109.

³ Braun, Karen W. Tietz, Wendy M. Harrison, Walter T, **Managerial Accounting**, 2nd Ed, New Jersey: Prentice Hall, 2010, p670.

⁴ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص 571.

ثانياً: أهمية الموازنة الرأسمالية

تعد الموازنات الرأسمالية أكثر الخطط أهميةً في تحديد مستقبل الشركة وفي ضمان استمراريتها ونموها، وتتأثر باستراتيجية الشركة، ويتوقف على تنفيذها نجاح الشركة أو فشلها؛ لذلك فإن مسؤولية تقييم المشاريع الاستثمارية وبرمجة الخطط المستقبلية تقع على عاتق أعلى مستوى إداري، وتبرز أهمية الموازنة الرأسمالية في النقاط التالية:¹

1- الآثار طويلة الأجل: يمتد أثر تنفيذ الخطط الرأسمالية إلى فترات طويلة الأجل تصل إلى عدة سنوات مالية، مما يعني صعوبة إلغاء المشروع الاستثماري في الفترات القادمة، لذلك فإن هذه القرارات تفتقر إلى بعض المرونة في إجراء تعديلات كبيرة عليها، وينبغي الانتظار لمدة زمنية طويلة قبل أن تتمكن الإدارة من معرفة النتائج النهائية من نشاط هذه الأصول.

2- توقيت الحصول على الموجودات الرأسمالية: إن الخطأ في توقيت الحصول على الموجودات الرأسمالية يعني خسارة كبيرة تحيط بالشركة، وينبغي على الشركة التنبؤ الدقيق بمبيعاتها المستقبلية قبل تحقق المبيعات الفعلية بفترة كافية تسمح لها الاستعداد المسبق لمواجهة ارتفاع الطلب قبل تحققه، لأن عدم تلبية الشركة لطلبات الزبائن يعني اتجاه الزبائن إلى الشركات المنافسة ونسج علاقات دائمة معها.

3- جودة الموجودات الرأسمالية: إن التخطيط السليم يساعد في تحسين جودة الموجودات التي تحصل عليها الشركة، ولاسيما أن تصنيعها يستغرق وقتاً طويلاً لتصبح بالجودة والمواصفات المطلوبة، فالموازنة الرأسمالية تعطي الشركة فرصة للحصول على الموجودات الرأسمالية بالجودة العالية قبل تحقق الارتفاع المتوقع للطلب على منتجات الشركة.

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية - مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 107.

4- ضخامة الأموال المستثمرة: تتعلق الموازنة الرأس مالية بمشاريع ضخمة، مثل: إضافة موجودات جديدة كالمباني والألات الجديدة، وتطوير منتجات جديدة، وهي خطط تتطلب أموالاً كبيرة؛ لذلك كان على الشركة وضع الخطط عن الأموال المطلوبة لإدارة رأس المال العامل اللازمة للحصول على مصادر التمويل اللازم قبل مدة كافية وبشروط وتكاليف تمويل مناسبة.

5- المقدرة على المنافسة: إن التطور الدائم في التجهيزات الرأس مالية يعود بالفائدة على الشركات لمواجهة تطور المنافسين؛ لأنه يمنح الشركة مزايا تنافسية تنفرد بها عن منافسيها. ويتضح مما تقدم أن أهمية الموازنات الرأس مالية تنبع من أنها تحتاج إلى استثمارات ضخمة، وتتطلب من الإدارة بذل العناية الكافية لدراسة مدى جدوى وربحية تلك المشاريع التي تشملها الموازنة الرأس مالية؛ لأن آثارها تمتد لفترة طويلة الأجل، وبالتالي فإن عوائدها تستمر لفترات طويلة الأجل، ولأن الزيادة في الاستثمار -أو النقص في الاستثمار- يؤثر على الميزة التنافسية للشركة؛ الأمر الذي يتطلب من إدارة الشركة إحكام دقة عمليات التنبؤ في المبيعات المستقبلية، لأن دقة التنبؤ في المبيعات تؤثر على مدى استعداد الشركة لمواجهة أي زيادة مستقبلية في الطلب على المنتجات، مما يؤثر على الحصة السوقية للشركة، فيؤثر على قدرتها التنافسية، وبالتالي يؤثر على قيمتها.

الفرع الثاني: طرق تقييم الاستثمارات الرأس مالية

يمكن تصنيف الطرق التي تقيم فيها الاستثمارات الرأس مالية إلى:

أولاً: طريقة فترة الاسترداد

تعتمد هذه الطريقة على حساب عدد السنوات اللازمة لاسترداد قيمة رأس المال المستثمر في المشروع، وقاعدة القرار فيها أنه كلما كانت فترة استرداد رأس مال المشروع بالكامل أقصر كلما كان هذا البديل أفضل، ويمكن استخراجها من خلال قسمة تكلفة الاستثمار الرأسمالي على التدفقات النقدية السنوية (معدل التدفق النقدي) في حالة كون التدفقات النقدية متساوية على طول فترة عمر المشروع. أما إذا اختلفت التدفقات

النقدية ففي هذه الحالة نجمع التدفقات النقدية السنوية حتى تصبح مساوية لتكلفة المشروع وبعد ذلك نحدد عدد السنوات التي تسترد التكلفة.¹ ويمكن القول إن معيار فترة الإسترداد يعتبر أكثر المعايير شيوعًا واستخدامًا نظرًا لسهولة وتوفير المعلومات اللازمة لاستخدامه، كما يعتبر أكثر ملائمة خاصة في حالات المشاريع التي تخضع لعوامل التقلب السريعة وعدم التأكد، أو التي تتعرض لتغيرات تكنولوجية سريعة، كما يمكن اعتبار هذا المعيار معيارًا لقياس درجة المخاطرة التي يمكن أن يتعرض لها كل مستثمر. وعلى الرغم من المزايا التي يتميز بها معيار فترة الاسترداد، إلا أنه يواجه بعض الإنتقادات، كإهماله للمكاسب الإضافية التي يمكن أن يحققها المشروع خلال عمره الإنتاجي، حيث يركز هذا المعيار على السنوات التي يستطيع فيها المشروع استرداد رأس ماله الأصلي ويهمل المكاسب التي يمكن أن يحققها المشروع بعد استرداد رأسماله، بالإضافة إلى إهماله للقيمة الزمنية للنقود أي إهماله للتوقيت الزمني للتدفقات النقدية وما يترتب على ذلك الإهمال من اختلافات كبيرة.²

ثانياً: طريقة صافي القيمة الحالية

تستخدم هذه الطريقة بالإعتماد على حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة من المشروع وتهدف إلى تعظيم قيمة المشروع أو الإستثمار لأنها تعتمد على حساب معدلات خصم تأخذ بعين الإعتبار معدل التضخم ودرجة المخاطر وعائد الإستثمار المطلوب من المستثمر أو معدل عائد السوق. وقاعدة القرار عند استخدام هذه الطريقة إن المشروع إذا كان جيداً تكون صافي القيمة الحالية موجبة (أكبر من الصفر) وفي حالة المقارنة مع المشاريع الأخرى يتم اختيار صافي القيمة الحالية الأكبر، وإذا كانت صافي القيمة الحالية سالبة فيعتبر المشروع خاسراً ولا يتم اختياره ويتم استبعاده. ومن مزايا هذه الطريقة أنها تأخذ بعين الإعتبار كامل التدفقات النقدية للمشروع وتحسب التدفقات النقدية بطريقة تخصم فيها بمعدل خصم مناسب للوصول إلى تحديد ما يعرف بالقيمة الزمنية للنقود، والصعوبة الوحيدة عند استعمالها كيفية اختيار

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سابق، ص 84-85.

² قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 84.

معدل الخصم المناسب¹. والمقصود بالقيمة الزمنية للنقود هي أن القيمة الحالية لدينار اليوم أكبر من قيمته بعد سنة أو في السنوات اللاحقة، ويتم خصمه بمعدل خصم مختار يأخذ بعين الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة والتي تحسب على أساس العائد الذي يمكن تحقيقه من استثمار الأموال المتاحة ويمكن إعادة استثماره للفترة الأخرى، بالإضافة إلى التحسب لمعدل التضخم السائد في الإقتصاد بصورة عامة والذي يؤثر على القدرة الشرائية للنقود، ودرجة الخطر التي تتعرض لها التدفقات النقدية في المستقبل. وتستخرج هذه الطريقة باحتساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع تحققها والناجمة عن الاستثمار (بعد خصمها بمعدل خصم محدد يمثل تكلفة رأس المال في السوق المالية) مطروحاً من هذه القيمة تكلفة الاستثمار المبدئي².

ثالثاً: طريقة معدل العائد الداخلي

يعتبر معدل العائد الداخلي أحد أدق مقاييس العائد على الاستثمار، وأطلق عليه معدل العائد الداخلي لأنه يعتمد في حسابه على العوائد والتكاليف المتوقعة للمشروع الاستثماري. ويسمى أحياناً بالمعدل الحقيقي للفائدة الاقتصادية، لأنه لا يأخذ بعين الاعتبار كمية وتوقيت التدفقات النقدية للاستثمارات والبداية المتاحة، وتقوم هذه الطريقة على أساس اختيار معدل الخصم الذي يحقق المساواة بين التكلفة المبدئية للاستثمارات الرأسمالية والقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة³. أي أنه معدل الخصم الذي يجعل صافي القيمة الحالية للمشروع تساوي إلى الصفر. وقاعدة القرار هي أن مشروع الاستثمار يكون رابحاً إذا كان معدل العائد الداخلي أكبر من تكلفة الرأسمال للشركة، وحيادياً إذا كان معدل العائد يساوي إلى تكلفة الرأسمال، وخاسراً إذا كان معدل العائد أقل من تكلفة الرأسمال. وإذا كانت الشركة تختار من بين مشاريع بديلة يحل الواحد منها محل الآخر فيجب أن تأخذ المشروع الذي يعظم قيمة معدل العائد الداخلي، أما إذا كانت الشركة

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سابق، ص 115.

² دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص 291.

³ نفس المرجع، ص ص 296-297.

تختار من بين مشاريع مستقلة، فيمكنها حينئذ أن تأخذ كل المشاريع التي تحقق معدل عائد داخلي أكبر من تكلفة الرأسمال¹. وتتبع الخطوات التالية عند احتساب معدل العائد الداخلي²:

1- استخراج معامل الاسترداد بالمعادلة التالية:-

$$\text{معامل الاسترداد} = \frac{\text{تكلفة رأس المال المستثمر}}{\text{التدفقات النقدية السنوية}}$$

$$\text{متوسط التدفقات النقدية السنوية} = \frac{\text{مجموع التدفقات النقدية السنوية}}{\text{العمر الإنتاجي}}$$

2- استخدام جداول القيمة الحالية الخاصة بالتدفقات السنوية عن طريق اختيار معدل الخصم الذي يقترب أو يساوي معدل الإسترداد.

3- استخدام معدل الخصم المختار في استخراج القيمة الحالية للتدفقات النقدية ومقارنتها بتكلفة الاستثمار للوصول إلى صافي قيمة الحالية صفر أو قريب من الصفر.

4- يتم مقارنة القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة مع تكلفة رأس المال المستثمر فعندما تكون النتيجة موجبة لصالح التدفقات النقدية الداخلة يتم زيادة معدل الخصم حتى تتساوى القيمتان، أما إذا كانت قيمة التدفقات النقدية الداخلة أقل من رأس المال المستثمر فيتم تخفيض معدل الخصم المختار حتى الوصول إلى معدل خصم تتساوى به القيمتان أي تكون صافي القيمة الحالية تساوي صفر.

رابعًا: مؤشر الربحية

عندما تكون تكلفة الاستثمار الرأسمالي مختلفة بين المشاريع الاستثمارية قيد الدراسة، فإنه يصبح من الصعب تحديد الربحية للمشاريع استنادًا إلى معيار صافي القيمة الحالية، ذلك لأن صافي القيمة الحالية يمثل نقدية مطلقة غير مرتبطة بتكلفة الاستثمار الرأسمالي تحديدًا، فإذا كان صافي القيمة الحالية لمشروع هو

¹ محمد أيمن الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، الطبعة 7، العبيكان، الرياض، 2015، ص366.

² دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص297.

الأعلى، فإن هذا لا يعني أن هذا المشروع هو الأربح نسبيًا إذا كانت تكلفة الاستثمار فيه مرتفعة أيضًا. ومن الممكن تحويل معيار القيمة الحالية إلى مقياس للربحية النسبية لمشروع استثمار بتقسيم القيمة الحالية للتدفقات النقدية على تكلفة الاستثمار الرأسمالي، وهو ما يسمى مؤشر الربحية أو نسبة المنفعة إلى التكلفة. وقاعدة القرار هنا أنه إذا كانت قيمة المؤشر أكبر من واحد فإن المشروع يُعتبر رابحًا. وإذا كانت قيمة المؤشر تساوي إلى الواحد، فالمشروع خاسر¹. ويمكن التعبير عن مؤشر الربحية بالمعادلة التالية:²

$$\text{مؤشر الربحية} = \frac{\text{القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة}}{\text{القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة}}$$

¹ محمد أيمن الميداني، مرجع سابق، ص 365.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص 229.

خلاصة الفصل الأول:

حاولنا من خلال هذا الفصل تسليط الضوء على أهمية ودور الادارة المالية التي جعلتها من الوظائف الأساسية في الشركة وأصبحت تحتل مكانة هامة في الهيكل التنظيمي الإداري لها، بحيث تقوم بإدارة الجانب المالي للشركة وتستخدم التخطيط المالي والرقابة المالية، وتوزيع الأموال والمسؤوليات للشركة، كما تقوم باتخاذ القرارات في أوقاتها المناسبة والتي تكون من صلاحيات المدير المالي وتعتمد على كفاءته وخبرته ومصداقيته للعمل الذي يسعى إلى تحقيقه. ومن بين القرارات التي تتخذ على المستوى الإداري للشركة؛ القرارات المالية، حيث تبين لنا أن صناعة القرار المالي من أهم الموضوع التي حظيت باهتمام كبير لمختلف الدارسين في حقل الإدارة المالية، حيث أن القرار المالي هو الذي تعتمد عليه الشركة في مختلف نشاطاتها، ويمثل أهم محدد لقيمتها، ومن خلاله تحقق هدفها الإستراتيجي والمتمثل في تعظيم ثروة الملاك وتعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد، بالإضافة إلى تحقيق أقصى العوائد الممكنة للشركة، مع الحفاظ على السيولة. ولعل أبرز قرار مالي يتمثل في قرار تحديد الهيكل الأمثل لحجم الاستثمار داخل الشركة. وقد بينت الدراسة، بأنه توجد العديد من المراحل التي يتم بناءً عليها اتخاذ القرار الاستثماري، وهذه المراحل تم بناءها على أسس علمية، حيث تبدأ عادة في التحديد الدقيق للموضوع أو المشكلة موضع القرار، ثم تحديد البدائل المتاحة أو الممكنة لعلاج المشكلة، بالإضافة إلى العيوب المرتبطة بكل بديل من البدائل التي تم تحديدها كذلك مقارنة العيوب مع البدائل المطروحة، واعتمادًا على ذلك يتم اتخاذ قرار الاستثمار. ويعد قرار الاستثمار الرأسمالي من أهم القرارات الاستراتيجية التي تتخذها إدارة الشركة للحفاظ على التنافسية طويلة الأجل لكل من الدولة والشركات، وذلك لتأثيرها على نتائج الأداء المالي للشركة بشكل سلبي إذا كانت خاطئة وإيجابيًا إذا كانت صائبة. وعليه يجب أن يتناسب قرار الاستثمار الرأسمالي بشكل يتلائم مع حجم الاستثمار والمخاطر التمويلية والاستثمارية طويلة الاجل والمرتبطة به.

كما بحث هذا الفصل الموازنة الرأسمالية التي تم تعريفها بعملية الإنتقاء بين عدة مشاريع استثمار بديلة. ولعل أهم خطوة في عملية تقييم المشروع هي إعداد تقديرات دقيقة للتدفقات النقدية للمشروع. وبما

أن قرارات الاستثمار الرأسمالي تُعنى بتحديد المزيج بين المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل، بالإعتماد على أسس علمية ومعايير تقييم للفرص الاستثمارية المتاحة، والتي يمكن من خلالها التوصل الى اختيار البديل أو المشروع المناسب من بين عدة بدائل مقترحة، والذي يضمن تحقيق الأهداف المحددة. وهناك العديد من المعايير التي توضح لنا العلاقة المطلوبة بين التكلفة الاستثمارية والعوائد المتحققة، ولكن طريقة فترة الإسترداد، طريقة صافي القيمة الحالية، وطريقة معدل العائد الداخلي، ومؤشر الربحية، تعد من المعايير الشائعة والأكثر استخدامًا.

وتجدر الإشارة في الأخير إلى أن قرار الاستثمار في أي مشروع يرتبط ارتباطًا وثيقًا بقرار التمويل، ذلك لأن قبول أي من البدائل الاستثمارية المقترحة يتوقف على كيفية تمويل هذا البديل، ويكون على إدارة الشركة بعد تحديد البدائل الاستثمارية المقترحة، تحديد وسائل تمويل هذه الاستثمارات، مع الأخذ بعين الإعتبار بدائل التمويل واختلاف تكلفة كل منها، وهو ما سنحاول تسليط الضوء عليه في الفصل الموالي.

الفصل الثاني:

قرارات التمويل

تمهيد:

تمثل عملية التمويل دورًا هامًا في الحياة الاقتصادية، فهي الشريان الحيوي والقلب النابض الذي يمد القطاع الاقتصادي بمختلف وحداته وشركاته بالأموال اللازمة للقيام بعملية الاستثمار وتحقيق التنمية ودفع عجلة الاقتصاد نحو الأمام. فإذا كانت عملية التمويل بمفهومها العام تعني إنفاق المال، وكان الاستثمار بالمفهوم البسيط يعني استخدام المال في عمليات اقتصادية بغية الحصول على مردودية أو نتيجة، فإن كل استثمار يعتبر تمويلًا بالضرورة ولكن التمويل لا يعتبر في كل الحالات استثمارًا.

ويعتبر قرار التمويل أو قرار هيكل التمويل أحد أهم القرارات المالية بالنسبة للشركات، والذي يمكن أن يكون له أثر كبير على أدائها لكونه يمثل قوة بحد ذاته تحكم على مدى فشل أو نجاح الشركة. وتدور هذه النوعية من القرارات حول كيفية تقدير الإحتياجات المالية والحصول على الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات وحول تحديد المزيج الأمثل من مصادر تمويل الاستثمارات أي تحديد نسبة رأس المال الممتلك ورأس المال المقترض مع الأخذ بعين الإعتبار الموازنة بين العائد والمخاطرة، وذلك من أجل الوصول إلى المزيج الأمثل لمصادر التمويل، أي هيكل التمويل الأمثل بهدف تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم وذلك من خلال تحقيق الحد الأدنى لتكلفة التمويل.

نحاول من خلال هذا الفصل الإلمام بكيفية صناعة القرار التمويلي السليم والذي يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركة، وذلك من خلال توضيح مفاهيم الهيكل التمويلي وكذا استعراض مصادر التمويل المتاحة وطبيعة كل منها، بالإضافة إلى تحديد العوامل والمحددات المؤثرة في تكوين واقتناء هيكل تمويلي سليم من خلال المبحث الأول. بينما يحيلنا المبحث الثاني إلى تحديد العلاقة بين قرارات التمويل وقرارات الاستثمار الرأسمالي والمتمثلة في تكلفة التمويل، ولقد حاولنا في المبحث الثالث الربط بين هيكل التمويل وبين عملية استخدام الرفع المالي.

المبحث الأول: الهيكل التمويلي للشركة

تطرح أمام الشركات مصادر متنوعة لتمويل نشاطاتها، وعليه تلجأ إلى اتخاذ القرار المناسب من خلال المفاضلة بين البدائل التمويلية المتاحة واختيار الأفضل والذي يتناسب مع الأهداف المسطرة. فالقرارات المتعلقة بالتمويل واختيار مصادر التمويل من القرارات المهمة والمعقدة، الأمر الذي يتطلب من المسؤول دراسته دراسة جيدة ومتأنية. وبناءً على قرار التمويل يتم تحديد هيكل التمويل المناسب للمشاريع الاستثمارية. ظهر مفهوم هيكل التمويل نتيجة لتعدد مصادر التمويل المتاحة للشركات واختلاف طبيعة كل مصدر من حيث التكلفة والمخاطر. ومن الجدير بالذكر أن الكيفية التي يمكن من خلالها للشركة توفير رأس المال المطلوب يعتمد بشكل كبير على حجم الشركة، معدلات النمو المتوقعة في عملياتها، بالإضافة إلى مجموعة من العوامل والمحددات الداخلية والخارجية، التي تتحكم في كمية وزمن توفر التمويل من هذه المصادر التمويلية. وعليه، من خلال هذا المبحث نحاول معرفة ماهو هيكل التمويل، والعوامل المؤثرة عليه (محددات هيكل التمويل)، ومصادر الحصول على هيكل التمويل.

المطلب الأول: مفهوم هيكل التمويل ومناهج اختياره

يشكل مفهوم الهيكل التمويلي عنصراً هاماً وحيوياً في النشاط المالي للشركة وذلك نظراً لتأثيره على أدائها المالي ومن ثم على قيمتها السوقية التي تسعى إلى تعظيمها، وهو أحد أكثر المفاهيم تعقيداً عند اتخاذ القرارات المالية وذلك بسبب علاقته المتداخلة مع بعض القرارات المالية الأخرى. وسنحاول من خلال هذا المطلب تحديد مفهوم هيكل التمويل ومناهج اختياره.

الفرع الأول: مفهوم هيكل التمويل

لقد عرف David (2007) قرار التمويل كقرار يحدد هيكل التمويل الأمثل للشركة، بما في ذلك تحديد الطرق المستخدمة من قبل الشركة للحصول على الأموال سواء عن طريق إصدار الأسهم أو إصدار الديون أو بيع الموجودات أو مزيج منها¹.

ويقصد بهيكل التمويل تشكيلة المصادر التي حصلت منها الشركة على أموال بهدف تمويل استثماراتها، ومن ثم فإنه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الإلتزامات في قائمة المركز المالي سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل².

وقد يختلط مفهوم الهيكل التمويلي مع مفهوم الهيكل المالي، حيث أن الهيكل المالي يجب أن يتعلق بالمكونات التفصيلية لكل من جانبي الميزانية العمومية للشركة وليس فقط جانب الإلتزامات، وعلى هذا يتحدد توازن الهيكل المالي للشركة بمدى التناسق بين كلاً من موجوداتها والإلتزاماتها. وهو ما يطلق عليه منحج التغطية في التمويل³.

ولا يمكن التكلم عن هيكل التمويل دون التعرض إلى هيكل رأس المال، هذا الأخير الذي يمثل جزء من الهيكل التمويلي للشركة ويشمل جميع أشكال وأنواع التمويل طويل الأجل (التمويل الدائم) فقط، ويتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية مع استبعاد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل⁴. وتجدر الإشارة هنا إلى أن قرار التمويل يتعلق بتحديد وصياغة هيكل التمويل الأمثل لاستثمارات الشركة أي مزيج التمويل الذي يخفض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى، ويقلل من المخاطر، ومن ثم تعظيم

¹ David, Fred R, op-cit, p135.

² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 527

³ جمال الدين محمد المرسي، أحمد عبد الله اللوح، مرجع سابق، ص 244

⁴ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قريبا، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 128-129.

ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم.¹ وذلك من خلال تحديد نسبة تمويل من مصادر التمويل قصيرة الأجل ومن مصادر تمويل طويلة الأجل وكذلك تحديد المزيج المناسب للتمويل من مصدري (الدين والملكية).² وهيكّل التمويل الأمثل هو الذي يحقق أهداف الشركة ويقوم على تحصيل أكبر قيمة ممكنة من المستلزمات التمويلية بأقل تكلفة ممكنة. ويقصد بتكلفة الحصول على الأموال هنا سعر الفائدة وتكاليف سداد خدمة الدين.³

إن أحد الأهداف الرئيسية للتعرف على مكونات هيكل التمويل واتخاذ القرار هو تحقيق أكبر عائد ممكن لملاك الشركة ومعرفة مدى تأثير مزيج تمويلي معين (التمويل بالملكية، والإقتراض) على القيمة السوقية للأسهم، وعليه يعتبر قرار التمويل من أهم القرارات التي يتوجب على إدارة الشركة اتخاذها كي تضمن الشركة الإستمرارية والنجاح.⁴

وللمفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة سعياً وراء تخفيض التكلفة المرجحة لرأس المال إلى الحد الأدنى المناسب لا بد من أخذ بعض العوامل التي تعد من أهم العوامل المؤثرة على قرار التمويل بعين الاعتبار والمتمثلة في:⁵

- تكلفة التمويل، أي تكلفة الدينار الواحد من كل مصدر من مصادر التمويل (الداخلية أو الخارجية).
- ملائمة التمويل للمجال الذي سيستخدم فيه.

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص 72.
² صادق راشد الشمري، إدارة العمليات المصرفية- مداخل وتطبيقات، دار اليازدي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص 383.
³ زينب صالح الأشوح، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، المجموعة العربية للتدريب والنشر، 2016، ص 178.
⁴ محمد الفاتح محمود المغربي، التمويل والاستثمار في الإسلام، التمويل والاستثمار، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، 2016، ص 30.
⁵ نعيم نصر داوود، التحليل المالي: دراسة نظرية تطبيقية، دار البداية، عمان، 2012، ص 154.

- السيولة النقدية في الشركة، وهنا يجب مراعاة وضع السيولة النقدية في الشركة التي ترغب في التمويل، فإذا كان الوضع حرجاً قد تضطر الشركة إلى التجاوز عن عامل التكلفة والبحث عن مصادر التمويل طويلة الأجل لتجنب عوامل الضغط على السيولة في المستقبل.
- القيود التي يفرضها المقرض على الشركة المقترضة والتي تتعلق عادة بالضمانات المقدمة أو سياسات توزيع الأرباح أو قيود على مصادر تمويل أخرى.
- الوفورات الضريبية التي يحققها التمويل الخارجي في الوقت الذي لا يحققها التمويل الداخلي حيث أن الفوائد المدفوعة على القروض يتم تحميلها على الربح، في حين أن توزيعات الأسهم لا عبء عليها.

الفرع الثاني: مناهج اختيار هيكل التمويل

هناك ثلاثة مناهج تستخدم في تحديد هيكل التمويل المناسب:¹

أولاً: منهج التوازن

يفترض هذا المنهج وجود حالة توازن ومرونة مالية للهيكل التمويلي، وهذا يتطلب حساب تكلفة رأس المال في ضوء البدائل التمويلية المتاحة من مصادر التمويل المختلفة، في ظل إفتراضات محددة وهي أن هناك عائد متوقع، وحالة معينة للطلب والعرض على الأموال في السوق المالية تتحدد على أساس اتجاهات أسعار الفائدة، ثم القيام باختيار المزيج التمويلي، والذي يصاحبه أقل تكلفة تمويل.

ثانياً: منهج التوازن المقارن

يفترض وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه بالإضافة لتكلفة الأموال، ولذلك يتم وضع العديد من الخطط المالية التي تحتوي على مزيج تمويلي مختلف وتقوم بتحديد أثر كل خطة على تكلفة الأموال، وبالتالي الوصول إلى العائد الإضافي المطلوب، وبمقارنة هذه الخطط يمكن اختيار المزيج التمويلي المناسب للشركة.

¹ جمال الدين محمد المرسي، أحمد عبد الله اللبح، مرجع سابق، ص 287.

ثالثاً: منهج التوازن الحركي الديناميكي

يفترض وجود متغيرين يؤثران في إختيار المزيج التمويلي، وهما المخاطر المالية ومخاطر الأعمال، حيث يتأثران بقيود البيئة الداخلية والبيئة الخارجية المحيطة بالشركة، وبمجموعة من العوامل متمثلة في: مدة الإئتمان، مدى توفر المعلومات، وجود سياسة مالية واضحة محددة المعالم، على أن يتم إتخاذ القرار المالي في ضوء قيود لا يمكن الإستغناء عنها مثل: التكلفة، المركز الإئتماني للشركة، مجال إستخدام الأموال، والقرارات المالية التي أتخذت في الماضي...الخ. وفي ضوء العمليات الإنتاجية والتسويقية ودرجة إستغلال الموجودات والموارد الإنتاجية لأن ذلك يؤدي إلى تغير المزيج التمويلي مع كل تغير في حجم أعمال الشركة. وعليه يجمع هذا المنهج بين المناهج السابقة الذكر عند إختيار المزيج التمويلي المناسب ما يجعله منهج متكامل.

المطلب الثاني: محددات هيكل التمويل

يختلف هيكل التمويل من شركة إلى أخرى، فبعض الشركات تعتمد كلياً على أموال الملكية، في حين البعض الآخر يتوسع بشكل كبير في استخدام الأموال المقرضة بأنواعها المختلفة. وتمثل المتغيرات الآتية أهم المحددات التي تحكم المدى الذي يمكن أن تذهب إليه الشركة في اعتمادها على القروض في التمويل.

الفرع الأول: حجم الشركة

يعتبر حجم الشركة محدد مهم لهيكل التمويل، فهناك عدة أسباب لوجود علاقة بينه وبين حجم الشركة، حيث أن الشركات صغيرة الحجم تتحمل تكلفة أكبر من الشركات الكبيرة في حالة اتجاها للإقتراض طويل الأجل والسبب في ذلك يرجع إلى عدم تماثل المعلومات في الشركات الصغيرة، وخاصة المعلومات التي يحتاجها المقرضون والموردون، وتزداد هذه التكلفة في حالة الإلتجاه لإصدار أسهم جديدة لتمويل مشاريعها، لذلك تتجه هذه الشركات للإقتراض قصير الأجل، وبالتالي تكون عرضة لارتفاع تكاليف الوكالة والتصفية، عندها تتعرض للمشاكل المالية وارتفاع عنصر المخاطرة. على عكس ذلك، نجد أنه كلما زاد حجم الشركة تصبح

أكثر تنوعًا وأقل تذبذبًا بعوائدها السنوية، مما يؤدي إلى انخفاض المخاطر المالية المرتبطة بها، وبالتالي زيادة قدرتها على تحمل نسبة مديونية مرتفعة في هيكل تمويلها أكثر من الشركات ذات الحجم الأقل. وبالتالي فهناك علاقة سلبية بين حجم الشركة والرفع المالي¹.

الفرع الثاني: الربحية

اختلفت النظريات المالية في تفسيرها لتأثير ربحية الشركات في هيكل التمويل، حيث نجد أن (Myer 1984) اقترح أن يتم التمويل بالأرباح المحتجزة أولاً ثم بالدين، ومن ثم التمويل بالملكية. من هذا المنطلق فإن هناك أثراً سلبياً بين الربحية ونسبة الدين وهذا حسب نظرية التدرج في التمويل، أي أن الربحية العالية تتضمن اعتماداً أكثر في التمويل على الأموال الداخلية، واستعمالاً أقل للدين. إن الأرباح قبل الفوائد والضرائب نسبة إلى إجمالي الموجودات بالشركة، تعتبر المتغير الذي يكون مستخدماً لقياس قدرة الشركة على توليد أموال داخلية (العائد على أصول الشركة ROA)، وتأتي أهمية هذا العنصر لأن ربحية الشركة تؤثر بشكل قوي على المخاطر المالية التي تتعرض لها الشركة، فكلما زادت ربحية الشركة انخفض احتمال فشلها وزادت قدرتها على الاقتراض وتستطيع الاستفادة بشكل أكبر من الوفر الضريبي، لذلك فإن نظرية المبادلة ترى وجود علاقة إيجابية بين أرباح الشركة ونسبة المديونية في هيكل تمويلها².

الفرع الثالث: الموقف الضريبي للشركة

من بين الأسباب الأساسية التي تدفع الشركة للتمويل عن طريق الاقتراض، استفادتها من ميزة ضريبية ناتجة عن خصم مدفوعات الفوائد من الربح، حيث تعتبر الفوائد من التكاليف الواجبة الخصم قبل تحديد الربح الخاضع للضريبة، وهو ما يسمح بخفض عبء الضرائب على الشركة، غير أنه في بعض الأحيان قد يُعفى

¹ غازي فلاح المومني، علي محمود حسن، "محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان"، في مجلة دراسات العلوم الإدارية، عمان، المجلد 38، العدد 2، 2011، ص 369.

² نفس المرجع، ص 369.

دخل الشركة من الضرائب أو قد تمنح الشركة حوافز ضريبية تخفض من عبء الضريبة، بينما يؤدي الإعفاء الضريبي والإستفادة من الحوافز الضريبية إلى فقدان الإقتراض كمصدر للتمويل، كأحد مزاياه الأساسية التي تنشأ في حالة ارتفاع الأعباء الضريبية¹.

الفرع الرابع: هيكل الأصول (بنية الموجودات)

إن الشركة التي تمتلك موجودات يمكن تقديمها كضمان للمقرضين، يكون لديها الدافع في الإعتماد على الأموال المقترضة بدرجة كبيرة أي أن هناك علاقة بين بنية الموجودات والطاقة الإستيعابية للدين، حيث أن نسبة الإقتراض تزداد كلما زادت نسبة الموجودات الثابتة بوصفها أكثر الموجودات ملائمة لتقديمها كضمان، وقدرتها على تحقيق أعلى ربحية من الموجودات، نظرًا لاتجاه أصحاب الملكية للاستثمار في مشاريع ذات مخاطرة مرتفعة نسبيًا، فإنه إذا كان يتم عن طريق الإقتراض سيدفع ذلك الدائنين لطلب رهن موجودات المشروع لصالحهم وحمايتهم في حالة فشل المشروع ويقل تمويل المدينين لمشاريع لا تحتوي على موجودات قابلة للرهن، وبالتالي تقل تكلفة الوكالة الناجمة عن تضارب المصالح بين أصحاب الملكية والدائنين، وبالتالي سيقبل فائض الأموال لدى الشركة نتيجةً لتسديد القروض، والذي يمكن ان يستخدمه المديرون لمصالحهم الذاتية².

الفرع الخامس: 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 مبيعات. وتأسيسًا على ذلك فإن شركات المنافع العامة التي تتميز بإستقرار الطلب على منتجاتها يمكنها في غالبية الأحوال استخدام نسب عالية من الرفع المالي (الإقتراض) مقارنة بالشركات الصناعية. أما فيما يخص نمو المبيعات فإن زيادة معدل المبيعات

¹ عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص402.

² سليمان شلاش، على البقوم، وسالم العون، "العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال، حالة تطبيقية في شركات المساهمة العامة الأردنية"، في مجلة المنارة، جامعة آل البيت، الأردن، المجلد 14، العدد 1، 2008، ص58.

بنسبة معينة يزيد ربحية السهم، إذ يمكن للشركات التي تتميز بنمو مبيعاتها أن تعتمد على القروض، لأنه عادةً تكون تكلفتها أقل من إصدار أسهم جديدة، في حين يرى البعض أنه في حالة زيادة صافي الربح فإن الاعتماد على الديون سيكون محدودًا أو ثابتًا عند نسبة محددة من إجمالي الموجودات أو من قيمة حقوق الملكية، لزيادة فعاليتها كمصدر مالي ذاتي عن طريق الأرباح المحتجزة¹.

الفرع السادس: التحكم أو السيطرة

يؤثر التمويل بالإقتراض على مركز وقدرة الإدارة في الرقابة ما يمكنه من التأثير على الهيكل التمويلي للشركة، فالإدارة إذا كانت في حالة سيطرة تصويتية في الشركة ولا يسمح لها بشراء أي أسهم، فسوف تفضل استخدام القروض في تمويل الإستثمارات الجديدة، لأن إصدار أسهم جديدة يفقدها السيطرة على الشركة، وفي حالة إتسم الوضع المالي للشركة بالضعف فسوف تصدر أسهم جديدة خوفًا من مخاطر عدم القدرة على سداد ديونها ومن ثم التعرض إلى الإفلاس، الأمر الذي قد يعرض أفراد الإدارة الحالية لفقدان وظائفهم وكذلك تخفيض الاعتماد على القروض قد يعرض الشركة إلى مخاطر الإستحواذ والإستيلاء عليها من قبل مستثمرين آخرين. وبالتالي فإن لمعيار السيطرة تأثيرًا على شكل الهيكل التمويلي للشركة².

الفرع السابع: التدفقات النقدية

إن استقرار التدفقات النقدية وفقًا للدورة النقدية للشركة يمكن من التخطيط الجيد لسداد الإلتزامات المستحقة للدائنين في مواعيدها، ويرتبط إستقرار التدفقات النقدية إرتباطًا وثيقًا بتحديد المقدار الأمثل من القروض الذي ينتج عنه الوضع الأمثل لحملة الأسهم، هذا يستلزم تحليل التدفق النقدي لمعرفة التدفقات

¹ السعيد فرحات جمعة، جاد الرب عبد السميع، الإدارة المالية والبيئة المعاصرة، المكتبة العصرية، مصر، 2001، ص 253-254.

² عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 405.

النقدية الخارجة المترتبة على أعباء خدمة القرض، وما مدى قدرة التدفقات الداخلة على تغطيتها، وذلك لتجنب الوقوع في دائرة العسر المالي¹.

الفرع الثامن: التكلفة

لا ينبغي على الشركة 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 المصدر².

الفرع التاسع: المرونة التمويلية

وهي قدرة الشركة على الحصول على القروض وذلك بشروط ملائمة وأسعار فائدة معقولة تحت مختلف الظروف، لأنه من المعروف أن المقرض دائماً يبحث عن الشركة (المقترض) ذات المركز المالي القوي لضمان حقوقه خاصة في الظروف الإقتصادية الرديئة. وعليه فعندما تكون العوامل الأخرى مشجعة على استخدام الدين، والمرونة التمويلية غير متوفرة، فهذا يعني هيكل مالي بنسبة دين أقل³. كما تعني عدم اتصاف هيكل رأس مال الشركة بالجمود وقدرتها على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى التمويل، ويقصد بها أيضاً تعدد الخيارات المستقبلية المتاحة أمامها خاصة إذا تعددت مصادر التمويل المتاحة بشأن الحصول على الأموال. ومن المتعارف عليه أن الإقتراض يوفر للشركة مرونة أكثر من أموال الملكية (عن طريق زيادة رأس المال)، فالإقتراض متوفر وبأنواع مختلفة وبمواعيد متفاوتة وبكميات تتناسب مع حاجة الشركة، في حين أن هذه المواصفات الموجودة في أموال الإقتراض ليست موجودة في أموال الملكية، لأن التمويل عن طريق زيادة رأس المال يحتاج إلى إجراءات طويلة معقدة⁴.

¹ السعيد فرحات جمعة، جاد الرب عبد السميع، مرجع سابق، ص 254-255.

² نفس المرجع، ص 261.

³ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص 352.

⁴ مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 402.

الفرع العاشر: المخاطر التشغيلية

وهي المخاطر المتعلقة بطبيعة النشاط الذي تمارسه الشركة أو عملياتها الرئيسية في وقت لا تتحمل الشركة أي دين، مثل مخاطر التكنولوجيا المرتبطة بالمنتج، ومخاطر تغير أذواق المستهلكين، وغيرها. ويتوجب على الشركة أن تعتمد على المزيد من رأس المال في الحالات التي تكون فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلاً من الإعتماد على الإقتراض، لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة الشركة على خدمة دينها وقد تتعرض للإفلاس إذا ما كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها¹.

والمخاطر التشغيلية تعتمد على مجموعة من العوامل من أهمها²:

أ- درجة استقرار كمية الطلب (عدد وحدات المبيعات)؛ بحيث يتصف الطلب على منتجات بعض الشركات بالاختلاف، فبعض المنتجات مثل السلع الاستهلاكية والغذائية يتصف بالاستقرار في حين الطلب على بعض السلع يتصف بالتذبذب، فكلما كان الطلب مستقرًا كلما كانت المخاطر التشغيلية أقل.

ب- درجة استقرار سعر البيع؛ فكلما زادت قلت المخاطر التشغيلية.

ت- درجة استقرار أسعار مدخلات الإنتاج (المواد الأولية الداخلة في الإنتاج)؛ كلما زادت قلت المخاطر التشغيلية.

ث- قدرة الشركة على تعديل أسعارها استجابةً للتغيرات في أسعار مدخلات الإنتاج؛ كلما زادت قلت هذه المخاطر.

ج- الواقع التشغيلي أو مدى استخدام الشركة للتكاليف الثابتة التي لا يمكن تخفيضها في حالات انخفاض الإنتاج، وكذلك لا تزداد في حالة زيادة الإنتاج، فكلما زاد الرفع التشغيلي زادت مخاطر الأعمال.

¹ فيصل جميل السعيدة، نضال عبد الله فريد، الملخص الوجيز لإدارة والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص92.

² محمد خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، عمان، 2011، ص195.

ح- مخاطر البيع الأجنبي؛ كلما زاد عدد فروع الشركة الخارجية وزادت حصة مبيعات التصدير كلما زادت المخاطر التشغيلية للشركة نتيجة زيادة مخاطر تذبذب أسعار الصرف العالمية.

الفرع الحادي عشر: درجة تحفظ وجرأة الإدارة

إن إدارة الشركة هي مجموعة من البشر الذين تحكمهم عوامل سلوكية، فمنهم من يتصف بالجرأة والإقدام لتحمل المخاطر، ومنهم من يتصف بالتردد والتحفظ والخوف من المخاطر، وكما هو معروف فإن التمويل المقترض يساهم في زيادة درجة المخاطر، واستناداً لذلك فإن تركيبة رأس المال قد تعتمد على استدانة أقل رغم ملائمة العوامل الأخرى بسبب تحفظ الإدارة وخشيتها من المخاطرة¹.

الفرع الثاني عشر: التوقيت

يرتبط عامل التوقيت بشكل أساسي بعامل المرونة، فالتوقيت الملائم هو الذي يسمح للشركة بالحصول على الأموال من مصادر تتصف بالمرونة، وهذا يعطي للشركة 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 أفضلها².

المطلب الثالث: مكونات هيكل التمويل

تسعى كافة الشركات، في مختلف الأوقات الحصول على الأموال أو رأس المال من أجل تسيير عملياتها اليومية وتوسيع أنشطتها المستقبلية. ومن أجل القيام بهذه المهمة فإن عليها أن تختار المزيج المناسب من مصادر التمويل المختلفة، عن طريق بيع حصص من ممتلكاتها، التي يطلق عليها التمويل الممتلك، أو عن طريق اللجوء إلى إقتراض الأموال، والتي يطلق عليها التمويل بالمدىونية أو التمويل المقترض، أو بالمزج بين الإثنين. ويمكن للشركة استخدام مصادر تمويل مختلفة من حيث آجالها، قصيرة وطويلة الأجل.

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص352.

² السعيد فرحات جمعة، جاد الرب عبد السميع، مرجع سابق، ص257.

الفرع الأول: مصادر التمويل الممتلك متوسط وطويل الأجل

يعتبر التمويل عن طريق أموال الملكية إحدى الطرق الممكنة إستخدامها من قبل الشركة من أجل تمويل مختلف أنشطتها. وعموما تتمثل في رؤوس الأموال التي تقبل تحمل مستويات عالية من الخطر الناتج عن إستخدامها، إذ تميزها تكلفتها الخاصة، وتتمثل أهم استعمالات هذه الأموال في الرفع من رأس المال أو تدعيمه، ومن أهم مصادر التمويل الممتلك متوسط وطويل الأجل: الأسهم الممتازة، الأسهم العادية، والأرباح المحتجزة.

1- الأسهم الممتازة

تعدّ الأسهم الممتازة جزء من حقوق الملكية في الشركات، والشركة غير ملزمة بدفع عائد ثابت على هذه الأوراق المالية، فالعائد يتوقف على تحقيق الشركة للأرباح وعلى رغبتها في التوزيع. ويتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة، وتمنح الأسهم الممتازة أرباح تحدد في كوبون الإصدار ولا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق الدائم في التصويت وانتخاب مجلس الإدارة. وهناك عدد من الأسباب التي تدفع إدارة الشركات إلى تمويل رأسمالها بإصدار الأسهم الممتازة وأهم هذه الأسباب هي زيادة موارد الأموال المتاحة للشركة والمتاجرة بالملكية واستعمال أموال الغير دون اشتراكهم في الإدارة¹.

2- الأسهم العادية

تعتبر الأسهم العادية وسيلة من وسائل التمويل الممتلك طويل الأجل التي يمكن اللجوء إليها خلال حياة الشركة، وذلك بطرح أسهم عادية جديدة للإكتتاب، وعند تداول هذه الأسهم في البورصة، قد تباع وتشتري بقيمة مخالفة عن القيمة الإسمية أي بقيمة أخرى تعرف بإسم القيمة السوقية، وهي القيمة الحقيقية للأسهم لأنها تتغير تبعاً لمعدلات الأرباح التي تحققها الشركة وظروف العرض والطلب ونمط تداول الأوراق المالية في

¹ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، مرجع سابق، ص 159.

البورصة، كل ذلك يعكس درجة وعي المستثمر وكمية المعلومات المتاحة عن الشركة وهذا يؤثر في قرار تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية¹.

ويمكن تعريف الأسهم العادية على أنها أوراق مالية لا تستحق (أبدية)، تحمل قيمة إسمية، ولا تعد بتوزيع نسبة أرباح ثابتة، تصدرها الشركة للحصول على أموال ملكية. وتمنح الأسهم العادية حاملها حقًا في الملكية النهائية للشركة وما يتبع ذلك من تحمل مخاطر أعمال الشركة وتبعات المسؤولية التي تحددها نسبة المساهمة في الشركة. وفي حالة تصفية الشركة، لا يحق لحملة الأسهم العادية المطالبة بحقوقهم في القيمة التصفوية للشركة إلا بعد تسوية مطالبات المقترضين وحملة الأسهم التفضيلية كافة. لحملة الأسهم العادية كأفراد حقوق محددة نذكر منها حق التصويت، حق بيع الأسهم العادية التي يملكونها في سوق الأسهم، حق الإطلاع على دفاتر وسجلات الشركة، وحق مشاركة الأخير في قيمة موجودات الشركة عند حلها، ولحملة الأسهم العادية كمجموعة حق تعديل النظام الأساسي للشركة، انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، التحويل ببيع موجودات ثابتة، تغيير عدد الأسهم العادية المصرح بها، التحويل بإصدار سندات وأسهم تفضيلية، والدخول في مفاوضات دمج أو اقتناء².

3- التمويل بالأرباح المحتجزة

تعتبر الأرباح المحتجزة مصدرًا داخليًا هامًا يستخدم لتمويل الإحتياجات المالية طويلة الأجل للشركة. وتمثل هذه الأخيرة ذلك الجزء من الأرباح الذي يتم الإحتفاظ به داخل الشركة بغرض إعادة إستثماره، وتعتبر الأرباح المحتجزة من أهم مصادر تمويل عمليات النمو والتوسع، كما تستخدم الأرباح المحتجزة في حالة الشركات التي تعاني من المشاكل المالية، كتلك التي ترغب في تخفيض ديونها أو الشركات التي تواجه ظروف

¹ محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار حامد، الأردن، 2008، ص 218.

² محمد أيمن الميداني، مرجع سابق، ص 551-552.

اقتصادية متقلبة، وفي مثل هذه الظروف يتم احتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة. وتفضل الشركات تمويل احتياجاتها طويلة الأجل باستخدام الأرباح المحتجزة لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة (في حالة إصدار أسهم) أو لتجنب الأعباء الثابتة التي تترتب عن بيع الأوراق المالية (في حالة إصدار سندات)¹.

الفرع الثاني: مصادر التمويل المقترض قصير الأجل

تستخدم أغلب الشركات أنواع مختلفة من المديونية قصيرة الأجل بهدف تمويل متطلبات واحتياجات رأس المال العامل (الموجودات المتداولة). وتعمل الشركات على تشكيل التزاماتها المتداولة، التي يطلق عليها التمويل قصير الأجل، بالشكل الذي ينسجم مع طبيعة نشاطها. ويعد التمويل قصير الأجل، بشكل عام، أقل تكلفة من التمويل طويل الأجل، إلا أنه أكثر خطورة. ويمكن تعريف التمويل القصير الأجل بأنه ذلك النوع من القروض الذي يستخدم غالبًا لتمويل العمليات التشغيلية (الجارية) التي تقوم بها الشركات، أي أن هذا التمويل لا تزيد مدته عن سنة واحدة، ويدخل ضمن مفاهيم رأس المال العامل².

ويُنظر إلى التمويل قصير الأجل على أنه مشكلة مستمرة للشركات التي تحتاج إليه، وتتحدد مسألة استخدام التمويل قصير الأجل أو عدم استخدامه بطبيعة عمل كل شركة بسبب أن هذا النوع نادرًا ما يستخدم لتمويل الموجودات الثابتة. فالشركات الكبيرة التي تمتاز ب ضخامة موجوداتها الثابتة لا تواجه مشكلة التمويل قصير الأجل بنفس المستوى الذي تواجهه الشركات الأصغر حجمًا³.

وسنحاول استعراض مصادر التمويل القصير الأجل كالتالي:

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، رسمية ذكي قرياقص، مرجع سابق، ص 327.

² علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 257.

³ قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 296.

1- الإئتمان المصرفي

تعمل المصارف التجارية على استلام النقود من الزبائن مقابل منحهم تسهيلات تتضمن: الحسابات الجارية (الودائع الجارية) وحسابات التوفير (الودائع الزمنية). وتفوم المصارف بإقراض تلك النقود إلى الأفراد (قروض إستهلاكية)، ولشركات الأعمال (قروض تجارية)، وللحكومة (شراء الأوراق المالية الحكومية). والقروض المصرفية هي قروض قصيرة الأجل واجبة السداد خلال مدة لا تزيد عن السنة. وتعتبر من مصادر التمويل المهمة التي قد تلجأ إليها العديد من الشركات، وهذه القروض لا تتم بشكل تلقائي وإنما تخضع للتفاوض بين الشركة وبين المصرف. فعندما تحتاج الشركات إلى الأموال لفترات قصيرة ولا يمكن توفيرها عن طريق الإئتمان التجاري أو عن طريق الأموال المتحققة داخلياً (الأرباح المحتجزة) فإنها تلجأ إلى استخدام الإئتمان المصرفي¹.

2- الإئتمان التجاري

يمكن تعريف الإئتمان التجاري بأنه نوع من أنواع التمويل قصير الأجل تحصل عليه الشركة من الموردين، ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر بها أو تستخدمها في العملية الصناعية. ويعتبر الإئتمان التجاري أكبر مصدر للديون قصيرة الأجل، ونظراً لكون الشركات الصغيرة لا تستطيع الحصول على التمويل من مصادر أخرى فإنها تعتمد عليه اعتماداً كبيراً أكثر مما هو عليه بالنسبة للشركات الكبيرة، ويعتبر التمويل عن طريق هذا المصدر مظهرًا شائعًا في وقتنا الحاضر وسمةً أساسيةً من سمات التعامل بين المنتجين وعملائهم، وتشارك المصارف التجارية أيضًا في تقديم مثل هذا النوع من الإئتمان للأفراد والشركات الصغيرة².

¹ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، مرجع سابق، ص 140.

² قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص ص 296-297.

3- الأوراق التجارية

هي أداة للتمويل القصير الأجل وهي السندات الأذنية والسندات لأمر وليست الكمبيالات والشيكات وشهادات الإيداع. والأوراق التجارية عبارة عن أوراق وعد بالدفع غير مضمونة تصدرها الشركات الكبيرة والمعرفة ذات المراكز المالية الكبيرة وتباع عن طريق وكلاء متخصصين في تداولها وتسويقها إلى المستثمرين النهائيين الذين يشملون البنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق الاستثمار وشركات الأعمال الأخرى التي يوجد لديها فائض سيولة. وتتميز بانخفاض تكلفتها وسهولة إجرائها واتساع قاعدة تسويقها ويعاب عليها تعرضها للتأثير السريع بالظروف الاقتصادية¹.

الفرع الثالث: مصادر التمويل المقترض متوسط وطويل الأجل

تسعى شركات الأعمال المعاصرة إلى تعبئة الموارد المالية من مصادر متعددة وبأشكال مختلفة ووفقاً للظروف السائدة في الأسواق المالية، وطبيعة هيكل رأس المال الخاص بالشركة، وتوجهات إدارتها بشأن تحمل المخاطرة. كما أن المستثمرين قد يفضلون بعض أنواع الأوراق المالية على غيرها، مما يعني ضرورة أخذ تلك الرغبات والتفضيلات بعين الاعتبار، بناءً على ذلك فإن التمويل المقترض هو من مصادر التمويل الأساسية في شركات الأعمال.

1- التمويل بالسندات

هناك تعريفات عديدة للسندات لكن معظمها يؤكد أن السند هو ورقة مالية تصدرها الشركات المساهمة أو المنظمات الحكومية وتعتبر عن قروض طويلة الأجل تستحق الدفع في أوقات محددة وتحمل

¹ محمد الفاتح محمود المغربي، مرجع سابق، ص24.

سعر فائدة ثابت أو متغير، تلتزم الشركة التي أصدرت السند بدفع قيمة السند عند الإستحقاق بالإضافة إلى دفع الفوائد سنويًا أو كل ستة أشهر أو حسب ما اتفق عليه¹.

والسندات هي إحدى أهم وسائل التمويل المالي المتوفرة للشركات وأقدمها، والتي عن طريقها تستطيع هذه الأخيرة الحصول على رأس المال اللازم للنمو والتطوير والمنافسة. وهي تمثل أداة دين تصدرها الشركات ويتم شراءها من قبل المستثمرين من الأفراد والشركات، بمعنى أن المستثمرين يقرضون أموالهم لتلك الشركات المصدرة للسندات مقابل الحصول على عائد مالي معين يتم تحديده في كل سند يطلق عليه مسمى عائد الكوبون، أو العائد الإسمي للسند، وكل سند له قيمة إسمية معينة تساوي عادة 100 دولار للسند الواحد، وتاريخ استحقاق معين، عنده تتم إعادة رأس المال (100 دولار عن كل سند) لمن يحمل ذلك السند².

2- التمويل بالقروض طويلة الأجل

تمثل إحدى الطرق المهمة التي تحصل بموجبها الشركة على الأموال لتمويل احتياجاتها وتكون هذه الأموال واجبة السداد خلال فترة تتراوح بين سنة وعدة سنوات وفقًا للشروط والقواعد التي يتم الإتفاق عليها بين الشركة والمقرض، وتوجد العديد من المصارف المتخصصة، تقوم بإقراض الشركات بهذا النوع من القروض (قروض طويلة الأجل) إضافةً إلى شركات الأموال، هذا في النطاق المحلي، كما أنه توجد أيضًا لمثل هذا النوع أسواق مالية إقليمية ودولية تعمل جميعًا على تمويل الفرص الإستثمارية المتاحة في المناطق ذات الاحتياج إلى القروض الطويلة، خاصة على نطاق دولي كالدول النامية على سبيل المثال والتي تكون عادة بحاجة إلى مثل هذا النوع من التمويل ومن أمثلتها المصارف الإسلامية المتنوعة، والمصرف الدولي للإنشاء والتعمير، وغيرها. وتتمثل

¹ أسعد حميد العلي، الإدارة المالية – الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر و التوزيع عمان ، 2010، ص205.

² فهد حامد الحويماني، المال والاستثمار في الأسواق المالية، الطبعة 2، فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، الرياض، 2006، ص391، 393.

تكلفة القرض طويل الأجل في قيمة القرض إلى جانب الفوائد المدفوعة والتي يتم دفعها بفترات محددة تضاف إليها المصاريف الأخرى إن وجدت في عقد القرض¹.

3- التمويل بالإستئجار

في هذا النوع من التمويل لا يقوم المشروع بشراء الأصل بل يقوم بالإنتفاع بحق استخدامه، وذلك بإستئجاره من مالكة أو مؤجره مقابل دفع مبلغ الإيجار². والإستئجار هو عقد يبرم بين طرفين هما المستأجر والمؤجر، يلتزم بموجبه الطرف الأول بدفع مبالغ محددة بتواريخ متفق عليها للطرف الثاني المالك لأصل من الأصول مقابل انتفاع الطرف الأول -وهو المستأجر- بالخدمات التي يقدمها الأصل، ويطلق على هذا النوع من التمويل الذي يمكن أن تلجأ إليه شركات الأعمال بالتمويل التأجيري³.

كما يمكن تعريفه على أنه ترتيب أو عقد يعطي لأحد الأطراف -الذي يسمى بالمستأجر- الحق باستخدام أحد الأصول والموجودات الثابتة المملوكة لطرف آخر -الذي يسمى بالمؤجر- لمدة محددة ومقابل دفعات محددة أيضا تشير إلى بدل الإيجار⁴.

وهو أنواع: الإستئجار التشغيلي: يُطلق على هذا النوع من التأجير أحياناَ تأجير الخدمات لأنه يوفر للشركة خدمتي التمويل والصيانة، أي هو استئجار خدمات الأصل دون أن ينتهي ذلك بتملكه ولا تكون عقود التأجير دائمة بل من حق المستأجر إنهاء عقد الإيجار قبل انتهاء مدته⁵. الإستئجار المالي أو الرأسمالي: تختلف عقود الإستئجار المالية، التي تسمى أحياناَ عقود الإستئجار الرأسمالية، عن عقود الإيجار التشغيلية من حيث

¹ قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص322.

² إسماعيل إبراهيم عبد الباقي، إدارة البنوك التجارية، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، 2016، ص298.

³ عبد القادر محمد احمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، إدارة مالية متقدمة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص123.

⁴ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، مرجع سابق، ص177.

⁵ دريد كامل، آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص412.

أنها (1) لا توفر خدمة الصيانة، (2) غير قابلة للإلغاء، و (3) يتم إطفائها بالكامل (أي أن المؤجر يتلقى مدفوعات إيجار مساوية لـ السعر الكامل لتأجير المعدات بالإضافة إلى العائد على رأس المال المستثمر¹.

المبحث الثاني: علاقة تكلفة التمويل بقرارات التمويل وقرارات الاستثمار الرأسمالي

يرتبط قرار الاستثمار في أي مشروع ارتباطاً وثيقاً بقرار التمويل، ذلك لأن قبول أي من البدائل الاستثمارية المقترحة يتوقف على كيفية تمويل هذا البديل، ويكون على إدارة الشركة بعد تحديد البدائل الاستثمارية المقترحة، تحديد وسائل تمويل هذه الاستثمارات، مع الأخذ بعين الاعتبار بدائل التمويل واختلاف تكلفة كل منها. وعلى هذا الأساس فإن العامل الرئيسي والمؤثر في اختيار البديل التمويلي المناسب، وبالتالي اختيار الاستثمار المناسب هو تكلفة هذا البديل أو ما يطلق عليه "تكلفة الأموال للمشروع" أي تكلفة الأموال التي تحصل عليها الشركة لاستخدامها في التمويل.

ومن هنا سيتم التطرق في هذا المبحث إلى مفهوم تكلفة التمويل وأهمية تحديدها، كيفية تقدير تكلفة كل عنصر من العناصر المكونة للهيكل التمويلي للشركة، ويتم في النهاية استخلاص صيغة تجمع بين مختلف هذه التكاليف المحسوبة حيث تعبر هذه الصيغة عن التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال. كما سنحاول التطرق لطبيعة العلاقة بين تكلفة التمويل والقرار الاستثماري والعناصر المؤثرة في هذه العلاقة.

المطلب الأول: مفهوم تكلفة التمويل وأهمية تحديدها

إن مسألة اختيار اقتراح استثماري معين لا تتوقف فقط على المكاسب أو العائد المتوقع، بل تعتمد أيضاً على التكلفة المقدرة للأموال. لذا فمن الضروري على الإدارة أن تكون قادرة على تقدير وقياس تكلفة

¹ Brigham, E., Ehrhardt, M., **Financial Management Theory and practice**, 13th Ed, South-Western College Pub, USA, 2013, pp734-735.

أموالها، وذلك قبل اتخاذ أي قرار في شأن قبول أو عدم قبول الاستثمارات الرأسمالية المقترحة. وعليه ترجع أهمية تحديد تكلفة التمويل إلى أنها تعتبر من أهم العمليات التي تركز عليها القرارات المالية.

الفرع الأول: مفهوم تكلفة التمويل

يتوقع المستثمرون الذين يحصلون على القروض ورأس المال المملوك للشركة، الحصول على مقابل أو مكافأة نتيجة استخدام هذه الأموال، إما في شكل فائدة (على القروض)، أو أرباح (إذا كان التمويل بأسهم رأس المال). فإذا كان المقابل أو المكافأة لاستخدام عنصر العمل يشكل عنصر تكلفة لهذا البند (المرتبات، الأجور، الحوافز)، فإن المقابل لاستخدام الأموال يشكل أيضاً عنصر تكلفة للشركة، وهو ما يطلق عليه "تكلفة التمويل"¹.

تتمثل تكلفة التمويل في تكلفة كل عنصر من عناصر هيكل رأس المال في الشركة، أي مصادر التمويل طويل الأجل. أما مصادر التمويل قصيرة الأجل، واستناداً إلى نظرية التمويل، فهي لا تأخذ في الحسبان أثناء تقدير تكلفة التمويل على اعتبار أنها مصادر مؤقتة ولا تبقى على حال².

ويمكن تعريف تكلفة التمويل بأنها "الحد الأدنى لمعدل العائد الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات المقترحة" وعند تحقيق عائد يقل عن هذا المعدل، فإن الموقف المالي لأصحاب الشركة سيصبح أسوأ مما كان عليه من قبل، مع انخفاض إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية للشركة، بينما يؤدي تحقيق معدل عائد أكبر من هذا الحد الأدنى (تكلفة التمويل) إلى تحسين الوضعية المالية لأصحاب الشركة، مع ارتفاع القيمة السوقية لأوراقهم المالية³.

¹ عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، مرجع سابق، ص 365.

² سلمان عبد الله معلا، التمويل والمؤسسات التمويلية: مفهوم وأهداف وسياسات، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص 79.

³ جمال الدين محمد المرسي، أحمد عبد الله اللبح، مرجع سابق، ص 262.

الفرع الثاني: أهمية تحديد تكلفة التمويل

أهم ما يمكن أن يقال بخصوص تكلفة التمويل هو أنها تمثل حجر الزاوية الذي تدور حوله مجموعة كبيرة من القرارات المالية، وأهمها قرار الاستثمار، وذلك بقبول الاستثمارات التي تكون عوائدها المتوقعة أكبر من تكلفة تمويلها، أما بخصوص قرارات التمويل فإن تكلفة التمويل سوف توفر المقياس الملائم لقياس فاعلية تشكيلة هيكل التمويل، سواء من خلال المفاضلة بين مصادر الأموال المتاحة واقتناء أنسبها أو باختيار شكل التشكيلة الذي ينحصر في تكلفة التمويل للشركة. وبهذا فتكلفة التمويل تعتبر معيارًا مهمًا للأداء المالي ولقياس فاعلية استخدام الأموال¹.

إن جميع القرارات المالية في الشركات عمومًا تهدف إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم، وتوفير المصادر المالية للشركة هو أحد القرارات الجوهرية في الإدارة المالية، ذلك أنها تسعى دائمًا إلى توفير هذه المصادر بأقل التكاليف، مما ينعكس إيجابيًا على قيمة الشركة، أو بمعنى آخر ينعكس إيجابيًا على سعر سهم الشركة في السوق المالية. ومن هنا تتجسد أهمية تحديد تكلفة التمويل، بالإضافة إلى المبررات الآتية:²

- في اتخاذ قرارات الموازنة، فإن خصم التدفقات النقدية يتم بالإعتماد على تكلفة التمويل كمعدل خصم تخصص به التدفقات النقدية وحساب صافي القيمة الحالية (NPV) أو معدل العائد الداخلي (IRR).
- إن هدف المدير المالي هو تعظيم ثروة المساهمين أي المالكين، ولا يتحقق ذلك إلا بالعمل على تخفيض التكاليف ومن أهمها تكلفة التمويل.

¹ إسماعيل إبراهيم عبد الباقي، مرجع سابق، ص 301.

² أسعد حميد العلي، مرجع سابق، ص 339.

- إن تكلفة التمويل بالنهاية هي نسبة مئوية، ولكن حساب هذه النسبة يتطلب تحليل مكونات رأس المال (تمويل ممتلك وتمويل مقترض)، ولكل منها طريقة مختلفة في حساب التكاليف، وبالمقابل فإن لكل مصدر من مصادر التمويل، مخاطرة تتناسب مع تكاليف ذلك المصدر، وبالتالي من الضروري عند اتخاذ هكذا قرار الموازنة بين التكاليف والمخاطر المرافقة.

- إن تحديد تكلفة التمويل يعتبر من الواجبات الجوهرية في الإدارة المالية، ذلك أن أي مشروع استثماري لا يضمن عائداً متوقعاً يساوي على الأقل تكلفة تمويل ذلك المشروع، فإنه يتم رفضه، بمعنى أن تكلفة التمويل تعتبر أحد معايير قبول أو رفض المشاريع الاستثمارية.

- من المعروف أن الإقتراض هو أدنى مصادر التمويل تكلفة، بسبب ميزة الوفورات الضريبية، ولكن يجب أن تستخدم الإدارة هذا المصدر بحذر وعدم المبالغة بالإقتراض، لأنه بزيادة الإعتماد على هذا المصدر تتحمل الشركة مخاطر إضافية هي مخاطر مالية أو مخاطر الرفع المالي، مما يؤثر على معدل العائد الذي يطلبه المساهمون. ذلك أن معدل العائد المطلوب يزداد بزيادة الرفع المالي والمخاطر المرافقة لها.

وبالنظر لعدم وجود قواعد واعتبارات متفق عليها ثابتة ومحددة من الناحية الحسابية في تحديد تكلفة التمويل، فإن جميع المداخل المتخصصة بدراسة تكلفة التمويل تعتمد التنبؤ في تقدير تلك التكلفة وتركز على مقدار العائد المتوقع ومحاولة أن يكون التمويل باتجاه المصدر الأقل تكلفة الذي يحقق أعلى عائد قياساً بمجال وحدود التكلفة المتوقعة.

المطلب الثاني: قياس تكلفة مصادر التمويل

مما لا شك فيه ان تكلفة كل نوع من أنواع الأموال يختلف عن الأخرى، هذا الاختلاف ينبع من تباين مصادر تمويل الشركات. فتكلفة التمويل المقترض طويل الأجل تختلف عن قصير الأجل، وكل ذلك يختلف عن

تكلفة التمويل الذاتي (الممتلك). وبما أنه تكلفة كل نوع تختلف عن تكلفة غيره فمن الخطورة أن نأخذ نوع واحد من هذه المصادر ونعتبرها تكلفة التمويل للشركة.

الفرع الأول: كيفية تقدير تكلفة مصادر التمويل

تعتبر أول خطوة لقياس التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال هي قياس تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل، فهي خطوة هامة للشركة وذلك من خلال معرفة تكلفة المصدر ومقارنتها بتكلفة المصادر الأخرى. وتكتسي عملية تقدير تكلفة التمويل درجة كبيرة من الأهمية، لأنها تعد بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار. فالاستثمار الذي لا يحقق عائداً يساوي على الأقل تكلفة تمويله لا بد من رفضه. لأن قبوله سيؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم العادية¹.

وفيما يلي توضيح لكيفية حساب تكلفة التمويل لكل مصدر بشكل فردي:

1- تكلفة أموال الملكية

عادة ماتمتمك أموال الملكية الأهمية النسبية الكبيرة من الهيكل التمويلي للشركات، وقد عُرفت تكلفة أموال الملكية بأنها معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون مقابل استثمار أموالهم في الشركة، كما عُرفت بأنها الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة أموال الملكية، للحفاظ على قيمة هذه الأموال بدون تغيير².

• تكلفة الأسهم الممتازة

عُرفت تكلفة الأسهم الممتازة بأنها معدل العائد الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بأسهم ممتازة من أجل ألا تتأثر المكاسب الخاصة بحملة الأسهم العادية، وعند إصدار الأسهم الممتازة تؤخذ في عين الاعتبار

¹ سلمان عبد الله معلا، مرجع سابق، ص 80.

² محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، رسمية ذكي قرياقص، مرجع سابق، ص 200.

عادة تكلفة إصدار تلك الأسهم لأنها تكون عادةً كبيرة نسبيًا وذلك بعكس تكاليف إصدار الأسهم العادية والتي تكون عادة منخفضة فتهمل. كما يراعى أيضًا أن توزيعات الأسهم الممتازة تكون عادة بمعدل ثابت ولا تحقق للشركة أية ميزة (وفورات) ضريبية¹. ذلك لأن العائد الذي يتم توزيعه لا يخضع للتعديل الضريبي لأنه توزيع للربح وليس تكلفة عليه، ولذلك فإن تكلفة أموال الأسهم الممتازة أعلى من تكلفة أموال الإقتراض.

ويتم حساب تكلفة الأسهم الممتازة وفق المعادلة التالية:²

$$K_p = \frac{D_p}{P_m (1 - F)}$$

حيث:

K_p : تكلفة الأسهم الممتازة.

D_p : توزيعات الأسهم الممتازة.

P_m : سعر بيع أو إصدار السهم الممتاز.

F : نفقات الإصدار.

يتضح من المعادلة أعلاه أن تكلفة الأسهم الممتازة عبارة عن، توزيعات أرباح السهم الممتاز مقسومًا على صافي القيمة التي تحصل عليها الشركة من بيع سهم ممتاز من إصدار جديد لهذه الأسهم، والتي تمثل قيمة السهم الممتاز مطروحًا منها مصاريف إصدار السهم إذا وجدت، والأسهم الممتازة ليس لها تاريخ استحقاق معين وتوزيعات أرباحها ثابتة.

• تكلفة الأسهم العادية

قد تتجه إدارة الشركة إلى تمويل الاقتراحات الاستثمارية إلى إصدار المزيد من الأسهم العادية، والتي يطلق عليها التمويل عن طريق حقوق الملكية الخارجية ويمكن تعريف تكلفة الأسهم العادية؛ بأنها الحد الأدنى لمعدل

¹ حمزة محمد الزبيدي، مرجع سابق، ص 729.

² عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، مرجع سابق، ص 306.

العائد الذي يطلبه حملة الأسهم العادية، ولتحديد تكلفة الأسهم العادية فلا بد من أن يؤخذ بالإعتبار القيمة السوقية للسهم، تكاليف الإصدار والخصومات وغيرها من المصروفات التي تصاحب عملية الإصدار، معدل التوزيعات السنوية المتوقعة ونمو التوزيعات، البيع للسهم بسعر يقل عن السعر السوقي الجاري. وعادة ما يأخذ المحللون الماليون بالتدفقات النقدية المخصصة، ورغم ذلك لا يمكن التوصل إلى الدقة نتيجة عدم التأكد والتعقيدات في استخدام المحلل التقديرات والتنبؤات للعوائد والمتحصلات المستقبلية، فحملة الأسهم ينظرون إلى المستقبل وما يتوقعون من أرباح وتوزيعات مستقبلية وعدم الإعتماد على عملية التحديد لمعدل العائد التي تعتمد على الإيرادات المتوقعة للسهم (العائد) على صافي المتحصلات (البيع) للسهم¹. وبشكل عام يمكن إيجاد تكلفة الأسهم العادية عن طريق نموذج التوزيعات المخصصة والمستخدم أيضاً في حساسات تكلفة الأرباح المحتجزة، وذلك بعد تعديله ليعكس تكاليف الإصدار الخاصة بالأسهم العادية، والتي يمكن حسابها من خلال المعادلة التالية:²

$$K_e = \frac{D_1}{p_0 (1 - F)} + g$$

حيث أن:

Ke: معدل العائد المطلوب (تكلفة الأسهم العادية).

D1: التوزيعات المتوقعة للسهم.

Po: سعر بيع السهم العادي.

F: تكاليف إصدار السهم العادي.

g: معدل النمو المتوقع للتوزيعات.

¹ مالك الحافظ، "أثر كلفة التمويل على التشكيلة التمويلية"، في مجلة المنصور، العدد 12، 2009، ص 81.

² Scott Besley, Eugene F. Brigham, **Essentials of Managerial Finance**, 13th Ed, Thomson, Mason, OH, 2005, p346.

• تكلفة الأرباح المحتجزة

الأرباح المحتجزة في الفكر المحاسبي هي تلك الأرباح المتحققة وغير الموزعة على حملة الأسهم بهدف استخدامها مستقبلاً في تمويل اقتراحات استثمارية جديدة وهذا ينطبق إلى حد كبير على كل من الإحتياطات ومخصصات الإهلاك...، ويتم معالجة الأموال المحتجزة تلك بما يتوقع أن يحصل عليه حملة الأسهم العادية من عوائد باعتبارها تكلفة فرصة بديلة، وبالطبع فإن إدارة الشركات لم تقم بحجز تلك الأموال ما لم يكن العائد المتوقع على استثمارها يساوي على الأقل معدل العائد على الاستثمارات كفرصة بديلة متاحة للملاك. ووفقاً لذلك فإن تكلفة الأرباح المحتجزة تنطبق عليها معادلات تكلفة الأسهم العادية، إن كان في حالة التوزيع الثابت أو زائد معدلات النمو وحتى بدل المخاطرة ولكن بدون مصاريف إصدار للأسهم، أما في حالة أخذ ضريبة على التوزيعات، يتم طرح قيمة الضريبة من قيمة التوزيعات (قيمة التوزيع – (1-نسبة الضريبة))¹. وتعرف تكلفة الأرباح المحتجزة بمعدل العائد المطلوب من قبل مالكي الأسهم العادية الموجودة في الشركة²، أو بتكلفة الفرصة البديلة المتمثلة بمقدار العائد الذي يمكنهم الحصول عليه لو أن الشركة وزعت هذه الأرباح وقام مالكي الأسهم باستخدامها في استثمارات أخرى لها نفس درجة الخطر³.

وتخضع الأرباح المحتجزة إلى الضريبة، لذلك يتم تخفيضها بمقدار الضريبة، ولذلك يمكن تقدير تكلفة

الأرباح المحتجزة باستخدام المعادلة التالية⁴:

$$K = \frac{D_1 (1 - T)}{p_0} + g$$

حيث:

¹ مالك الحافظ، مرجع سابق، ص ص 83-84.

² Scott Besley, Eugne F. Brigham, op-cit, p341.

³ محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، مرجع سابق، ص ص 406-407.

⁴ محمد ذياب، دراسات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية للمشاريع، دار المهمل اللبناني، بيروت، 2007، ص ص 101-102.

- K: تكلفة الأرباح المحتجزة.
 P₀: سعر السهم الحالي في السوق.
 D₁: التوزيعات المتوقعة للسهم.
 g: معدل النمو المتوقع للتوزيعات.
 T: معدل الضريبة على أرباح الشركات.

2- تكلفة الأموال المقترضة

تلجأ الشركات عادةً إلى الإقتراض في حالة عدم كفاية أموالها الخاصة. ويشكل هذا النوع من الإقتراض إلزامًا على الشركة، ويجب تسديده خلال الفترة المحددة. ويمكن تعريف تكلفة الإقتراض بأنها معدل العائد المتوقع من قبل المقرضين أو الدائنين، وتعرف أيضًا بأنها معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة عن طريقه، حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم بدون تغيير، ويعرف معيار المحاسبة الدولي رقم (23) تكلفة الإقتراض على أنها الفائدة وغيرها من التكاليف التي تتحملها الشركة فيما يتعلق باقتراض الأموال¹. وتستخدم تكلفة الدين بعد استبعاد الوفورات الضريبية في حساب المتوسط المرجح لتكلفة التمويل:

$$\text{after – tax cost of debt} = rd (1 - T)$$

حيث:

rd: معدل الفائدة للقرض.

T: سعر الضريبة.

الفرع الثاني: التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل

إن تقدير تكلفة كل عنصر من عناصر هيكل رأس المال تمكنا من حساب التكلفة الإجمالية لمصادر

التمويل ثم تكوين متوسط مرجح بالأوزان لهذه التكلفة.

¹ عبد الستار الصباح، سعود العامري، الإدارة المالية: أطر نظرية وحالات عملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص 222.

ويمكن تعريف متوسط التكلفة المرجحة للتمويل بأنه الحد الأدنى للعائد الذي يقبل به الموردون لعناصر رأس المال لتحقيقه في المشروع¹. إن التكلفة المرجحة للتمويل تساوي الوسط المرجح لتكلفة كل عنصر من عناصر الأموال المستخدمة لتمويل استثمارات الشركة. يتم استخدام الأوزان التي تمثل نسب قيمة كل عنصر من عناصر الهيكل التمويلي (الإقتراض، والأسهم العادية، والأسهم الممتازة، والأرباح المحتجزة) إلى إجمالي رأس المال، ويتم ضرب كل وزن بالتكلفة الخاصة بذلك العنصر، وجمع النتائج للوصول إلى التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل².

وتعود أهمية احتساب التكلفة المرجحة للتمويل لكونها تعمل على تخفيض العبء الذي يقع على عاتق المشروع نتيجة ارتفاع تكلفة مصادر التمويل، فاحتساب هذه التكلفة يسمح بالمقارنة بين عائد المشروع والبدائل المطروحة من مصادر التمويل للمشروع، حيث يتم من خلال هذه المقارنة اتخاذ القرار حول مدى الإعتماد على تلك المصادر بأهميتها النسبية التي تم اقتراحها أو العمل على تغيير مقدار مساهمة كل عنصر وبالذات المصادر ذات التكلفة العالية التي تشكل ثقلًا على الشركة³.

ويمكن حساب متوسط التكلفة المرجحة للتمويل عن طريق المعادلة الآتية⁴:

$$WACC = kd * wd + kps * wps + ks * ws$$

حيث:

WACC: تكلفة رأس المال.

Kd: نسبة الدين.

Wd: تكلفة الدين بعد الضريبة.

¹ Gitman L., and Zutter C., **Principles of Managerial Finance**, 13th Ed, Global Edition, Pearson Inc, 2012, p482.

² مصطفى يوسف كافي، تقنيات دراسة الجدوى الاقتصادية، دار الرضا للنشر والتوزيع، 2009، ص150.

³ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص334

⁴ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص377.

Kps: نسبة الأسهم الممتازة.

Wps: تكلفة الأسهم الممتازة.

Ks: نسبة حقوق الملكية.

Ws: تكلفة حقوق الملكية.

ومن الجدير بالذكر أنه بمجرد اتخاذ القرار التمويلي (قرار الهيكل التمويلي) يتم حساب متوسط تكلفة التمويل بسهولة. ولا بد أن يكون الهيكل التمويلي الذي تم تحديده مثاليًا. بمعنى أنه الهيكل الذي يترتب عليه أدنى تكلفة للأموال. وهذا يتطلب تحليل أكثر من مزيج لمصادر التمويل؛ واعتبار كل مزيج بديلاً، وحساب متوسطة تكلفة الأموال المرجحة، واختيار أقلها تكلفة بافتراض ثبات درجة المخاطر المتوقعة عند كل بديل¹.

المطلب الثالث: علاقة تكلفة التمويل بالقرار الاستثماري والعوامل المؤثرة فيها

إن الاقتراحات الخاصة بالاستثمارات الرأسمالية تتعلق أساسًا بمبادئ عرض الأموال في السوق المالية والطلب المقابل له من جهة أخرى، ويختلف هذا الأخير باختلاف تكلفة التمويل التي تختلف بدورها بتباين الهيكل المالي للشركة.

الفرع الأول: علاقة تكلفة التمويل بالقرار الاستثماري

إن محور العلاقة المباشرة بين كل من قرارات التمويل وقرارات الاستثمار، يتمثل في تكلفة التمويل التي يتم حساب معدلها عند صناعة القرار التمويلي المتعلق بتكوين المزيج التمويلي الملائم، ويمتد استخدامه علميًا بعد ذلك عند التصدي لصناعة قرارات الاستثمار، حيث يمثل هذا المعدل الحد الأدنى من معدل العائد على الاستثمار الواجب كسبه عند تقييم الاستثمارات المقترحة وذلك على افتراض عدم وجود مخاطرة. وبالتالي، تعتبر تكلفة التمويل المعيار لمعدل العائد الاستثماري المقبول للفرص الاستثمارية المتاحة والبديلة. لذا فإن الاستثمار الذي لا يتولد عنه عائد يعادل على الأقل تكلفة تمويله ينبغي رفضه. فالتكلفة هي التي على المستثمر

¹ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص 160.

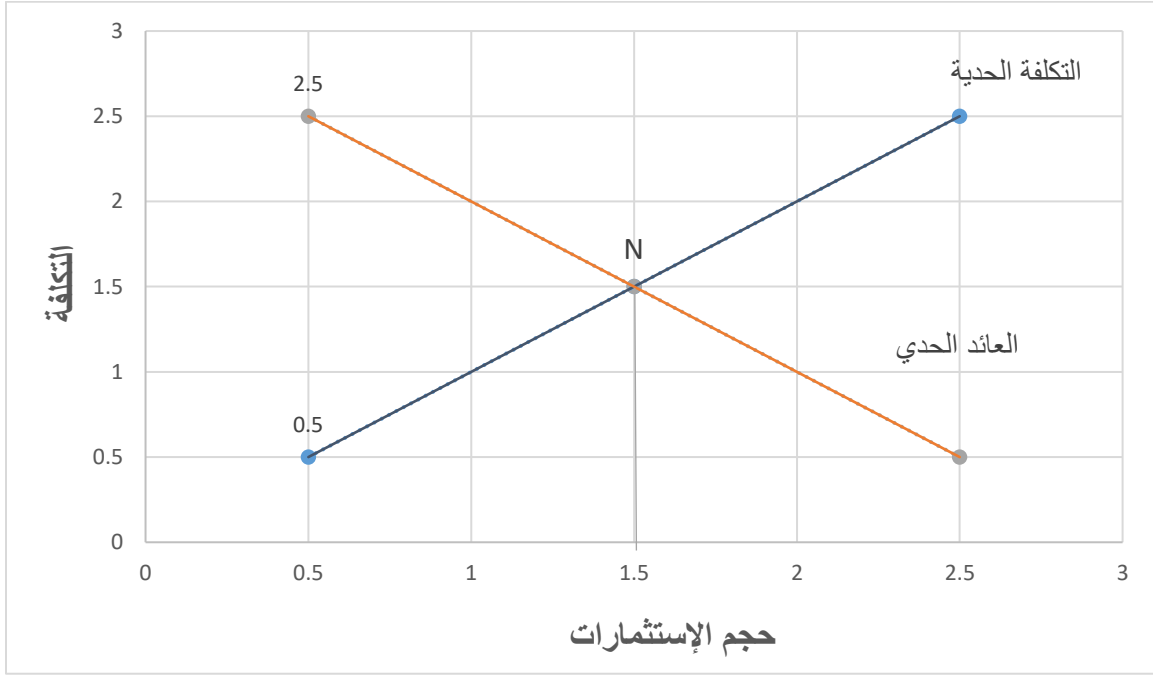
إما دفعها (الإقراض) أو التضحية بها (الأموال المملوكة) كفرصة استثمارية مقابل فرص استثمارية قد تكون أكثر ربحية¹.

إن موضوع تكلفة التمويل من المواضيع الهامة في الفكر المالي المعاصر ومما يزيد من أهميته تزايد قيمته من الناحية العملية، حيث أنها تعتبر من المتغيرات الأساسية التي يجب أن تحدد بدقة قبل استخدام أي طريقة من طرق تقييم الاستثمارات. فالقرار الاستثماري يعتمد أساساً على معدل العائد المتوقع الحصول عليه. وعلى هذا الأساس يعمل على تحديد مستلزماته المالية للاستثمار، وبالتالي يحدد جدول الطلب من رؤوس الأموال والذي يبين أيضاً أن المبالغ المطلوبة والممكن استثمارها تختلف مقاديرها باختلاف معدل العائد. فارتفاع تكلفة رأس المال يترتب عليه انخفاض المبالغ التي يمكن استثمارها بهذه التكلفة، بينما نجد في الحقيقة زيادة حجم الاستثمارات رغم ارتفاع تكلفة رأس المال وذلك لاستنفاد الفرص الاستثمارية المربحة. والشكل الموالي يبين كيفية تقدير حجم الاستثمارات الرأسمالية التي تتحقق عند أقصى منفعة ممكنة للمستثمر².

¹ مالك الحافظ، مرجع سابق، ص 73.

² رواء زكي الطويل، محاضرات في الاقتصاد السياسي، دار زهران للنشر والتوزيع، 2010، ص 154.

الشكل رقم (1): العلاقة بين التكلفة وحجم الاستثمار



المصدر: رواء زكي الطويل، محاضرات في الاقتصاد السياسي، دار زهران للنشر والتوزيع، 2010، ص:

.155

من الشكل نستنتج أن النقطة "N" هي النقطة الحدية التي يتحقق عندها التوازن بين التكلفة الحدية والعائد الحدي أي أنها تظهر العلاقة بين تكلفة رأس المال والقرارات الاستثمارية حيث تبين بأن تكلفة رأس المال تمثل الحد الأدنى لمعدل العائد الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات المقترحة، فتحقيق معدل عائد أقل من هذا المعدل يؤدي بالضرورة إلى وقوع الشركة في حالة مالية سيئة أكثر مما كانت عليه من قبل، بينما تحقيق معدل أكبر من الحد الأدنى يؤدي إلى تحسين الحالة المالية للشركة مع زيادة قيمتها السوقية.

ورغم الأهمية البالغة لتكلفة التمويل في تحديد القرار الاستثماري إلا أنها غير كافية لاتخاذ هذا القرار البالغ الأهمية لأنها لاتأخذ بعين الاعتبار التكلفة الحقيقية-السوقية- التي تشمل عنصر المخاطرة وعدم التأكد وتوقعات المستثمرين للطلب والعرض. ومن أجل ذلك، يجب أن يتم الأخذ بعين الاعتبار المخاطر الناتجة من

عدم التأكد من تحقيق العوائد التي تنتجها مشاريع الاستثمار المختلفة التي تستعمل تكاليف رأس المال لحساب جداولها¹.

الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل

تختلف تكلفة التمويل من شركة لأخرى للأسباب التالية:²

أ. العوامل العامة

وهي العوامل التي تؤثر على كافة العناصر المكونة للهيكل التمويلي، والتي توجد في البيئة المحيطة بالشركة وتؤثر على نشاط كافة الشركات، ومن هذه العوامل الظروف الاقتصادية العامة، ومدى الإستقرار في سياسات الدولة، بالإضافة إلى مستوى التضخم المتوقع في السوق، وحجم الطلب والعرض على الأموال، فكلما زاد الطلب على الأموال داخل السوق بدون زيادة في مقدار العرض المتاح من الأموال كلما زاد معدل العائد المطلوب داخل السوق، وهذه الظروف لها أثر على معدل العائد الخالي من المخاطرة الذي يتوقعه المستثمرون، ويمثل هذا المعدل العائد على الاستثمارات الخالية من المخاطرة.

ب. العوامل الخاصة بكل عنصر

وهي تلك العوامل المتعلقة بكل عنصر على حده، فلكل مصدر من مصادر التمويل خصائص محددة وتترتب على استخدامه مخاطر معينة، فالمقرضين يعتبرون أقل تعرضاً للمخاطر من حملة السهم، وذلك لأن لهم الحق في الحصول على العوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق الشركة للربح أو عدمه، أما حملة الأسهم فيعتبرون أكثر عرضة للمخاطر، غير أنه يجب التمييز بين كل من حملة الأسهم الممتازة والأسهم العادية فيما يخص المخاطر، فحملة الأسهم الممتازة أقل عرضةً للمخاطر من حملة الأسهم العادية، لأن لهم الأولوية على

¹زواء زكي الطويل، مرجع سابق، ص 158.

² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 512.

حملة الأسهم العادية في الحصول على الأرباح عندما تقرر الشركة توزيعها، وكذلك في حالة حصولهم على مستحقاتهم من أموال التصفية، ونظرًا لأن التكلفة تتوقف على درجة المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل، فإن الإقراض يعتبر أقل مصادر التمويل تكلفة، بينما تعتبر الأسهم العادية أكثر تكلفة من الأسهم الممتازة فهي مكان وسط .

ج. قرار الشركة بشأن الهيكل التمويلي

تختلف تكلفة الهيكل التمويلي وفقًا للقرار الذي يحدد العناصر المكونة لهذا الهيكل وأيضًا نسبة كل عنصر فيه، فعندما تعتمد الشركة على مصادر تمويل رخيصة فإن تكلفة الهيكل التمويلي الكلية تكون منخفضة والعكس صحيح، فتكلفة الهيكل التمويلي تتأثر بالسياسة المحددة للشركة بشأن الخليط الذي يتكون منه الهيكل التمويلي للشركة.

المبحث الثالث: الرفع المالي وهيكل التمويل

من أكثر الأمور التي تشغل تفكير الإدارة المالية هي تحديد هيكل التمويل الأمثل، أي مزيج التمويل الذي يحقق أهداف الشركة ويقوم بتحصيل أكبر قيمة ممكنة من المستلزمات التمويلية بأقل تكلفة ممكنة، وكما هو معروف هناك مصدران أساسيان للتمويل إما اللجوء إلى بيع نسبة من الحصص في الشركة، الذي يطلق عليه التمويل الممتلك أو حقوق الملكية ويترتب عليه دفع أرباح دورية للمساهمين. أو عن طريق الاستعانة بأموال الآخرين أو اقتراض الأموال لتمويل عمليات الشركة بغية تحقيق أرباح إضافية يستفيد منها الملاك. وهنا تظهر كفاءة الإدارة المالية في اتخاذ القرارات المناسبة التي تجنب الشركة الوقوع في صعوبات مالية غير متوقعة، وبالتأكيد أهم هذه القرارات هو التوصل إلى هيكل التمويل الأمثل. ويتوقف اختيار هيكل التمويل على ما يسمى بالرفع المالي.

وعليه سنحاول في هذا المبحث الربط بين هيكل التمويل وبين عملية استخدام الرفع، حيث سيتم التعريف بالرفع المالي، كما سيتم مناقشة تأثير الرفع المالي على القيمة السوقية للشركة، بمعنى آخر تأثير مصادر التمويل على القيمة السوقية للأسهم العادية، باعتبارها الأساس الذي يقوم عليه اختيار هيكل رأس المال الملائم. وسيتم التعريف، إلى جانب ما تقدم، بعدد من النظريات المفسرة للهيكل التمويلي.

المطلب الأول: الرفع المالي

الرافعة تعني في العلوم الطبيعية أداة معينة تستخدم لرفع أثقال ضخمة بأقل مجهود-ولقد استخدم ذلك المقصود في تكوين فكرة الروافع المالية بمعنى زيادة العوائد التي يحصل عليها الملاك باستخدام أموال الغير التي تتمثل أساسًا في القروض. وعليه فإن الرافعة المالية في علم الإدارة المالية تقوم على فكرة أن الشركة يمكن أن تقترض ما تحتاجه من أموال من الغير نظير دفع نسب ثابتة من الفوائد للتأثير على العائد المتوقع¹.

الرفع الأول: مفهوم الرفع المالي

أشار العديد من الكتاب والباحثين في مجال الأدب المالي إلى مفهوم الرفع أو الرفع المالي بأنه اعتماد الشركة على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت (سواء كانت قروضًا، أم سندات، أم أسهمًا ممتازة) لتمويل عمليات الشركة بغية تحقيق عائد يترتب عليه زيادة أرباح الملاك.

وقد حُدد مفهوم الرفع المالي بأنه استخدام أموال الغير مقابل تكاليف ثابتة مالية تلتزم الشركة بدفعها وقد تكون أموال الغير (القروض أو الأسهم الممتازة)، فالرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل الشركة فكلما زاد الإعتماد على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرفع المالي².

¹ زينب صالح الأشوح، مرجع سابق، ص178.

² عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)، الطبعة 2، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص251.

وهناك من يعتبر الرفع المالي أو الرافعة المالية من المصطلحات التي ابتدعتها الذهنية الشركاتية لتغليف الأشياء غير المحببة أو السلبية وإعطائها مظهرًا جميلًا، فبدلاً من قول استدانة أو مديونية وهو مصطلح يوحي بالمخاطرة والضعف يقال رافعة مالية وهو مصطلح يوحي بالثقة والقوة¹.

ويمكن تقسيم الرفع المالي إلى نوعين؛ رفع مالي مرغوب به وآخر غير مرغوب به، ويكون الرفع المالي مرغوبًا به وفعالاً إذا استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة أموال الاقتراض مما يترتب عليه ارتفاع العائد للملاك، أي أن هناك نقطة توازن بين أموال الملكية وأموال الغير (أموال الاقتراض أو الأموال التي يمكن الحصول عليها عن طريق بيع أسهم ممتازة). فإذا كانت الأرباح قبل الفوائد والضرائب أكبر من مستوى التوازن يكون هذا النوع من الرفع المالي من المرغوب به، والعكس صحيح إذا كانت الأرباح قبل الفوائد والضرائب أقل من مستوى التوازن يكون الرفع المالي من النوع الغير مرغوب به وهنا على الشركات عدم استعمال الرفع المالي لأن استعماله سيؤدي إلى تقليل الأرباح أو قلب الأرباح إلى خسائر، مما يعني فقدان ميزة استخدام الرفع المالي في هيكل الشركة التمويلي، فالاستخدام الزائد للدين في التمويل من شأنه أيضاً أن يزيد من المخاطر المالية للشركة بسبب عدم القدرة على تسديد فائدة القرض أو أصل القرض أو الإئتين معاً².

ويساعد الرفع المالي في تشكيل الهيكل التمويلي في الشركات عن طريق القرارات المالية، فالهيكل التمويلي يتكون من أموال مقترضة وتأخذ أشكالاً مختلفة ذات تكلفة تمويلية ثابتة متفق عليها، وكذلك أموال مملوكة على شكل رأس مال إسمي مدفوع، ينشأ الرفع المالي بتأثير تكلفة التمويل المقترض على صافي الربح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) وعندما ينخفض الربح قبل الفوائد والضرائب بمقدار الفوائد (تكلفة التمويل

¹ جميل حسن النجار، مرجع سابق، ص 286.

² محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 66.

المقترض) يكون المتبقي من صافي الربح حقاً للمساهمين، ومن هنا يمكن للرفع المالي تحسين ربحية الشركات عن طريق الإقتراض (بافتراض قدرة الشركة على الإقتراض)¹.

الفرع الثاني: قياس درجة الرفع المالي

ترتبط درجة الرفع المالي (DFL) بالهيكل التمويلي للشركات، والتي تنشأ من وجود التكاليف المالية الثابتة المتمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة، وتطلق درجة الرفع المالي على أي إقتراض أو إستخدام لأدوات مالية ينتج عنه تضخم أثر الأرباح أو الخسائر على المستثمر. وأحياناً يستخدم الرفع المالي لوصف نسبة المديونية*، فكلما زادت نسب المديونية، زاد تأثير الرفع المالي على أرباح الشركة². وتقاس درجة الرفع المالي مدى تعرض الشركة إلى المخاطر المالية، وكذلك تعكس درجة التغير في عائد السهم من أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب (EBIT)³.

يقاس الرفع المالي بدرجة التغير النسبي في العائد على السهم (EPS) أو على رأس المال المرتبط بتغير

معين في أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب (EBIT)، وتقاس درجة هذا التغير طبقاً للمعادلة التالية:⁴

$$DFL = \frac{\% \Delta EPS}{\% \Delta EBIT}$$
$$DFL = \frac{Q(P - VC) - FC}{Q(P - VC) - FC - I}$$

حيث:

Q: كمية المبيعات.

¹ محمد مطر، التحليل المالي الإئتماني: الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، دار وائل للنشر، 2003، ص224.
^{*} تعتبر هذه النسبة من أكثر المؤشرات استخداماً لقياس درجة استخدام مصادر التمويل الخارجية في الهيكل التمويلي للشركة.
² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف للنشر، الإسكندرية، 2005، ص265.
³ جميل حسن النجار، مرجع سابق، ص286.
⁴ أسعد حميد العلي، مرجع سابق، ص186.

P: سعر البيع.

VC: التكاليف المتغيرة للوحدة.

FC: التكاليف الثابتة.

ا: الفوائد على القروض أو مقسوم أرباح الأسهم الممتازة.

وعليه فإن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل الشركة، فكلما ازداد اعتماد الشركة على المصادر الخارجية في التمويل تزداد درجة الرفع المالي، وكلما كانت درجة الرفع المالي أعلى كلما زادت عوائد السهم. وبما أن الفوائد على الديون ثابتة، فإن الرفع المالي يؤدي إلى زيادة العوائد وعوائد السهم. ويصبح الرفع المالي فعالاً إذا استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة الأموال المقترضة، بينما إذا لم تنجح الشركة في استثمار الأموال المقترضة فإنها ستعرض لمخاطرة أكبر وتحقق خسائر أكبر فيما لو أنها لم تستخدم الرفع المالي.

الفرع الثالث: مخاطر الرفع المالي

تتعرض الشركات إلى مخاطر بسبب اعتماد الإدارة على مصادر التمويل المقترحة في هيكل التمويل، فكلما زاد اعتماد الإدارة على التمويل بالديون (الرفع المالي) مقارنة بحقوق الملكية، كلما تعرضت الشركة إلى مخاطر إضافية ممثلة باحتمال عدم القدرة على تسديد فائدة القرض أو أصل القرض أو الإئتين معاً، ومع إفتراض تثبيت كافة الأمور والأشياء الأخرى فإن قابلية عوائد حملة الأسهم للتباين تزيد مع استخدام الشركة للرفع المالي، وهو ما يطلق عليه مخاطر الرفع المالي¹. والأصل في هذه المخاطر ليس الإقتراض بحد ذاته، وإنما هي إحتتمالات إنخفاض مستويات التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها (الأرباح) دون مستوى الفائدة على القروض التي تمثل تكلفة ثابتة².

¹ محمد فتحى البديوي، إدارة البنوك، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، 2012، ص342.

² مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، 2009، ص222.

عادةً تكون الديون مصادر منخفضة التكاليف لإنخفاض المخاطر بالنسبة إلى المستثمرين إضافة إلى الوفر الضريبي الذي تحصل عليه الشركة عن طريق طرح الفائدة على الديون بإعتبارها مصروف، مما يؤدي إلى تخفيض الربح الخاضع للضريبة ودفع ضرائب أقل، لذلك فإن الشركات التي تمول نسبة عالية من رأسمالها بالإقتراض تكون أكثر عرضة لمخاطر الرفع المالي لأنها ملتزمة بتسديد الفوائد وتكون مخاطر الرفع المالي مرتفعة. وتقاس درجة مخاطر الرفع المالي على أساس أنها النسبة المئوية للتغير في الإيرادات قبل الفوائد والضرائب من خلال قسمة صافي الربح قبل الضريبة على صافي الربح بعد الضريبة¹.

المطلب الثاني: أثر الرفع المالي على القيمة السوقية للشركة

لقد كانت العلاقة بين هيكل التمويل وقيمة الشركة موضوع نقاش كبير، سواء من الناحية النظرية أو في البحوث التجريبية. وتركز النقاش في جميع الأدبيات حول ما إذا كان هناك هيكل تمويل أمثل للشركات أو ما إذا كانت نسبة استخدام الديون في التمويل تؤثر في القيمة السوقية للشركة. إن اختلاف وتباين مصادر التمويل، يمنح الشركة الاقتصادية فرصة التنوع والمفاضلة بينها، بهدف بلوغ وتحقيق المزيج التمويلي الأمثل الذي يوازن بين العوائد والمخاطر الناتجة عنه، ويعمل على التوفيق بين مختلف الأطراف ذات المصلحة في الشركة².

تحدد الشركة تركيبة مستهدفة للأموال التي هي عبارة عن نسب مزيج التمويل المرغوب به من قبل إدارة الشركة والمكون من كل من التمويل المقترض والتمويل الممتلك، والتي يتحقق عندها تعظيم قيمة سهم الشركة في السوق المالية³. وتتضمن تركيبة التمويل المبادلة والمفاضلة بين العائد والمخاطرة، حيث أن زيادة الاعتماد على الديون يزيد من مخاطر الشركة، ومن الجدير بالذكر أن زيادة درجة المخاطرة تؤثر سلبًا على قيمة السهم

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سابق، ص 153.

² محمد شاهين، هيكل التمويل وأثره على أداء الشركات، دار حميثرا للنشر والترجمة، 2017، ص 10.

³ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 351.

تؤدي إلى انخفاضها)، وفي الوقت ذاته، فإن زيادة الاعتماد على الديون يساهم في زيادة العائد المتوقع بسبب ما يعرف بالرفع المالي. إن زيادة العائد المتوقع تؤدي إلى رفع قيمة سهم الشركة، ولما كان هدف الإدارة المالية هو تعظيم ثروة الملاك (القيمة السوقية للسهم)، فلا بد أن يختار المدير المالي هيكل رأس المال الأنسب، والذي يوضح العناصر التي ينبغي أن تعتمد عليها الشركة في تمويل موجوداتها، ونسبة كل عنصر فيه، مع الأخذ بعين الاعتبار الموازنة بين العائد والمخاطر الناجمين عن الهيكل المستهدف، أي أن تكون المخاطر الناجمة عن استخدام مصدر التمويل منخفضة التكلفة، ومتوازنة مع العائد الذي يحققه، والمتمثلة في زيادة الربحية، للوصول إلى أعلى قيمة للسهم في سوق الأوراق المالية، وعندها تكون الشركة قد حققت ما يسمى الهيكل الأمثل لرأس المال أو التركيبة المثلى لرأس المال¹.

إن تكلفة الأموال والرفع المالي يعتبران من العوامل الأساسية المحددة لتركيبة الهيكل التمويلي للشركة، وكلاهما يُبرز خصوصية التمويل بأموال الاستدانة عن باقي مصادر التمويل الأخرى، كونه يرفع من مردودية الشركة نظرًا لانخفاض تكلفته وثباتها، وبالمقابل يزيد من مخاطرها المالية بسبب إلزامها على تسديد الفوائد وأصل المبالغ المقترضة في تواريخ استحقاقها دون مراعاة وضعيتها المالية. إن الجدوى من اختيار هيكل تمويل مناسب، تكمن في التأثير المحتمل لتركيبته على القيمة السوقية للشركة، وهذا بالرغم من الجدل الفكري القائم حول مدى تأثير قرارات التمويل على قيمة الشركة بين مختلف المفكرين الاقتصاديين².

لقد تبنت الغالبية العظمى من المؤلفات والكتابات، هدف تعظيم القيمة السوقية للسهم كهدف إستراتيجي للإدارة المالية للشركات ومحورًا لقراراتها المالية، وقد تطورت الكثير من النظريات من هذا الهدف، بل أصبح هدف تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم، منهجًا فرضيًا لكل الدراسات التحليلية

¹ محمد شاهين، مرجع سابق، ص 351.

² نفس المرجع، ص 10.

في حقل الإدارة المالية¹. فنظرية المبادلة تقترح وجود هيكل رأس مال أمثل يتحقق عند الموازنة بين مزايا التمويل بالدين (الوفر الضريبي، تخفيض تكلفة الوكالة للملكية) وتكاليفه (تكاليف إصدار الدين، تكاليف الإفلاس، تكاليف الوكالة للديون)، ويمكن تعظيم قيمة الشركة من خلال زيادة الرفع المالي إلى أن يتساوى العائد من الرفع مع الخسارة المتوقعة من تكاليف الإفلاس. وبما أن تأثير الوفر الضريبي يساوي تكاليف الإفلاس، فإن قيمة الشركة تصل إلى الحد الأقصى. في وقت لاحق، ومع إستمرار استخدام التمويل بالدين، تنخفض قيمة الشركة تدريجيًا نظرًا لأن التكاليف المتعلقة بالرافعة المالية أكبر من مزايا الرافعة المالية. وعليه، تختلف قيم الشركات باختلاف مستويات استخدامات الديون². إن حجم مديونية الشركة (الرفع المالي) في هيكل التمويل ممكن أن يؤثر بشكل كبير على قيمة الشركة، من خلال التأثير على عوائد ومخاطر الشركة، لذلك على المدير المالي للشركة أن يكون قادرًا على تقييم كيفية تحديد مزيج هيكل التمويل عند اتخاذ القرار، لما له من قرار مصيري على أداء وقيمة الشركة في المستقبل³.

إلا أن أصحاب نظرية الرافعة المالية قد أغفلوا عن مساوئ توسع الشركات في استخدام الرفع المالي والمخاطر التي قد تتعرض لها الشركة. فمن المسائل محل الإتفاق بين الأكاديميين والممارسين للإدارة المالية أنه كلما زادت نسبة الرفع المالي كلما زادت مخاطر الإفلاس، وكلما زادت مخاطر الإفلاس، كلما ارتفعت نسبة العائد المطلوب تحقيقه من جانب المستثمر، وكلما زادت نسبة العائد المطلوب تحقيقه من جانب المستثمر كلما انخفضت القيمة الذاتية لأسهم الشركة أو ما يسمى بالقيمة الحقيقية. فإذا ما كانت السوق على درجة عالية من الكفاءة استتبع انخفاض القيمة الذاتية انخفاض القيمة السوقية⁴.

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص 45.

² Ming Chang Cheng, Zuwei Ching Tzeng, "The Effect of Leverage on Firm Value and How the Firm Financial Quality Influence on This Effect", in **World Journal of Management**, Vol. 3, No. 2, 2011, p37.

³ محمد شاهين، مرجع سابق، ص 9-10.

⁴ سمير حسن، مرجع سابق، ص 25.

المطلب الثالث: النظريات المفسرة للهيكل التمويلي

تعتبر أمثلية الهيكل التمويلي للشركات من بين المواضيع الأكثر إثارة للجدل بين الباحثين في مجال

النظرية المالية، ومن بين أهم النظريات التي تناولت الهيكل التمويلي نجد:

الفرع الأول: نظرية موديليانى وميلر (1958) Modigliani F. & Miller M

بدأت الدراسات حول الهيكل التمويلي بالتبلور بشكل علمي مع بداية الخمسينيات عندما ظهرت أول

نظرية في هذا المجال، التي أصبحت تعرف الآن بالنظرية التقليدية للهيكل التمويلي (1952) David Durand،

وقد تم تطوير هذه النظرية في نهاية الخمسينيات وبداية الستينات على يد الثنائي موديليانى وميلر Modigliani

(1958) F. & Miller M من خلال دراستهم التي اقتصت بدراسة الهيكل التمويلي للشركة وعلاقته بتكلفة

الأموال، والتي بينت أن قيمة الشركة المتعلقة بقيمة استثماراتها والتي تتوقف بدورها على عوائدها والمخاطر

المتعلقة بهذه العوائد لا ترتبط بأي علاقة مع الهيكل التمويلي. حيث أن مستوى المعلومات واحد لدى كل من

إدارة الشركة والمالكين، لذلك لا يوجد اختلاف بين استخدام مصادر التمويل المختلفة، غير أن ذلك ليس

صحيحًا بالواقع العملي إذ أن هنالك اختلاف بين تصرفات المستثمرين، ووجود تكلفة للمعلومات والمبادلات،

ووجود عمولات وساطة، وضرائب على أرباح الشركات، ولا يوجد عدد كبير من المتعاملين في سوق الأوراق

المالية، وذلك لكوننا نعيش بعالم واقعي غير العالم الذي بنيت عليه افتراضات نظرية Modigliani F. & Miller

(1958) M¹. وظهرت بعد ذلك ثلاث نظريات رئيسية لتحديد هيكل التمويل والعوامل المؤثرة في قرار تمويل

الشركة، هذه النظريات تم اختبارها في العديد من الدراسات في محاولة لتفسير قرار التمويل وكانت نتائجها

مختلفة، مما نتج عنه إجماع قليل واختلاف كبير حول كيفية اختيار الشركة لهيكل رأسمالها، ولا يزال هناك

الكثير من الاختلافات بين النظرية والتطبيق مما هو بحاجة لمزيد من الفهم.

¹ محمد شاهين، مرجع سابق، ص 87.

الفرع الثاني: نظرية التدرج في اختيار مصادر التمويل Pecking-Order Theory

إن بدايات هذه النظرية كانت مع دراسة Donaldson (1961) وهي نظرية للمفاضلة بين مصادر التمويل الداخلية ومصادر التمويل الخارجية، وأساس النظرية هو تباين المعلومات بين الشركة (المديرين) ومصادر التمويل (المستثمرين) في إطار قرارات الهيكل التمويلي، وبحسب هذه النظرية فإن الشركات تفضل تمويل احتياجاتها من المصادر الأقل حساسية لتباين المعلومات؛ لأن تكاليف التمويل تزداد مع زيادة التباين في المعلومات¹. وتنص النظرية على أن الشركات يجب أن تستخدم التسلسل الهرمي للتمويل عن طريق إعطاء أولوية لمصادر التمويل الداخلية (احتجاز الأرباح) ثم الاقتراض وأخيراً عن طريق الزيادة أو الرفع من رأس المال²، وهذا الترتيب في اختيار مصادر التمويل يرجع أساساً إلى الاختلاف في تكلفة هذه المصادر الناتج عن اختلاف المعلومات بين الشركة ومصادر التمويل، الأمر الذي ينتج عنه سوء التسعير لأسهم الشركة في السوق، مما يتسبب في فقدان الثروة للمساهمين³، وهذا بسبب مشكلة سوء الإختيار، لأن المعلومات التي يبثها المديرين بشأن الموجودات القائمة والفرص الاستثمارية المتاحة للمستثمرين المحتملين ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، مما يدفع الشركة إلى استخدام مصادر تمويل أقل حساسية لهذه الفجوة، وإبقاء خيار التمويل باستخدام أموال الملكية ذات الحساسية العالية لتباين المعلومات كخيار أخير⁴. وقد تم تطوير هذه النظرية من قبل Stewart. Myers (1984) إذ ناقش في مقالته بشكل أساسي تفضيلات إدارة الشركة في استخدامها

¹ صبيحة قاسم، أحمد نزار جميل، "أثر التدفقات النقدية في عناصر هيكل رأس المال"، في مجلة تكريت للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 5، العدد 14، 2009، ص 64.

² Akparhuere Godwin Oghenekohwo, Eze Nkeiruka Theresa, Unah Nnenna Alice, "Effect of capital structure on retained earnings in the oil and gas sector – Evidence from Nigeria", **Issues in Business Management and Economics**, Vol.3, No.10, 2015, p122.

³ الافتراضات الرئيسية وراء حجته هي أن المديرين لديهم معلومات أفضل عن قيمة الشركة من المستثمرين المحتملين وأن المديرين يتصرفون في مصلحة المساهمين الحاليين.

⁴ Zurigat, Pecking Order Theory, **Trade-Off Theory and Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Jordan**, Submitted for the degree of Doctor of Philosophy, Heriot-Watt University, 2009, p36.

مصادر تمويل استثماراتها. ووفقاً لهذه النظرية فإنه، كلما زادت ربحية الشركة، كلما قل اعتمادها على مصادر التمويل الخارجي والمتمثلة بالاقتراض وإصدار الاسهم العادية الجديدة، وذلك لتوفر التمويل الداخلي الكافي لتنفيذ المشاريع الاستثمارية والمتمثل بالأرباح المحتجزة. وتشير النظرية إلى أنه وبسبب عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمستثمرين فيما يخص القيمة الحالية لكل من العمليات الحالية والمستقبلية فإن التمويل الخارجي (الدين والملكية) يكون دائماً مكلفاً نسبياً بالمقارنة مع التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة)¹.

الفرع الثالث: نظرية المبادلة بين المنافع والتكاليف Trade-Off Theory

تعتمد هذه النظرية على نظرية الوفر الضريبي Tax Shield ونظرية تكاليف الإفلاس Bankruptcy Costs ونظرية تكاليف الوكالة Agency Costs في تفسير الاختلاف في قرار تمويل أنشطة الشركة². حيث أن فكرة الوفر الضريبي مرتبطة باستخدام الديون في التمويل للاستفادة من الوفر الضريبي الذي ينتج عن إدراج فوائد الاقتراض ضمن المصاريف مما يعمل على تخفيض الأرباح للشركة وبالتالي يعمل على تخفيض الضريبة، وهكذا فإن هناك علاقة إيجابية بين ما يعرف بالوفر الضريبي وقيمة الشركة. أما بالنسبة لتكاليف الإفلاس فعندما تعمل الشركة على زيادة ديونها من أجل تمويل نشاطاتها فمن الممكن ألا تستطيع سداد هذه الديون، مما يعرضها لمخاطر الإفلاس والتصفية³. وترى هذه النظرية أن هناك تكاليف وفوائد أخرى تشارك استخدام الديون والأسهم في التمويل، هي تكاليف الوكالة، إذ تنشأ هذه التكاليف بسبب تضارب المصالح بين حاملي الأسهم وأصحاب الدين لأن الشركة تتجه لاستخدام الدين في التمويل وهذا التضارب ناتج عن مشكلة نقل الثروة فيما بينهم وهو ما يعرف بـ (Asset Substitution problem) وذلك لشعور أصحاب الدين بأن المالكين

¹ Akparhuere Godwin Oghenekohwo, Eze Nkeiruka Theresa, Unah Nnenna Alice, op-cit, p122.

² عماد زياد رمضان، صالح خليل العقدة، "محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية: دراسة من واقع سوق الأوراق المالية الأردني"، في المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 7، العدد 2، 2011، ص 230.

³ ناصر الحمدان، علي القضاة، "أثر هيكل رأس المال على أداء المصارف الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية: دراسة تحليلية"، في مجلة المنارة، المجلد 19، العدد 4، 2013، ص 165-166.

سوف يقومون بتبديد أموالهم واستخدامها لتحقيق مصالحهم على حسابهم، وهو ما يؤثر على قدرة الشركة في دفع التزاماتها، مما يدفع بأصحاب الدين لطلب علاوة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة تكلفة التمويل من المصادر الخارجية والتي بدورها تؤدي إلى تخلي الشركة عن بعض الفرص الاستثمارية المربحة (التي يكون صافي القيمة الحالية لها موجبًا) وبالتالي تحدث مشكلة نقص الاستثمارات (Underinvestment problem) مما ينعكس بشكل سلبي على ربحية الشركة وقيمتها السوقية. ولهذا فإن الشركات التي تكون لديها تكاليف الوكالة مرتفعة تميل إلى الاعتماد بشكل أكبر على مصادر التمويل الداخلية متبعة بذلك نظرية التدرج في التمويل لـ (Myers and Majluf, 1984) و (Myers, 1984)¹. وعليه، ووفقًا لهذه النظرية فإن أي زيادة في مستوى الدين تسبب زيادة في الإفلاس، مشكلات مالية، وتكاليف الوكالة. ومن ثم تنخفض قيمة الشركة. ولذلك من الممكن تحديد هيكل تمويلي أمثل من خلال التوازن بين المنافع الضريبية وتكاليف الإفلاس والأزمات المالية، ومن أجل تحقيق التوازن في الشركة يجب أن نبحث على مستوى من الدين الذي عنده يكون من الممكن تعويض التكاليف المالية بالمنافع الضريبية للدين الإضافي². وبالمجمل فإن نظرية المبادلة تفترض أن هناك نسبة مثالية للديون إلى حقوق الملكية، فتحاول الشركات الموازنة بين المنافع الضريبية للديون والاحتمالات الكبيرة للوقوع في مخاطر الإفلاس، إذ أن الهيكل التمويلي في الشركة عبارة عن مزيج بين الخصوم وحقوق الملكية، وكلاهما يعدّ التزامًا على موجودات الشركة³.

¹ Ziad Zurigat, op-cit, p310.

² Karadeniz E, Serkan Y. K, Omer I & Yıldıırım B. O, Firm Size and Capital Structure Decisions: Evidence from Turkish Lodging Companies, in **International Journal of Economics and Financial Issues**, Vol: 1, Issue: 1, 2011, p3.

³ ناصر الحمدان، علي القضاة، مرجع سابق، ص166.

الفرع الرابع: نظرية توقيت السوق Market Timing Theory

تعتمد نظرية توقيت السوق التي وضعها Baker & Wurgler سنة (2002)، على فكرة أن الشركات يمكن أن تصل إلى هيكل رأس المال المناسب بعد توقيف النشاطات في الأسواق النقدية والرأسمالية. ينبغي على الشركات اقتراض أو إصدار أسهم فقط إذا كانت ظروف السوق ملائمة لذلك. وبناءً على هذه النظرية، يصدر المدبرون التنفيذيون للشركة الأسهم بالاعتماد على الوقت الذي تكون فيه تكاليف الأسهم والدين متفاوتة. وتوقف الشركات إصدار أسهمها الجديدة عندما يكون سعر السهم مبالغاً فيه أو أكثر من قيمته الحقيقية، وإعادة شراء السهم عندما تكون قيمته أقل من قيمته الحقيقية. وبناءً على هذه النظرية إذا كانت الأسهم مقيمة بأقل من قيمتها عند الإكتتاب، فيكون من الأفضل للشركة الاقتراض، وإذا كانت قيمة السهم أكثر من قيمتها عند الاكتتاب ينبغي على الشركة إصدار الأسهم. وقد توصل Baker & Wurgler سنة (2002) من خلال دراسة أجريت في أمريكا، أن تأثير التوقيت في الرافعة يرتبط بقوة تتجاوز عشر سنوات، وخلصت الدراسة إلى أن هيكل رأس المال الحالي له ارتباط وثيق بالقيم السوقية الماضية ويمكن للشركة إصدار الأسهم بناءً على تقييم السوق¹.

¹ Çelik S, Yasemin A, Does Market Timing Drive Capital Structure: Empirical Evidence from an Emerging Mmarket, in **International Journal of Economics and Financial Issues**, Vol. 03, Issue: 1, 2013, p141.

خلاصة الفصل الثاني:

حاولنا من خلال هذا الفصل تسليط الضوء على ماهية الهيكل التمويلي وكيف يختلف عن هيكل رأس المال، وتبين لنا أنه بينما تنعكس قرارات الاستثمار في الجانب الأيمن من الميزانية العمومية وهو ما يعرف بهيكل الموجودات، فإن قرارات التمويل تظهر في الجانب الأيسر من الميزانية العمومية وهو ما يعرف بالهيكل التمويلي. ولعل من أهم القرارات التي يهتم بها المدير المالي تتمثل في تحديد المزيج الأمثل من مصادر التمويل المقترضة والمملوكة بشكل يضمن تحقيق أفضل استخدام لها مما يعظم العائد الذي يتطلع المستثمرون لتحقيقه، لكن -وكما هو معروف- فإن لكل مصدر من هذه المصادر تكلفته الخاصة، ومخاطره الخاصة، كما تتداخل مجموعة كبيرة من العوامل في تحديد المزيج التمويلي المناسب للشركة، كما تتحكم في كمية وزمن توفر التمويل من هذه المصادر التمويلية، ومن بين هذه العوامل ما تفرضه طبيعة المحيط الخارجي للشركة، وهو خارج عن تحكمها، ومثالنا في ذلك؛ معدل الضريبة على الأرباح، الشركات المنافسة، قطاع النشاط، ... الخ، ومنها ما يتعلق بطبيعة الشركة نفسها، ومثالنا على ذلك؛ تكلفة التمويل، المردودية الاقتصادية، المخاطر المالية والتشغيلية، حجم الشركة، ... الخ.

تتعدد مصادر التمويل المتاحة أمام الشركة، حيث يمكن تصنيف مجمل هذه المصادر إلى ثلاثة أصناف أساسية، هي مصادر التمويل الممتك متوسط وطويل الأجل، ومصادر التمويل المقترض قصير الأجل، ومصادر التمويل المقترض متوسط وطويل الأجل. وقد لاحظنا أن كل صنف منها ينقسم بدوره إلى أنواع فرعية، فمن بين أهم أموال الملكية نجد الأسهم الممتازة، الأسهم العادية، والتمويل بالأرباح المحتجزة. ونظرًا لعدم كفاية أموال الملكية في أغلب الأحيان على تغطية كامل الإحتياجات المالية للشركة، بأنه باستطاعة الشركة اللجوء إلى مصدر تمويل آخر يتمثل في التمويل المقترض قصير ومتوسط وطويل الأجل، وقد اتضح لنا من خلال دراسة هذا الأسلوب في التمويل أنه يتخذ أشكالاً، ومن بين أهم الأشكال التي يتخذها نجد الإئتمان المصرفي، الإئتمان

التجاري، الأوراق التجارية، السندات، القروض طويلة الأجل، إضافة إلى التمويل بالإستئجار الذي يمكن الشركة من الاستفادة من خدمات مختلف الاستثمارات دون مملكتها وذلك على طول مدة متفق عليها مع الطرف المؤجر. بعد عرض مختلف هذه المصادر انتقلنا إلى التعريف بتكلفة الحصول على مختلف هذه الموارد وكذلك تقدير هذه التكلفة عبر تقدير تكلفة كل صنف من مصادر التمويل، لنستخلص في الأخير صيغة التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل التي توفق بين تكاليف مختلف مصادر التمويل المتعمدة.

يعد الرفع المالي أقل مصادر التمويل تكلفة نظراً للوفورات الضريبية المترتبة عليه، وهذا لا ينفى ارتفاع مخاطره، ولأن هذا المصدر يزيد من ربحية المساهمين عن طريق زيادة العائد على حقوق الملكية، وزيادة نصيب السهم من الأرباح. ولكن التمويل بالدين سيف ذو حدين إذ أنه قد يؤدي إلى تعظيم خسارة المساهمين في حالة انخفاض الأرباح، لأن الفشل في الوفاء بالفوائد المستحقة أو أقساط القروض في الموعد المحدد قد يعرض الشركة للإفلاس. ولما كانت التكلفة هي الوجه الآخر للعائد، فإن قرار اختيار هيكل التمويل يصبح محصلة لتأثيره على العائد والمخاطر التي تتعرض لها الشركة، أو بعبارة أخرى يصبح محصلة لتأثيره على القيمة السوقية للشركة، هذا من جانب، ومن جانب آخر فإن القدرة على الحصول على الأموال من خلال الدين ومعرفة تكلفة هذا الدين يعتبران محور تحديد هيكل التمويل الأمثل للشركات وتقليل تكلفة الدين هو هدف تسعى إليه الإدارة المالية في تلك الشركات بهدف تحقيق أفضل رفع مالي يؤدي في النهاية إلى رفع القيمة السوقية لثروة الملاك أو المساهمين.

كما حاولنا في هذا الفصل تحليل النظريات الأساسية التي درست الهيكل التمويلي للشركة، وتنصب أغلب النظريات حول إمكانية وجود هيكل تمويلي أمثل، إذ يقصد بأمثلية الهيكل التمويلي مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من أموال الملكية والديون، بالشكل الذي يؤدي إلى تدنئة تكلفة التمويل إلى أقصى حد ممكن، وبالتالي تعظيم قيمة الشركة. وعليه، فنظريات هيكل التمويل ترتبط ارتباطاً وثيقاً بتكلفة

التمويل للشركة، لذلك نجد أن القرارات المالية الخاصة بهيكل التمويل تهدف بشكل رئيسي إلى تعظيم ثروة الملاك والتي تعني - زيادة عائد وتوزيعات السهم العادي والعائد على حقوق المساهمين -.

الفصل الثالث:

سياسات توزيع الأرباح

تمهيد:

تعد توزيعات الأرباح واحدة من أهم القضايا في أدبيات التمويل والمحاسبة، حيث تعتبر أحد أهم السياسات التمويلية في الشركة نظرًا لعلاقتها المباشرة بالمساهمين، ولانعكاسها على القيمة السوقية لأسهم الشركة في الأسواق المالية؛ فهي أحد أهم القرارات التي تواجه الإدارة العليا، كونها المسؤولة عن قرار توزيع الأرباح وتقسيمها إلى أرباح ستوزع على المساهمين وأرباح محتجزة ينبغي استثمارها في الشركة.

وتتنوع سياسات توزيع الأرباح ما بين توزيع الفائض أو قيمة ثابتة من الأرباح أو سياسة التوزيع المستقرة أو سياسة توزيع أرباح منتظمة. وهذه السياسات تتوقف على مدى الإحتياجات المالية للشركة ومركزها الضريبي ومدى توفر فرص استثمارية في السوق، حيث أن الشركة يجب أن تقوم بتوزيع الأرباح عند توفر الأموال بعد تمويل المشاريع الاستثمارية المخططة والمقبولة.

وتعتبر سياسة توزيع الأرباح من القرارات المالية الإستراتيجية المهمة في الشركة وتخضع إلى إعتبرات عديدة في تحديدها، إذ إن هنالك العديد من النظريات التي حاولت تفسير سلوك المستثمرين تجاه سياسة توزيع الأرباح، وقد اختلفت هذه النظريات بين مؤيدة وحيادية تجاه أثر سياسة توزيعات أرباح السهم على قيمة الشركة.

وعليه سنحاول التطرق في هذا الفصل إلى سياسة توزيع الأرباح في الشركات بهدف إيضاح كيفية إتخاذ القرار المتعلق بتوزيع الأرباح أو إستبقائها، وكذلك إيضاح العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح، بحيث سيتناول المبحث الأول المفاهيم الأساسية لسياسة توزيع الأرباح، وأنواعها، والعوامل المؤثرة فيها، أما المبحث الثاني فسيخصص للنظريات والنماذج المفسرة لسياسة توزيع الأرباح، وفي المبحث الثالث سيتم التطرق لقرار توزيع الأرباح.

المبحث الأول: المفاهيم الأساسية لسياسة توزيع الأرباح، أنواعها، والعوامل المؤثرة فيها

يعتبر قرار توزيع الأرباح أو احتجازها بغرض إعادة استثمارها من القرارات الهامة التي تتضمنها سياسة توزيع الأرباح، حيث تقوم هذه السياسة بإعطاء إشارات للمستثمرين حول وضعية الشركة وأدائها. وتتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية بغرض تعظيم ثروة المساهمين، وتحقيق النمو الاقتصادي، إضافة إلى هذا وما يترتب عن قرار توزيع الأرباح من تأثير على القرارات المالية الأخرى للشركة الأمر الذي يجعل هذه السياسة تحظى بالأهمية البالغة لدى مالكي الشركة، بل يتعدى ذلك لجمهور المستثمرين والمحللين الماليين. وتتحكم مجموعة من العوامل في الواقع العملي على قرار تحديد سياسة التوزيعات المثلى للشركة. وعليه سنحاول في هذا المبحث التطرق إلى المفاهيم الأساسية لسياسة توزيع الأرباح، كما سيتم إيضاح أنواع سياسة توزيع الأرباح، بالإضافة إلى إستعراض العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

المطلب الأول: المفاهيم الأساسية لسياسة توزيع الأرباح

قبل التعرض لمفهوم سياسة توزيع الأرباح، يجب أن نعرّج أولاً على مفهوم الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة.

وتعرف الأرباح الموزعة على أنها "معدل التدفق النقدي (وقد يكون غير نقدي) الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم في أسهم الشركة التي يملكونها، تمثل هذه الأرباح بالنسبة للمستثمرين دخلاً جالياً ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على استهلاكاتهم الجارية من السلع والخدمات، كما تؤثر سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم"¹.

¹ محمد زرقون، "أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة"، في مجلة المباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 8، 2010، ص 85.

أما الأرباح المحتجزة فتتمثل أحد مصدري التمويل بالملكية وهي أقل تكلفة من إصدار الأسهم العادية وهو المصدر الثاني، وأيضًا قد تكون مصدر التمويل الوحيد بالملكية إذا كانت الشركة تعمل في اقتصاد لا توجد فيه أسواق مالية أو أن الشركة مملوكة من عدد قليل من الأفراد ولا توجد لديهم رغبة بإدخال مساهمين جدد معهم أو أن الشركة صغيرة وجديدة وأن إمكانية دخولها الأسواق المالية للتمويل مازالت محدودة. إن التمويل بالأرباح المحتجزة يعني ضمناً أن لدى الشركة استثمارات رابحة وأن هذه الاستثمارات سينتج عنها أرباح أعلى في المستقبل، الأمر الذي ينعكس إيجابياً على سعر السهم في السوق¹.

وتعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها "مضمون لإتخاذ القرار بتوزيع الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها في الشركة، وتتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية والتي ينتج عنها تعظيم سعر السهم"². وتعني هذه الأخيرة الجزء من الأرباح الصافية والذي تقوم الشركة بتوزيعه على مساهميها حسب نسبة الأسهم التي يملكونها³.

وتتمثل سياسات التوزيع في قرار الشركة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها، لتشكل أحد المصادر التمويلية الهامة التي تعرف بالتمويل الذاتي، وبذلك نجد أن هذا القرار بشأن توزيع الأرباح علاوة على إمكانية تأثيره على قيمة الشركة، له تأثير على حجم تمويل مهم بالشركة ذو تكلفة قليلة بالمقارنة بالمصادر الأخرى (الإستدانة أو زيادة رأس المال)⁴.

¹ أسعد غني جهاد، "الإفصاح عن الأرباح المحتجزة وأثر سياسة توزيع الأرباح في قرارات مستخدمي المعلومات المحاسبية"، في مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، مجلد 17، العدد 4، 2015، ص 186.

² محمد زرقون، مرجع سابق، ص 85.

³ Narjess Boubakri et autres, **Les principes de la finance d'entreprise**, gaëtan morin, Canada, 2005, p p77-78.

⁴ بربش عبد القادر، بدروني عيسى، "محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية"، في الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الإقتصادية والقانونية، العدد 10، 2013، ص 13.

وتشير سياسة توزيع الأرباح إلى سياسة الدفع المستخدمة من قبل الإدارة عند تحديد مبلغ وأنماط التوزيع على المساهمين على مدى فترة من الزمن. وتشتمل سياسة توزيع الأرباح على ثلاثة أسئلة: (أ) أي جزء من الأرباح ينبغي توزيعه؟ (ب) هل ينبغي أن يكون التوزيع في صورة توزيعات نقدية أو إعادة شراء الأسهم؟ و(ج) هل يجب على الشركة الحفاظ على معدل نمو ثابت ومستقر للأرباح الأسهم؟¹.

وتقضي سياسة الأرباح المتبقية بتوزيع ما تبقى بعد احتجاز ما يلزم لتمويل الموازنة الرأسمالية المثلى، ويتم ذلك من خلال تحديد احتياجات الموازنة الرأسمالية ثم تحديد المبلغ المطلوب من التمويل الذاتي (المساهمين) لتمويل تلك الموازنة ثم احتجاز المبلغ المطلوب وتوزيع الباقي، فهذه السياسة مبنية على أساس أن المستثمرين يفضلون الأرباح المحتجزة شرط أن يعاد استثمارها بمعدل عائد يفوق ذلك المعدل الذي يستطيع المستثمر الحصول عليه من خلال استثمارات بديلة ذات مخاطر مماثلة، وهذا ممكن جدًا لأن توزيع الأرباح يتضمن دفع ضرائب على الأرباح الموزعة وكذلك عمولات وسطاء، مما يجعل العائد على الأرباح المحتجزة أعلى من العائد الذي يستطيع المستثمر تحقيقه على استثمارات بديلة.²

والسياسة المثلى لتوزيع الأرباح هي تلك السياسة التي تقوم على الموازنة بين التوزيعات الحالية وبين التوزيعات المستقبلية لتعظيم قيمة السهم في السوق.³

والقرارات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح، هي تلك القرارات التي تصاحب قرارات الاستثمار وقرارات التمويل؛ وتتضمن مجموعة هذا النشاط كافة الأمور التي تحدد النسبة المئوية للأرباح النقدية التي توزع على المساهمين من حملة الأسهم، و زمن توزيع هذه الأرباح، وهذا يعني ومن خلال نسبة التوزيع وتحديد الأرباح التي يجب أن تحتفظ بها الإدارة المالية داخل الشركة بشكل احتياطي الأرباح الذي يعتبر مصدرًا مهمًا من مصادر

¹ Omerhodžić Sead, "Identification and Evaluation of Factors of Dividend Policy", in **Economic Analysis**, Vol. 47, No. 1-2, 2014, p45.

² عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سابق، ص 460.

³ Fung, L, **Financial Management**, 12th Ed, University of London, United Kingdom, 2012, p13.

التمويل الداخلي، يعزز قرارات الإدارة المالية عندما تبحث عن مصادر التمويل المناسبة¹. وتحدد هذه القرارات عن طريق سياسات التوزيع فهي عبارة عن مجموعة الأدلة والإرشادات التي تعتمد عليها الإدارة المالية عند اتخاذ قرارات توزيع الأرباح².

كذلك هي قرارات الشركة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجازها بغرض إعادة استثمارها لتشكل أحد المصادر التمويلية الهامة التي تعرف بالتمويل الذاتي³.

وعند التعامل مع الأرباح، هناك خياران واضحان، فأما أن توزع الأرباح بشكل نقدي وبنسبة مئوية معينة من قيمة السهم الإسمية وتدفع لحامل السهم أو يمكن تدوير الأرباح واحتجازها⁴.

ويعد قرار إجراء توزيعات الأرباح من صلاحيات مجلس إدارة الشركة المنتخب من قبل المساهمين، وذلك من خلال جمع المعلومات المتوفرة عن القدرة المالية للشركة إضافة إلى الطموحات التي تتطلع لتحقيقها مستقبلاً، ناهيك عن رغبات المستثمرين المختلفة حول التوزيعات بإعتبارها من أهم العوامل المتحكمة في تحديد نسبة التوزيعات، وبذلك تتحدد في ظلها آليات الأرباح المحتجزة والتي قد يعاد استثمارها، فمقدار التوزيعات يعد أمراً ذا أهمية سواء بالنسبة للشركة أو المستثمر، إضافة إلى العارفين والمتابعين للأمور المالية الخاصة بالشركات.

وهناك أربعة عناصر رئيسة لسياسة توزيع الأرباح هي كالتالي⁵:

- 1- النسبة التي يتم توزيعها من الأرباح على حملة الأسهم.
- 2- شكل الأرباح التي يتم توزيعها تكون على شكل توزيع نقدي، أو يتم تحويل النقد إلى حملة الأسهم عن طريق قيام الشركة بإعادة شراء بعض أسهمها.

¹ حمزة محمود الزبيدي الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص 73.

² أسعد حميد العلي، مرجع سابق، ص 373.

³ بربش عبد القادر، بدروني عيسى، مرجع سابق، ص 13.

⁴ صادق راشد الشمري، مرجع سابق، ص 384.

⁵ Baker kent H, **Dividends and Dividends Policy**, John Wiley & Sons, Canda, 2009, p115.

3- درجة الاستقرار التي يجب أن يتمتع بها التوزيع، فهل الأموال التي يتم دفعها من سنة إلى أخرى يجب أن تكون ثابتة ومعتمدة على بعضها، والتي قد يفضلها حملة الأسهم، أو أن يكون التوزيع متفاوتًا استنادًا للفتاوت الحاصل في التدفقات النقدية ومتطلبات الاستثمار في الشركة، والتي قد تكون الأفضل من وجهة نظر الشركة.

4- الإعلان عن سياسة التوزيعات المتعلقة بالشركة وبالتالي الإلتزام بها أم لا.

المطلب الثاني: أنواع السياسات المتعلقة بتوزيع الأرباح

تتبع الشركات سياسات مختلفة في التوزيع طبقًا لما تفرضه مصلحتها. وعند تشكيل سياسة توزيع الأرباح فإنه يجب على الشركة أن تأخذ بعين الاعتبار هدفين رئيسيين، الأول توفير أموال كافية لدفع توزيع الأرباح والثاني تعظيم ثروة المساهمين في الشركة. هناك الكثير من السياسات التي تتبعها الشركات المساهمة في توزيع الأرباح التي تحققها وتختلف تلك السياسات من شركة إلى أخرى، ويختلف تفضيل المساهمين لتلك السياسات من مستثمر لآخر، ومن أهمها:

1- سياسة الفائض (الربح المتبقي)

وفقًا لهذه السياسة تقوم الشركة باحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها مرة أخرى في المشاريع الاستثمارية التي تحقق الأرباح، وهذه السياسة التي يطلق عليها "نظرية الفائض" مبنية على حقيقة أن المساهمين يفضلون الأرباح المحتجزة شرط أن يعاد استثمارها بمعدل عائد أعلى من الذي يحققه حملة الأسهم عند قيامهم باستثمار أموالهم بأنفسهم في مشاريع استثمارية بديلة ذات مخاطر مماثلة، وهذا ممكن لأن توزيع الأرباح يتضمن دفع ضرائب على الأرباح الموزعة وكذلك عمولة الوسيط، مما يجعل العائد على الأرباح المحتجزة أعلى من العائد الذي يستطيع المساهمون تحقيقه من استثمارات بديلة¹.

¹ Baker kent H., op-cit, p115.

ويتم استغلال هذه الطريقة للمقارنة بين العائد المتوقع من الفرص الاستثمارية والعائد المطلوب من المساهمين، ففي حال كون العائد المتوقع أعلى فإن الشركة والمستثمرين يفضلون احتجاز أكبر قدر من الأرباح وهذا من أجل تمويل هذه الفرص الاستثمارية المربحة، والعكس صحيح. وعليه ووفقاً لهذه السياسة فإن قيمة التوزيعات إنما تكون مرهونة بالعائد على الفرص الاستثمارية المتاحة، وبالتالي حاجات الشركة التمويلية، أي أن توزيع الأرباح وفق هذه السياسة لا يكون إلا بعد نفاذ كل الفرص الاستثمارية المربحة، إذ تتميز عمومًا التوزيعات في هذه السياسة بعدم استقرار مقدار العائد النقدي الذي يتم توزيعه على المساهمين من عام لآخر تبعاً لدرجة توفر المشروعات الاستثمارية التي يمكن تمويلها عن طريق الأرباح المحتجزة ففي حالة عدم توفرها تقوم الشركة بتوزيع الأرباح كعائد نقدي للمساهمين¹.

2- سياسة تعتمد نسبة توزيع ثابتة (سياسة التوزيع المستقرة)

تلجأ العديد من الشركات إلى إتباع سياسة نسبة توزيع الأرباح الثابتة أو المستقرة لكل سهم. وتعتمد هذه السياسة على توزيع مبالغ ثابتة على المساهمين في كل فترة يتم فيها اتخاذ قرار توزيع الأرباح، وتعني أن اختيار نسبة التوزيعات تكون محددة سلفاً، ولا يتم الزيادة في هذه النسبة إلا إذا وافقت زيادة في الأرباح وهذا في ظل التأكد حول إمكانية القدرة على المحافظة على هذا المستوى الجديد من التوزيعات، فهذه الطريقة تقوم على قاعدة عدم التخفيض من نسبة التوزيعات حتى في أوقات الأزمات المالية، فهي بالتالي تقوم على نسبة مستهدفة من التوزيعات دون السماح بتقلبها وتذبذبها².

ويجمع معظم الماليين على أن سياسة التوزيع المستقرة هي الأفضل بالنسبة للشركات، وهذا لعدة

أسباب نذكر منها³:

¹ محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار إثناء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 435.
² عاطف طه جابر عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص 399.
³ نفس المرجع ص 400.

- تكون هذه السياسة في مصلحة الشركة وحملة أسهمها، كونها تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم.
- تأكد المستثمرين بشأن التوقعات النقدية من التوزيعات، على عكس سياسة توزيع الفائض، والتي تخلق حالة عدم تأكد شديدة بشأن التدفقات النقدية من التوزيعات مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الملكية وبالتالي انخفاض في أسعار أسهم الشركة.
- الشركات لا تميل إلى تخفيض نسبة التوزيعات، ما يجعل المستثمرين يشعرون بدرجة عالية من الثقة تؤثر إيجاباً على صورة السهم في السوق المالية.

3- سياسة توزيع نسبة ثابتة من الأرباح

تعد أبسط أنواع سياسة التوزيع حيث يتم توزيع نسبة مئوية ثابتة من الأرباح كعائد نقدي على المساهمين، ولكن وفي ظل عدم استقرار الأرباح فإنه سينعكس على مبلغ التوزيعات، والذي سيتميز بالتقلب من فترة لأخرى الأمر الذي يؤثر على أسعار الأسهم¹. فانخفاض الأرباح سيؤدي إلى انخفاض التوزيعات أو عدم التوزيع من الشركة، ونظرًا لكون التوزيعات مؤشرًا على أحوال الشركة فإن هذا سيؤثر بشكل سلبي على سعر سهمها في السوق.

وتسعى الشركات من خلال اعتمادها هذه السياسة إلى تجنب الإنخفاض في المشاريع ذات القيم الحالية الصافية الموجبة بهدف الحفاظ على قدرتها على دفع التوزيعات مستقبلاً؛ كما تعمل الشركة أيضاً على تجنب حجز الأرباح لتجنب الأثر السلبي المترتب عن احتجاز الأرباح؛ إضافة إلى تجنب الحاجة لبيع أسهم جديدة؛ وتعمل كذلك الشركة من خلال هذه السياسة على إدامة هدف الاستمرار في دفع التوزيعات².

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص 483-484.

² محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 436.

4- سياسة توزيع الأرباح المنتظمة

يتم اتباع هذه السياسة في الشركات التي تتميز بتقلبات في أرباحها الدورية، وذلك من خلال توزيع مبالغ ثابتة وقليلة على مساهمها في فترات اتخاذ قرار توزيع الأرباح، ولكنها ترفع من نسبة المقسوم في فترات تحقيق أرباح استثنائية، إذ أن هذه السياسة تضي نوعاً من الثقة لدى المساهمين من خلال توفير دخل منتظم لهم¹.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

سياسة توزيع الأرباح في الشركات تمثل خطة عمل يجب اتباعها عندما يتم اتخاذ قرار توزيعات الأرباح. فالشركات تطور سياسات متطابقة مع أهدافها. وهناك العديد من العوامل التي تؤثر على اتخاذ قرار توزيع الأرباح، والتي يجب أخذها بعين الاعتبار عند وضع السياسة الأكثر ملائمة في هذا المجال، بعضها يرتبط بالشركة وبعضها الآخر يرتبط بالبيئة المحيطة بها. ويمكن تلخيص أهم هذه العوامل بمايلي:

1- وجود عناصر تمويلية بديلية

تواجه الشركة بديلين اثنين فيما يتعلق بالتوزيعات، البديل الاول هو أن تحتجز جزءاً كبيراً من الأرباح لإعادة استثمارها، وفي هذه الحالة فإن التوزيعات تصبح قليلة جداً أو معدومة. والبديل الثاني هو توزيع جزء كبير من الأرباح على المساهمين وإصدار أوراق مالية على شكل سندات أو أسهم جديدة لتمويل استثماراتها. ولا يبدو هذا البديل الأخير مقبولاً لدى معظم الشركات خاصة الصغيرة منها أو الحديثة، حيث أن قدرة هذه الشركات على التمويل عبر هذه القنوات محدودة، ولذلك فإن من الطبيعي أن تعتمد على مصادر التمويل

¹ أسعد حميد العلي، مرجع سابق، ص 376، 378.

الداخلية، خاصة عن طريق احتجاز الأرباح، ولذلك فإن نسبة توزيعات الأرباح في هذه الشركات تكون في العادة أقل بكثير من مثيلتها في الشركات الكبرى أو الشركات ذات المركز المالي الجيد¹.

2- اعتبارات المساهمين

على الشركة إتباع سياسة توزيعات أرباح لها تأثير إيجابي على ثروة المساهمين فيها. الأثر الأول يتعلق بالوضع الضريبي للمساهمين، فإذا كانت نسبة المساهمين الممثلين ماليًا كبيرة، والذين يقعون ضمن شريحة ضريبية مرتفعة، فقد تقرر الشركة دفع نسبة قليلة من الأرباح لتأخير دفع المساهمين في الشركة لأرباحهم لحين بيع أسهمهم، طبعًا إذا حقق المساهمون أرباح رأسمالية عند البيع، فإنهم سيدفعون ضريبة على هذه الأرباح الرأسمالية والتي تكون غالبًا الضريبة عليها أقل من الضريبة على توزيعات الأرباح (الربح العادي)، أما المساهمون ذوي الدخل المنخفضة، فإنهم يفضلون دفع نسبة عالية من توزيعات الأرباح. الأثر الثاني يتعلق بالفرص الاستثمارية المتاحة أمام المساهمين، فالشركة يجب عليها عدم احتجاز الأرباح إذا كان باستطاعة المساهمين الحصول على الأرباح واستثمارها بعائد أعلى من العائد على المشاريع الاستثمارية للشركة، أي أنه إذا تبين بأن المساهمين لديهم فرص استثمارية خارجية أفضل، فيجب على الشركة أن تقوم بدفع نسبة كبيرة من أرباحها، لكن إذا كانت مشاريع الشركة تعطي على الأقل نفس العائد للمشاريع الخارجية والتي تحمل نفس الدرجة من المخاطرة فيجب على الشركة أن توزع نسبة منخفضة من أرباحها².

3- الشروط والإعتبارات التعاقدية

ونعني بذلك وجود قيود قانونية على الشركة تحد من قدرتها على توزيع الأرباح، وتنقسم هذه القيود عادة

إلى قسمين³:

¹ فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة 2، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص ص 265-266.

² فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة 3، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص ص 310-311.

³ نفس المرجع، ص 266.

أ. قيود عامة يفرضها القانون على جميع الشركات، مثل وجود احتياطي قانوني كنسبة معينة من الربح يجب احتجازها، أو عدم جواز توزيع أرباح إذا كانت الإلتزامات أكبر من الموجودات، أو إذا كانت قيمة التوزيعات أكبر من قيمة الأرباح المحتجزة في الميزانية العمومية.

ب. قيود يفرضها الدائنون أو حملة الأسهم الممتازة على إدارة الشركة، كشرط منح القروض، مثل عدم جواز توزيع الأرباح إلا بعد تسديد الديون المستحقة على الشركة، أو عدم جواز توزيع أرباح على حملة الأسهم العادية إذا لم يتم دفع توزيعات أرباح الأسهم الممتازة في أي سنة من السنوات، أو ضرورة وجود حد أدنى من رأس المال العامل قبل توزيع أية أرباح على المساهمين.

4- اعتبارات سوقية

يضع المسؤولون في الإدارة المالية سياسة توزيع الأرباح بالشركة وفقاً لطبيعة الإستجابة المتوقعة لحملة الأسهم، ذلك أن حملة الأسهم يتخذون قراراتهم في شراء الأسهم بناءً على معايير منها طبيعة سياسة توزيع الأرباح في الشركة، والشركات عموماً تختلف في نظهرهم سياسة التوزيع، فهناك شركات تقوم بتوزيع نسبة ثابتة أو متزايدة من الأرباح، في حين أن هناك شركات تتبع سياسة توزيع أرباح متقلبة، كما ينظر البعض إلى أن الشركة التي تعتمد على سياسة توزيع أرباح ثابتة أقل مخاطرة، ذلك أن التدفقات النقدية المستقبلية يمكن التنبؤ بها وبالتالي مخاطرها متدنية وهذا ينعكس على تخفيض معدل الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية وتقييم السهم، ومنه زيادة قيمة السهم وارتفاع ثروة المساهمين¹.

5- فرص النمو

إن حاجات الشركة للتمويل تتعلق مباشرة بتوقعاتها للنمو المستقبلي وأي موجودات هي بحاجة إلى امتلاكها. ويجب على الشركة تقييم العائد والمخاطرة لمشاريعها الاستثمارية لتمدها بالقدرة على الحصول على

¹ أسعد حميد العلي، مرجع سابق، ص 273، 275.

التمويل الخارجي. بالإضافة إلى ذلك يجب على الشركة تحديد تكلفة وسرعة الحصول على التمويل. وبشكل عام، فإن الشركات الكبيرة تستطيع بسهولة دخول الأسواق أو الإقتراض من المؤسسات المالية والحصول على التمويل الجديد لمشاريعها الاستثمارية، وبالتالي فهي تعتمد على التمويل الخارجي وتقوم بدفع جزء كبير من أرباحها كتوزيعات أرباح. بينما الشركات الصغيرة التي تنمو بشكل كبير ومستمر قد يكون من الصعب عليها دخول الأسواق المالية أو الحصول على القروض من المؤسسات المالية لدعم مشاريعها الاستثمارية. وعليه فإن الشركات الصغيرة الناشئة تعتمد بشكل كبير على التمويل الداخلي من خلال احتجاز الأرباح، وعدم دفع توزيعات أرباح أو دفعها بنسب قليلة¹.

6- تذبذب الأرباح

فكلما زادت درجة تذبذب الأرباح كلما قلت التوزيعات والعكس صحيح، فالعلاقة هنا عكسية فإذا كانت الأرباح غير مستقرة فإن القدرة على استخدام الأرباح كمصدر تمويل تصبح محدودة نظرًا لارتفاع درجة عدم التأكد من تحقيق أرباح كافية².

7- ربحية أو عائد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة

من الواضح أنه إذا لم ترغب الشركة في استثمار أرباحها في موجودات إنتاجية (سواء في استثمارات رأسمالية أو زيادة موجوداتها المتداولة)، أو أنها لا ترغب في استهلاك ديونها، فإنه يمكن توزيع هذه الأرباح نقدًا ومن ناحية أخرى-إذا ما توافر لدى الشركة فرصة استثمارية مربحة، فإنه يمكن استخدام هذه الأرباح في تمويلها³.

¹ فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص 311.

² فايز تيم، مرجع سابق، ص 267

³ عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، مرجع سابق، ص 238.

المبحث الثاني: النظريات والنماذج المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

تعد القرارات الخاصة بالتصرف بالأرباح في الشركات من أهم الموضوعات في فكر الإدارة المالية المعاصر، فما بين توزيع الأرباح واحتجازها وجدت الإدارة المالية نفسها بين تيارين؛ الأول ينظر إلى عملية توزيع الأرباح مسألة لا بد منها، منطلقين من أن عملية توزيع الأرباح دون احتجازها سوف يؤثر بشكل مباشر في القيمة السوقية للسهم وبالتالي التأثير في تعظيم ثروة المساهمين، في حين يرى التيار الثاني أن توزيع الأرباح ليس له أي أثر على القيمة السوقية للشركة ولا للقيمة السوقية للسهم الواحد. وعليه سنحاول في هذا المبحث دراسة أهم النظريات والنماذج التي تناولت سياسة توزيع الأرباح.

المطلب الأول: نظريات سياسة توزيع الأرباح

إن السؤال الجوهرى المطروح في الأدبيات التي تطرقت إلى سياسة توزيع الأرباح كان حول مدى إمكانية الوصول إلى سياسة مثلى إن وجدت تسمح بتعظيم ثروة المساهمين، وبغية الإجابة على هذا السؤال فقد اختلفت الآراء حول لغز توزيع الأرباح بسبب غموض أو غياب سياسة مثلى للتوزيع. وبغية حل هذا اللغز، حاولت العديد من النظريات والدراسات الوصول إلى تفسير كامل وشامل لسياسات توزيع الأرباح في الشركة، غير أن معظم هذه المحاولات لم تأت بالدليل القاطع والمقنع، الذي يثبت واقعية التعامل مع الأرباح. وسنحاول في هذا المطلب التطرق إلى أهم النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح، حيث تقوم هذه النظريات على تفضيلات المستثمر للتوزيعات الحالية لقاء المستقبلية.

الفرع الأول: نظرية لا علاقة لتوزيعات الأرباح (Miller and Modigliani) (1961)

ساهم في صياغة هذه النظرية كل من (M&M) (Miller Metron and Modigliani Franco) ومفهوم هذه النظرية أن المساهمين يعتقدون أن سعر السهم يتحدد حتماً للقدرة الإيرادية للشركة ووفقاً لمخاطر أعمال الشركة، ويعني ذلك أن مقدار الأرباح التي تحققها الشركة نتيجة استخدام مواردها المختلفة هي التي

تؤثر على سعر السهم وليست الكيفية التي يتم بها تقسيم تلك الأرباح بين أرباح موزعة وأخرى محتجزة. وبالتالي فإن السعر هو أثر للأرباح الناتجة عن أعمال الشركة وليس للطريقة التي تقسم بها تلك الأرباح بين التوزيعات والاحتجاز، وأن يتم تحديد قيمة الشركة قبل اتخاذ قرارات الاستثمار والتمويل في إطار الهيكل الأمثل وليس عن طريق قرار توزيع الأرباح¹. ويطلق على هذه النظرية نظرية اللاعلاقة (اللاعلاقة لتوزيعات الأرباح) أي عدم وجود أي علاقة بين مقدار العائد الموزع أو نوعية التمويل وبين سعر السهم أو معدل العائد المطلوب على الاستثمار في ذلك السهم وإنما مدى كفاءة المدير في اختيارات الاستثمارات المربحة والمثلى².

وفي تطوير هذه النظرية فإن (M&M) وضعا عدة افتراضات منها:³

- ✓ عدم وجود ضرائب على الشركة أو ضرائب شخصية على الدخل.
- ✓ لا توجد تكاليف اكتتاب أو تكاليف معاملات.
- ✓ ليس للرافعة المالية أثر على تكلفة التمويل.
- ✓ أن المعلومات المتاحة حول مستقبل الشركة عند المديرين والمستثمرين متماثلة.
- ✓ ليس لتقسيم الربح بين الاحتجاز والتوزيع، أثر في تكلفة الأموال المملوكة.
- ✓ أن سياسة الميزانية الرأسمالية في الشركة مستقلة عن سياسة التوزيع فيها.

ومن الواضح أن هذه الافتراضات لا تقوم على أرض الواقع، فالشركات والمستثمرون يدفعون الضرائب، والشركات تتحمل تكاليف الإصدار، كما أن المديرين يعرفون من المعلومات المتعلقة بمستقبل الشركة أكثر مما يعرفه المستثمرون، ويتحمل المستثمرون تكاليف المعاملات.

¹ عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سابق، ص 455-456.

² بربش عبد القادر، بدروني عيسى، مرجع سابق، ص 13.

³ عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سابق، ص 391-392.

وطبقًا لهذه النظرية فإن المستثمرين لا يهتمون بسياسة توزيع الأرباح التي تتبناها الشركة وذلك عند اتخاذ قراراتهم بالاستثمار في أسهم تلك الشركة نظرًا لأنهم يستطيعون القيام بتكوين سياسة توزيع عوائد ذاتية. فعلى ضوء ما تقدم يمكن القول أن نظرية (M&M) أو كما يطلق عليها نظرية عدم أهمية العائد يمكن قبولها في ظل ظروف التأكد التام والكفاءة الكاملة للأسواق المالية غير أن هذه الظروف لا تتوافر في الواقع العملي مما أدى لظهور نظريات أخرى لسياسة توزيع الأرباح تأخذ في الحسبان الظروف المتاحة في الواقع العملي مثل وجود الضرائب وتكلفة التداول وتفضيل كثير من المستثمرين للحصول على الدخل في شكل أرباح رأسمالية بدلاً من الحصول عليه في شكل توزيعات¹.

الفرع الثاني: نظرية العصفور في اليد

تنسب هذه النظرية إلى كل من (Myron Gordon & John Linter) وجاءت على نقدهما واعتراضهما لفرضية (M&M, 1961) التي قامت عليها النظرية الأولى، ألا وهي عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح ومعدل العائد المطلوب على الأسهم. تعتبر نظرية جوردن ولينتر بشأن سياسة توزيع الأرباح من أهم النظريات التي تؤمن بمفهوم "ملاءمة الأرباح". وتسمى أيضًا نظرية "العصفور في اليد" التي تشير إلى أن التوزيعات في يد المستثمر في الوقت الحالي أفضل من الأرباح المالية التي سيحققها في المستقبل باعتبار أن المستقبل غير مؤكد. وتقضي هذه النظرية بأنه طالما أن توزيعات الأرباح تزيد من التأكد بالنسبة للمستثمر، وبما أن المساهمين يفضلون التوزيعات فهم يقبلون بعائد أقل على حقوق الملكية، وتكلفة الوكالة تقود إلى نفس النتيجة، وذلك لأن التوزيعات العالية ستزيد الحاجة من التمويل الخارجي وبالتالي يكون لدى المدراء نقدية أقل ولا ينشغلون بممارسات مهدرة للنقدية، ومن ثم فإن التوزيعات العالية تقلل من تكلفة الوكالة وبالتالي مخاطر أقل، ويطلبون معدل عائد أقل على حقوق الملكية²، مما يعني تفضيل المستثمرين لتوزيع الأرباح على تحقيق مكاسب

¹ أسعد غني جهاد، مرجع سابق، ص 187.

² Brigham, E., Ehrhardt, M., op-cit, pp565-566.

رأسمالية في المستقبل، ناتجة عن احتجاز الأرباح واستثمارها في فرص النمو كون الأرباح الموزعة في الوقت الحاضر أكثر تأكيداً من احتمالية الحصول على مكاسب رأسمالية مستقبلية، وكنتيجة لزيادة نسبة التوزيع ينخفض معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم وعليه تنخفض القيمة السوقية للشركة (فرصة ضائعة)، ويرتفع معدل العائد المطلوب على الاستثمار كلما زادت نسبة الأرباح المحتجزة، نظراً لاستعداد المستثمرين لدفع سعر أعلى للسهم إذا كانت نسبة توزيع الأرباح أكبر¹.

الفرع الثالث: نظرية التفضيل الضريبي

وتتلخص هذه النظرية بأن التباين في معدل الضريبة على كل من توزيعات الأرباح والأرباح الرأسمالية يلعب دوراً جوهرياً في تفضيل المساهمين لسياسة توزيع الأرباح، فقد تخضع الأرباح الموزعة لمعدل ضريبة أعلى من المعدل الذي تخضع له الأرباح الرأسمالية الناجمة عن بيع السهم². وبالتالي، ووفقاً لهذه النظرية فإن المستثمرين يفضلون الاستثمار في الشركات التي ترغب في الاحتفاظ بالأرباح لإعادة استثمارها، وتقوم بتوزيع نسبة منخفضة من أرباحها على شكل توزيعات نقدية، وهذا عائد إلى أن الضريبة على المكاسب الرأسمالية أقل من الضريبة على توزيعات الأرباح، وهذا يشجع المستثمرين على الاستثمار في الشركات التي تقوم باحتجاز المقدار الأكبر من الأرباح بدلاً من توزيعها على المساهمين، إذ سيؤدي ذلك إلى إعادة استثمار الأرباح في أنشطة الشركة، وهذا بدوره سيؤدي إلى ارتفاع معدل النمو، ومن ثم ارتفاع أسعار الأسهم، نظراً لأن الضريبة على توزيعات الأرباح تدفع فوراً بينما لا يدفع المستثمرون ضرائب على الأرباح الرأسمالية ما لم يقرر المستثمر بيع السهم، مما يدفع المستثمرين إلى دفع سعر أعلى لسهم الشركات التي تتبنى سياسة احتجاز الأرباح³.

¹ نضال عمر زلوم، اسحاق محمود الشعار، "أثر توزيعات الأرباح على القرار الاستثماري في ضوء جودة التقارير المالية"، في المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد 2، العدد 1، 2015، ص 35.

² حسين فيصل شومان، كوثر حميد الموسوي، "أثر ربحية ومقسوم أرباح السهم في قيمة الشركة، دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية المساهمة الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، في مجلة كلية الدراسات الإنسانية الجامعة، العدد 2، 2012، ص 51-52.

³ نضال عمر زلوم، اسحاق محمود الشعار، مرجع سابق، ص 35.

بناءً على النظريات السابقة يمكن الاستنتاج بأن هناك نتائج ونصائح مختلفة ومتباينة لمتخذي القرار، ذلك لأن لكل منها وجهة نظر خاصة بها، فبينما Modigliani & Miller أظهرت عدم الاهتمام بسياسة التوزيعات لعدم تأثيرها على قيمة السهم، نجد أن Gordon & Linter يفضل أن يكون معدل التوزيعات أكبر ما يمكن، أما نظرية التفضيل الضريبي فيفضل روادها تدنية ذلك المعدل إلى أدنى مستوى. ولكن هذا الاختلاف والتباين في رغبات المستثمرين بشأن نسبة الأرباح التي ينبغي توزيعها يمكن أن يشترك ويأخذ بثلاث عوامل تتمثل في: المحتوى المعلوماتي، نظرية أثر العميل، ونظرية الوكالة.

المطلب الثاني: علاقة سياسة توزيع الأرباح بالقيمة السوقية للشركة

يعد الاختلاف في وجهات النظر بشأن توزيعات الأرباح جوهر التيارات الفكرية، وتنصب مضامينها الفلسفية على معرفة العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم العادية في الأسواق المالية، بحيث تعد هذه العلاقة واحدة من القضايا المهمة في الإدارة المالية، وذلك لأهميتها من الجانب الاستثماري والتمويلي والذي ينعكس بدوره على قيمة الشركة.

الفرع الأول: نظرية الربح المتبقي

تشير نظرية الربح المتبقي إلى أن الشركة لن توزع أرباحاً على المساهمين إلا بعد أن تكون قد مولت كافة الفرص الاستثمارية المتاحة لها، بمعنى آخر تستطيع الشركة أن توزع على المساهمين فقط الأرباح المتبقية بعد احتجاز ما يلزمها لتمويل استثماراتها. وهذا يؤدي إلى نتيجة هامة جداً وهي أن الأرباح الموزعة ستتقلب بحددة من سنة إلى أخرى بحسب مشاريع الاستثمار الربحية المتاحة للشركة وحجم الأرباح المحققة في كل سنة. وهذا قد يتعارض مع رغبات المساهمين في الحصول على أرباح موزعة تنمو باستمرار، ومع سياسات الشركات في الحياة العملية والتي تميل نحو اتباع سياسة توزيع أرباح ثابتة. ومن الممكن التغلب على هذا التضارب بعدم لجوء الشركة لتخفيض أرباحها الموزعة على المساهمين وبتحويل استثماراتها بنسبة أكبر من الدين، أي تجاوز

نسبة المديونية المثلى في سنة ما، على أن تحاول العودة إلى هذه النسبة في السنة اللاحقة. أما إذا استمرت الشركة في الاقتراض للمحافظة على الأرباح الموزعة سنة بعد أخرى، فإنها ستجد نفسها مضطرة في النهاية إلى أن تحتجز من أرباحها بنسب مرتفعة و/أو تصدر أسهمًا عادية لإعادة التوازن لهيكل التمويل¹. وخلاصة القول على أنه في حالة عدم تمكن الشركة من استثمار أرباحها في فرص استثمارية يزيد معدل العائد الداخلي فيها عن تكلفة رأس المال، فإنه يتوجب عليها توزيع تلك الأرباح على حملة الأسهم العادية. وفي هذه الحالة، فإن النظرية المذكورة (نظرية الربح المتبقي) ترجع الأسباب في ذلك كون أن الربح الموزع يمثل الربح المتبقي ولا يعزى السبب في عدم فاعلية القرار الذي يؤثر في قيمة الشركة، وقد انسجمت أفكار نظرية الربح المتبقي مع طروحات نظرية الالعلاقة لتوزيعات الأرباح، التي تم تطويرها من قبل كل من موديليانى وميلر (M&M)².

الفرع الثاني: البراهين والأدلة بعدم وجود علاقة لسياسة توزيع الأرباح

حسب نظرية الالعلاقة لتوزيعات الأرباح التي تم تطويرها من قبل كل من موديليانى وميلر (M&M)، حيث برهنوا بأن قيمة الشركة تتحدد استنادًا للقوة الإيرادية والمخاطرة الناجمة عن استثماراتها فقط، أي تتحدد بكفاءة قرارات الاستثمار (قدرة الموجودات على تحقيق الأرباح)، وأن الأسلوب الذي تعتمده الشركة في توزيع أرباحها بين التوزيع وبين الإحتجاز (إعادة الاستثمار) ليس له تأثير في قيمتها، في حالة ثبات العوامل الأخرى. وخلافًا لما سبق، فإن العديد من الدراسات قد توصلت إلى أن تغيرات كبيرة في التوزيعات تؤثر في قيمة الشركة، حيث أن زيادة التوزيعات تؤدي إلى زيادة ملحوظة في أسعار الأسهم، والعكس من ذلك في حالة انخفاض الربح الموزع فإن قيمة الشركة تنخفض هي الأخرى. وقد رد (M&M) على هذه النتائج بقولهم بأن التأثير المذكور لم يكن بسبب الربح الموزع ذاته وإنما يعود السبب إلى المحتوى المعلوماتي الكامن في الربح الموزع

¹ محمد أيمن الميداني، مرجع سابق، ص 683-685.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص 474.

وبعلاقته مع الأرباح المستقبلية¹. وطبقاً لهذه النظرية، ينظر المستثمرون لأي تغيرات في سياسة توزيع الأرباح عن طريق الشركة، كإشارة لتوقع الربح بوساطة إدارة الشركة، فالتوزيع الأعلى للأرباح سوف يعطي إشارة للمستثمرين بأن تنبؤ الشركة للأرباح المستقبلية يكون ايجابياً، بمعنى آخر، أي أنه لو توقع المستثمرون نسبة عالية من توزيعات الأرباح، بينما دفعت الشركة نسبة أقل بكثير، فإن سعر السهم سوف ينخفض في سوق رأس المال، والعكس صحيح، لو توقع المستثمرون نسبة أقل من توزيعات الأرباح بينما قامت الشركة بدفع نسبة أعلى، فإن سعر السهم سوف يرتفع².

وتنص نظرية المحتوى المعلوماتي (نظرية الإشارة) على أن المعلومات التي يمتلكها أصحاب الفئات وأصحاب العجز المالي ليست متماثلة، فأصحاب الفئات، الفئة الأولى تبحث عن مصادر تمويل مثلى فيقومون بإرسال إشارة نوعية وكمية تدل على حسن مركزهم المالي مما يفسر قدرتهم على التسديد في المستقبل، في المقابل فالفئة الثانية تبحث عن أحسن استثمار لفوائضها المالية. كما نصت هذه النظرية على اهتمام المستثمرين بتقييم التغيرات في توزيعات الأرباح وسعر السهم سواء بالزيادة أو بالنقصان، ليس بالضرورة ترجمة لتفضيل هؤلاء المستثمرين لتوزيعات الأرباح على احتجازها، بل تغير سعر السهم إنما هو نتيجة لانعكاس المعلومات المهمة التي يحملها إعلان توزيع الأرباح، حيث يستدل منها عن مضمون هذه التوزيعات³. وبالتالي، إذا وجد أثر لسياسة توزيع الأرباح، فسيكون بسبب المحتوى المعلوماتي للربح الموزع، الذي يمثل إشارات من الإدارة عن توقعاتها بشأن الأرباح المستقبلية.

كما برهن (M&M) ليؤكدوا على عدم صلة الربح الموزع بقيمة الشركة، على وجود سبب آخر يرتبط بالربح الموزع ألا وهو أثر العملاء. وتقوم نظرية أثر العميل على أساس أن هناك مجموعات مختلفة من حملة

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص 474-475.

² نضال عمر زلوم، اسحاق محمود الشعار، مرجع سابق، ص 35.

³ بربيش عبد القادر، بدروني عيسى، مرجع سابق، ص 16.

الأسهام الذين يفضلون سياسات مختلفة لتوزيع الأرباح. فالأشخاص المتقاعدين، وصناديق التقاعد، وصناديق الجامعات عادةً يفضلون التوزيعات النقدية لذا يرغبون بالاستثمار في الشركات التي توزع نسب أعلى من أرباحها، وهؤلاء هم عادةً المستثمرين الذين يخضعون لمعدل ضريبة منخفضة على التوزيعات، كما يفضلون الحصول على دخلهم في صورة أرباح رأسمالية تخضع لمعدل ضريبة أقل من المعدل المفروض على توزيع الأرباح النقدية. من ناحية أخرى هناك مستثمرين يفضلون الشركات التي توزع نسبة أرباح نقدية منخفضة، أو لا توزع أرباحًا نقدية وتحتجزها للاستثمار، لأنهم ليسوا بحاجة للدخل الحالي وهم ببساطة يعيدون استثمار التوزيعات المستلمة بعد دفع الضرائب عن تلك التوزيعات¹. وتسمى عملية جذب المستثمرين للشركات التي لها سياسات للتوزيعات تتماشى مع تفضيلات المستثمرين فيما يتعلق بالاستثمار بتأثير العملاء². وبعبارة أخرى، فإن المستثمرين لن يستثمروا إلا في الشركات التي تتفق سياسة توزيع الأرباح النقدية التي تتبعها مع رغباتهم، واحتياجاتهم، وظروفهم الخاصة.

وبالإضافة إلى ماسبق، هناك نظرية ثالثة ترى أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر قرار مهم في إدارة الشركة، فهو من أهم الطرق التي يمكن أن تسمح للإدارة (المسيرين) بتوزيع السيولة على المستثمرين (المساهمين) لإشباع رغباتهم، فبذلك تعتبر أن قرار توزيع الأرباح في الشركة له عدة أبعاد مختلفة، يجب مراعاتها قبل اتخاذها، وهي نظرية الوكالة التي تدرس التأثير الموجود بين سياسة توزيع الأرباح وعلاقة الوكالة، فحين توسعت الشركات واتسع نطاقها، لم يعد بالإمكان أن يتولى نفس الشخص أو الأشخاص مهام الملكية والإدارة معًا، وبالتالي حدث هناك انفصال في الوظائف الرئيسية لوجود الشركة؛ الملكية والإدارة، مما نجم عنه ضرورة تفويض سلطة اتخاذ القرارات لفريق إدارة متمكن؛ هذا التفويض أو التوكيل نتج عنه جملة من المشاكل تركزت أهمها في مشكلة تضارب المصالح، ومن المؤكد أن مجموعة القرارات التي تدخل في عمليات التوزيع تكون مهمة للإدارة

¹ Brigham, E., Ehrhardt, M, op-cit, p567.

² عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قريبا، مرجع سابق، ص 229.

المالية، نظرًا للمصالح والرغبات المتعارضة بين المستثمرين والإدارة. فالمستثمرون يرغبون بزيادة مكاسبهم النقدية من خلال توزيع نسبة أكبر من الأرباح عليهم، في حين تفضل الإدارة زيادة الجزء المحتجز لضمان احتياطي أموال لأغراض التوسع الاستثماري داخل الشركة. وبطبيعة الحال فإن المسيرين يتمتعون بمعلومات أكثر من المستثمرين فيما يخص وضعية الشركة، وهذا يدفعهم في غالب الأحيان إلى الإهتمام بتحقيق أهدافهم الشخصية بتعظيم عائدهم بدل تحقيق أهداف المستثمرين. وبالتالي، ظهر ما يسمى "بتكاليف الوكالة"، التي يتحملها المساهمون لضمان مراقبة أعلى على المسيرين، منها تكلفة الرقابة والمتابعة وضمان اصطفااف الأهداف بين الجميع نحو ربحية أكبر للمساهمين، من هنا برزت نظرية الوكالة لمحاولة إعطاء تفسيرات لهذا الوضع الجديد ومحاولة السيطرة على مشاكل الرقابة¹. ومن أجل التخفيف من هذه المشكلة، يتوجب على الإدارة إتخاذ قرارات تتماشى ومصالح حملة الأسهم. فتوزيع الجزء الأكبر من الأرباح يعمل على تخفيض كمية السيولة المتاحة والتي يمكن للمديرين استغلالها في تعظيم مصالحهم الخاصة على حساب مصالح حملة الأسهم².

إن لتكاليف الوكالة أثرها على قيمة الشركة كأموال مستثمرة (مصلحة الملاك) خاصة عند المقارنة بين تصرفات المدير المالك للمشروع بالكامل، وبين تصرفاته عندما يبيع جزء من ملكية المشروع لملاك آخرين عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة تطرح للبيع، ولكنه يحتفظ لنفسه بحق الإدارة والرقابة. ومن الواضح، أنه وفقًا لمفهوم هذه النظرية يجب مراعاة عاملين أساسيين هما؛ أن المساهمين يفضلون أن تكون تكلفة الوكالة في أدنى حد لها، كما أنهم لا يرغبون أيضًا في تحمل تكاليف إصدار إضافية عند طرح أسهم جديدة في السوق. وعليه، فإن الزيادة في توزيعات الأرباح، قد تكون مؤشرًا على أن إدارة الشركة لا تفرط في استخدام أموال المساهمين لإشباع المنافع غير المالية، ومن ثم فإن تكلفة الوكالة تقل بزيادة توزيعات الأرباح. وفي المقابل فإن

¹ مهدي شرقي، "مراقبة المديرين التنفيذيين في ضوء نظرية الوكالة"، في المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 1، 2015، ص 135.

² علام محمد موسى، "أثر جودة حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح في سوق الكويت المالية"، في دورية الإدارة العامة، المجلد 54، العدد

3، 2014، ص 453.

الزيادة في توزيعات الأرباح، قد تعنى في الوقت نفسه حاجة الشركة إلى أموال خارجية إضافية مثل إصدار الأسهم الجديدة مما يزيد من تكاليف الإصدار والمعاملات المالية¹.

الفرع الثالث: البراهين والأدلة بوجود علاقة لسياسة توزيع الأرباح

إن البرهان والدليل الرئيسي الذي يعزز وجهة النظر التي تقول بوجود صلة وثيقة لسياسة توزيع الأرباح بقيمة الشركة هو الذي ساهم به كل من جوردن ولينتر، حيث أثبتوا بأن هناك علاقة مباشرة بين سياسة توزيع الأرباح وبين القيمة السوقية للسهم العادي. والأساس الذي يقوم عليه الافتراض المذكور هو الدليل الذي يطلق عليه العبارة المشهورة "العصفور في اليد"، الذي يشير إلى أن المستثمرين ينظرون إلى دفعات الأرباح الموزعة الحالية على أنها أقل خطورة من دفعات الأرباح الموزعة أو المكاسب الرأسمالية المستقبلية. وقد أشار مؤيدوا هذا الافتراض على أن دفعات الأرباح الموزعة الحالية تقلل من عدم التأكد لدى المستثمر، الأمر الذي يدفعه إلى خصم أرباح الشركة بمعدل خصم منخفض نسبيًا، مع بقاء العوامل الأخرى على حالها مما يجعله يضع أسعار عالية على أسهم الشركة. وبالمقابل، فإن انخفاض الأرباح الموزعة أو عدم التوزيع سيزيد من حالة عدم التأكد لدى المستثمر، الأمر الذي يدفعه إلى طلب معدل عائد مرتفع نسبيًا، وبالتالي إلى انخفاض القيمة السوقية لأسهم الشركة².

المطلب الثالث: نماذج سياسة توزيع أرباح السهم

لقد تم وضع عدة نماذج لتفسير توزيعات أرباح الأسهم في الشركة، حيث تطرقت هذه النماذج في مجملها إلى أهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع أرباح الأسهم، كما اعتمدت هذه النماذج على عدة فرضيات

¹ محمد زرقون، مرجع سابق، ص 87.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص 477.

للوصول إلى نتائج أكثر واقعية. ومن بين هذه النماذج نموذج ولتر (Wolter's model)، نموذج جوردن (Gorden's Model)، ونموذج لينتر (Lintner's Model).

الفرع الأول: نموذج ولتر (1962) wolter

يقوم هذا النموذج على مبدأ ملاءمة التوزيعات للشركة. حيث تتأثر قيمة السهم بسبب قرارات توزيع الأرباح وفقاً لمفهوم النظرية. وترتفع قيمة الشركات عندما تدفع أرباحاً عالية مقارنة بالشركات التي تدفع أرباحاً منخفضة. ويهدف تعظيم العائد، يقوم المساهمون بإعادة استثمار توزيعات الأرباح التي تتلقاها الشركة، ويتعين عليهم دفع تكلفة هذه التوزيعات التي يشار إليها باسم تكلفة الفرصة البديلة أو تكلفة رأس المال. وتفترض هذه النظرية أيضاً أنه إذا لم تدفع الشركة أرباحاً ولجأت إلى إعادة استثمار الأموال في مشاريع مربحة، فستزيد من العائدات المستقبلية للمساهمين. وفقاً لنموذج ولتر إذا كان معدل العائد المتوقع على الاستثمار أقل من تكلفة رأس المال، فإن توزيع الأرباح هو الحل الأمثل لتعظيم سعر السهم ومنه القيمة السوقية للشركة، وإذا كان معدل العائد أعلى من تكلفة رأس المال، فإن الشركة يجب أن تستثمر الأرباح المحتجزة في المشاريع المربحة. وبالتالي، من المهم فهم العلاقة بين معدل العائد (r) وتكلفة رأس المال (Ke). ويقوم نموذج ولتر على الافتراضات التالية؛ تم افتراض الاعتماد على التمويل الداخلي حيث يتم تمويل جميع الاستثمارات من قبل الشركة من خلال الأرباح المحتجزة وعدم إصدار حقوق ملكية أو دين جديد، واستند الافتراض الثاني إلى أن معدل العائد الداخلي الثابت وتكلفة رأس المال والمخاطر التجارية تبقى متساوية بالنسبة لجميع قرارات الاستثمار. كما تم افتراض ثبات قيم عوائد السهم الواحد (EPS) وأرباح السهم الواحد (DPS) عند تحديد القيمة، ويتم توزيع جميع عوائد الشركة كأرباح، وافتراض طول عمر الشركة.

وقد تم انتقاد نظرية ولتر بسبب الافتراضات الغير واقعية؛ فالاعتماد على مصادر التمويل الداخلية فقط أمر صعب للغاية في عالم الاستثمار الحقيقي اليوم، فمن المؤكد أن تحتاج الشركة إلى تمويل خارجي

للاستثمارات الجديدة في المستقبل. كما أن افتراض ثبات تكلفة رأس المال ومعدل العائد الداخلي أمر يصعب قبوله أيضًا نظرًا لإقبال الشركة على استثمارات مستقبلية جديدة، فمن المرجح أن تزداد مخاطر النشاط التجاري أو تتغير¹.

الفرع الثاني: نموذج جوردن (1959) Gorden

إن نظرية جوردون بشأن سياسة توزيع الأرباح هي إحدى النظريات التي تؤمن بمفهوم "ملاءمة الأرباح". وتسمى أيضًا نظرية "العصفور في اليد" التي تشير إلى أهمية الأرباح الحالية في تحديد قيمة الشركة. ويعد نموذج جوردن واحد من أكثر النماذج الرياضية شعبية لحساب القيمة السوقية للشركة باستخدام سياسة توزيع الأرباح. وتنص النظرية على أن محددات القيمة السوقية للسهم تتمثل في التدفق الدائم للأرباح المستقبلية المدفوعة، تكلفة رأس المال ومعدل النمو السنوي المتوقع للشركة. كما توصلت النظرية إلى أن سياسة توزيع أرباح الأسهم للشركة والعلاقة بين معدل العائد (r) وتكلفة رأس المال (k) تؤثر على سعر السوق للسهم الواحد للشركة. كما يوفر عائد الأرباح والنمو المستقبلي للأرباح العائد الإجمالي للمستثمرين في الأسهم. ويؤكد هذا النموذج أن المستثمرين يفضلون الاستثمار في الشركات التي تقوم بتوزيع نسبة أكبر من أرباحها في شكل توزيعات مما يؤدي إلى ارتفاع أسهمها، والعكس صحيح. وعليه ووفقًا لهذه النظرية فإن عائد التوزيعات هو مقياس مهم للعائد الإجمالي للمستثمرين في الأسهم من معدل النمو المستقبلي لأرباح الأسهم، كما لا يمكن تقدير النمو المستقبلي ومكاسب رأس المال بدقة ولا تكون مضمونة على الإطلاق لأنها قد تفقد القيمة السوقية الكاملة للسهم. افترضت هذه النظرية أنه لا يوجد دين وجميع هياكل رأس المال التي تم تحقيقها هي من الأسهم. تفترض هذه النظرية أيضًا أنه لا يوجد تمويل خارجي ويتم تمويل رأس المال من الأرباح المحتجزة. علاوة على

¹ Shrikant Panigrahi, Yuserrie Zainuddin, "Dividend Policy Decisions: Theoretical Views and Relevant Issues", **Reports on Economics and Finance**, Vol. 1, No. 1, 2015, pp47-48.

ذلك، لا يتم احتساب ضرائب الشركات في هذا النموذج. ويشير هذا النموذج إلى أن القيمة السوقية لحصة الشركة هي مجموع القيم الحالية للأرباح المستقبلية غير المحدودة التي سيتم الإعلان عنها. كما يمكن استخدام نموذج جوردون لحساب تكلفة الأسهم إذا كانت القيمة السوقية معروفة ويمكن توقع الأرباح المستقبلية. ويعتقد نموذج جوردون أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على الشركة في مختلف السيناريوهات. إذا كان معدل عائد النمو أعلى من تكلفة رأس المال، فسيستفيد المساهمون أكثر إذا كانت الشركة تعيد استثمار الأرباح بدلاً من توزيعها. بالإضافة إلى ذلك، عندما يكون معدل العائد الداخلي مساوياً لتكلفة رأس المال فإن إعادة استثمار أرباح الأسهم لن يحدث أي فرق. كما تم انتقاد هذا النموذج بسبب افتراض معدل العائد الداخلي (IRR) وتكلفة رأس المال (COC) الثابت، وهو أمر غير دقيق، لأنه يعني أن مخاطر العمل لا يتم احتسابها¹.

الفرع الثالث: نموذج لينتner (1956)

توصل لينتner من خلال الدراسة التي أجراها على 28 شركة أمريكية في عام 1956، إلى أن "معظم حملة الأسهم يفضلون عوائد معقولة ومستقرة، وأن السوق يتفاعل إيجابياً مع الاستقرار أو الزيادة التدريجية في الأرباح". وبالتالي، تتميز قرارات توزيعات الأرباح بمعدل ثابت لتوزيع الأرباح². وهذه النتائج كانت استناداً إلى النموذج التالي:

$$\Delta D_t = a_0 + c(D_t^* - D_{t-1}) + e_t$$

ΔD_t : التغير في التوزيعات في الفترة t.

a_0 : معامل ثابت.

c: النسبة المقبولة للزيادة في التوزيعات، والتي تتوقف على وجهة نظر المسيرين.

D_t^* : معدل التوزيعات المستهدف أو طويل الأجل.

¹ Shrikant Panigrahi, Yuserrie Zainuddin, op-cit, pp48-49.

² Dorel Berceanu, Siminica Marian, **The Main Theories of the Dividend Decision**, Finance – Challenges of the Future, 2009, p92.

D_{t-1} : معدل التوزيعات للسنة السابقة.

e_t : الحد العشوائي، ذو توزيع طبيعي.

كما توصل لينتر إلى أن الشركات تحدد سياسة توزيع أرباحها تبعاً لأرباحها الجارية ونسبة التوزيعات

المستهدفة، كما تبين أن الشركات تقوم بتعديل نسبة توزيع أرباحها طبقاً لهذه النسبة¹.

المبحث الثالث: آلية دفع التوزيعات

يعد قرار التوزيعات من صلاحيات مجلس إدارة الشركة، وذلك من خلال جمع المعلومات المتوفرة عن القدرة المالية للشركات بالإضافة إلى الطموحات التي تتطلع لتحقيقها مستقبلاً، ناهيك عن رغبات المستثمرين المختلفة حول التوزيعات والتي تعد من أهم العوامل المتحكمة في تحديد نسبة التوزيعات، وبذلك تتحدد في ضلها آليات الأرباح المحتجزة والتي يعاد استثمارها، فمقدار التوزيعات يعدُّ أمرًا ذا أهمية كبيرة سواء بالنسبة للمستثمر أو للشركة، إضافة إلى العارفين والمتابعين للأمر المالية للشركات.

وعليه سنحاول من خلال هذا المبحث التعرف على الأشكال المختلفة لتوزيعات الأرباح، بالإضافة إلى أهم الأمور التي يجب الإتفاق عليها بين المساهمين ومجلس إدارة الشركة بشأن توزيعات الأرباح ومراحل التوزيع، وأخيرًا قرار التوزيع.

المطلب الأول: أشكال التوزيعات

تعتمد الشركة خلال إجراء عملية توزيعات الأرباح على شكل معين من التوزيعات، وذلك بما يتماشى وأهدافها المستقبلية ورغبة مالكيها، إذ يجب أن تأخذ بعين الاعتبار هدفين رئيسيين، الأول توفير أموال كافية لدفع توزيع الأرباح والثاني تعظيم ثروة المساهمين في الشركة. ويعد قرار التوزيعات من أهم القرارات التي يتم

¹ بريش عبد القادر، بدروني عيسى، مرجع سابق، ص 17.

اتخاذها من قبل الشركة كونها تتداخل مع مجموعة من القرارات الأخرى كالقرارات التمويلية والاستثمارية. وتختلف أشكال التوزيعات المنتهجة من قبل الشركة وهذا حسب ما تمليه ظروف الشركة، وتمثل أهمها في:

1- التوزيعات النقدية

ويشير التوزيع النقدي عادةً إلى النقد المدفوع من صافي الدخل، وبالتالي فهو يمثل أي دفع مباشر من قبل الشركة لحملة الأسهم، إذ يمكن اعتبارها كتوزيعات أو كجزء من سياسة التوزيعات، فالتوزيعات النقدية تعتبر أكثر الأشكال شيوعاً، فغالباً ما تقوم الشركات بدفعها بشكل مباشر ومنتظم للمساهمين وفق مراحل منتظمة من الأعمال، وتتم هذه التوزيعات في الغالب أربع مرات في السنة لدى شركات المساهمة¹.

2- التوزيعات في صورة أسهم مجانية

وفقاً لهذه الطريقة تقوم الشركة بتوزيع أسهم عادية على المساهمين عوض مبالغ نقدية. بمعنى أن الشركة تحتفظ بعدد من الأسهم الجديدة لكي توزعها على المساهمين دون أن تطلب منهم سداد أي نقدية. وفي حقيقة الأمر فإن المساهم يمكنه بيع هذه الأسهم واعتبار ثمن البيع بمثابة توزيعات، ولكن التوزيعات من قبل الشركة هي توزيعات في شكل أسهم بدلاً من التوزيعات النقدية، من الناحية النظرية فإن هذه التوزيعات في شكل أسهم لن تثرى المساهم لأنه سيحصل على نفس التوزيعات، وهذا يعني أن القيمة السوقية غير مرتبطة بمثل هذه العملية، وعلى العكس فقد زاد عدد الأسهم عندما أصدرت الشركة هذه الأسهم الجديدة، وهذا يعني أن سعر السهم سينخفض بالمقارنة بما كانت عليه قبل التوزيع لهذه الأسهم². وعليه ومن بين الآثار الجوهرية لهذه الطريقة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم، لذا تلجأ إليها الشركة عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة، ويخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها. ويتطلب هذا إجراء توزيع أسهم

¹ أسعد حميد العلي، مرجع سابق، ص 436-437.

² عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 242.

مجانية، 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.¹

3- إعادة شراء الأسهم

قد تلجأ الشركة في بعض الظروف إلى إعادة شراء أسهمها العادية التي أصدرتها، ومثل هذا الإجراء يؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية (أسهم الخزينة) وهي عبارة عن أسهم سبق إصدارها ثم أعيد شراءها بأحد الطريقتين؛ إما عن طريق السوق المفتوحة حيث يتاح لأي مستثمر شراء الأسهم التي يرغب فيها، وإما عن طريق المناقصات وفيها يتم شراء عدد من الأسهم بسعر محدد. وبصفة عامة تحدث عملية إعادة الشراء إذا كان سعر السهم السوقي أقل من قيمته الحقيقية الاقتصادية². وهناك العديد من المزايا توفرها عملية إعادة شراء الأسهم، حيث ينظر لإعلان الشركة عن عملية إعادة شراء الأسهم كمؤشر إيجابي من قبل المستثمرين فغالباً ما تنطوي هذه العملية على اعتقاد الإدارة بأن أسعار أسهمها مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية، وفي ظل هذه العملية يتاح لكل مساهم تحقيق ما يريد، فالمستثمر الذي بحاجة عاجلة للأموال يمكنه بيع بعض ما يمتلكه من أسهم، بينما المستثمر الذي لا يحتاج لدخل إضافي يمكنه الاحتفاظ بما لديه من أسهم والحصول على التوزيعات المقررة، كما أن عملية شراء الأسهم تؤدي إلى تقليل عدد الأسهم المطروحة في السوق والتي من شأنها زيادة سعر السهم، وتفيد عملية إعادة شراء الأسهم في إحداث تغييرات جوهرية في هيكل رأس المال وبالتالي تساعد الإدارة في الوصول إلى هيكل رأس المال المستهدف. أما عن عيوب هذه العملية فتتمثل في كون التوزيعات النقدية تؤدي عادةً إلى زيادة سعر السهم بشكل أكبر من سياسة إعادة شراء الأسهم، كما أن المساهمين لا يملكون معلومات ملائمة بشأن حاضر ومستقبل أنشطة الشركة ولا يعرفون الإجراءات المتبعة

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 349.

² علي حنفي، المدخل إلى الإدارة المالية الحديثة: التحليل المالي و اقتصاديات الاستثمار والتمويل، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2008 ص 237.

في برامج إعادة شراء الأسهم، وعادةً ما تعرض الشركة سعرًا عاليًا للسهم المعاد شراؤه وهو ما يعني تعرض المساهمين-الباقين الذين لا يعرضون أسهمهم للبيع- للخسارة، خاصة بعد إتمام عملية إعادة شراء الأسهم، لانخفاض سعر السهم بعد هذه العملية.¹ وفي الواقع يوجد نوعين من عملية إعادة الشراء²:

✓ عندما يتاح للشركة أموال نقدية لتوزيعها على المساهمين، حيث تقوم بتوزيع هذه الأموال من خلال شراء الأسهم بدلاً من دفع توزيعات نقدية. وفي هذه الحالة تعتبر أرباحًا موزعة.

✓ النوع الثاني يرتبط بهيكل رأس مال الشركة، فقد ترى إدارة الشركة أن نسبة حق الملكية مرتفعة في هيكل رأس المال، وهو ما يدفعها إلى إصدار سندات واستخدام حصيلتها في إعادة شراء الأسهم.

4- توزيعات عينية للأرباح

وتسمى أيضًا بتوزيعات النوعية بحيث تقوم إدارة الشركة بإجراء توزيعات بشكل عيني كأن توزع بضاعة أو عقار أو استثمار حسب الشكل الذي تحدده الإدارة وهذا عوضًا عن التوزيعات النقدية، وتلجأ الشركات إلى هذا النوع من التوزيعات في حالة العسر المالي وعدم توفر السيولة اللازمة، ولكن هذا النوع من التوزيع غير مرغوب فيه لدى المساهمين بحيث أن التوزيع النقدي هو الذي يتيح قدرًا أكبر من الحرية للمساهمين في إشباع رغباتهم³.

5- تجزئة الأسهم

تعتبر تجزئة الأسهم أحد أشكال توزيع الأرباح، والتي تتبعها الشركة عندما تعتقد أن سعر سهمها السوقي مسعر بأعلى من قيمته الحقيقية، ويتم القيام بالتجزئة قبل إصدار أسهم جديدة من أجل زيادة تداول سهم الشركة في السوق وبالتالي تحفيز المستثمرين على التعامل بأسهمها الجديدة. فعند قيام الشركة بهذه العملية

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 415.

² نفس المرجع، ص 413.

³ عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، مرجع سابق، ص 237.

ينتج عن كل سهم أسهم إضافية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة عدد أسهم الشركة من خلال تخفيض القيمة الإسمية للسهم، ويتم استخدام هذا البديل عادةً لإعطاء الأسهم مرونة في التداول ولخلق زيادة في الطلب على الأسهم، وذلك لأن زيادة عدد الأسهم في رأسمال الشركة من خلال تلك العملية يؤدي إلى تخفيض الأرباح وتوزيعات الأرباح للسهم بمقدار النصف¹.

6- عكس تجزئة السهم

وتعتبر عملية عكس تجزئة السهم عن تخفيض عدد أسهم الشركة، وزيادة سعر السهم الواحد، فعلى سبيل المثال من 1 إلى 5 تجزئة أسهم عكسية، يحصل المستثمرون على سهم واحد جديد مقابل كل خمسة يملكونها الآن، مما يعزز سعر السهم بمقدار خمسة أضعاف².

وعلى الرغم من كون عكس تجزئة السهم تخفض عدد الأسهم، إلا أن المساهمين الحاليين لا يزالون يحتفظون بنفس الاستثمار النسبي في الشركة. والتجزئة العكسية للسهم هي موضع اهتمام لأن سعر السهم المعدل يكون عادةً أقل من سعر السهم الأصلي مضروربًا في مضاعفات تجزئة السهم العكسي. وتلجأ الشركة إلى هذا النوع من التوزيعات لرفع قيمة أسهما عن الحد الأدنى في الوقت الذي يفرض التعامل في سوق الأوراق المالية في كثير من الأحيان سعر أدنى للسهم، كما أن هذه العملية تعمل على تقليص تكاليف المعاملات وتوفير السيولة، الأمر الذي ينعكس بالإيجاب على القيمة السوقية لأسهم الشركة، وبالتالي طريقة عكس تجزئة الأسهم تتخلص الشركة من صغار الملاك، إذ تؤول حصصهم إلى دون المستوى المحدد ويتم إخراجهم بالقوة³.

¹ Brigham, Eugene F, Houston, Joel F, **Fundamentals of Financial Management**, 10th Edition, Thomson, Boston, MA– 2004, pp666-667.

² Baker kent H, Gary Powell, **Understanding Financial Management: A Practical Guide**, Blackwell publishing, UK, 2005, p449.

³ Idem, p442.

المطلب الثاني: أساسيات توزيع الأرباح

إن توزيعات الأرباح النقدية المتوقعة هي العامل الرئيسي الذي يعتمد عليه المساهمون والمستثمرون من أجل تقييم سعر سهم الشركة في السوق ولذلك فإن هناك أمور يجب الإتفاق عليها بين المساهمين ومجلس إدارة الشركة، وأبرزها:¹

✓ إجراء توزيع الأرباح النقدية

بمعنى متى وبأية مبالغ سيتم دفع توزيعات الأرباح النقدية للمساهمين في الشركة؟ وهو قرار يتخذ من طرف مجلس إدارة الشركة في إجتماعاتهم السنوية أو نصف السنوية أو ربع السنوية. ويعتبر كل من الأداء المالي للشركة وتوزيع الأرباح النقدية السابقة ومستقبل الشركة من العوامل الرئيسة التي تؤثر على قرار مجلس الإدارة فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح، وتجدر الإشارة إلى أن هذه الإجراءات قد تختلف من بلد إلى آخر.

✓ مبلغ توزيعات الأرباح

إن قرار تحديد مبلغ أو كمية توزيعات الأرباح هو قرار مهم جدًا ويعتمد على سياسة توزيع الأرباح في الشركة. فمعظم الشركات لديها سياسة محددة تتبعها فيما يتعلق بكمية التوزيعات. لكن يمكن لإدارة الشركة تغيير هذه الكمية بناءً على الزيادة أو النقص في الأرباح التي حققتها الشركة.

✓ تواريخ توزيعات الأرباح

إذا قام مجلس إدارة الشركة بالإعلان عن توزيعات الأرباح، فإنهم غالبًا ما يصدرون إعلانًا يُظهر قرار توزيع الأرباح، والموعد النهائي لأسماء المساهمين المسجلين في سجلات الشركة والذين يحق لهم الحصول على هذه التوزيعات وموعد الدفع، وينشر هذا الإعلان عادةً في الصحف اليومية والصحف التي تختص بالأخبار المالية.

¹ فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص 300-304.

✓ تاريخ التسجيل

وهو التاريخ الذي يتم وضعه من قبل مجلس إدارة الشركة، ويقوم المساهمون والأشخاص المعنيون بالتوزيعات بتسجيل أسمائهم في هذا التاريخ بغية الحصول على توزيعات الأرباح المعلنة في فترة محددة في المستقبل.

✓ تاريخ الدفع

ويقرر من قبل مجلس إدارة الشركة، وهو اليوم الفعلي الذي تبدأ فيه الشركة بالقيام بدفع توزيعات الأرباح للمساهمين المسجلين في تاريخ التسجيل.

✓ خطط إعادة استثمار توزيعات الأرباح

العديد من الشركات العالمية اليوم تقدم لمساهميها خطط لإعادة استثمار أرباحهم، والتي تمكن المساهمين باستثمار توزيعات الأرباح التي حصلوا عليها من أجل تملك أسهم إضافية بدون تحمل تكاليف للمعاملات. ويمكن تقسيم إجراءات توزيع الأرباح إلى أربعة مراحل رئيسية وهي:¹

1. تاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح، وهو تاريخ اجتماع إدارة الشركة واتخاذ القرار بتوزيع الأرباح على المساهمين.

2. تاريخ ظهور أسماء المساهمين في السجلات وهو التاريخ الذي تظهر فيه قائمة بأسماء المساهمين الذين يحق لهم الحصول على توزيعات الأرباح، وبناءً عليه فإن نقل ملكية السهم بعد هذا التاريخ لا يؤهل المالك الجديد للحصول على هذه التوزيعات.

¹ فايز تيم، مرجع سابق، ص ص 263-264.

3. تاريخ التوزيعات السابقة، وهو تاريخ انتهاء حق المساهم الجديد في الحصول على توزيعات الأرباح، وعادة ما يحدد هذا التاريخ ب 4 أيام عمل سابقة على تاريخ ظهور الأسماء في السجلات فإذا انتقلت ملكية السهم خلال هذه الأيام الأربعة فلا يحق للمساهم الجديد الحصول على التوزيعات.

4. تاريخ دفع التوزيعات وهو التاريخ الذي يمكن للمساهم فيه الحصول على شيكات الأرباح الموزعة. يعتبر رصيد النتيجة المحققة من قبل الشركة خلال دورة مالية ما جزء من التمويل الذاتي للشركة، حيث لا يمكن لها الإحتفاظ به كلية لتمويل احتياجاتها، فتلجأ الشركة إلى توزيع جزء من هذه الأرباح، وذلك نظرًا للأسباب والدوافع التالية:¹

✓ يسمح هذا التوزيع بتحفيز المساهمين على الإحتفاظ بأسهمهم و عدم بيعها، وكذا تحفيزهم على الإكتتاب عند قرار الشركة (زيادة رأس المال)؛

✓ عند توزيع الأرباح، فإن هذا الإجراء يعكس صحة الحالة المالية للشركة، وبخاصة إذا ما قامت بالتوفيق بين عملية توزيع الأرباح وزيادة الاستثمار في نفس الوقت؛

✓ تلجأ الشركة لعملية توزيع الأرباح حتى تزيد من ثقة المستثمرين فيها، وبهذا فهي تعوضهم عن جزء من الأموال المستثمرة.

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

✓ في حالة تحقيق الشركة لخسائر معتبرة متراكمة خلال السنوات السابقة؛

✓ إذا ما كانت الشركة خلال السنة الحالية في وضعية جد صعبة من حيث المردودية

والإستغلال؛

¹ محمد زرقون، مرجع سابق، ص ص85-86.

- ✓ إذا ما قررت الشركة احتجاز الأرباح بغرض القيام باستثمارات استثنائية معتبرة.
- ✓ إذا حققت الشركة نموًا معتبرًا ، بما يؤدي إلى الرفع من رقم أعمالها وزيادة احتياجاتها من رأس المال العامل، هذا الإحتياج الذي يجب تمويله بموارد دائمة، في هذه الحالة فإن أي توزيع للأرباح قد يؤدي إلى اختلال توازن الشركة ومن ثم عدم تسديد التزاماتها.
- بينما يمكن للشركة أن تقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين في الحالات التالية:
- ✓ نفي إمكانية تعرض الشركة إلى اختلال توازنها المالي، كنتيجة لإحدى الحالات السابقة؛
- ✓ إذا عازمت الشركة على زيادة رأس المال حسب استراتيجياتها، وهذا بغرض تشجيع المساهمين على زيادة الإكتتاب.

المطلب الثالث: قرار توزيع الأرباح

بعد مناقشة سياسة توزيع الأرباح، ومختلف النظريات والقضايا ذات الصلة، وإدراج العوامل التي تؤثر على سياسة التوزيع، يتضح لنا أن قرارات توزيع الأرباح هي القرارات المالية المتعلقة بتوزيع الأرباح، وتتضمن هذه المجموعة كافة القرارات التي تهتم بتحديد النسبة المئوية للأرباح النقدية التي توزع على المساهمين وزمن توزيع هذه الأرباح وهذا يعني تحديد النسبة المئوية للأرباح النقدية التي توزع على المساهمين وزمن توزيع هذه الأرباح وهذا يعني تحديد نسبة التوزيع وتقدير العوائد الواجب الإحتفاظ بها داخل الشركة بشكل أرباح إحتياطية، والذي يعتبر مصدرًا مهمًا من مصادر التمويل الذاتي أو التمويل الممتك، وإن هذه القرارات من القرارات المالية المهمة نظرًا للترغبات المتعارضة فيما بين المستثمرين الذين يرغبون بزيادة مكاسبهم النقدية السريعة من خلال توزيع نسبة أكبر من الأرباح، وبين رغبة الإدارة بزيادة الجزء المحتجز وبكميات أكبر من الأرباح الموزعة لأغراض عملية التوسع الاستثماري داخل الشركة¹. ويتعلق قرار توزيع الأرباح

¹ محمد الفاتح محمود المغربي، مرجع سابق، ص 60.

بالجزء من الأرباح الذي سيوزع على المساهمين والجزء الذي سيعاد استثماره، وهذا القرار ينتج عن قراري الاستثمار والتمويل، فكلما كان قرار الاستثمار وقرار التمويل جيدان، كلما أمكن للشركة توقع ارتفاع أرباحها بانتظام¹.

وتعد قرارات توزيع الأرباح من القرارات الرئيسية للإدارة المالية ما يتعلق بتوزيع الأرباح على مستحقيها من المالكين وحملة الأسهم، فالمدير المالي كثيرًا ما يواجه مشكلة التوفيق بين مطلبين على مستوى واحد من الأهمية، ملخصًا ضرورة التوزيع النقدي للأرباح المحققة على أصحابها لإرضائهم، وحاجة الشركة في الوقت نفسه إلى محصلة هذه الأرباح لإعادة استثمارها في عملياتها الإنتاجية لأهداف التنمية أخذًا في الاعتبار أن التوسع في التوزيعات النقدية للأرباح من شأنه رفع سعر السهم سوقيًا لزيادة إقبال المستثمرين المرتقبين على شرائها مما يزيد من قيمة الشركة ككل، في حين أن تقليص التوزيعات لأهداف زيادة الجزء الموجه منها لأغراض التوسع في الإنفاق على الفرص الاستثمارية المرتقبة يزيد من فرص الربحية مما قد يتسبب في إعتراض بعض الملاك لانخفاض أنصبتهم النقدية من الأرباح المتوقعة، ولهذا فكفاءة المدير الإدارية تظل مرهونة بمدى قدرته على تقرير السياسة المناسبة فيما يتعلق بتوزيع الأرباح².

لكن يتضح أن قرارات التوزيع يتم ممارستها بطرق شكلية فقط، وليست قرارات تستند إلى نموذج رياضي دقيق. من الناحية العملية، سياسة توزيع الأرباح ليست قرارًا مستقلًا – بحيث يتم إصدار قرار توزيع الأرباح بالاشتراك مع قرارات التمويل وقرارات الموازنة الرأسمالية (قرارات الاستثمار). ويرجع السبب وراء عملية اتخاذ القرار المشتركة هذه إلى المعلومات غير المتماثلة التي تؤثر على الإجراءات الإدارية بطريقتين:

¹ محمود جمام، أميرة دباش، "أثر قائمة التدفقات النقدية على اتخاذ القرارات المالية-دراسة حالة البنوك التجارية بجيجل"، في مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 4، 2015، ص71.

² أحمد بن عبد الرحمن الشميمري، عبد الرحمن بن أحمد هيجان، بشرى المرسي غنام، مبادئ إدارة الأعمال: الأساسيات والاتجاهات الحديثة، الطبعة 13، العبيكان للنشر والتوزيع، الرياض، 2018، ص370.

بشكل عام، لا يرغب المديرون في إصدار أسهم عادية جديدة. أولاً، تشتمل عملية الإصدار الجديدة على تكاليف الإصدار - العمولات والرسوم وما إلى ذلك - ويمكن تجنب تلك التكاليف باستخدام الأرباح المحتجزة لتمويل احتياجات حقوق الملكية الخاصة بالشركة. أيضاً، المعلومات غير المتماثلة تجعل المستثمرين ينظرون إلى قضايا الأسهم العادية الجديدة كإشارات سلبية وبالتالي يقلل من التوقعات فيما يتعلق بأفاق الشركة المستقبلية. والنتيجة النهائية هي أن الإعلان عن قضية أسهم جديدة يؤدي عادةً إلى انخفاض في سعر السهم. وبالنظر إلى إجمالي التكاليف المعنية، بما في ذلك تكاليف الإصدار والمعلومات غير المتماثلة يفضل المديرون بشدة استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر أساسي لحصصهم الجديدة. وتقدم تغيرات الأرباح إشارات حول معتقدات المديرين فيما يتعلق بأفاق شركاتهم المستقبلية. وبالتالي، فإن تخفيضات الأرباح، لها تأثير سلبي كبير على سعر سهم الشركة. وبالطبع، يمكن استخدام زيادات كبيرة في الأرباح بشكل غير متوقع لتوفير إشارات إيجابية. وبطبيعة الحال، يتم اتخاذ قرار توزيع الأرباح خلال عملية التخطيط، لذلك هناك عدم يقين بشأن فرص الاستثمار المستقبلية والتدفقات النقدية التشغيلية. وبالتالي، فإن نسبة العائد الفعلي في أي عام ستكون أعلى أو أقل من هدف الشركة طويل المدى. ومع ذلك، ينبغي الحفاظ على عائد الدينار أو زيادته كما هو مخطط له، ما لم تتدهور الحالة المالية للشركة إلى الحد الذي لا يمكن فيه الحفاظ على السياسة المخطط لها ببساطة. يشير التدفق الثابت أو المتزايد للأرباح على المدى الطويل إلى أن الحالة المالية للشركة هي تحت السيطرة. وعلاوة على ذلك، تنخفض حالة عدم اليقين عند المستثمرين من خلال أرباح الأسهم المستقرة، وبالتالي يؤدي تدفق أرباح الأسهم الثابت إلى تقليل الأثر السلبي لقضية الإصدار الجديدة. وعليه، يجب على الشركات التي تتمتع بفرص استثمارية عالية أن تحدد دفعات أقل، وبالتالي تحتفظ بمزيد من الأرباح، مقارنة بالشركات ذات الفرص الاستثمارية الضعيفة. وتؤثر درجة عدم اليقين أيضاً على القرار، فإذا كان هناك قدر كبير من عدم اليقين في التنبؤات بالتدفقات النقدية الحرة، والتي يتم تعريفها هنا على أنها التدفقات النقدية التشغيلية للشركة ناقصاً

الاستثمارات الإلزامية في الأسهم، فمن الأفضل للشركة أن تكون محافظةً وتحدد عائد أقل للدينار الحالي. أيضًا، يمكن للشركات التي لديها فرص استثمارية قابلة للإقالة أن تتحمل أرباحًا أعلى للدينار، لأنه في أوقات التوتر يمكن تأجيل الاستثمارات لمدة سنة أو سنتين، وبالتالي زيادة السيولة المتاحة لأرباح الأسهم. وأخيرًا، يمكن للشركات التي لا تتأثر تكلفة رأس المال بها إلى حد كبير بالتغيرات في نسبة الديون أن تضع نسبة دفع أعلى، لأنها تستطيع، في أوقات الشدة، إصدار المزيد من الديون بسهولة أكبر للحفاظ على برنامج وضع ميزانية رأسمالية دون الاضطرار إلى تخفيض التوزيعات أو إصدار الأسهم. الشركات لديها فرصة واحدة فقط لضبط دفع الأرباح من الصفر. لذلك، فإن قرارات توزيع الأرباح اليوم مقيدة بالسياسات التي تم وضعها في الماضي، وبالتالي فإن وضع سياسة للسنوات الخمس المقبلة يبدأ بالضرورة بمراجعة الوضع الحالي. على الرغم من وجود عملية عقلانية للمديرين لاستخدامها عند وضع سياسات توزيع أرباح شركاتهم، إلا أن سياسة توزيع الأرباح لا تزال واحدة من أهم القرارات التي يجب على الشركات اتخاذها. لهذا السبب، يتم تعيين سياسة توزيع الأرباح دائمًا من قبل مجلس الإدارة - يقوم الموظفون الماليون بتحليل الموقف وتقديم توصية، ولكن مجلس الإدارة يتخذ القرار النهائي¹.

¹ Brigham, Eugene F, Houston, Joel F, op-cit, pp664-665.

خلاصة الفصل الثالث:

بحث هذا الفصل 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. وتبين من خلال هذا الفصل أن المساهمين يفضلون بأن تقوم الشركة باحتجاز الأرباح عوضاً عن توزيعها عليهم طالما أن العائد على استثمارات الشركة يتعدى العائد الذي يمكن أن يحققوه لأنفسهم من إعادة استثمار الأرباح الموزعة، وهذا العائد يساوي إلى تكلفة الأرباح المحتجزة، وقد سميت هذه بنظرية الربح المتبقي. وينتج عن هذه النظرية أن الأرباح الموزعة ستتقلب بحدّة بحيث يتراوح معدل توزيع الأرباح من صفر ومئة بالمئة من أرباح الشركة، وذلك بحسب حجم الاستثمارات الرأسمالية الرباحة المتاحة للشركة.

لكن سياسات توزيع الأرباح في الواقع تختلف عن ذلك. إذ أن معظم الشركات تتبع 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. كذلك توجد شركات تتبع سياسة توزيع أرباح تعتمد معدل توزيع أرباح ثابت. وأخيراً هناك شركات تتبع سياسة توزيع حد أدنى من الأرباح على المساهمين خلال السنة يتم الإعلان عنه، ودفع أرباح موزعة إضافية في آخر السنة إذا كانت أعمال الشركة تسمح بذلك. من 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 التعاقدية، اعتبارات سوقية، فرص النمو، تذبذب الأرباح، ربحية أو عائد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة.

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 في تحديد القيمة السوقية للسهم، 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، وترتكز إلى النظريات التي سبقتها. فبعد ما جاءت به نظرية اللاعلاقة لتوزيعات الأرباح ل (M&M)، فإن الأبحاث الحديثة طورت نظريات ونماذج جديدة أكثر تفسيراً لسياسة التوزيعات، لكن دونما إجماع على الهدف من ورائها، 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.

وتطرق الفصل أيضاً 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. أما بالنسبة لإجراءات توزيع الأرباح فتعتمد على أربعة مواعيد أساسية، تتضمن هذه موعد ومبلغ التوزيعات النقدية، موعد أسماء المساهمين في السجلات، وموعد الدفع.

وأخيراً يتضح من خلال الفصل أن قرارات التوزيع يتم ممارستها بطرق شكلية فقط، وليست قرارات تستند إلى نموذج رياضي دقيق. من الناحية العملية، سياسة توزيع الأرباح ليست قراراً مستقلاً – بحيث يتم إصدار قرار توزيع الأرباح بالاشتراك مع قرارات التمويل وقرارات الموازنة الرأسمالية (قرارات الاستثمار).

الفصل الرابع:

القرارات المالية والأداء

المالي للشركات

تمهيد:

تسعى الشركات الاقتصادية كانت أو مالية، لتحقيق مميزات وخصائص النمو والتوسع والاستمرارية والبقاء في المحيط الاقتصادي ومواجهة المنافسة الشديدة فيما بينها، وذلك من خلال تحسين مركزها المالي بناءً على تحسين أدائها المالي، هذا الأخير الذي زاد الاهتمام به خلال العقدین الأخيرين من أجل التغلب على الرهانات التي تواجه الشركة، وعليه أصبح اهتمام أصحاب المصالح منصباً على تحقيق الأداء الفعال باعتباره المرآة التي تعكس وضعية الشركة في مختلف الجوانب.

إن الأداء المالي للشركات يقاس بمدى قدرتها على تحقيق أقصى ربح ممكن للمساهمين والملاك من خلال إظهار نتائج الأحداث والقرارات التي يتم اتخاذها بالفعل، والأهداف التي تحققها دراسة هذا الأداء في الشركة، والذي يحدد مستوى انجازها ومدى استغلالها لمواردها وإمكانياتها، إذ يشار إليه بأنه انعكاس لقدرة وقابلية الشركة على تحقيق هدفها الرئيس المتمثل في البقاء والاستمرارية. وتحقيق هدف تحديد مواطن القوة المالية ونواحي القصور الناتجة عن استخدام سياسات وقرارات مالية معينة.

إحدى الطرق التي يمكن بها تقييم تأثير القرارات المالية التي يتخذها المديرون هي تقييم وقياس مستوى الأداء المالي للشركة، وعلى المستوى المالي، فإن تقييم الأداء ينصب على التأكد من توفر السيولة والمرونة ومستوى الربحية في ظل كل من قرارات الاستثمار والتمويل وما يصاحبهما من مخاطر، بالإضافة إلى قرارات توزيع الأرباح في إطار السعي لتعظيم القيمة الحالية للشركة، باعتبار أن هدف الإدارة المالية هو تعظيم القيمة الحالية للشركة والمحافظة على السيولة لحماية الشركة من خطر الإفلاس والتصفية، وتحقيق العائد المناسب على الاستثمار(الربحية).

ومن أجل معرفة الصلة التي تربط بين القرارات المالية والأداء المالي علينا أن نتطرق لمفهوم الأداء والأداء المالي وقياسه وتقييمه، ولا يمكن أن يكون تقييم الأداء المالي جيدًا، إذا لم يحسن المديرين انتقاء المؤشرات التي تعكس أداء الشركة. وبالتالي لا بد من تحليل أهم المؤشرات المالية المستخدمة لقياس الأداء المالي.

المبحث الأول: ماهية الأداء المالي في الشركات

يعد الأداء مؤشراً هاماً تبنى عليه العديد من القرارات الهامة، فهو يحدد اتجاهات سير الشركة سلبيًا أو إيجابيًا كما يحدد مدى الإقتراب أو الإبتعاد عن تحقيق الأهداف وتنفيذ الخطط الموضوعية، وبذلك يعكس مدى نجاح الشركة أو إخفاقها. كما يعتبر أحد الجوانب المكونة لجوانب الأداء العام للشركة والتي يجب أن تأخذ بعين الإعتبار في أي محاولة لتقييم الأداء. ويحظى الأداء المالي في الشركات بمختلف أنواعها باهتمام متزايد من قبل الباحثين والدارسين والإداريين والمستثمرين، لأن الأداء المالي الأمثل هو السبيل الوحيد للحفاظ على البقاء والاستمرار. ويعتبر الأداء المالي من المقومات الرئيسية للشركات حيث يوفر نظام متكامل للمعلومات الدقيقة والموثوق بها لمقارنة الأداء الفعلي لأنشطة الشركات من خلال مؤشرات محددة لتحديد الإنحرافات عن الأهداف المحددة سابقًا.

وعليه سنحاول من خلال هذا المبحث التعرض إلى مفهوم الأداء المالي وأهميته، وكذا العوامل المؤثرة

على الأداء المالي، وتقييم الأداء المالي

المطلب الأول: مفهوم وأهمية الأداء المالي

يعتبر مفهوم الأداء عمومًا والأداء المالي خصوصًا من أكثر المفاهيم الإدارية سعةً وشمولاً إذ ينطوي على

العديد من المواضيع الجوهرية المتعلقة بنجاح أو فشل أي شركة، لأنه يرتبط بجوانب مهمة من مسيرة حياة الشركات على اختلاف أنواعها. فهو بمثابة المرآة العاكسة لأنشطة الشركة وانجازاتها.

الفرع الأول: مفهوم الأداء المالي

إن الصفات المتغيرة التي يكتسبها الأداء حال دون تحديد مفهوم دقيق للأداء يمكن إعتبره مرجعاً أساسياً لأي عمل علي في مجال الإدارة، فتارة يظهر الأداء على أنه قدرة الشركة على تخصيص مواردها واستخدامها بالشكل الأمثل، وتارة يرتبط بإنتاجية العمال والعنصر البشري، وتارة يظهر على أنه مرادف الإنتاجية¹. كما أن اختلاف الكتاب حول مفهوم الأداء ينبع من اختلاف المعايير والمقاييس التي يعتمدونها في دراسة الأداء وقياسه في الشركات. وهذا الصدد أشار أحمد مصطفى (2002) إلى أن الأداء هو درجة بلوغ الفرد أو الفريق أو الشركة للأهداف المخططة بكفاءة وفاعلية². وأوضحت راوية حسن (2000) إلى أن الأداء يشير إلى درجة تحقيق وإتمام المهام المكونة لوظيفة الفرد، وهو يعكس الكيفية التي يحقق أو يشبع الفرد متطلبات الوظيفة، فالأداء قياس على أساس النتائج التي حققها الفرد³. كما أوضح Wheelen & Hunger (2012) أن الأداء هو النتيجة النهائية للأنشطة والفعاليات داخل الشركة⁴. كما أوضح توفيق المحسن (2004) أن مصطلح الأداء يشير كذلك إلى المخرجات والأهداف التي تسعى الشركة إلى تحقيقها لذا فهو مفهوم يعكس كلاً من الأهداف والوسائل اللازمة لتحقيقها، أنه أي مفهوم يربط بين أوجه النشاط وبين الأهداف التي نسعى إلى تحقيقها داخل الشركة⁵. كما أشار وائل صبيحي (2009) إلى أن الأداء هو انعكاس لكيفية استخدام الشركة لمواردها المادية والبشرية واستغلالها بالصورة التي تجعلها قادرة على تحقيق أهدافها⁶. وحدد Peterson وآخرون (2003) أنه يمكن تعريف الأداء على أنه قدرة الشركة على استخدام مواردها بكفاءة، وإنتاج

¹ أحمد سيد مصطفى، إدارة البشر: الأصول والمهارات، بدون ذكر دار النشر، القاهرة، 2002، ص 415.

² نفس المرجع، ص 415.

³ راوية محمد حسن، إدارة الموارد البشرية، رؤية مستقبلية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 215.

⁴ Thomas L. Wheelen, J. David Hunger, **Strategic Management and Business Policy toward Global Sustainability**, 13th Ed, Pearson Prentice Hall, USA, 2012, p332.

⁵ توفيق محمد عبد المحسن، تقييم الأداء مدخل جديد لعالم جديد، دار الفكر العربي، مصر، 2004، ص 3.

⁶ وائل محمد صبيحي، ادريس، طاهر منصور الغالي، أساسيات الأداء وبطاقة الأداء المتوازن، دار وائل للنشر، عمان، 2009، ص 38.

مخرجات متناغمة مع أهدافها ومناسبة لمستخدميها¹. وأكد الشيخ الداوي (2009) أن الأداء هو الفعل الذي يعود على إنجاز الأعمال كما يجب أن تنجز، والذي يتصف بالشمولية والاستمرارية، ومن ثم فهو بهذا المعنى يعتبر المحدد لنجاح الشركة وبقائها في الأسواق، كما يعكس في الوقت نفسه مدى قدرة الشركة على التكيف مع بيئتها أو تحقيق التأقلم المطلوب².

ويتبين من خلال التعاريف السابقة أن هناك مصطلحات رئيسية مرتبطة ومقترنة بالأداء وهي الكفاءة والفعالية، الإنتاجية، والأهداف. أما الكفاءة فهي العلاقة بين النتيجة المتحصل عليها والموارد المستعملة، في حين تعبر الفعالية عن مدى بلوغ النتائج³. وتتمثل الإنتاجية في العلاقة بين النتائج المحققة فعلاً والوسائل المستخدمة لبلوغها، حيث أنها تربط بين الفعالية في الوصول للأهداف والكفاءة في حسن استخدام الموارد بغية بلوغ هذه الأهداف⁴. وتعرف الأهداف على أنها الأغراض أو الغايات التي يتم توجيه نظام الإدارة نحوها⁵. يمثل الأداء المالي جزءاً من الأداء الكلي للشركات حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى إنجاز الأهداف، وهو الداعم الأساسي للأعمال المختلفة التي تمارسها الشركات، ويساهم في إتاحة الموارد المالية وتزويد الشركة بفرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة، والتي تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم⁶.

ويتعلق الأداء المالي بالجانب المالي، وهو وصف لوضع الشركة الآن وتحديد للاتجاهات التي استخدمتها للوصول إلى هذا الوضع من خلال دراسة المبيعات والإيرادات والموجودات والإلتزامات. وتستخدم لقياسه

¹ W. Peterson, G. Gijbers, M. Wilks, "An Organizational Performance for Agricultural Research Organizations", **International Service for National Agricultural Research (ISNAR)**, 2003, p1.

² الشيخ الداوي، "تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء"، في مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 7، 2010/2009، ص273.

³ إلهام يحيوي، "الجودة كمدخل لتحسين الأداء الإنتاجي للمؤسسات الصناعية الجزائرية، دراسة ميدانية بشركة الاسمنت عين التونة"، في مجلة الباحث، العدد 5، 2007، ص46.

⁴ أحمد سيد مصطفى، مرجع سابق، ص67.

⁵ ليث عبد الله القهيوي، إستراتيجية إدارة المعرفة والأهداف التنظيمية، دار الحامد، عمان، 2013، ص111.

⁶ محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص45.

النسب والمؤشرات المالية كالسيولة والربحية وغيرها من النسب التي تتيح للشركة معرفة نقاط قوتها وضعفها، فضلاً عن معرفة موقعها السوقي مقارنةً بالشركات المنافسة. فالأداء المالي يعتبر إستراتيجية مهمة يمكن للمدراء استخدامها في تحديد مستوى الأداء الكلي في الشركة فضلاً عما يؤشره من نقاط قوة داخلية¹.

ويوضح Charles Yegon وآخرون (2014) أن الأداء المالي هو مقياس شخصي لمدى قدرة الشركة على

استخدام الأصول من طريقة عملها الأساسية لتوليد الإيرادات وتوسيع عملياتها².

ويرى Lynch (2002) أن الأداء المالي سيبقى المجال المحدد لمدى نجاح الشركات. وإن عدم تحقيق

الشركات للأداء المالي بالمستوى الأساسي المطلوب يعرض وجودها واستمرارها للخطر³.

ويعرف الأداء المالي على أنه: "مدى مساهمة الأنشطة في خلق القيمة أو الفعالية في استخدام الموارد

المالية المتاحة، من خلال بلوغ الأهداف المالية بأقل التكاليف المالية"⁴.

كما يعرف هذا الأداء على أنه المعبر عن أداء الأعمال بإستخدام مؤشرات مالية كالربحية مثلاً ويمثل

الركيزة الأساسية لكل ما تقوم به الشركات من أعمال مختلفة⁵.

ويركز الأداء المالي على إظهار نتائج الأحداث والقرارات التي يتم اتخاذها بالفعل، والأهداف التي يحققها

دراسة هذا الأداء والمتمثلة في: تحقيق هدف بقاء واستمرار الشركة، تحقيق هدف تحديد مواطن القوة المالية

ونواحي القصور الناتجة عن استخدام سياسات وقرارات مالية معينة بالشركة، تحقيق هدف قدرة الشركة

¹ عبد الله أحمد الدعاس، "إدارة الجودة الشاملة وأثرها في تحسين الأداء المالي: دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية الأردنية"، في مجلة دراسات العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، المجلد 37، العدد 1، 2010، ص 97-98.

² Charles Yegon, Joseph Cheruiyot, Jane Sang, "Effects of Dividend Policy on Firm's Financial Performance: Econometric Analysis of Listed Manufacturing Firms in Kenya", **Research Journal of Finance and Accounting**, Vol.5, No.12, 2014, p137.

³ Lynch R, **Corporate Strategy**, 2nd Ed. Prentice-Hall, Inc, 2002, p374.

⁴ عبد الوهاب دادن، رشيد حفصي، "تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية باستخدام طريقة التحليل العاملي التمييزي"، في مجلة الواحات للبحوث والدراسات، جامعة غرداية، المجلد 7، العدد 2، 2014، ص 24.

⁵ علاء فرحان طالب، إيمان شيحان المشهداني، الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الإستراتيجي للمصارف، دار صفاء، عمان، 2011، ص 68.

على النمو والابتكار، تحقيق هدف التأكد من مدى قيام الشركة باستخدام الموارد المالية بأقصى فعالية ممكنة¹.

وعلى الرغم من تعدد تعاريف مصطلح الأداء المالي نتيجة الاستخدام والتطبيق المستمر له، إلا أنه يوجد قاسم مشترك يجمع بينهم ألا وهو مدى نجاح الشركة في استغلال الموارد المتاحة لديها من موارد مادية ومعنوية أحسن استغلال وتحقيق الأهداف المالية المحددة مسبقاً من طرف الإدارة.

الفرع الثاني: أهمية الأداء المالي

يعد الأداء المالي ذا أهمية كبيرة للشركات التي تطمح للنمو والتوسع، وتتمثل أهميته في:²

◀ تعتمد الرؤية المستقبلية للشركة على العوائد المتوقع تحقيقها من أدائها المستقبلي، وهذا يعني أهمية الاهتمام بالأداء المالي وطرق قياسه.

◀ يعد مفهومًا وأداة قياس رئيسية ومهمة في تنفيذ الإجراءات وصياغة الخطط التي تدعم عمليات ترشيد استخدام الموارد وتحقيق الفاعلية في إنجاز الأهداف.

◀ يساهم قياس الأداء المالي في قياس مواقع القوة والضعف التي تعاني منها الشركة، وهذا يساعد كثيرًا على اتخاذ الإجراءات التصحيحية لمعالجة هذه الانحرافات.

◀ يساعد في معرفة درجة النمو التي تحققها الشركة باتجاه إنجاز أهدافها بنوعها القصيرة والبعيدة الأمد.

بالإضافة إلى ما سبق يمكن حصر أهمية الأداء المالي في أنه يلقي الضوء على الجوانب الآتية:³

¹ العمري هاني، "منهجية تطبيق بطاقة الأداء المتوازن في المؤسسات السعودية"، في مجلة الجامعة الإسلامية، فلسطين، المجلد 2، العدد 3، 2009، ص 18.

² ناظم حسن عبد السيد، محاسبة الجودة مدخل تحليلي، دار الثقافة، عمان، 2009، ص 140.

³ محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص ص 47-48.

- ◀ تقييم ربحية الشركة وتحسينها بغرض تعظيم قيمتها وثروة المساهمين.
- ◀ تقييم السيولة بهدف تحسين قدرة الشركات على الوفاء بالالتزامات.
- ◀ تقييم تطور نشاط الشركة بغرض معرفة كيفية توزيع مصادرها المالية واستثماراتها.
- ◀ تقييم المديونية والرفع المالي لمعرفة مدى اعتماد الشركة على التمويل الخارجي.
- ◀ تقييم تطور توزيعات الشركة لمعرفة سياستها المنتهجة في توزيع الأرباح.
- ◀ تقييم تطور حجم الشركة بهدف تحسين القدرة الكلية للشركة.

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على الأداء المالي

هناك عدة عوامل تؤثر على الأداء المالي للشركات وبدرجات متفاوتة، منها عوامل داخلية وأخرى خارجية، وتشمل العوامل الداخلية الهيكل التنظيمي، والمناخ التنظيمي، والتكنولوجيا المستخدمة، إضافة إلى عامل الحجم. أما العوامل الخارجية فتتعلق بالمحيط الاقتصادي الخارجي.

الفرع الأول: العوامل الداخلية

وتتلخص أهم العوامل الداخلية المؤثرة في الأداء المالي بالتالي:

- 1- الهيكل التنظيمي: وهو 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 الكثافة الإدارية، والتمايز الرأسي، والتمايز الأفقي. وتمثل الكثافة الإدارية الوظائف الإدارية في الشركات، والتمايز الرأسي هو عدد المستويات الإدارية في الشركات، وأما التمايز الأفقي فهو عدد المهام التي نتجت عن تقسيم العمل والانتشار 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 ثم تخصيص الموارد لها بالإضافة إلى تسهيل

تحديد الأدوار للأفراد في الشركات والمساعدة في اتخاذ القرارات ضمن المواصفات التي تسهل لإدارة الشركات اتخاذ القرار بأكثر فاعلية¹.

2- **المناخ التنظيمي:** ويعد المناخ التنظيمي مقياس لمدى إدراك وفهم العاملين لسمات بيئة عملهم التي تؤثر بشكل مباشر على كيفية أداء أعمالهم². ويقصد به مدى وضوح التنظيم في الشركة، وإدراك العاملين علاقة أهداف الشركة وعملياتها وأنشطتها بالأداء المالي³. حيث يقوم المناخ التنظيمي على سلامة الأداء المالي بصورة إيجابية وكفاءته من الناحيتين الإدارية والمالية، وإعطاء معلومات لمتخذي القرارات لرسم صورة الأداء والتعرف على مدى تطبيق الإداريين لمعايير الأداء في تصرفهم في أموال الشركة⁴، بحيث تتطلب إجراءات تقويم الأداء وضوح معايير لهذا الغرض وهي مجموعة من المقاييس والنسب والأسس التي تقاس بها الإنجازات التي حققتها الشركة⁵.

3- **التكنولوجيا:** هي عبارة عن الأساليب والمهارات والطرق المعتمدة في الشركة لتحقيق الأهداف المنشودة والتي تعمل على ربط المصادر بالاحتياجات، ويندرج تحت التكنولوجيا عدد من الأنواع، كتكنولوجيا الإنتاج حسب الطلب وتكون وفقًا للمواصفات التي يطلبها المستهلك، وتكنولوجيا الإنتاج المستمر التي تلتزم بمبدأ الإستمرارية، وتكنولوجيا الدفعات الكبيرة. وعلى الشركات 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 معها واستيعابها وتعديل أدائها وتطويره بهدف المواءمة

¹ محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص 48-49.

² حسين محمد الحراشة، إدارة الجودة الشاملة والأداء الوظيفي، دار جليس الزمان، عمان، 2011، ص 95.

³ نفس المرجع، ص 633.

⁴ محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص 49.

⁵ مجيد الكرخي، تقويم الأداء في الوحدات الاقتصادية باستخدام النسب المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص 38.

بين التقنية والأداء، وتعمل التكنولوجيا على شمولية الأداء لأنها تغطي جوانب متعددة من القدرات التنافسية وخفض التكاليف والمخاطرة والتنوع بالإضافة إلى زيادة الأرباح والحصة السوقية¹.

4- الحجم: يقصد بالحجم تصنيف الشركات إلى شركات صغيرة أو متوسطة أو كبيرة الحجم حيث يوجد عدة مقاييس لحجم الشركة منها: إجمالي الموجودات أو إجمالي المبيعات، أو إجمالي القيمة الدفترية. ويعتبر الحجم من العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات سلبًا؛ فقد يشكل الحجم عائقًا لأداء الشركات، حيث أنه وبزيادة الحجم فإن عملية إدارة الشركة تصبح أكثر تعقيدًا ومنه يصبح أداؤها أقل فعالية، وإيجابًا؛ من حيث أنه كلما زاد حجم الشركة يزداد عدد المحللين الماليين المهتمين بالشركة، كما أن سعر المعلومة للوحدة الواحدة الواردة في التقارير المالية يقل بزيادة حجم الشركات².

الفرع الثاني: العوامل الخارجية

وهي مجموعة من التغيرات الخارجية التي تواجه الشركة وتؤثر على أدائها المالي والتي تخرج عن نطاق تحكمه كالأوضاع الاقتصادية العامة والسياسات الاقتصادية ... إلخ، وعمومًا تتمثل أهم العوامل الخارجية المؤثرة في الأداء المالي في:³

1- السوق: يوجد العديد من الأشكال التي يمكن أن تأخذها أسواق السلع الاقتصادية، حيث يعتمد ذلك على هيكل السوق والسلوك الذي تقوم الشركة باتباعه من أجل تحقيق هدفها الأساسي وهو تعظيم الأرباح، وتؤثر السوق في الأداء المالي من ناحية قانوني العرض والطلب؛ فإن تميز السوق بالإنعاش وكثرة الطلب فإن ذلك سيؤثر بإيجابية على الأداء المالي، أما في الحالة العكسية سيتراجع الأداء المالي.

¹ محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص 50.

² نفس المرجع، ص 51.

³ إسماعيل يحيى التكريتي، عبد الوهاب حبش الطعمة، وليد محمد عبد القادر، المحاسبة الإدارية: قضايا معاصرة، دار الحامد، عمان، 2007، ص 93.

2- المنافسة: تعتبر المنافسة سلاح ذو حدين بالنسبة للأداء المالي في الشركة، فقد تعتبر المحفز لتعزيزه

عندما تواجه الشركة تداعيات المنافسة فتحاول جاهدة لتحسين صورتها ووضعها المالي عن طريق

أدائها المالي لتواكب هذه التداعيات، أما من جهة أخرى فإن لم تكن الشركة أهلاً لهذه التداعيات ولا

تستطيع مواجهة المنافسة فإن وضعها المالي يتدهور وبالتالي الأداء المالي يسوء.

3- الأوضاع الاقتصادية: إن الأوضاع الاقتصادية العامة قد تؤثر على الأداء المالي سواء بطريقة سلبية

أو على العكس، ففي أوقات الأزمات الاقتصادية مثلاً، أو حالات التضخم تؤثر بالسلب على الأداء

المالي، أما في حالة ارتفاع الطلب الكلي أو دعم الدولة لإنتاج ما قد يؤثر بإيجابية على الأداء المالي.

المطلب الثالث: تقييم الأداء المالي

إن التوسع والتطور في عمل الإدارات المالية وظهور التخصصات الدقيقة المختلفة، فرض القيام

بتفويض بعض الصلاحيات والاختصاصات والمسئوليات إلى المسؤولين في إدارات الشركة، حتى يتمكنوا من أداء

الأعمال الموكولة إليهم، وتحقيق أهداف الشركة، لذلك ظهرت الحاجة إلى تقييم الأداء المالي وإلى مقاييس

ومؤشرات لقياس الأداء ترتبط بتحقيق أهداف الملاك، والتي بدورها تساعد على تحديد إمكانية وقدرة

الشركات على التنافس والاستمرار، حيث أن استخدام هذه المقاييس هو لمعرفة الأداء المالي الذي يتناسب مع

المعايير والأداء غير المناسب ومن ثم الحكم على أداء الشركة بشكل عام.

الفرع الأول: معنى تقييم الأداء المالي

يحتل تقييم الأداء المالي مكانة بالغة الأهمية في غالبية الاقتصاديات حيث ركزت عليه الكثير من

الدراسات والأبحاث المحاسبية والإدارية، وذلك بسبب الندرة النسبية للموارد المالية التي تعتمد عليها الشركات

الاقتصادية قياساً بحجم الاحتياجات المالية الكبيرة لها والمتنافس عليها، ومن هذا المنطلق فإن ضرورة

الحصول وتحقيق العوائد القسوى وديمومة واستمرار الشركة ونموها وتطورها وذلك بالاستغلال الأمثل لتلك

الموارد تعتبر غاية في الأهمية لما لها من تأثير مباشر وغير مباشر على كل جوانب الحياة للشركات الاقتصادية، ولهذا فإن تقييم الأداء المالي يعدُّ أحد العناصر الأساسية للعملية الإدارية حيث يوفر للإدارة معلومات وبيانات تستخدم في قياس مدى تحقيق أهداف الشركة والتعرف على اتجاهات الأداء فيها، ولهذا يوفر أساس في تحديد مسيرة الشركة ونجاحها ومستقبلها¹.

ويُراد بتقييم الأداء الوقوف على نوع ودرجة أداء الشركة ومدى تحقيقها لأهدافها باستخدامها للموارد المتاحة بالكفاءة المطلوبة². فهناك أداء العاملين، ويطلق على تقييم الأداء في هذه الحالة "تقييم أداء العاملين" وهناك تقييم أداء الوحدات الإنتاجية أو الخدمية، ويطلق عليه "تقييم أداء القسم أو تقييم الوحدة الإنتاجية أو الخدمية" وقد يكون الأداء خاصًا بالنشاط المالي، وفي هذه الحالة يطلق عليه "تقييم الأداء المالي للشركة"³. ويُعرف تقييم الأداء المالي بأنه عملية تعني تقديم حكم له قيمة على إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية المتاحة للشركة وذلك لخدمة رغبات أطرافها المختلفة، وعليه يعتبر تقييم الأداء المالي للشركة قياسًا للنتائج المحققة أو المنتظرة في ضوء معايير محددة سلفًا⁴.

وتهدف عملية تقييم الأداء المالي لمعرفة إذا ما تم تحقيق الأهداف كما هو مخطط لها فعلاً أم لا وبالتالي معرفة جوانب القوة والضعف في الشركة من خلال قياس النتائج المحققة في ضوء معايير محددة مسبقًا وتقديم حكم على إدارة الموارد الطبيعية والمالية المتاحة للشركة وهذا لخدمة أطراف مختلفة لها علاقة بالشركة⁵.

¹ حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، الطبعة 2، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص 94.

² مجيد الكرخي، مرجع سابق، ص 34-35.

³ شعيب محمد عبد المنعم، الإدارة المعاصرة: تقييم الأداء الجودة الشاملة، عمان، المنهل للنشر، 2014، ص 33.

⁴ دادن عبد الغني، "قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسة الاقتصادية"، في مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 4، 2006، ص 41.

⁵ السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي للمنظمات الأعمال، بدون طبعة، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2000، ص 40.

وعليه، فتقييم الأداء المالي ينتمي إلى الأنشطة الرئيسية لكل شركة أثناء تقييم حالتها الحالية ومقارنتها مع الأهداف.

الفرع الثاني: أهمية تقييم الأداء المالي

يمكن إيجاز أهمية تقييم الأداء المالي في:¹

- ◀ يوفر تقييم الأداء المالي مقياساً لمدى نجاح الشركة من خلال سعيها لمواصلة نشاطها بغية تحقيق أهدافها، فالنجاح مقياس مركب يجمع بين الكفاءة والفاعلية ومن ثم فهو أشمل من كل منهما في تعزيز أداء الشركة بمواصلة البقاء والاستمرار بالعمل.
- ◀ يوفر نظام تقييم الأداء المالي معلومات لمختلف المستويات الإدارية بالشركة لأغراض التخطيط والرقابة واتخاذ القرارات مستنداً على حقائق عملية وموضوعية، فضلاً عن أهمية المعلومات للأطراف الخارجية.
- ◀ يكشف عن مدى إسهام الشركة في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية من خلال تحقيق أكبر قدر من العوائد بأقل التكاليف والتخلص من عوامل الهدر والضياع في الوقت والجهد والمال.
- ◀ توضح عملية تقييم الأداء المالي المركز الاستراتيجي للشركة ضمن إطار البيئة القطاعية التي تعمل فيها، ومن ثم تحديد الآليات وحالات التغير المطلوبة لتحسين مركزها الاستراتيجي.
- ◀ يساعد نظام تقييم الأداء المالي على التأكد من توفر السيولة وقياس مستوى الربحية في ظل قرارات الاستثمار والتمويل وما يصاحبهما من مخاطر بالإضافة إلى مقسوم الأرباح، في إطار السعي لتعظيم القيمة الحالية للشركة على أساس أن الأهداف المالية هي زيادة قيمة الشركة الحالية والمحافظة على السيولة لحياتها من خطر الإفلاس والتصفية وتحقيق عائد مناسب على الاستثمار.

¹ فلاح الحسيني، الإدارة الاستراتيجية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص 234.

الفرع الثالث: أهداف تقييم الأداء المالي

يمكن تلخيص أهم أهداف تقييم الأداء المالي كالتالي:¹

- ◀ الوقوف على مستوى الأداء المالي للشركة مقارنة بالأهداف المدرجة في خطتها الإنتاجية؛
 - ◀ الكشف عن الخلل والضعف في نشاط الشركة وإجراء تحليل شامل لها وبيان مسبباتها وذلك بهدف وضع الحلول اللازمة وتصحيحها؛
 - ◀ تحديد مسؤولية كل مركز أو قسم في الشركة عن مواطن الخلل والضعف في النشاط الذي يضطلع به، وذلك من خلال قياس إنتاجية كل قسم من أقسام العملية الإنتاجية وتحديد إنجازاته سلباً أو إيجاباً الأمر الذي من شأنه خلق منافسة بين الأقسام من أجل رفع مستوى أداء الشركة؛
 - ◀ الوقوف على مدى كفاءة استخدام الموارد المتاحة بطريقة رشيدة تحقق عائداً أكبر بتكاليف أقل بنوعية جيدة؛
 - ◀ تسهيل تحقيق تقييم شامل للأداء المالي على مستوى الاقتصاد الوطني وذلك بالاعتماد على نتائج تقييم الأداء المالي لكل شركة في قطاع معين وصولاً إلى التقييم الشامل؛
 - ◀ تصحيح الموازنات التخطيطية ووضع مؤشرات في المسار الصحيح بما يوازن بين الطموح والإمكانات المتاحة حيث تشكل نتائج تقييم الأداء قاعدة معلوماتية كبيرة في رسم السياسات والخطط العملية البعيدة عن المزاجية والتقدير غير الواقعية.
- وينظر الباحثون إلى عملية تقييم الأداء المالي على أنها عملية لاحقة لعملية اتخاذ القرارات، الغرض منها فحص المركز المالي والاقتصادي للشركة في تاريخ معين²، وقياس النتائج المحققة أو المنتظرة على ضوء معايير

¹ مجيد الكرخي، مرجع سابق، ص32.

² توفيق محمد عبد المحسن، مرجع سابق، ص3.

محددة سلفاً لتحديد ما يمكن قياسه، ومن ثم مدى تحقيق الأهداف لمعرفة مستوى الفعالية وتحديد الأهمية النسبية بين النتائج والموارد المستخدمة مما يسمح بالحكم على درجة الكفاءة¹.

الفرع الرابع: خطوات تقييم الأداء المالي

يمكن تلخيص عملية تقييم الأداء المالي بالخطوات التالية:²

- 1- الحصول على مجموعة القوائم المالية السنوية وقائمة الدخل، حيث أن من خطوات الأداء المالي إعداد الموازنات والقوائم المالية والتقارير السنوية المتعلقة بأداء الشركات خلال فترة زمنية معينة.
- 2- احتساب مقاييس مختلفة لتقييم الأداء مثل نسب الربحية والسيولة والنشاط والرفع المالي والتوزيعات وتتم بإعداد واختيار الأدوات المالية التي تستخدم في عملية تقييم الأداء المالي.
- 3- دراسة وتقييم النسب، وبعد استخراج النتائج يتم معرفة الانحرافات والفروقات ومواطن الضعف بالأداء المالي الفعلي من خلال مقارنته بالأداء المتوقع أو مقارنته بأداء الشركات التي تعمل في نفس القطاع.

- 4- وضع التسويات الملائمة معتمدين على عملية تقويم الأداء المالي من خلال النسب، بعد معرفة أسباب هذه الفروق وأثرها على الشركات للتعامل معها ومعالجتها.

الفرع الخامس: معايير تقييم الأداء المالي

إن التوصل إلى رقم معين لا يعني شيئاً للمحلل المالي مالم تتم مقارنته بغيره من الأرقام والنسب تستعمل كمعيار للمقارنة، فالمعيار هو الذي يُكسب النسبة معناها، ويربطها في تفسير الأداء وتقييمه لمعرفة الوضع

¹ عبد الغني دادان، مرجع سابق، ص 34.

² محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص 51-52.

المالي للشركة، وتعرف المعايير على أنها أدوات مقبولة أو موثوقة يتم من خلالها المقارنة أو القياس حيث هناك عدة معايير للمقارنة يمكن الإعتماد عليها ويمكن استخدامها كمرجع.

إن عملية قياس الأداء في الأساس هي أسلوب يقوم على معرفة معنى التغير في الأداء الناجم عن تنفيذ أنشطة مختلفة، لذلك يمكن تعريف معايير الأداء بأنها: "المؤشر المالي أو المعنوي الذي يبين مقدار التغير الناتج عن أداء الاعمال أو الأنشطة المعنية، والذي يمكن الإدارة من إجراء المقارنة ما بين المعيار المستهدف والأداء القعلي".¹

إن الأساس المعتمد في تركيبة القيم النسبية هو أساس الخلط بين القيم المطلقة في القوائم المالية، إلا أن الوقوف عند هذه العلاقة لا يعني شيء للمحلل المالي أو المستفيد منها، إذ لا بد من اعتماد معايير مرجعية على أساسها يتم تقييم نتائج النسب المالية للشركة. وتعد المعايير المطلقة والتاريخية ومعيار الصناعة والمعيار المستهدف هي المؤشرات المرجعية التي يستند إليها المحلل المالي في تقييم الأداء المالي للشركة من خلال النسب المالية²، التي تمثل الأدوات أو المؤشرات المستخدمة في عمليات المقارنة مع الأداء الفعلي لتحديد مستوى كفاءة الأداء.

وتبرز في التحليل المالي أهمية تحديد المعايير التي تستخدم في متابعة تغير المؤشرات المالية، لأن الحكم على طبيعة تغيرها من سنة لأخرى يعتمد بصورة أساسية على إمكانية مقارنتها بمعايير أخرى معينة ولأن قياس الأداء المالي وحده لا يعطي أي معلومات جيدة أو مؤشرات ذات معنى عن الشركة ما لم يقارن بمعايير محددة. بناءً على ذلك يمكن تقسيم المعايير المستخدمة في تقييم الأداء المالي إلى:

¹ أحمد يوسف دودين، بطاقة الأداء المتوازنة ومعوقات استخدامها في منظمات الأعمال، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص19.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، دار اليازوري، عمان، 2008، ص65.

1- المعايير المطلقة:

يقصد بالمعايير المطلقة، قيم أو معدلات متعارف عليها في حقل التحليل المالي وبمعنى آخر يعني المعيار المطلق وجود خاصية مستأصلة تأخذ شكل قيمة ثابتة لنسبة معينة مشتركة بين جميع الشركات وتقاس بها التقلبات الواقعية. ورغم اعتماد المعيار المطلق في المقارنة، إلا أنه من ناحية لجوء المحلل المالي إليه محدودة وضعيفة لكونه يعتمد على إيجاد صفات مشتركة بين شركات متعددة وبين قطاعات مختلفة في طبيعتها وفي عمرها التشغيلي وفي حجمها، يتم بناءً عليه تحديد قيمة مطلقة لهذه النسبة أو تلك، وبمعنى آخر فهو مؤشر قليل الاستخدام لأنه يعتمد توحيد كل القطاعات في معيار واحد، ولهذا فقد ضعف قبوله كمؤشر للمقارنة¹.

2- المعايير الصناعية:

وهي معايير مشتقة من واقع الشركات المتماثلة التي تعمل في السوق. ويقصد بالمعيار الصناعي، إيجاد متوسط العلاقة لكل نسبة للشركات التي تعمل في قطاع معين، بحيث تصبح هذه العلاقة بمثابة معايير تقارن فيها الشركات التي تنتمي لهذا القطاع. ويفترض في هذا النوع من المعايير أن تكون الشركات متماثلة من حيث الحجم والموقع الجغرافي ونوع الموجوات المستخدمة وغيرها، إلا أنه ليس من السهولة الحصول على هذا النوع من التماثل مما يجعل المقارنة أمرًا صعبًا. ومع ذلك يعتبر معيار الصناعة مؤشرًا مهمًا للمقارنة، ومن خلالها يمكن الحكم على أداء الشركة وجدوى سياستها في ضوء الاختلافات بين قيمة كل نسبة والمعيار الصناعي المستخدم للمقارنة².

ورغم أهمية المعايير الصناعية في المقارنة، إلا أنه يؤخذ عليها جملة من السلبيات منها:³

¹ حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مرجع سابق، ص 77.

² نفس المرجع، ص 78.

³ أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، القاهرة، 2006، ص 313-

- ✓ صعوبة تحديد وتصنيف الصناعات بسبب تنوع أنشطتها.
- ✓ إختلاف الأساليب المحاسبية بين الشركات المختلفة قد يؤدي إلى إختلاف النتائج.
- ✓ مدى تنوع المنتجات وتركيبه هذا التنوع النسبية.
- ✓ الموقع الجغرافي للشركة.
- ✓ أهداف الشركات المختلفة.

3- المعايير التاريخية:

وهي عبارة عن نسب ومعدلات تاريخية خاصة بالشركات، وتقوم إدارة الشركة باستخدام هذه النسب، والمعدلات لتقييم أداء الشركات في الحاضر، والاستفادة من هذا التقييم لبناء الخطط المستقبلية، وذلك من خلال المقارنة بين النسب والمعدلات الحالية مع النسب، والمعدلات التاريخية الماضية¹. ورغم أهمية هذا النموذج في المقارنة إلا أن المشكلة الوحيدة التي تواجه المحلل المالي هو إختلاف التطبيقات المحاسبية التي تتبعها الشركة عبر الزمن، ومثل هذا الإختلاف يؤدي إلى إختلاف في قيم النسب والذي لا يعكس إختلافاً في العمليات والسياسات الإدارية ذاتها مما يصعب بسبب ذلك تقييم الأداء الدقيق للشركات².

4- المعيار المخطط (المستهدف)

المعيار المستهدف هو عبارة عن نسبة أو معدل يتم وضعه مسبقاً من قبل إدارة الشركة وذلك حتى يتم استخدامه في قياس وتقييم الأداء لعملية معينة أو نشاط معين، ويفيد هذا المعيار في تحديد الأهداف الاستراتيجية التي تسعى إدارة الشركة إلى تحقيقها، وكذلك تحديد الإمكانيات التي يجب أن تتوفر لتحقيق هذا

¹ أحمد يوسف دودين، بطاقة الأداء المتوازنة ومعوقات استخدامها في منظمات الأعمال، مرجع سابق، ص 21-22.

² حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مرجع سابق، ص 79.

المعيار، ولكن يتوجب على المديرين هنا أن يحددوا بواقعية الطاقات المتوفرة في الشركة، وأن يكون هذا المعيار واضحًا للمستخدمين¹.

المبحث الثاني: مؤشرات الأداء المالي التقليدية

تعد مؤشرات الأداء المالي من المؤشرات الهامة لقياس أداء الشركة، وتعتمد هذه المؤشرات على المعلومات المالية والمحاسبية المتوفرة في الكشوفات المالية السنوية للشركة، واستخدامها في حساب النسب المالية التي تحدد نتائج أعمالها. وهناك مجموعة كبيرة جدًا من المؤشرات والمعايير المالية لفهم البيانات المالية والتي يمكن إدراجها تحت عناوين عديدة ومنها ما يتعلق بالربحية والسيولة والرفع المالي والتوزيعات ونسب السوق ممثلة بالعائد على السهم والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وضمن كل عنوان من هذه العناوين هناك العديد من المؤشرات المالية.

إن استخدام النسب المالية في قياس وتقييم أداء الشركات وتحليل مراكزها المالية يؤدي إلى تحديد الأثر المستقل لحجم الأرقام في القوائم المالية للشركات عند المقارنة بينها، وبالتالي تصبح عملية القياس والتقييم ذات معنى، فالأرقام المطلقة التي ترد في الحسابات الختامية قد لا تعني شيئًا ولا تفصح بوضوح عن قيمة استثمارات الشركة وعن أرباحها وبالتالي عن الوضع المالي وشكل الأداء فيها، مما يستدعي ربطها مع بعضها البعض بشكل نسبي، للحصول على نتائج ذات مضمون محدد يفيد في عملية تقييم الأداء وقد يفسر حالة من حالات القرار المتخذ في الشركة.

¹ أحمد يوسف دودين، بطاقة الأداء المتوازنة ومعوقات استخدامها في منظمات الأعمال، مرجع سابق، ص 22.

وعليه سيتم في هذا المبحث التطرق لماهية النسب المالية كأدوات تقليدية لتقييم الأداء المالي من خلال المطلب الأول، ونتطرق في المطلب الثاني لتقييم الأداء المالي بتحليل السيولة والربحية، ويحيلنا المطلب الثالث لتقييم الأداء المالي بتحليل القيمة (نسبة السوق) والرفع والتوزيعات.

المطلب الأول: تقييم الأداء المالي باستخدام النسب المالية

تعدّ النسب المالية من الأدوات التقليدية الكمية في التحليل المالي. ويعود تاريخ استخدامها لأغراض تقييم الأداء المالي للشركة إلى منتصف القرن التاسع عشر. فالمحلل المالي من خلال هذه النسب يدرس العلاقات المختلفة بين فقرات الكشوفات المالية وعند نقطة زمنية محددة، الغرض من هذه العلاقات هو توفير نافذة على نتائج أعمال الشركة وظروفها المالية. لذلك هذا النوع من التحليل لا يركز على القيم المحاسبية المطلقة بحد ذاتها، بل يدرس الربحية والسيولة والنشاط والهيكل المالي ونتائج التشغيل كمقاييس للأداء. وعليه يسعى المطلب إلى التعريف بمفهوم النسب المالية، وأهدافها، شروط تقييم الأداء المالي باستخدام النسب المالية، ومحددات استخدام النسب المالية كأداة لتقييم الأداء المالي.

الفرع الأول: مفهوم النسب المالية

هي عبارة عن علاقة بين بسط ومقام، وقيم البسط والمقام هي البيانات والأرقام التي تعرضها الميزانية العمومية وقائمة الدخل، شرط أن تكون العلاقة مرتبطة بالأداء ومفسرة له¹.

والنسب المالية عبارة عن علاقات بين القيم المحاسبية الواردة في الكشوفات المالية مرتبة ومنظمة لتكون دالة لتقييم أداء نشاط معين عند نقطة زمنية معينة. ويتضح من تعريف النسب المالية أن مفهوم النسبية هي الأساس في دراسة الفقرات الواردة في القوائم المالية بهدف إضفاء المعنى والدلالة لها لتعكس أداء

¹ حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الوراق، عمان، 2004، ص 80.

الشركة، لذلك يحاول المدير المالي للشركة أن يقدم هذه النسب المالية بشكل يولد قناعة إيجابية لدى المالكين والدائنين عن أداء الشركة وظروفها المالية، ناهيك عن مبدأ الرقابة والمتابعة من فترة لأخرى¹.

وتهدف النسب المالية المستخرجة من البيانات المالية إلى توفير ومعلومات مهمة ومعبرة عن السيولة والربحية والنشاط والرفع المالي والتوزيعات، حيث أن أصحاب الديون يهتمون بنسب السيولة التي تبين قدرة الشركة على الوفاء بالالتزامات هذا من ناحية، أما الناحية الأخرى فإن حاملي الأسهم والمستثمرين يهتمون بنسب الربحية، أما إدارة الشركة فتهتم بأنشطة الشركة، ويهتم أصحاب الديون أيضاً بنسب المديونية لمعرفة مدى اعتماد الشركة على التمويل الخارجي، ويهتم المستثمرون بنسب التوزيعات لمعرفة سياسة الشركة في عملية التوزيع².

الفرع الثاني: أهداف النسب المالية

تتركز أهداف النسب المالية في تحقيق ما يلي³:

- ✓ إتاحة مؤشرات عامة لقياس درجة نمو المشروع والكشف عن مواطن الضعف فيه.
- ✓ توفير البيانات اللازمة لاتخاذ القرارات ورسم السياسات وإجراء المقارنات على مختلف المستويات، إذ أن إدارة المشروع يهتما التأكد أولاً قبل اتخاذ أي قرار أن الأموال الموجودة بالمشروع كافية لمقابلة النفقات وتكوين الأرباح.
- ✓ إتاحة الفرصة لإجراء المقارنات بين المشروعات المتجانسة.
- ✓ تمكين أجهزة الرقابة الداخلية والخارجية بتوفير المعلومات التحليلية لها من القيام بأعمالها بفاعلية وجدية.

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، مرجع سابق، ص 65.

² محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص 54.

³ حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مرجع سابق، ص 70-71.

الفرع الثالث: شروط تقييم الأداء المالي باستخدام النسب المالية

إن عملية تقييم الأداء تنعكس في صورة مجموعة من النسب تقيس مدى نجاح الشركة وتتطورها، بحيث تصبح هذه النسب بمثابة معايير يمكن بواسطتها تقدير مدى قيامها بتحقيق أهدافها، ويُفضل عند تحديد المعايير أو المؤشرات المناسبة للحكم على الأداء أن تكون قليلة العدد وذات دلالة وأهمية، كما يجب أن تتوفر فيها الشروط التالية:¹

- ✓ أن يكون المعيار مقياسًا صادقًا ومدى فعالية استخدام موارد الشركة؛
- ✓ أن يكون المعيار حساسًا للتغير في الأداء بحيث يعكس مدى قوة واتجاه هذا التغير، وفي الزاوية المقابلة يجب أن تتوفر فيه خاصية التحفيز إلى تغيير مستوى الأداء؛
- ✓ أن تتوفر للمقياس القدرة على وصف العوامل المتشابكة التي تتداخل معًا لتشكيل المقياس النهائي؛
- ✓ أن يسمح المعيار بمقارنة أداء الشركة حاليًا بأدائها في فترات سابقة وكذلك مقارنة هذا الأداء بأداء شركات أخرى؛
- ✓ أن يتم اختيار مؤشرات الأداء على أساس الفهم السليم والتحديد الواضح لأهداف ووظائف الشركة؛
- ✓ عند وضع معايير الأداء لابد من فحص وتحليل البيانات المحاسبية لاستبعاد تأثير العوامل التي تخرج عن نطاق سيطرة الشركة.

الفرع الرابع: محددات استخدام النسب المالية كأداة لتقييم الأداء المالي

على الرغم من قدرة النسب المالية في توفير معلومات مهمة عن قدرات الشركة ووضعها المالي، إلا أنه هناك بعض المحددات تعيق استخدام النسب المالية لأغراض تقييم الأداء المالي، ومن أهم هذه المحددات:²

¹ محمد صالح الحناوي، رسمية زكي قرياقص، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 64.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، مرجع سابق، ص 85-86.

◀ اختلاف طرق تقييم المخزون بين الشركات لاسيما الصناعية منها، فالبعض يستخدم طريقة ما يرد أولاً يخرج أولاً (FIFO) في حين شركات تستخدم طريقة ما يرد أخيراً يخرج أولاً (LIFO) ومثل هذا الإختلاف يجعل من الصعب مقارنة كفاءة إدارة المخزون والربحية بين الشركات.

◀ اختلاف الطرق المعتمدة في تحديد قيمة الإهلاك السنوي، الأمر الذي ينعكس على الربح التشغيلي من العمليات، ويجعل الشركة في موقف يصعب المقارنة مع الشركات الأخرى. سواء كان الإهلاك للموجودات الملموسة أو غير الملموسة (مثل شهرة المحل وبراءة الإختراع).

◀ أن التضخم من العوامل المهمة التي تؤدي إلى نتائج غير حقيقية للنسب المالية، فعلى سبيل المثال الموجودات الثابتة تقيم بالتكلفة الدفترية التاريخية وغيرها من الفقرات التي قد تشتري بأسعار مختلفة ويتطلب إدراجها في الميزانية العمومية بأسعارها. لذلك إذا لم تعالج آثار التضخم على البيانات المحاسبية، تفقد النسب المالية قيمتها كأداة تحليل. وهناك مدخلين الأول التكلفة التاريخية المعدلة وبموجب معامل تعديل يتغير بتغير معامل التضخم، ومدخل التكلفة الجارية وبموجبه تُستخدم بدائل متعددة لتمثيل التكلفة الجارية. وفي إطار المقارنة والقياس للأداء المالي تبقى المشكلة قائمة عند المحلل المالي لاختلاف هذه المداخل.

◀ أن النسب المالية تُعطي صورة لأداء الشركة المالي عند نقطة زمنية محددة وبالتالي فهي لا تأخذ بعين الإعتبار التغييرات الحاصلة خلال الفترة المحاسبية المعتمدة لإعداد الكشوفات المالية، الأمر الذي يؤثر على مصداقية هذه النسب كأداة للتنبؤ وقراءة المستقبل.

المطلب الثاني: تقييم الأداء المالي بتحليل السيولة والربحية

إن تقييم الأداء على المستوى المالي ينصب على التأكد من توفر السيولة والمرونة ومستوى الربحية في ظل كل من قرارات الاستثمار والتمويل وما يصاحبهما من مخاطر، بالإضافة إلى الأرباح في إطار السعي لتعظيم

القيمة السوقية للشركة، باعتبار أن هدف الإدارة المالية هو تعظيم القيمة السوقية للشركة والمحافظة على السيولة لحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية، وتحقيق العائد المناسب على الاستثمار (الربحية). وعليه سنتطرق في هذا المطلب إلى كل من مؤشرات السيولة والربحية.

الفرع الأول: مؤشرات تحليل السيولة

تهتم نسب هذه المجموعة بتقييم الأداء المالي من خلال دراسة وتحليل السيولة وقدرة الشركة على الوفاء بتسديد الإلتزامات المستحقة على الشركة في تاريخ إستحقاقها، أي مدى كفاية التدفقات النقدية التي تمكن الشركة من مواجهة التزاماتها المالية وتجنب عدم الملاءة الفنية، ومضمونها أن الشركة لديها المال الكافي لتسديد ديونها ولكن عدم سيولة هذا المال عند نقطة زمنية محددة قد يعرض الشركة إلى مخاطر السيولة¹. وتعتبر السيولة من الموضوعات البالغة الأهمية ضمن ما تسعى إلى تحقيقه الإدارة المعاصرة، وترجع هذه الأهمية لكون السيولة تمثل الهدف القصير الأجل الذي تدور حوله جملة من القرارات المالية ضمن حركة القرار الشاملة والكاملة التي تمارسها إدارة مالية الشركة. ورغم كون السيولة من الموضوعات التقليدية للإدارة في الشركات الاقتصادية إلا أن طبيعة الأداء في الظروف البيئية المعاصرة التي تحيط بالشركات قد ألزمت الإدارة بوضع استراتيجيات دفاعية شاملة ومناسبة للسيولة تجعل الشركة دائماً في وضع يمكنها من مواصلة عملياته بيسر وكفاءة². وتتضمن مجموعة مؤشرات تحليل السيولة نسب مالية من أبرزها:

أولاً: نسبة التداول

وتعبر هذه النسبة عن عدد المرات التي تستطيع فيها الموجودات المتداولة تغطية الإلتزامات المتداولة، وكلما زادت هذه النسبة دل ذلك على مقدرة الشركة على مواجهة أخطار سداد الإلتزامات المتداولة المفاجئ دون

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، مرجع سابق، ص 66-67.

² حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مرجع سابق، ص 100.

الحاجة لتسييل أي موجودات ثابتة أو الحصول على إقتراض جديد. إن زيادة هذه النسبة أمر جيد، ولكن الزيادة يمكن أن تكون مقبولة إلى درجة معينة فقد يكون ارتفاع النسبة نتيجة زيادة بند الموجودات المتداولة بسبب تراكم المخزون وعدم تصريفه وهو أمر غير جيد وقد تكون زيادة النسبة بسبب زيادة بند النقدية بصورة مبالغ فيها مما يدل على عدم استخدام الشركة الجيد للسيولة لديها وتقليل السيولة نتيجة ذلك، لذلك يجب قراءة النسبة ومقارنتها¹. وتحسب وفقاً للمعادلة التالية:

$$\frac{\text{الموجودات المتداولة}}{\text{الإلتزامات المتداولة}} = \text{نسبة التداول}$$

ويتم تقييم نسبة التداول للشركة على ضوء النسبة السائدة في الصناعة ومدى تطورها من سنة إلى أخرى، علماً أن المتوسط العادي للصناعة هو 1:2 أي أن الموجودات المتداولة تكون ضعف الإلتزامات المتداولة، وهذا يعني أن الشركة تتمتع بقدرة عالية على الوفاء بالتزاماتها وإذا كانت النسبة أقل من النسبة المعيارية فإن ذلك يعني أن الشركة تعاني من نقص في سيولتها لمواجهة التزاماتها، وهذا النقص قد ينعكس على هامش الأمان الذي توفره الشركة عادةً لسداد التزاماتها².

ثانياً: نسبة التداول السريعة

إن كثير من الموجودات المتداولة لا تتحول بسهولة إلى نقدية ومن ثم لا يمكن استخدامها في سداد الديون أو الإلتزامات الجارية، فالمخزون السلعي -على سبيل المثال- والذي يعتبر أقل سيولة من باقي الموجودات المتداولة، حيث يتحول المخزون عادةً إلى مدينين أولاً والتي تتحول بدورها إلى نقدية عندما يحين ميعاد استحقاقها، كذلك المصروفات المدفوعة مقدماً فإنها لا تتحول إلى نقدية إنما على العكس تستخدم في

¹ حسن محمد القاضي، الإدارة المالية العامة، الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص 217.

² مجيد الكرخي، مرجع سابق، ص 254.

التشغيل، لذلك فإن بعض عناصر الموجودات المتداولة تكون أقل سيولة من البعض الآخر¹، ومن ثم فإنه لاختبار قدرة الشركة السريعة لسداد التزاماتها الجارية يتم حساب نسبة التداول السريعة على النحو التالي:²

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الموجودات المتداولة - المخزن السلعي}}{\text{الالتزامات المتداولة}}$$

لقد درجت كتب الإدارة والتحليل المالي على اعتبار النسبة 1:1 هي النسبة المثلى التي يجب أن تلتزم بها إدارة الشركة أمام الدائنين لأمد قصيرة الأجل، حيث تعني إن الشركة قادرة على أن تسدد الالتزامات المتداولة بالكامل دون اللجوء إلى بيع أي مخزون سلعي، ولذلك فإن هذه النسبة ترجح على نسبة التداول في قياس السيولة بسبب مكوناتها، ومما يلاحظ على هذه النسبة أنها إذا كانت منخفضة قياسًا بمعياري المقارنة المستخدم فهذا يشير إلى تدهور كفاءة الأداء المتوقع لإدارة الشركة، حين يستخلص من المقارنة أن الإدارة لا يمكنها التسديد دون اللجوء إلى دعم جديد للسيولة من خلال بيع المخزون السلعي وذلك بإفتراض أنه يمكن بيع الأوراق المالية القصيرة الأجل على الأقل بقيمتها الإسمية وأيضًا أنه يمكن تحصيل الحسابات المدينة بالكامل³.

ثالثًا: نسبة السيولة النقدية

توضح نسبة السيولة النقدية مقدار النقدية المتاحة لدى الشركة في وقت معين لمقابلة الإلتزامات قصيرة الأجل، وتختلف هذه النسبة عن نسبة السيولة السريعة أو نسبة التداول بأنها تهتم بالنقدية وما في حكم النقدية من استثمارات في الأوراق المالية، وتستخدم هذه النسبة للتعبير عن مدى كفاية الموجودات النقدية السائلة والقابلة للتحويل إلى سيولة بسهولة ومدى كفايتها لمواجهة الإلتزامات قصيرة الأجل والديون المستحقة السداد في العام القادم دون الإضطرار إلى بيع موجودات متداولة أخرى، وما يلاحظ على هذه النسبة

¹ أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، مرجع سابق، ص 339.

² حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مرجع سابق، ص 123.

³ نفس المرجع، ص ص 124-125.

أنها لا تأخذ في الحسبان كل من حسابات العملاء وأوراق القبض والمخزون، بل أنها تقتصر على النقدية بالصندوق والبنوك والاستثمارات قصيرة الأجل منسوبة إلى الإلتزامات المتداولة¹.

وتحسب نسبة السيولة النقدية من خلال العلاقة النسبية التالية:²

$$\text{نسبة السيولة النقدية} = \frac{\text{النقد} + \text{الاستثمارات المؤقتة}}{\text{الإلتزامات المتداولة}}$$

ونظرًا لأهمية هذه النسبة على الشركة مراقبتها بحرص ودقة لأنها الإختبار الرئيسي لسيولتها من جهة، ومن جهة أخرى على الشركة توفير السيولة النقدية اللازمة لضمان قدرتها على سداد الديون عند موعد استحقاقها، كما نشير إلى أن المعيار الصناعي لهذه النسبة هو 1:1.

رابعًا: صافي رأس المال العامل

وهو مقياس مطلق لسيولة الشركة، ويوفر هامش الأمان للمقرضين في الأجل القصير، كما أن الصافي يؤثر حجم الأموال المملوكة والمديونية في رأس المال العامل، وعليه فإن ارتفاع الصافي أمر مرغوب به، كما أن صافي رأس المال العامل المساوي للصفر يعني أن نسبة التداول مساوية للواحد الصحيح، ويحسب الصافي وفق العلاقة الآتية:³

$$\text{صافي رأس المال العامل} = \text{الموجودات المتداولة} - \text{الالتزامات المتداولة}$$

يمكن أن يستخدم المعيار التاريخي للحكم على كفاية رأس المال العامل.

¹ أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، مرجع سابق، ص 341.

² حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مرجع سابق، ص 125.

³ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، مرجع سابق، ص 92.

الفرع الثاني: مؤشرات تحليل الربحية

ربحية الشركة هي محصلة لمختلف السياسات المتخذة في إدارة مختلف شؤونها، لذا فإن التحليل باستخدام نسب هذه المجموعة يعبر عن مدى الكفاءة التي تتخذ فيها الشركة قراراتها الاستثمارية والتمويلية والتي تعكس ربحيتها والكفاءة التشغيلية فيها، ومن هنا يهتم كل من المستثمرين والمقرضين بحساب مثل هذه النسب عند تعاملهم مع الشركة، خلاف نسب المجموعات الأخرى التي توفر معلومات تعبر عن الطريقة التي تدار بها الشركة. وتعد مؤشرات الربحية من أهم المؤشرات التي يعتمد عليها المحللون الماليون ومستخدموا القوائم المالية في تقييم الأداء المالي للشركات. فعادة ما يتم التوصل إلى تقييم الأداء بتحليل الربحية من خلال الركون إلى مجموعة من النسب المهمة مستخرجة ومشتقة من واقع الحسابات الختامية، والتي تعكس الأداء الماضي التاريخي للشركات على الرغم من أن تعظيم القيمة السوقية يتوقف على الأرباح المتوقعة في المستقبل وعلى درجة المخاطر التي تنطوي عليها التدفقات النقدية في المستقبل أيضاً، حيث تكون عملية تقييم هذه المتغيرات من العوامل التي ينصب عليها الاهتمام داخل السوق المالية من قبل كل المستثمرين، وعلى الرغم من هذه الحقيقة وأن هذه الحسابات الختامية التاريخية لا تعكس بشكل مباشر المخاطر والتوقيت الزمني للتدفقات النقدية، إلا أن تحليل الربحية باستخدام معدلات العائد (الربح) المحسوبة من القيمة الدفترية التاريخية كما هي موجودة في الحسابات الختامية تعطي معلومات مفيدة للإدارة والمحلل المالي، تفيدهم في عملية تقييم الأداء وتحديد مراكز القوة أو تحديد نقاط الضعف، فارتفاع مستويات الربحية تعني تحسناً في عموم النشاطات مما يعكس مركز قوة في أداء الشركة الاستراتيجي، في حين تشير مستويات الربحية المنخفضة أو تدهورها إلى حالة من حالات الضعف¹. إن مؤشرات هذه المجموعة تمكن الإدارة من تقييم أرباح الشركة سواء فيما يتعلق بمبلغ المبيعات اللازم لتحقيق الربح ومستوى الموجودات المطلوب لإسناد عمليات التشغيل

¹ حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مرجع سابق، ص204.

ومدى مساهمة ثروة المساهمين. وواحدة من أكثر الاتجاهات صعوبة للشركة والمستثمرين هو تحديد مفهوم وقياس الربحية، وفي العموم إن الربحية هي مقياس نسبي للنجاح، فالربح المحاسبي هو الفرق بين الإيرادات والتكاليف¹. والربحية تعني قياس مقدرة الشركة الكسبية، وهي نسبة توضح مدى الكفاية التي صاحبت إنجاز العمليات التي قامت بها الشركة خلال فترة زمنية معينة².

وتتاح أمام المحلل المالي للوصول إلى غايته من تحليل الربحية مجموعة من المؤشرات المالية المهمة، ومن أبرزها: أولاً: معدل العائد على المبيعات (هامش صافي الربح)

وتقيس هذه النسبة صافي الربح المحقق على كل دينار من المبيعات، وهي تشير إلى نسبة ما تحققه المبيعات من أرباح بعد تغطية تكلفة المبيعات والمصاريف الأخرى كافة من مصاريف إدارية وعمومية ومصاريف تمويلية وخلافه³. ويقاس العائد على المبيعات بالعلاقة التالية⁴:

$$\text{معدل العائد على المبيعات} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي المبيعات}}$$

ويعد هامش صافي الربح من أكثر النسب استخداماً، وله تأثير كبير على النمو المتوقع للشركة وموقفها التنافسي في الأجل الطويل. ولتقييم هامش الربح يمكن استخدام المعيار التاريخي أو معيار الصناعة أو المعيار المستهدف من قبل إدارة الشركة.

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، مرجع سابق، ص100.

² فريد فهدى زيارة، وظائف منظمات الأعمال، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص197.

³ أحمد يوسف دودين، إدارة الأعمال الحديثة (وظائف المنظمة)، دار اليازوري، عمان، 2015، ص172.

⁴ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، مرجع سابق، ص101.

ثانياً: معدل العائد على الموجودات

يوضح هذا المعدل مدى كفاءة الشركة في استخدام الموجودات المتاحة، أو بمعنى آخر الربح العائد من الاستثمار في الموجودات، ويقاس ذلك العائد مدى فعالية مجموع الموجودات والذي يعتمد إلى حد كبير على مقدار الأرباح التي تتحقق من تلك الموجودات (قرار الاستثمار)¹. ويحسب المعدل وفق العلاقة الآتية:²

$$\text{معدل العائد الموجودات} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{إجمالي الموجودات}}$$

ولتقييم الرقابة المالية للشركة من خلال معدل العائد على الموجودات فإنه يمكن استخدام المعيار التاريخي أو معدل الصناعة أو المعيار المستهدف.

ثالثاً: معدل العائد على حقوق الملكية

يطلق معدل العائد على حقوق الملكية على الفائض أو العائد على استثمارات حقوق الملكية، وهو يعد أهم نسب أو مؤشرات ربحية الشركة لأنه يوضح كفاءة الإدارة في استغلال أموال أصحاب الشركة وقدرتها على تحقيق أرباح من تلك الأموال، ويعد ذلك المعيار الأكثر شمولاً لقياس فعالية الإدارة لأنه يقيس ربحية الموجودات وربحية هيكل رأس المال، بعبارة أخرى يعتبر معدل العائد على حقوق الملكية مقياساً لربحية كل من قرارات الاستثمار والتمويل³. ويتم حساب تلك النسبة من خلال العلاقة الآتية:⁴

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{حقوق الملكية}}$$

¹ أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، مرجع سابق، ص 374.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، مرجع سابق، ص 102.

³ أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، مرجع سابق، ص 377.

⁴ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، مرجع سابق، ص 103.

فهذه النسبة تبين العائد الذي تحققه الشركة على رأس المال المملوك، وإذا كانت هذه النسبة منخفضة مقارنة بالشركات التي تعمل في نفس المجال دلّ هذا على عدم قدرة الشركة على تحقيق أرباح مناسبة، وعادةً ما يكون هذا مؤشرًا لضرورة إحداث تغييرات أساسية في سياسات الشركة أو في مديريها، ويمكن مقارنة هذا العائد بالعائد على الاستثمارات البديلة أو أسعار الفائدة على الأوراق المالية طويلة الأجل، وكلما زادت هذه النسبة كان ذلك أفضل بالنسبة للمالكين¹.

رابعًا: معدل العائد على الاستثمار

ويُعبّر المعدل على مدى كفاءة الشركة في استخدام وإدارة الأموال كلها المتاحة لديها من المساهمين والأموال المقترضة في تحقيق عائد على تلك الأموال، ولذلك فإنه يُعتبر مقياسًا لمدى نجاح إدارة الشركة في استخدام الأموال المتاحة بغض النظر عن مصدر تلك الأموال، وتكون تكلفة التمويل هي إجمالي التكلفة المرجحة لبنود التمويل، ويتم مقارنتها بالعائد على الاستثمار لتحديد كفاءة الشركة في إدارة الأموال المستثمرة. ويتم احتساب ذلك المعدل على النحو التالي:

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{إجمالي الاستثمار}}$$

ويتكون إجمالي الاستثمار من استثمارات أموال الملكية بالإضافة إلى مصادر الأموال الخارجية².

المطلب الثالث: تقييم الأداء المالي بتحليل القيمة (نسبة السوق) والرفع والتوزيعات

تستخدم مؤشرات مجموعة السوق في تقييم أداء الشركة في بورصة الأوراق المالية، كون أن عموم المستثمرين يهتمون بالأسعار السوقية للأسهم، ومدى انعكاس أداء الشركة المالي بتلك الأسعار، وبالتالي يُستفاد

¹ عبد الرحمن الدوري، نور الدين أديب، التحليل المالي باستخدام الحاسوب، الطبعة 2، دار وائل للنشر، عمان، 2006، ص 104.

² أحمد يوسف دودين، إدارة الأعمال الحديثة (وظائف المنظمة)، مرجع سابق، ص 172.

منها كمؤشرات للمستثمرين المتعاملين في سوق الأوراق المالية. كما تعد عملية تحليل الرفع الحاصل في الشركات من الموضوعات المهمة التي تستخدم في تقييم الأداء، وبالتالي في تحديد الموقف الإستراتيجي للشركة بعد تحديد نقاط القوة أو بيان وتوضيح نقاط الضعف في أدائها. كما وتقيس نسب التوزيعات نصيب السهم من الأرباح. وعليه سنحاول في هذا المطلب التطرق لمؤشرات المجموعات الثلاثة.

الفرع الأول: مجموعة السوق

وتسمى بنسب التقييم أو إعادة الاستثمار، وتخدم نسب السوق محلي الأسهم في أداء مهامهم لدى تقييم أداء الشركات كما تخدم المستثمرين الحاليين والمحتملين الذين يتعاملون في أسواق المال في التعرف على اتجاهات الأسعار السوقية للأسهم¹، وبمعنى آخر نسب السوق هي مجموعة من النسب تبين تقييم السوق لأداء الشركة. وبما أن الكشوفات المالية لا تفصح عن القيمة السوقية للشركة، فإن مؤشرات هذه المجموعة تعتمد بشكل أساسي على أداء المتغيرات المالية الأساسية مثل السيولة والرافعة المالية والربحية، كون أن هذه المؤشرات تحول معلومات عن قدرة الشركة في تعظيم أداء السهم الواحد². ومن أهم مؤشرات هذه المجموعة:

أولاً: نسبة سعر السهم إلى ربحيته

ويقصد بها نسبة سعر السهم العادي الواحد إلى الربح لكل سهم وهذه النسبة معروفة ضمن مصطلح (P/E) أو ما تسمى بمضاعف الربحية، وهي نسبة تقويمية تعد من المؤشرات المهمة في سوق الأوراق المالية، وتكتسب أهميتها من كونها تعكس حالة التفاؤل والتشاؤم بشأن أسعار الأسهم، ومضمون هذه النسبة يعني عدد المرات التي يستلم بها المستثمر الربح لتبرير السعر المدفوع فلو أن نسبة السعر إلى الربح تساوي (8) مرة،

¹ محمد كمال عفانة، إدارة الإئتمان المصرفي، دار اليازوري، عمان، 2017، ص 103.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، مرجع سابق، ص 87.

فهذا يعني أن المستثمر على إستعداد في أن يدفع سعرًا للسهم يساوي ثمانية أضعاف ربحيته السنوية¹.
وتحسب هذه النسبة وفق العلاقة التالية:²

$$\text{نسبة سعر السهم إلى ربحيته} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم العادي الواحد}}{\text{ربح السهم العادي الواحد السنوي}}$$

ويبين هذا المعيار مدى الربح الفعلي الذي حققه السهم العادي مقارنة بقيمته السوقية من الأرباح الموزعة فقط.

ويسمح مضاعف الربحية بالمقارنة بين أسهم الشركات المختلفة ويعد من أهم وأكثر المعدلات المالية استخدامًا وذلك لأنه يدمج كل المعدلات الأخرى في معدل واحد³.

ثانيًا: ربحية السهم الواحد EPS

إن ربحية السهم تعتبر من أهم مؤشرات الربحية، حيث يوفر هذا المقياس مقدار الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية، كما أنه يؤشر النمو المحتمل في حقوق الملكية والذي بدوره ينعكس في الأسعار السوقية للأسهم لتحقيق الأرباح الرأسمالية، ولذلك تحاول الإدارة تعظيم ربحية السهم الواحد نظرًا لإنعكاساته الإيجابية على تعظيم ثروة المساهمين في الأجل الطويل⁴.

ويعتبر هذا المؤشر في غاية الأهمية للمستثمرين، حيث يمكن مقارنته خلال السنوات الزمنية لمعرفة نسبة النمو في الشركة، أيضًا يمكن مقارنته بالمعدل المتوسط في الصناعة لربح السهم. وتعد هذه النسبة مقياس عام للكفاءة حيث تعبر عن مقدار ما سيناله حامل السهم العادي من الأرباح بعد إقتطاع نصيب الأسهم الممتازة والضرائب من صافي الربح، وكثيرًا ما تستخدم الشركات هذه النسبة كمؤشر ومعياري تقاس عليه

¹ حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مرجع سابق، ص 261.

² مجيد الكرخي، مرجع سابق، ص 110.

³ أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، مرجع سابق، ص 393.

⁴ عبد الرحمن الدوري، نور الدين أديب، مرجع سابق، ص 104.

كثير من القرارات المالية، ولا سيما تلك المرتبطة ببدائل تمويل مشروعات التوسع، حيث يتم اختيار البديل الذي يؤدي إلى زيادة ربحية السهم¹.

ويتم حساب هذا المؤشر على النحو التالي:²

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{صافي الربح} - \text{التوزيعات على الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

وقد تم استبعاد أرباح الأسهم الممتازة لأنها تمثل إلتزامًا على الشركة يستحق من صافي الربح (الدخل) قبل حملة الأسهم العادية.

ثالثاً: نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية

يعطي مؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية مؤشراً آخر لنظرة المستثمر إلى الشركة وبتحديد آخر فإن هذه النسبة توضح ما يضيفه السوق (أي سوق المال) من قيمة السهم العادي قياساً بما هو مسجل كقيمة دفترية لذلك السهم في السجلات ويتم حساب هذه النسبة بعدد المرات، حيث تستخرج أولاً القيمة الدفترية للسهم التي تساوي مجموع حقوق الملكية مقسوماً على عدد الأسهم³. ويمكن حساب القيمة الدفترية للسهم كالتالي:⁴

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{إجمالي حقوق الملكية} - \text{قيمة الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية المتداولة}}$$

¹ أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، مرجع سابق، ص 378.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، مرجع سابق، ص 104.

³ حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مرجع سابق، ص 266.

⁴ عبد العزيز محمد الدخيل، سوق الأسهم السعودي-قراءة تاريخية واستشراف للمستقبل: اقتصاد، دار الفارابي، بيروت، 2010، ص 66.

وإذا كان أداء الشركة جيدًا، فيفترض أن يباع السهم في السوق بأعلى من قيمته الدفترية، أما إذا كان أداء الشركة سيئًا، أي أنها تخسر وأفاقها المستقبلية لا تدل على تحسن في أدائها، فإن سعر سهمها في السوق يكون عادةً أقل من قيمته الدفترية، ويمكن حساب نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية على النحو التالي:

$$\frac{\text{القيمة السوقية للسهم (سعر السوق)}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}} = \text{نسبة القيمة السوقية السهم إلى قيمته الدفترية}$$

رابعًا: نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح

وتبين هذه النسبة حجم الأرباح التي دفعت للسهم الواحد على شكل توزيعات، وتسعى الإدارات القوية وذات الكفاءة للحفاظ على نسب التوزيعات المستهدفة، فإذا كانت الأرباح ترتفع باستمرار على مدى الزمن، فإن التوزيعات ستكون كذلك أيضًا، ويمكن حساب هذه النسبة على النحو التالي:¹

$$\frac{\text{التوزيعات على حملة الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم العادية المتداولة}} = \text{نسبة نصيب السهم العادي من التوزيعات}$$

الفرع الثاني: نسب الرفع المالي

وهي النسب التي تقيس مدى اعتماد الشركة في التمويل على مصادر خارجية²، وتستخدم لتقييم سياسة التمويل، ودرجة المخاطرة التي يتحملها المساهمون والدائنون بسبب تلك السياسة³. وتدل مؤشرات هذه المجموعة على ملاءة الشركة في الأجل الطويل، أي احتمالية عجز الشركة عن تسديد ديونها، كما أن مؤشراتهم مقياسًا مناسبًا للمخاطر المالية، وعليه فإن الإستخدام المفرط للرافعة المالية قد يجعل الشركة أمام

¹ عبد العزيز محمد الدخيل، مرجع سابق، ص 67.

² أحمد يوسف دودين، إدارة الأعمال الحديثة (وظائف المنظمة)، مرجع سابق، ص 174.

³ حسن محمد القاضي، مرجع سابق، ص 213.

عدم ملاءة حقيقية ومضمونها أن القيمة السوقية لموجودات الشركة غير كافية للوفاء بالتزاماتها المالية عند التصفية¹. ومن أهم مقاييس هذه المجموعة:

أولاً: نسبة المديونية

تؤشر هذه النسبة حجم التمويل الخارجي من الديون القصيرة الأجل والطويلة الأجل، وتقيس نسبة إجمالي الدين إلى إجمالي الموجودات.

$$\text{نسبة المديونية} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الموجودات}}$$

يفضل الدائنون نسب المديونية المنخفضة لأنه كلما انخفضت النسبة ارتفع هامش الأمان وتمكن الدائنون من استرجاع مستحقاتهم في حالة التصفية. من ناحية أخرى، قد يرغب أصحاب الأسهم في استخدام المزيد من الرفع المالي لأنه يزيد من الأرباح المتوقعة. هناك مجموعة متنوعة من العوامل التي تحدد نسبة المديونية المثلى للشركة. ومع ذلك، فإن حقيقة أن نسبة المديونية تتجاوز متوسط الصناعة ترفع معدل الخطر وقد تجعل الأمر باهظاً بالنسبة لأصحاب الأسهم لاقتراض أموال إضافية دون زيادة رأس مال الأسهم أولاً. وبالتالي، قد يحجم الدائنون عن إقراض المزيد من الأموال للشركة، وربما ستخضع إدارة الشركة لخطر الإفلاس إذا سعت إلى زيادة نسبة الدين أكثر عن طريق اقتراض أموال إضافية².

ثانياً: نسبة التغطية

ويقصد بها مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية الثابتة من الدخل كقدرتها على دفع الفوائد والأقساط على الديون والإيجارات المستحقة واحتياطات سداد القرض، وتعتبر هذه النسبة مؤشراً للمخاطر

¹ عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، مرجع سابق، ص86.

² Brigham, Eugene F, Houston, Joel F, op-cit, pp96-97.

المالية التي قد تتعرض إليها الشركة. وهناك عدة أشكال للنسب المالية التي تقيس تغطية الديون والأعباء الثابتة وفيما يلي أهمها وأشهرها:

$$\text{معدل تغطية الفوائد} = \frac{\text{صافي الدخل المتاح قبل الفوائد و الضرائب}}{\text{الفوائد}}$$

وهذه النسبة تقيس عدد المرات التي يمكن فيها تغطية الفوائد من صافي الدخل المتاح لسدادها وكلما زادت هذه النسبة دل ذلك على ثقة المقرضين بالشركة.

$$\text{معدل تغطية الأعباء الثابتة} = \frac{\text{الدخل النقدي المتاح لمواجهة الالتزامات الثابتة}}{\text{الالتزامات الثابتة}}$$

وتمثل هذه النسبة قدرة الشركة على سداد التزاماتها للغير، وتعلم الإدارة جيداً أن عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها قد يعرض الشركة للإفلاس¹.

إن نسبة التغطية ترتبط بشكل أساسي بمدى كفاية التدفقات النقدية لمواجهة مدفوعات خدمة الدين، فالشركة القادرة على التنبؤ بتدفقاتها النقدية يمكن أن تكون طاقتها بالحصول على الدين أكبر قياساً بالشركات ذات التقلب الكبير بتدفقاتها النقدية. لذلك تقارن هذه النسبة مع درجة تقلب التدفقات النقدية للشركة ومعامل الاختلاف يمثل المقياس الأفضل (الإنحراف المعياري للتدفقات النقدية / متوسط التدفقات النقدية)، للحجم على درجة استقرار التدفقات النقدية. ولغرض تقييم قدرة الشركة على تغطية الأعباء الثابتة يستخدم المعيار التاريخي أو معدل الصناعة أو المستهدف، وأمر طبيعي كلما زادت عدد مرات التغطية كلما عكس ذلك ملاءة الشركة في الأجل الطويل².

¹ مجيد الكرخي، مرجع سابق، ص 112.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، مرجع سابق، ص 99.

الفرع الثالث: النسب الخاصة بتوزيعات الأرباح

وهي النسب التي تبين سياسة الشركة بتوزيع الأرباح وفرص نمو هذه الأرباح في المستقبل، أي أن هذه النسب تقيس ما يحققه السهم من أرباح وتستعمل هذه النسب على نطاق السوق ككل لقياس ربحية الاستثمار في الأسهم¹. ومن أهم النسب المدرجة تحت نسب التوزيعات:²

أولاً: معدل الربح الموزع للسهم

يهتم كثير من المستثمرين في أسهم الشركة بشكل عام بالحصول على دخل منتظم من الشركة، لذلك يعتبر معدل الربح الموزع للسهم مؤشر مهم بالنسبة لهم. يقوم المستثمرون في أسهم الشركة بشراء الأسهم من السوق عن طريق دفع سعر السوق؛ والعائد من استثماراتهم هو الأرباح النقدية التي يحصلون عليها من الشركة. بحيث يحدد هذا المعدل العلاقة بين الأرباح الموزعة للسهم وسعر السهم في السوق. ويتم حساب هذه النسبة على النحو المبين أدناه:

$$\text{معدل الربح الموزع للسهم} = \frac{\text{الأرباح الموزعة للسهم}}{\text{سعر السهم في السوق}}$$

ثانياً: معدل توزيع الأرباح

يوضح هذا المعدل نسبة العائد على السهم الموزعة على المساهمين كأرباح. يتم الاحتفاظ بالجزء الآخر من العائد على السهم لغرض إعادة الاستثمار. باختصار يشير معدل توزيع أرباح الأسهم إلى علاقة الربح الموزع لكل سهم بحصة السهم الواحد، وتعكس هذه النسبة سياسة الشركة في توزيع الأرباح. ويتم حساب هذه النسبة على النحو التالي:

¹ محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص 68.

² M. Sarngadharan, S. Rajitha Kumar, **Financial Analysis for Management Decisions**, PHI Learning Private Limited, New Delhi, 2011, pp149-150.

$$\text{معدل توزيع الأرباح} = \frac{\text{الربح الموزع للسهم الواحد}}{\text{ربحية السهم الواحد}}$$

المبحث الثالث: الاتجاهات الحديثة في تقييم الأداء المالي

نتيجة للانتقادات التي وجهت للمقاييس المحاسبية التقليدية من قبل الباحثين والأكاديميين والعاملين في الأسواق المالية، نظراً لكون أن البيانات المحاسبية التي يتم الاعتماد عليها في حسابها قد تكون مشوهة ويغلب عليها التحفظ والقيم التاريخية والتقديرات الشخصية، كما أنه قد يتم التلاعب بها من طرف المديرين، كما أنها لا تأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال، وبالتالي قد لا تعكس هذه المؤشرات الأداء الحقيقي للشركة، وفي ضوء الخلل والقصور، فإن الحاجة تزايدت إلى وجود مؤشرات جديدة يمكن أن تقدم معلومات مباشرة حول كيفية قيام الأنشطة المختلفة في الشركة بالمساهمة في إيجاد وخلق القيمة للمالكين، ومن هنا برزت أهمية المقاييس والمؤشرات الاقتصادية للأداء كالقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وبطاقة الأداء المتوازن، كأدوات حديثة تستخدم لتقييم الأداء المالي للشركات ولتوجيه الجهود نحو إحداث تأثير إيجابي على سعر السهم في السوق وتحقيق هدف تعظيم ثروة المالكين وهذا الاتجاه يتسق مع النماذج والمقاييس الاقتصادية، كونه يستند على فرضية أساسية للنظرية المالية، التي تعتبر أن المستثمر الرشيد يقوم بتقييم سهم شركة معينة بناءً على قيمة التدفقات النقدية المستقبلية، التي يمكن أن يحصل عليها من هذا السهم، فهذا الاتجاه يركز على القيمة في الأجل الطويل بدلاً من الأرباح المحاسبية قصيرة الأجل، وأنه يجعل كافة القرارات موجهة نحو تعزيز هذه القيمة. وعليه، سنحاول في هذا المبحث التطرق لهذه المؤشرات، التي نالت شهرة كبيرة في أوساط الأكاديميين والمهنيين.

المطلب الأول: القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

تعد القيمة الاقتصادية المضافة من أبرز المؤشرات الحديثة في مجال تقييم الأداء المالي للشركة وأكثرها استخدامًا، إذ أن هذا المؤشر يقوم على مبدأ الاعتماد على الربح الاقتصادي وليس الربح المحاسبي وتتغير قيمة الشركة بتغيره. ونتج هذا المؤشر عن تعديلات قامت بها شركة ستيرن ستيرت (Stewart Stern & Co) على الربح المتبقي و أصدرته بمسمى جديد كعلامة تجارية (EVA) Economic Value Added في نهاية الثمانينات، حيث أصبح أداة متكاملة لقياس الأداء الداخلي والخارجي كما أنه معيار جيد لربط الأداء لخلق القيمة وتعظيم ثروة المساهمين.

الفرع الأول: مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة

يستند مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة على عمل الأساتذة فرانكو موديلياني وميرتون ه. ميلر (Franco Modigliani and Merton H. Miller) في عام 1961، حيث قاموا بنشر ورقة "سياسة توزيع الأرباح، النمو وتقييم الأسهم". وأظهر موديلياني وميلير أن قرارات الاستثمار في الشركات - التي تتجلى في قرارات صافي القيمة الحالية الموجبة (NPV) - هي المحرك الرئيسي لقيمة الشركة وسعر سهمها - على النقيض من مزيج هيكل رأس مال الشركة من الديون وحقوق الملكية¹. امتدت هذه الأفكار إلى مفهوم (EVA) بحيث تم إيضاح هذا المعيار من قبل شركة ستيرن ستيرت (Stewart Stern & Co) في بداية التسعينات، ويهدف هذا المعيار إلى تقدير القيمة المتكونة للمساهمين وإلى إشعار المديرين بتكلفة رأس المال المستثمر في النشاط، ويستخدم مؤشر (EVA) في معرفة القيمة التي أضافتها (أو العكس أنقصتها) إدارة الشركة إلى شركتها بالإضافة إلى ما يطلبه حملة رؤوس الأموال².

¹ James L Grant, **Foundations of Economic Value Added**, 2nd Ed, Hoboken : John Wiley and Sons. Hall, John, USA, 2013, p41.

² سعود جايد العامري، المالية الدولية: نظرية وتطبيق، دار زهران، عمان، 2010، ص 557.

(EVA) هو مقياس للأداء المالي قائم على القيمة، وأداة للقرار الاستثماري ومقياس أداء يعكس المقدار المطلق لقيمة حملة الأسهم التي تم إنشاؤها¹. وتعد (EVA) من أهم المعايير التي احتلت أهمية كبيرة في السنوات القليلة الماضية، ومن وجهة نظر اقتصادية، الشركة التي تخلق قيمة اقتصادية هي الشركة التي يكون العائد على رأس المال أكبر من تكلفة الفرصة البديلة، بمعنى أن الشركة التي تخلق الثروة هي التي لها عائد من تكلفة رأس المال (تكلفة الديون مضافاً إليها تكلفة حقوق الملكية)². وفي إطار النظرية المحاسبية والفكر المالي المعاصر فإن مصطلح القيمة الاقتصادية المضافة ما هو إلا نسخة جديدة للمفهوم القديم "الربح المتبقي" -الذي يعرف على أنه الربح التشغيلي بعد الضريبة مخصوماً منه تكلفة رأس المال المستثمر * (WACC * I)، أو القيمة الباقية بعد تعويض حملة الأسهم في الشركة (وجميع مقدمي رأس المال الآخرين) بشكل كافٍ- حيث يستند كلاهما على أن مبدأ الشركة يقوم على خلق ثروة للمساهمين من خلال تحقيق فائض يفوق التكلفة الإجمالية لرأس المال المستثمر، وتقوم القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر للأداء المالي الداخلي على الصلة الموجودة بين أرباح الشركة وقدرتها على خلق الثروة، وهي مقياس يسعى إلى تحسين وقياس كفاءة خلق القيمة³.

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 تكلفة الفرصة البديلة للمساهمين، والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تساوي بالضبط

¹ M Geysler, IE Liebenberg, "Creating A New Valuation Tool for South African Agricultural CO-Operatives", *Agrekon*, Vol. 42, No.2, 2003, p107.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، مرجع سابق، ص. 136.

* Weighted average cost of capital investment.

³ Sarbapriya Ray, "Efficacy of Economic Value-Added Concept in Business Performance Measurement", *Advances in Information Technology and Management (AITM)* 260, Vol. 2, No. 2, 2012, p261.

المبالغ التي تم الحصول عليها من خلال التدفقات النقدية المخصومة أو صافي القيمة الحالية، كما أنها تمثل الصورة الحقيقية لخلق الثروة للمساهمين وتساعد المديرين على اتخاذ قرارات الاستثمار وتحديد الفرص المتاحة، وبعبارة أخرى القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) هي معيار فعال يدل على نوعية السياسات الإدارية ومؤشر موثوق به فيما يتعلق بتحديد طريقة نمو القيمة لكونها تعتمد على مبدئين أساسيين في صنع القرار وهما؛ أن تعظيم ثروة المساهمين والقيمة يجب أن يكون الهدف الأساسي لكل شركة مالية، كما أن قيمة كل شركة تعتمد على حقيقة أن الأرباح المتوقعة في المستقبل ستكون أقل من تكلفة رأس المال¹.

الفرع الثاني: خطوات حساب القيمة الاقتصادية المضافة

يستخدم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لتحديد الربحية الصحيحة التي تحققها الوحدة من أجل تحقيق أفضل قيمة لحملة الأسهم، وتمثل الخطوات الواردة في حساب القيمة الاقتصادية المضافة على النحو التالي:² (1) جمع البيانات المالية بالإعتماد على القوائم المالية؛ (2) إجراء تعديلات على الفئات في البيانات المالية؛ (3) تحديد هيكل رأس مال الشركة (رأس المال + الديون التي تحمل فوائد)؛ (4) حساب متوسط التكلفة المرجح لرأس المال (WACC)؛ (5) حساب صافي ربح التشغيل بعد الضريبة (NOPAT)، حيث بعض التعديلات المطلوبة هي:

الربح التشغيلي بعد الاستهلاك والإطفاء

+ مصاريف الفوائد المضمنة على عقود الإيجار التشغيلي

+ الزيادة في احتياطي تقييم المخزون LIFO

¹ Seyed Mojtaba Hasani, Zadollah Fathi, "Relationship THE Economic Value Added (EVA) With Stock Market Value (MV) and Profitability Ratios", **Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business Institute**, Vol 4, No 3, 2012, pp408-409

² Andrija Sabol, Filip Sverer, "A Review of the Economic value Added Literature and Application, A Review of the Economic Value added Literature and Application", **UTMS Journal of Economics**, Vol. 8, No. 1, 2017, p22.

+ الزيادة في إطفاء الشهرة المتراكمة

+ الزيادة في مخصص الديون المعدومة

+ الزيادة في تكاليف البحث والتطوير المرسمة

+ الخسائر غير العادية

- الأرباح غير العادية

= الربح التشغيلي المعدل قبل الضرائب

- ضرائب التشغيل

= صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (NOPAT)

وقد اقترح Stern Stewart أكثر من 160 تعديلاً يتم إجراؤه على الأرباح المحاسبية ورأس المال المستثمر وذلك

تحقيقاً لمجموعة من الأهداف لتقريب القيم المحاسبية من القيم الاقتصادية الحقيقية، ومن هذه الأهداف:

✓ التأكد من أن رأس المال المسجل في الدفاتر يعكس التكلفة الكلية للاستثمار في أصول

التشغيل؛

✓ الحد من إتباع الاتجاه المتحفظ في المحاسبة وما يطلق عليها بسياسة الحيطة والحذر ومن بين

التعديلات و الإجراءات التي اقترحها (Stewart & Stern) نذكر منها:

✓ معالجة الفروق الضريبية؛

✓ الفائض الناجم عن استخدام مبدأ الوارد أخيراً الصادر أولاً Lifo؛

✓ معالجة إهلاك شهرة المحل؛

✓ رسملة الموجودات الغير ملموسة مثل (نفقات البحث والتطوير)؛ وهناك تعديلات أخرى

تخص التضخم والمشروعات المشتركة وترجمة العملة ونماذج السداد المؤجلة والتأجير

التشغيلي و مخصص الديون المشكوك فيها و مخصصات الضمان.¹

وطبقاً لهذه التعديلات فإن القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تحسب من خلال العلاقة التالية:²

$$EVA = NOPATA - WACC * I$$

حيث:

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة.

NOPATA: صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة المعدل.

WACC: تكلفة رأس المال، وتمثل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال والتي تحسب إنطلاقاً من الهيكل التمويلي للشركة من الديون ورأس المال.

I: مبلغ الاستثمار.

فإذا كانت (EVA) أكبر من تكلفة الاستثمار (قيمة موجبة) سوف يزيد من تأثيره الإيجابي في ثروة

المساهمين من خلال تأثيرها في أسعار الأسهم السوقية. أما إذا كان الفرق سالباً نتيجة زيادة تكلفة الاستثمار

على الربح التشغيلي فإن الأثر السلبي لهذا المقدار واضح على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي التأثير السلبي

في ثروة المساهمين. وعليه فإن احتساب (EVA) توضح للمستثمرين صافي العائد على رأس المال المستثمر

فالشركة التي بها (EVA) موجبة مرتفعة يُتوقع أن تكون لها قيمة سوقية أكبر، لذا فإن مؤشر القيمة

الاقتصادية المضافة يعكس النمو الحقيقي للربحية لا سيما في الأجل الطويل.³

تعتمد تكلفة رأس المال على العديد من العوامل التي يصعب تحديد العديد منها من حيث القيمة.

يعتمد ذلك على توافر مصادر رأس المال، وتوافر الأموال في الأسواق المالية، وتطوير أسواق الأوراق المالية،

¹ محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، مرجع سابق، ص ص493، 495.

² هواري سويبي، "دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة"، في مجلة الباحث، عدد 7، 2009، ص 61.

³ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، مرجع سابق، ص 137.

والمخاطر التجارية، وتوقعات المستثمرين، ومعدل العائد المطلوب، ومخاطر السوق، ومتغيرات الاقتصاد الكلي والمتغيرات الأخرى. يتم تحديد تكلفة رأس المال عادةً كمتوسط تكلفة مرجح رأس المال (WACC) الذي يأخذ في الاعتبار بنية رأس المال وتكاليفه¹. حيث تعرف على أنها المردودية الأدنى الواجب تحقيقها من مشروع استثماري والذي يسمح بتغطية معدل المردودية المفروض من قبل ممالي الشركة (المساهمين (الأموال الخاصة) والدائنين (تكلفة الاستدانة)). وتعتبر تكلفة رأس المال عنصر مهم في المجال المالي، فهي المعيار الأمثل للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية والمحدد الرئيسي لقيمة الشركة². ويتم حسابها وفق العلاقة:³

$$WACC = \frac{D}{D + E} K_d (1 - t) + \frac{E}{D + E} K_E$$

حيث:

D: القيمة الدفترية الإجمالية للديون طويلة الأجل ذات الفائدة.

E: القيمة الدفترية الإجمالية لحقوق الملكية.

t: نسبة ضريبة الدخل.

K_d: معدل الفائدة على الديون (قبل الضريبة).

K_E: تكلفة التمويل الممتلك وتحسب هذه التكلفة وفق نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية والمعروف CAPM وصيغته الرياضية:⁴

$$CAPM = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

حيث:

R_f: معدل الاستثمار الخالي من المخاطر.

β: المخاطر النظامية للشركة (بيتا السهم).

(R_m-R_f): علاوة مخاطر السوق.

¹ Andrija Sabol, Filip Sverer, op-cit, p22.

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الطبعة 2، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص201.

³ عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، مرجع سابق، ص140

⁴ Andrija Sabol, Filip Sverer, op-cit, p23.

الفرع الثالث: مزايا القيمة الاقتصادية المضافة

يُنظر إلى القيمة الاقتصادية المضافة بشكل متكرر كإجراء وحيد وبسيط يوفر صورة حقيقية عن تكوين ثروة المساهمين، بالإضافة إلى تحفيز المديرين على خلق قيمة للمساهمين والعمل كأساس لحساب تعويضات الإدارة، كما أن هناك مزايا عملية أخرى يمكن أن توفرها أنظمة قياس القيمة الأساسية، بحيث يساعد نظام (EVA) المديرين على:

• اتخاذ قرارات استثمارية أفضل ؛

• تحديد فرص التحسين ؛

• النظر في الفوائد التي تعود على الشركة على المدى الطويل والقصير.

وتعد EVA مقياسًا فعالاً لجودة القرارات الإدارية ومؤشرًا موثوقًا لنمو قيمة الشركة في المستقبل. كما أن قيم (EVA) الإيجابية المستمرة ستؤدي بمرور الوقت إلى زيادة قيمة الشركة، بينما قد تؤدي قيم (EVA) السلبية إلى تقليل قيمة الشركة.¹

الفرع الرابع: محددات القيمة الاقتصادية المضافة

على الرغم من مزايا القيمة الاقتصادية المضافة، فهناك بعض المحددات في استخدامها (EVA) لتقييم نجاح الشركات نذكر منها:²

• فروقات حجم الشركات: إذ أن بعض الشركات يصعب لها التعامل مع هذا المعيار لاسيما الشركات المالية والحديثة التأسيس.

¹ M Geysler ,IE Liebenberg ,op-cit, p108.

² عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، مرجع سابق، ص 141-142.

- الاتجاهات المالية: إذ أن (EVA) تعتمد في حسابها على مداخل المحاسبة المالية للإيراد والنفقات وفي هذه الحالة يستطيع المدراء من معالجة هذه الأرقام المحاسبية بشكل يؤثر على عمليات اتخاذ القرارات. إذ بالإمكان المناقشة لهذه الفقرات بين الفترات المحاسبية وعلى شكل سيناريوهات تولد الثقة والقناعة لدى المستثمرين وحملة الأسهم بأداء الشركة.
- الاتجاهات في الأجل القصير: إذ أن معيار (EVA) ينظر إلى فترات سابقة، وعليه فإنها تتعامل مع نتائج حالية لا تأخذ بعين الاعتبار دور الإبداع والابتكار في تكنولوجيا المنتج والعمليات، والتي تحتاج إلى أجل طويل لخلق القيمة وعليه إدخال نفقات الإبداع والابتكار ضمن الفترة المحاسبية للـ (EVA) ربما يخفض من قيمتها الأمر الذي يعكس نتائج غير دقيقة للأداء.

المطلب الثاني: القيمة السوقية المضافة (MVA)

شهدت القيمة الاقتصادية المضافة كمفهوم وتطبيق، صدى واسع بين المستثمرين ومحلي الأوراق المالية، كونها سوقت مع معيار القيمة السوقية المضافة (MVA) من قبل شركة ستيرن ستورتن الذي وصفته الشركة معياراً لتقييم القيمة السوقية للأسهم. هذا بالإضافة إلى أن النظرية المالية اقترحت على أن القيمة السوقية للشركة تعتمد بشكل مباشر على القيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية، ومن هنا جاءت أهمية القيمة السوقية المضافة.

الفرع الأول: مفهوم القيمة السوقية المضافة

في إطار سعيها لتعزيز مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة، فقد عملت شركة Stern & Stewart على صياغة معيار آخر للأداء يتمثل في القيمة السوقية المضافة (MVA) كمؤشر للأداء الخارجي للشركة، وكمقياس

لقدرة الشركة على تكوين الثروة من خلال زيادة القيمة السوقية لحقوق الملكية¹. وتمثل القيمة السوقية المضافة الفرق بين القيمة السوقية لأسهم الشركة والقيمة الدفترية لحقوق المالكين على مدى فترة من الزمن، ووفقاً ل Stern & Stewart، إذا كانت القيمة السوقية الإجمالية للشركة أكبر من مبلغ رأس المال المستثمر فيها، فقد تمكنت الشركة من خلق قيمة للمساهمين، أما إذا كانت القيمة السوقية أقل من رأس المال المستثمر، فقد دمرت الشركة قيمة المستثمرين². كما تم توضيح القيمة السوقية المضافة على أنها الفرق بين القيمة السوقية للشركة (بما في ذلك حقوق الملكية والديون) وإجمالي رأس المال المستثمر في الشركة³. وهو مقياس أداء خارجي، والذي يعتبر أفضل مؤشرات خلق القيمة للمساهمين.

وبينما القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تعتبر مقياساً سنوياً للأداء المالي، فإن القيمة السوقية المضافة (MVA) هي قيمة سوقية محققة. حيث أن القيمة السوقية المضافة هي مقياس تراكمي للقيمة التي حققتها الإدارة والتي تفوق رأس المال الأصلي المستثمر. وبالتالي فإن هناك ارتباط قوي بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة⁴. وترتبط (MVA) ب (EVA) لأنها تمثل القيمة الحالية للقيمة المستقبلية ل (EVA).

وتمثل القيمة السوقية المضافة إحدى الأدوات المهمة في خلق القيمة لثروة المساهمين، ولذلك فإن هذا المعيار مقياس للشركات الناجحة التي تحقق قيمة سوقية مضافة موجبة. كونها مقياس جوهرى يلخص

¹ رامي أبو وادي، "سهيل سقف الحيط، القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لتقييم أداء المصارف التجارية"، في مجلة العلوم الإنسانية لجامعة النجاح للأبحاث، المجلد 30، العدد 12، 2016، ص 2509.

² Habibollah Nakhaei, "Market Value Added and Traditional Accounting Criteria: Which Measure is a Best Predictor of Stock return in Malaysian Companies, **Iranian Journal of Management Studies**, Vol. 9, No. 2, 2016, p439.

³ S. David Young, Stephen F O'Byrne, **EVA and Value Based Management**, Mc Grow – Hill, New York, 2001, p445.

⁴ Wood N, "Economic Value Added (EVA): Uses, Benefits and Limitations – A South African Perspective", **Southern African Business Review**, Vol 4, No 1, 2012, p47.

الأداء الإداري والتشغيلي للشركة وقدرتها على إدارة مواردها بهدف تعظيم ثروة المساهمين¹. هذا يعني أن القيمة السوقية المضافة ماهي إلا معيار السوق المالية للقيمة التي تنشدها الإدارة المالية للشركة وهذه القيمة قد تحددها الإدارة وتضيفها إلى ثروة حملة الأسهم أو تهدرها إذا ماتوجه الأداء نحو الهبوط، بمعنى آخر هي المقياس النهائي للقيمة التي يتم توليدها أو إهدارها من الشركة².

الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في القيمة السوقية المضافة

تتأثر القيمة السوقية المضافة بالعوامل الآتية³:

- 1- معدلات النمو في الإيرادات وصافي الربح التشغيلي ورأس المال المستثمر ولكي تكون القيمة السوقية المضافة موجبة لا بد أن تكون معدلات النمو هذه تفوق تكلفة رأس المال المستثمر.
- 2- إنتاجية الدينار المستثمر، وكلما زادت هذه الإنتاجية في ظل ثبات رأس المال أو انخفاضه كلما زادت القيمة السوقية المضافة، لاسيما في ظل انخفاض أو ثبات تكلفة رأس المال.
- 3- الحد الأدنى من هامش الربح المطلوب لخلق ثروة إضافية للمالكين.

الفرع الثالث: طرق احتساب القيمة السوقية المضافة

هناك طرق متعددة لاحتساب القيمة السوقية المضافة. واختلاف الطرق يعتمد على الافتراضات المتعددة في قياس (MVA)، كما أن اختيار الطريقة المناسبة يعتمد بشكل أساسي على أهداف المستثمرين ومحلي الأوراق المالية⁴. ويمكن احتساب القيمة السوقية المضافة وفق الطرق الآتية:

- 1- طريقة الفرق بين القيمة السوقية للأسهم والقيمة الدفترية لحقوق الملكية

$$MVA = MVE - BVA$$

¹ عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، مرجع سابق، ص145.

² حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص262.

³ عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، مرجع سابق، ص145-146.

⁴ نفس المرجع، ص146.

حيث:

MVE: القيمة السوقية لأسهم الشركة (عدد الأسهم مضروبًا بالسعر السوقي للسهم).
BVA: القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

ويمكن أن تكون نتيجة المعادلة السابقة موجبة أو سالبة أو صفرًا. حيث تكون موجبة عندما تتجاوز القيمة السوقية لإجمالي حقوق الملكية قيمتها الدفترية، وهذا يعني أن عوائد الأسهم في السوق قد ازدادت خلال فترة حياتها. وتكون سالبة إذا حدث العكس، وهذا يعني أن عوائد الأسهم في السوق قد انخفضت خلال فترة حياتها. وتكون النتيجة صفرًا في حالة تساوي القيمة السوقية لإجمالي حقوق الملكية مع قيمتها الدفترية، وهذا يعني ثبات عوائد الأسهم خلال فترة حياتها دون زيادة أو نقصان¹.

تشير القيمة الدفترية للأسهم إلى جميع البنود المعادلة لحقوق الملكية مثل الاحتياطيات والأرباح والأرباح المحتجزة. وبعبارة أخرى، في هذا السياق، يتم تصنيف جميع البنود غير الديون كحقوق ملكية. القيمة المضافة للسوق (MVATM) متطابقة في المعنى مع نسبة السوق إلى القيمة الدفترية، الفرق هو أن القيمة المضافة هي مقياس مطلق وأن نسبة السوق إلى القيمة هي مقياس نسبي. إذا كانت القيمة المضافة موجبة، فهذا يعني أن نسبة السوق إلى القيمة الدفترية أقل من واحد. ووفقًا لـ Stewart، فإن القيمة المضافة في السوق توضح لنا القيمة التي أضافتها الشركة إلى استثمارات مساهميها أو طرحتها منها. تضيف الشركات الناجحة القيمة المضافة الخاصة بها، وبالتالي تزيد من قيمة رأس المال المستثمر في الشركة. أما الشركات غير الناجحة فتقلل من قيمة رأس المال المستثمر في الشركة. ولمعرفة إذا ما كانت الشركة تنجح في إنشاء (MVA) أم لا، يعتمد ذلك على معدل العائد. إذا تجاوز معدل عائد الشركة تكلفة رأس المال، فسوف تبيع الشركة في السوق المالي بعلاوة مقارنة بالرأسمال الأصلي. من ناحية أخرى، تبيع الشركات التي لديها معدل عائد أصغر من تكلفة رأس

¹ رامي أبو وادي، سهيل سقف الحيط، مرجع سابق، ص 2510.

المال الخاصة بها مع خصم بالمقارنة مع رأس المال الأصلي المستثمر في الشركة. امتلاك الشركة ل (MVA) سواء كانت إيجابية أو سلبية يعتمد على معدل العائد مقارنةً بتكلفة رأس المال¹.

2- طريقة خصم القيمة الاقتصادية المضافة المتوقعة

من الحقائق العلمية في أدبيات الفكر المالي المعاصر، أن الشركة تحقق زيادة في ثروة المساهمين عندما يكون معدل العائد المتحقق أكبر من تكلفة رأس المال، أي بمعنى الشركة التي تباع أسهمها في السوق بعلاوة يكون لها قيمة سوقية مضافة موجبة، والعكس صحيح أيضاً. وطبقاً لهذا المفهوم فإن الشركة التي لها قيمة اقتصادية مضافة موجبة يكون لها قيمة سوقية مضافة موجبة والعكس أيضاً صحيح. ووفقاً لهذه العلاقة فإن القيمة السوقية المضافة هي القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة للشركة والمتوقعة مستقبلاً. وبموجب هذه الطريقة فإنه يتم خصم التدفق النقدي المتحقق من القيمة الاقتصادية المضافة بمعدل خصم مساوياً إلى المتوسط الموزون لتكلفة رأس المال وفق المعادلة الآتية:²

$$MVA = \frac{EVA_1}{(1 + WACC)^1} + \frac{EVA_2}{(1 + WACC)^2} + \frac{EVA_3}{(1 + WACC)^3} + \dots$$

بالنظر إلى أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) يعتبر مكون رئيسي في حساب القيمة السوقية المضافة (MVA) فإنه يمكن القول بأن الانتقادات التي يمكن توجيهها لهذه المقاربة هي نفسها الانتقادات الموجهة لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة.

المطلب الثالث: بطاقة الأداء المتوازن

ظهر في بداية التسعينات أسلوب جديد في تقييم الأداء وهو ما يعرف ببطاقة الأداء المتوازن، وهو أسلوب يأخذ بعين الاعتبار التوازن بين النتائج المالية والمحرك الذي يدفع النمو، التوازن بين الأجل القصير

¹ Satender Kumar Joshi, Ravinder Goel, "Market Value Added and Share Price Behaviour: An Empirical Study of BSE SENSEX Companies", **Delhi Business Review**, Vol. 1, No. 1, 2000, pp1-2.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، مرجع سابق، ص148.

والأجل الطويل، التوازن بين التكتيك والإستراتيجية. ففي العام 1992 طُرحت بطاقة الأداء المتوازن بواسطة روبرت كابلان وديفيد نورتون R.Kaplan & D.Norton ونوقشت لأول مرة في جامعة هارفرد عام 1992. حيث تم ترجمتها إلى نظام لمقاييس الأداء بغرض التقييم من أجل التحسين. ولقد أصبحت أحد أهم الإتجاهات المعاصرة لقياس الأداء بشكل عام، والأداء المالي بشكل خاص، كونها تضم مجموعة مقاييس مالية وغير مالية قابلة للقياس والتعامل معها على أساس نظام متكامل لتقييم الأداء الكلي للشركة.

الفرع الأول: مفهوم بطاقة الأداء المتوازن

تعدُّ بطاقة الأداء المتوازن من الأدوات الساخنة في تحليل أداء الشركة. كونها تمثل مدخل جديد في تحليل الأداء الإستراتيجي، كما أنها تضم مجموعة من المقاييس المالية وغير المالية صممت بشكل تجاوزت العيوب والغموض الذي تعاني منها مقاييس الأداء المحاسبية، وتوفر وصف واضح للأنشطة والفعاليات المطلوبة قياسها من أجل توازن الرؤية المالية للأداء¹.

وقد عرفت بطاقة الأداء المتوازن من طرف كابلان و نورتون علي أنها: مجموعة من المقاييس التي تعطي الإدارة العليا صورة سريعة و شاملة عن الأعمال والتي تشمل المقاييس المالية التي تخبر عن نتائج الأنشطة المحددة سابقًا وتكاملها مع المقاييس التشغيلية من رضا العميل، العمليات الداخلية، والإبداع وتحسين أنشطة الشركة².

كما عرفت بأنها عبارة عن تقنية نوعية لتقييم الأداء بموجب مقاييس مالية وغير مالية قابلة للقياس والفهم، بموجبها تعد تقارير الأداء وعلى مختلف المستويات التنظيمية، وعلى أساس مبدأ السبب والنتيجة بين المتغيرات القائدة للأداء³.

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، مرجع سابق، ص150.

² Kaplan Robert, david Norton, "The Balanced Scorecard: Measures that Drive Performance", **Harvard business review**, Vol. 70, No.1 , 1992, p71.

³ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، مرجع سابق، ص150.

وعرفت أيضًا على أنها إطار عملي لتقييم الأداء مع هدفين رئيسيين؛ حيث يتمثل الهدف الأول في ترجمة الإستراتيجية إلى أهداف محددة، أما الهدف الثاني فيتمثل في توصيل تلك الإستراتيجية إلى كل أجزاء الشركة. وتعد بطاقة الأداء المتوازن منهج تفكير متوازن وأداة عمل تنفيذية تمكن الشركة في حال تبنيها من تحقيق أهدافها الإستراتيجية ومن تقويم أدائها التشغيلي والمالي والإستراتيجي وفق إطار متكامل من المقاييس المالية وغير المالية بشكل متوازن بحيث توفر معلومات شاملة عن أدائها¹.

وهي عبارة عن مجموعة من المقاييس المحاسبية المالية والتشغيلية التي تقدم إلى المديرين والتي تعكس صورة واضحة وشاملة عن أداء الشركات. والتي اعتبرت كإحدى الطرق المبتكرة في مجال محاسبة التكاليف والمحاسبة الإدارية فيما بعد، إذ تعد مناسبة للوحدات الاقتصادية التي لها عملائها الخاصون وقنوات توزيع خاصة بها ووسائل إنتاجية ومقاييس أداء مالية².

إن بطاقة الأداء المتوازن تترجم رؤية واستراتيجية الشركة إلى مجموعة شاملة من مقاييس الأداء التي توفر الإطار الكامل لتنفيذ استراتيجياتها، ولا تعتمد على تحقيق الأهداف المالية فحسب، بل تؤكد أيضًا على الأهداف غير المالية التي يجب أن تحققها الشركة، وذلك لمقابلة أهدافها المالية. كما تستمد أهميتها من محاولة موازنة مقاييس الأداء المالية وغير المالية لتقييم الأداء القصير الأجل والطويل الأجل في تقرير موحد، وبالتالي تقلل بطاقة الأداء المتوازن من تركيز المديرين على الأداء المالي قصير الأجل، مثل المكاسب السنوية أو الربع سنوية، ولكنها تهتم بالتحسينات القوية في المقاييس غير المالية التي تشير إلى إمكانية خلق قيمة اقتصادية في المستقبل، فالسعي لزيادة رضا العميل يشير إلى مبيعات أعلى ودخل أعلى في المستقبل، كما تركز بطاقة الأداء

¹ درغام ماهر موسى، أبو فضة مروان محمد، "أثر تطبيق نموذج الأداء المتوازن في تعزيز الأداء المال الإستراتيجي للمصارف الوطنية الفلسطينية العاملة في قطاع غزة"، في مجلة الجامعة الإسلامية، غزة، المجلد 17، العدد 2، 2009، ص 743.

² سليمان حسين البشتاوي، "إطار عملي لجمع المقاييس المحاسبية المالية وغير المالية (التشغيلية) للأداء في ضوء المنافسة وعصر المعلوماتية"، في مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 20، العدد 1، 2004، ص 401.

المتوازن إنتباه الإدارة على كل من الأداء القصير والطويل الأجل¹. كما أنها تعمل بمثابة الحجر الأساسي للنجاح الحالي والمستقبلي للشركة على العكس من المقاييس المالية التقليدية التي تفيد بما حدث في الفترة الماضية دون الإشارة إلى كيفية الإستفادة منها في تحسين الأداء مستقبلاً².

وعليه ومن التعريفات السابقة يمكن القول بأن أسلوب بطاقة الأداء المتوازن هو أسلوب حديث ومتكامل من مقاييس الأداء المالية وغير المالية، يساهم في دمج التصور المالي مع عوامل السوق والتشغيل والإنتاج والموارد البشرية، من أجل ضمان تحقيق الإستراتيجيات المحددة والرقابة عليها، بما يكفل تحقيق الأهداف المرسومة، وتقييم الأداء وتطويره في ضوء تلك الأهداف.

الفرع الثاني: مميزات استخدام بطاقة الأداء المتوازن

تتمثل المميزات الأساسية التي تميز بطاقة الأداء المتوازن في:³

- 1- وجود خطة واضحة لتحقيق الأهداف الإستراتيجية أو التكتيكية يمثل ميزة تنافسية تسهل عملية إعداد الموازنة السنوية.
- 2- تمكن الإدارة من تحديد ووضع الأهداف الإستراتيجية بكل وضوح.
- 3- المساهمة في توحيد الأهداف التجارية لكل شركة من الشركات.
- 4- ربط أهداف الشركة بنظام الحوافز.
- 5- وجود بطاقة أداء متوازن تمثل حلقة متواصلة من الفهم والإدارك، وتطبيق قواعد تعمل على تحقيق الأهداف الإستراتيجية وتراقب عملية تطبيقها.

¹ محمد هاني محمد، إدارة وتنظيم وتطوير الأعمال: قياس الأداء المتوازن، دار المعتمد للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص258.

² طاهر محسن منصور الغالي، وائل محمد إدريس، دراسات في الإستراتيجية وبطاقة التقييم المتوازن، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص131.

³ محمد هاني محمد، مرجع سابق، ص: 260-261.

6- كل عنصر من عناصر البطاقة يمثل حلقة في سلسلة السبب والأثر والتي في نهاية كل منها يمكن تحقيق هدف من الأهداف، والتي تنتهي بتحقيق الأهداف المالية.

الفرع الثالث: مكونات بطاقة الأداء المتوازن

تتكون بطاقة الأداء المتوازن من ثمانية عناصر تتحقق من خلالها آلية عملها وتمثل هذه المكونات في:¹

- 1- الرؤية المستقبلية: والتي تبين إلى أين تتجه الشركة وتوضح صورتها المستقبلية.
- 2- الإستراتيجية: والتي تتكون من مجموعة الإجراءات والأفعال لتحقيق الأهداف طويلة المدى أو خطط الأهداف التي قامت الشركة بتحديدتها.
- 3- الأبعاد: وهي مكون يدفع باتجاه تبني إستراتيجية معينة وفقاً لمؤشرات تحليل مهمة ومن ثم العمل على تنفيذ هذه الإستراتيجية للوصول إلى المؤشرات الواردة في هذا البعد، وهناك أربعة أبعاد أساسية في بطاقة الأداء المتوازن هي البعد المالي، بعد العملاء (الزبائن)، بعد العمليات الداخلية، وبعد النمو والتعلم.
- 4- الأهداف: تمثل النتائج المراد تحقيقها التي تساهم في الوصول إلى رؤية الشركة، وهي غرض الإستراتيجية تبين كيفية تنفيذها ويعبر عنها بالمستويات المحددة والقابلة للقياس لتحقيق الإستراتيجية.
- 5- المقاييس: تعكس قياس التقدم باتجاه الأهداف وتكون ذات طابع كمي وتوصل القياسات إلى الأعمال المطلوبة لتحقيق الهدف ويصبح الكشف الممكن وضعه على شكل فعل لكيفية تحقيق الأهداف الإستراتيجية فهي عبارة عن تنبؤات عن الأداء المستقبلي.
- 6- المستهدفات: وتبين البيانات والتصورات الكمية لمقاييس الأداء في وقت ما في المستقبل.

¹ وائل محمد صبيح، طاهر محمد منصور الغالبي، أساسيات الأداء وبطاقة الأداء المتوازن، مرجع سابق، ص 154-155.

7- ارتباطات السبب والنتيجة: تعبر عن علاقات الأهداف وارتباط كل منها بالأخر وتكون مشابهة لعبارات (إذا، إذًا) حيث تكون واضحة وجلية.

8- المبادرات الإستراتيجية: هي برامج عمل توجه الأداء الإستراتيجي وتسهل عملية التنفيذ والإنجاز على المستويات التنظيمية الدنيا. وتسجل فيها المبادرات أو الأشياء التي ستقوم بها الشركة لتحقيق الهدف (مثلاً قد يكون الهدف زيادة رضا العملاء عن مستوى الخدمة فيكون المؤشر هو نتيجة استطلاع للرأي تم تنفيذه بشكل ربع سنوي مثلاً، ويقاس مدى رضا العملاء عن الخدمة المقدمة و قد تكون هناك مبادرة مثل تحسين مظهر العاملين أو تدريب العاملين على التعامل مع العملاء أو غير ذلك).

الفرع الرابع: أبعاد بطاقة الأداء المتوازن لتقييم الأداء المالي

تعتبر بطاقة الأداء المتوازن أداة تقييم، فضلاً عن كونها أداة إستراتيجية لكونها تعتمد على أربعة أبعاد لتقييم أداء الشركة بدلاً من التركيز على البعد المالي، وتتمثل الأبعاد الأربعة الأساسية لبطاقة الأداء المتوازن في:

1- البعد المالي لتقييم الأداء:

يعتبر البعد المالي لبطاقة الأداء المتوازن أحد محاور قياس وتقييم الأداء حيث تمثل نتائجه مؤشرات لبلوغ أهداف الشركة حيث تعطي المؤشرات المالية صورة واضحة عن الأداء المالي للشركة وتؤكد مدى مساهمة تنفيذ الإستراتيجية في بلوغ الأهداف المخططة¹. بمعنى آخر، يقاس هذا البعد ربحية الإستراتيجية، لأن تخفيض التكلفة المتعلق بالمنافسين والغير وتحقيقهم للأرباح تمثل المحركات الأساسية للمبادرات الإستراتيجية التي تمارسها الشركة، ويعتمد البعد المالي على كل من الدخل التشغيلي والعائد على رأس المال يمكن تحقيقه².

¹ فاضل حمد القيسي، علي حسون الطائي، الإدارة الإستراتيجية، نظريات مداخل أمثلة وقضايا معاصرة، دار الصفاء، عمان، 2014، ص580.

² محمد هاني محمد، مرجع سابق، ص259.

2- بعد الزبائن (العملاء) لتقييم الأداء

ينصب جوهر وإستراتيجية الشركات في القيمة المقدمة للزبون والتي يمكن وصفها من خلال العناصر التالية: نوعية المنتجات، الأسعار، الخدمات والعلاقات مع الزبون، إذ يبين البعد كيف يمكن للشركة أن تتميز وتتفوق على منافسيها من الشركات الأخرى من خلال جذب الزبائن والإحتفاظ بهم وتوطيد العلاقات مع المستهدف منهم، وعليه فإن القيمة المقدمة لهم تكون حاسمة لكونها تساعد في ربط العمليات في الشركة لتحسين نتائجها (أرباحها)¹. ويحدد هذا البعد قطاعات السوق المستهدفة، ويقيس مدى نجاح الشركة في هذه القطاعات. لتتحكم في أهداف نموها، وتستخدم الشركات مقاييس للأداء، مثل حصة السوق، عدد الزبائن الجدد، ورضا الزبون². وتعتمد الشركة على أخذ حاجيات زبائنها في الإعتبار عند وضع إستراتيجيتها وذلك من خلال تقديم أفضل منتجات بأقل سعر، ومن خلال هذا المنظور في هذه البطاقة يتمكن المدراء من ترجمة رسالتهم بخصوص الزبائن إلى مقاييس محددة ذات علاقة باهتماماتهم وإشباع حاجاتهم ورغباتهم³.

3- بعد العمليات الداخلية لتقييم الأداء المالي

يعتمد هذا البعد على العمليات الداخلية التي تؤيد كلاً من بعد الزبائن عن طريق خلق قيمة للزبون، والبعد المالي بواسطة زيادة ثروة المساهمين⁴. ويحتوي بعد العمليات الداخلية على العمليات التشغيلية الحاسمة والتي تتمثل في:⁵

¹Kaplan Robert, david Norton, "Transforming The Balanced Scorecard from Performance Measurement to strategic Management", **American Accounting Association**, Accounting Horizons, Vol. 15, No. 1, 2001, p93.

² محمد هاني محمد، مرجع سابق، ص 259.

³ وائل محمد صبيحي، طاهر محسن منصور الغالي، أساسيات بطاقة الأداء المتوازن، مرجع سابق، ص 189.

⁴ محمد هاني محمد، مرجع سابق، ص 260.

⁵Kaplan Robert, david Norton, "Transforming The Balanced Scorecard from Performance Measurement to strategic Management", op-cit, p93.

✓ خلق وبناء الإمتيازات من خلال الحث على الإبداع والإبتكار لتطوير منتجات وخدمات جديدة وإختراق الأسواق والزيائن الجدد.

✓ تحسين القيمة المقترحة للعملاء من خلال التوسع والإعتماد على العلاقات مع الزبائن الحاليين.

✓ تحقيق المزايا التشغيلية من خلال التحسينات المتعلقة بإدارة سلسلة التشغيل، العمليات الداخلية، الإنتفاع من الموجودات وإدارة الطاقة والموارد.

وعليه فإن المقاييس الداخلية لبطاقة الأداء المتوازن تنبثق من العمليات التي لها تأثير على رضا الزبون، وتؤثر بدورها على زمن الإنتاج ومهارات العاملين، كما أن وضع الأهداف يتطلب مقاييس تتأثر بأداء العاملين. فالهدف من هذا البعد هو التعامل مع الكفاءة والفاعلية والجودة وإدارة الجودة الشاملة وتكنولوجيا المعلومات، كما يسهم في خفض تكلفة المواد الأولية وتقليل العيوب في وقت التسليم¹.

4- بعد النمو والتعلم لتقييم الأداء المالي

ويحدد هذا البعد جانب القدرات التي يجب أن تنمو فيها الشركة من أجل تحقيق عمليات داخلية عالية المستوى التي تخلق قيمة للعملاء وللمساهمين²، ويعدُّ هذا البعد ذو أهداف استراتيجية للشركة ونظرتها المستقبلية، إذ يركز على تطوير قدرات العاملين في الشركة كونهم البنية التحتية لها والتي تعمل على بناء الشركة وتطويرها للأجل الطويل، وكذلك طبيعة الأنظمة والإجراءات التنظيمية ونوعيتها التي توصل في النهاية إلى تحقيق الأهداف الخاصة برضا العملاء، وكذلك كيفية استخدام التقنيات الحديثة لمواجهة عصر تكنولوجيا المعلومات والوصول إلى تحقيق رغبات العملاء وحاجياتهم وغايات الملاك³.

¹ وائل محمد صبيحي، طاهر محسن الغالي، أساسيات الأداء وبطاقة الأداء المتوازن، مرجع سابق، ص 226.

² محمد هاني محمد، مرجع سابق، ص 260.

³ سليمان حسين البشتاوي، مرجع سابق، ص 403.

خلاصة الفصل الرابع:

حاولنا من خلال هذا الفصل التعرض لمفهوم مصطلح الأداء المالي من خلال عدة زوايا ومقاربات ورؤى للباحثين والمهتمين بالمالية المعاصرة. لكن تبين بأن الاختلاف في تحديد المفهوم، يعود أصلاً إلى تطور الإدارة المالية فبعد أن كان الاهتمام منصباً على تحديد مصادر التمويل، تحول هذا الأخير إلى البحث عن الاستخدام الأمثل لهذه الأموال. وعلى الرغم من هذا التعدد، إلا أنه يوجد قاسم مشترك يجمع بينهم ألا وهو مدى نجاح الشركة في استغلال الموارد المتاحة لديها من موارد مادية ومعنوية أحسن استغلال وتحقيق الأهداف المالية المحددة مسبقاً من طرف الإدارة. وتبين أن هناك عدد من العوامل الداخلية والخارجية، التي يمكن أن تحكم أداء الشركات، وتشمل العوامل الداخلية المتمثلة بالهيكل التنظيمي والمناخ التنظيمي والتكنولوجيا المستخدمة وكذلك الحجم. أما العوامل الخارجية، فتشمل السوق والمنافسة والأوضاع الاقتصادية وغيرها.

كما تم التوصل من خلال الفصل إلى أن تقييم الأداء المالي هو تلك العملية اللاحقة لعملية اتخاذ القرارات، الغرض منها فحص المركز المالي والاقتصادي للشركة في تاريخ معين. ويمكن قياس أداء الشركة من خلال نتائجها المالية، أي من خلال حجم أرباحها. ولأن قياس الأداء المالي وحده لا يعطي أي معلومات جيدة أو مؤشرات ذات معنى عن الشركة ما لم يقارن بمؤشرات ومعايير مرجعية للأداء بهدف تحديد نقاط القوة والضعف، وهي: المعايير المطلقة، والمعايير الصناعية، والمعايير التاريخية، والمعايير المستهدف أو المخطط.

وتستخدم الدراسات التطبيقية الهادفة إلى اختبار أثر القرارات المالية على الأداء المالي مجموعتين من المقاييس والمؤشرات في قياس الأداء المالي للشركات هما: المؤشرات التقليدية لقياس الأداء المالي (أو ما تعرف بالنسب المالية)، والمؤشرات الاقتصادية للأداء (كالقيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة، بطاقة الأداء المتوازن). تستخدم النسب المالية كأداة لتقييم الأداء المالي للشركة بشكل واسع من قبل المحللين وعموم المستثمرين، كون أن لهذه النسب محتوى معلومات تفيد في تقييم الأداء المتوقع في المستقبل. وقد تم

تبويب هذه النسب في أربعة مجاميع رئيسية هي السيولة والربحية ونسب السوق والرافعة المالية، لتعكس مؤشرات كل مجموعة أداء ونشاط معين من أنشطة الشركة. وفي ظل المنافسة الشديدة وعصر المعلوماتية، والتي فرضت على الشركات في مختلف القطاعات، الاهتمام بضرورة خلق القيمة وزيادة ثروة المساهمين، بجانب تحقيق المخرجات المرغوب بها من قبل الزبائن من جهة، والاهتمام بتقويم الأداء بمقاييس جديدة تربط بين مدخلي الكفاءة والفاعلية لمعرفة مدى النجاح المتحقق وإعطاء صورة شاملة للأداء، من جهة أخرى، تشكل مقاييس المحور المالي أحد أهم محاور تقييم الأداء المالي للشركة. وتمثل القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة نافذة غير تقليدية على النتائج المالية للشركات، فهي أدوات للأداء الداخلي والخارجي، تساعد المدراء في كيفية خلق القيمة في الوقت الحاضر والمستقبل، إن تحليل الأداء المالي وفقًا لهذه الاتجاهات المعاصرة يمثل جزءًا مهمًا من أداء الشركة الاستراتيجي ككل، والذي يمكن الإفصاح عنه من خلال تقنية بطاقة الأداء المتوازن، التي تتضمن بالإضافة إلى المحور المالي، محور الزبون، والعمليات الداخلية ومحور التعلم والنمو، إذ تشكل هذه المحاور هيكل البطاقة عند تقييم أداء الشركة.

الفصل الخامس:

الجانب التطبيقي

تمهيد:

بعد أن تطرقنا في الفصول السابقة لأهم الأسس النظرية لموضوع البحث، سنحاول من خلال هذا الفصل أن نتطرق للموضوع من الجانب التطبيقي، وحتى يمكننا الوقوف على أثر كل من قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة 2000-2018، يتوجب علينا أولاً أن نقدم نبذة عن بورصة عمان، وبعد ذلك التعريف بمجتمع وعينة الدراسة، ثم عرضاً للطرق والإجراءات التي استخدمتها الباحثة في الدراسة من حيث منهجية الدراسة وأدوات الدراسة المستخدمة في جمع البيانات، وتوضيح الأساليب الإحصائية التي استخدمت في تحليل البيانات واستخراج النتائج. وفي الأخير اختبار فرضيات الدراسة بالاعتماد على برنامج التحليل الإحصائي STATA 11.

المبحث الأول: الأسس النظرية للأسواق المالية

إن أحسن أداء للاقتصاد القومي يتطلب وجود أسواق مالية قادرة على تخصيص موارد المجتمع التخصيص الكفاء، وتعد الأسواق المالية الآن مقياس للتطور الاقتصادي ومرآة تعكس التنوع في القطاعات الإنتاجية المختلفة والأدوات الاستثمارية المتاحة، نظرًا لما تقدمه من خدمات مالية ذات طبيعة خاصة. وبقدر ما توصف هذه الأسواق بالثبات والقوة، يوصف اقتصاد الدولة بالإستقرار والنشاط تبعًا، وبذلك تنعكس سلامة وحسن الأداء الاقتصادي للدولة بشكل عام، بالمقابل فإن تدهور وانخفاض كفاءة هذه الأسواق يمتد ليشمل باقي القطاعات الاقتصادية ليؤثر سلبًا على الأداء الاقتصادي ككل.

المطلب الأول: الأسواق المالية، مفهومها وتاريخ نشأتها

أدى التطور في التبادل التجاري الدولي والإنتاج الصناعي الواسع إلى الحاجة إلى تمويل المشاريع الكبيرة، مما حفز الأفراد والجماعات إلى ابتكار مؤسسات قادرة على تجميع الموارد والمدخرات وتوظيفها في القطاعات الإنتاجية وتوسيع قاعدة الملكية للمشاريع.

الفرع الأول: تاريخ ونشأة الأسواق المالية

يقال أن الحاجة أم الإختراع، وقد تصدق هذه المقولة في الحاجة الماسة التي ألمت بالمجتمعات آنذاك ودفعت بها لأن تقوم بإيجاد مؤسسة مالية سمتها بعد ذلك بما يعرف اليوم بسوق الأوراق المالية أو البورصة. وتشير الوقائع الى أن الأسواق المالية تلعب دورًا مهمًا في دفع عجلة النمو الاقتصادي وذلك لدورها في تنويع مصادر التمويل وتخفيض تكاليفه. وأهم هذه المؤسسات هي الأسواق المالية، تاريخيًا أن الأسباب التي أدت إلى تكوين الأسواق المالية ارتبطت بتعدد جهات إصدار النقد من قبل دول العالم المختلفة مما ولد وخلق مهنة الصرافة، ففي زمن الأمبروطورية الرومانية التي كانت تستقبل الزائرون من الدول الأخرى حيث ظهرت الحاجة إلى تبديل العملات نتيجة إلى التبادل التجاري الواسع مع الشرق، تأكدت الحاجة إلى مكاتب الصرافة

والصرفيين في إيطاليا، ثم انتقلت إلى بلجيكا في بداية القرن الرابع عشر وتحديداً في مدينة بروج (Bruges) البلجيكية وقامت العائلات التي تعمل في مجال الصرافة بالاجتماع في منزل السيد Van de bourse حيث يتم دراسة عمليات البيع والشراء وتبادل البضائع وبيع وشراء العملات ثم كتابة بوالص التأمين، ومن إسم هذا التاجر صارت تسمية البورصة بأشكالها الحالية المعروفة الآن، إسم "Bourse" بالفرنسية تعني سوق الأوراق المالية. وأنشأ أول سوق مالي في عام 1339 في بلجيكا وانتقل إلى مدينة ليون في فرنسا عام 1639 ثم إلى باريس وإلى أمستردام ولندن في القرن السابع عشر، وانتظمت الأسواق بحدود عام 1890 بعد حركة الكشوفات الجغرافية واكتشاف أمريكا الشمالية والجنوبية وكذلك الثورة الصناعية التي لها الأثر في تطور الفكر الاقتصادي والأسواق المالية، حيث الاستثمار الكبير في شراء الأسهم بالشركات المتخصصة في بناء السكك الحديدية، وعلى أثر ذلك ارتفعت القيمة الإجمالية للسوق المالية في باريس من 4 مليارات فرنك فرنسي عام 1850 إلى 35 مليار فرنك عام 1880 ثم احتلت البورصة في لندن ونيويورك وطوكيو المركز الأول بحجم الأموال المتداولة في السوق¹. وقد مرت فكرة الأسواق المالية في نشأتها وتطورها بخمس مراحل، ارتبطت بالتطور المالي والإقتصادي للدول²:

المرحلة الأولى: وقد تميزت بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة، وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة، وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزاوية وعقارية، جعلهم يلجؤون إلى الإقتراض من هذه البنوك؛ لتمويل مشروعاتهم.

¹ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص ص19-20.

² مبارك سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005، ص ص55-56.

المرحلة الثانية: وتميزت بظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، فبعد أن كانت هذه البنوك تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أصبحت في هذه المرحلة تقوم بأعمالها في خصم الأوراق التجارية، وتقديم الإئتمان، وفقاً للضوابط التي يضعها البنك المركزي.

المرحلة الثالثة: وتميزت هذه المرحلة بظهور البنوك المتخصصة في الإقراض متوسط وطويل الأجل، مثل البنوك الصناعية، والبنوك الزراعية، والبنوك العقارية، وبنوك التنمية، وبنوك الاستثمار. وكانت هذه البنوك تقوم بإصدار السندات؛ لسد احتياجاتها من الأموال، ولكي تزيد من قدرتها على تمويل المشاريع المختلفة، كما كانت البنوك المركزية تقوم بإصدار سندات الخزينة.

المرحلة الرابعة: ظهور الأسواق النقدية؛ حيث ازدادت حركة الأوراق التجارية، وشهادات الإيداع القابلة للتداول.

المرحلة الخامسة: اندماج الأسواق النقدية في السوق المالية، واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق المالية الدولية؛ نتيجة لتطور وسائل الإتصال المختلفة، وظهور البورصات المتخصصة في بيع وشراء الأوراق المالية طويلة الأجل؛ مثل الأسهم والسندات.

الفرع الثاني: مفهوم الأسواق المالية

تعد الأسواق المالية من التنظيمات المالية التي تحظى باهتمام جميع الدول المتقدمة والنامية كونها ضرورية لجمع الأموال وحشد الإذخارات وتوجيهها نحو الاستثمارات.

تعود تسمية الأسواق المالية لمفهوم السوق بشكل عام. والسوق هي المكان الذي تباع فيه السلع وتشتري، فهي تشكل مجموعة العلاقات التعاقدية بين البائعين والمشتريين الذين تتلاقى رغباتهم في التبادل¹.

¹ أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة: دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي للنشر والتوزيع، إربد، 2008، ص7.

وترتكز فكرة الأسواق المالية على نظرية أدم سميث التي تقوم على فكر تقسيم العمل، وتعتمد فكرة تقسيم العمل على كبر حجم السوق وعلى حجم الإنتاج، مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعاً للمزايا النسبية، وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية¹.

تمثل الأسواق المالية حلقة الوصل بين القطاعات المختلفة في المجتمع (المدخرين والمتجرين) وتقوم في تآدية وظائفها الأساسية بنقل الأموال الفائضة (المدخرات) إلى تلك القطاعات التي لديها عجز في الأموال. وتعتبر السوق المالية مكان إلتقاء أو تنظيم يجمع بين عارضي رؤوس الأموال والطالبين لها وذلك بغية تعبئة فوائض بعضهم وتوجيهها نحو عجز بعضهم الآخر وفق شروط محكمة مسبقاً².

يقصد بسوق المال جميع الأجهزة والمؤسسات التي تعمل في تجميع المدخرات بكافة أشكالها وآجالها، وإعادة استثمارها بشكل مباشر أو غير مباشر³.

وسوق المال بهذا المفهوم عبارة عن قناة بين أولئك الذين يملكون فوائض مالية (المدخرون) – وهم يشكلون جانب العرض للأموال- وأولئك الذين لديهم عجز مالي (المقترضون) – وهم يشكلون جانب الطلب على الأموال- حيث تعمل سوق المال على انسياب الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي (أفراد، مؤسسات، شركات) إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (أفراد، مؤسسات، شركات).

فسوق المال عبارة عن نظام يستخدم لزيادة رأس المال، من خلال تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً بين مختلف القطاعات الاقتصادية وغيرها في المجتمع بهدف تعبئة المدخرات وتنميتها وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة⁴.

¹ جمال جويدان الجميل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص ص16-17.

² عبد اللطيف مصيطفى، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة الحسن العصرية، بيروت، لبنان، 2015، ص13.

³ محمد صادق إسماعيل، البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية، العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، 2016، ص13.

⁴ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سابق، ص21.

وتشير الأسواق المالية إلى الميكانيكية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة، من خلال المؤسسات المالية التي تضمها هذه الأسواق، وتتكون الأسواق المالية أساسًا من سوق رأس المال - وهي السوق التي يتم فيها التعامل على الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات - أما السوق الأخرى فهي سوق النقد - وهي السوق التي يتم التعامل فيها على الأوراق المالية قصيرة الأجل¹.
مما سبق يمكن تحديد مفهوم الأسواق المالية بأنها سوق لعقد صفقات البيع والشراء المعاملات المالية بمختلف أنواعها كالأسهم والسندات وغيرها بغض النظر عن الحيز المكاني لوجوده من عدمه شريطة وجود تلك المعاملات، وتوافر قنوات اتصال فعالة مباشرة.

وحرى بنا الإشارة إلى المفهوم الذي شاعت استعمالته في وقتنا الحاضر عوضًا عن مفهوم السوق المالية، هذا المفهوم هو البورصة، ولذلك فإنه يصح القول: سوق الأوراق المالية، أو بورصة الأوراق المالية، وهذا ما نجده متداولًا عند الكثير من الباحثين والدارسين المعاصرين.

المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية

تعد الأسواق المالية بكل أصنافها وأنواعها أحد أهم مكونات النظام المالي في الاقتصاد، وتصنف أسواق المال على أسس مختلفة من زوايا مختلفة، ولكن رغم هذه التصنيفات تبقى الأسواق المالية في الواقع متداخلة ومن الصعب إيجاد فاصل جدي بين نوع معين منها ونوع آخر. وعليه فسيتم تناول هذه الأنواع من خلال الفروع التالية.

الفرع الأول: أنواع الأسواق المالية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها

تشمل الأسواق المالية من حيث نوع الأدوات المالية المتداولة فيها على سوق النقد وسوق رأس المال، وبالإمكان التمييز بين السوقيين بناءً على مدة استحقاق الأدوات الاستثمارية (المالية) المتداولة في هذه الأسواق.

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 21.

أولاً: أسواق النقد

تمثل أسواق النقد الشق الأول للأسواق المالية، تتعامل بالأرصدة المالية لمدة قصيرة الأجل لا تتجاوز سنة¹. وتعرف على أنها: "عبارة عن الأسواق التي تتم من خلالها الإقراض أو الاقتراض بين البنوك المحلية والبنوك الأجنبية، وترتكز على عامل أساسي مهم هو سعر الفائدة ويتحدد سعر الفائدة بناءً على العرض والطلب"².

كما عرفها عبد اللطيف مصيطفى وآخرون (2015) على أنها: "الأسواق التي تتعامل في الأوراق قصيرة الأجل حيث تمثل هذه الأوراق أدوات دين أو صكوك مديونية مدون عليها ما يؤيد بأن لحاملها أو لحائزها الحق في استرداد مبلغ معين من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، وهذه الأدوات تكون قابلة للتداول وأن تواريخ استحقاقها لا تزيد عن سنة"³.

وعليه فأسواق النقد ليس لها مكان محدد يتم التعامل فيه، وإنما يتم من خلال السماسرة المتخصصين، أو البنوك التجارية، إما بالالتقاء المباشر، وإما بواسطة وسائل الإتصال كالهاتف، التلكس، شبكة إعلام آلي بين المتدخلين، وغيرها، وهي أسواق التمويل والتوظيف المباشر في الأجل القصير، وموضوع المبادلة في أسواق النقد هو الموجودات النقدية أي الموجودات التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة بسرعة وبسهولة وبأقل قدر من مخاطر الخسارة⁴.

¹ أحمد السعد، مرجع سابق، ص 14.

² جمال جويدان الجمل، مرجع سابق، ص 30.

³ عبد اللطيف مصيطفى، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 15-16.

⁴ نفس المرجع، ص 16.

ثانيًا: أسواق رأس المال

تمثل أسواق رأس المال الجزء الثاني للأسواق المالية والتي يتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل، سواء أكانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات، أو عن ملكية كالأسهم. ووفقًا لذلك فقد عرفت أسواق رأس المال بأنها: "الإطار أو التنظيم الذي يشمل العارضين أو المقرضين لرأس المال طويل الأجل، والطالبيين أو المقرضين الذين هم في حاجة إلى تلك الأموال لفترة طويلة، بالإضافة إلى عدد من الوسطاء الماليين المتخصصين"¹. كما عرفها أحمد السعد (2008) بأنها: "أسواق منظمة يتم فيها تلاقي إدارة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأوراق المالية"².

وتنقسم أسواق رأس المال إلى أسواق حاضرة وأسواق عقود مستقبلية. ويقصد بالأسواق الحاضرة تلك الأسواق التي تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات)، وتشمل على البورصة وأسواق غير منظمة تتداول فيها الأوراق المالية من خلال بيوت السمسرة والبنوك التجارية، وأسواق أخرى كالخزانة والبنك المركزي اللذان يحتكران التعامل في أنواع معينة من الأوراق تصدرها الحكومة، أما أسواق العقود المستقبلية فهي أسواق تتعامل أيضًا في الأسهم والسندات من خلال عقود³.

وتتنوع أسواق رأس المال إلى سوق أولية يجري فيها إصدار الأوراق المالية، وسوق ثانوية تتداول فيها هذه الأوراق، كما أن التعامل بها يتم في البورصة وخارجها⁴.

¹ مبارك سليمان، مرجع سابق، ص 61.

² أحمد السعد، مرجع سابق، ص 19.

³ عبد اللطيف مصيطفى، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 21.

⁴ مبارك سليمان، مرجع سابق، ص 62.

الفرع الثاني: أنواع الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول

وفقاً لهذا المعيار تنقسم الأسواق المالية إلى سوقين هما: السوق الأولية (الإصدار) والسوق الثانوية

(التداول). و فيما يلي عرض مختصر لهذين السوقين:

أولاً: السوق الأولية (الإصدار)

ويطلق على السوق الأولية أيضاً سوق الإصدارات، وتعرف على أنها: "السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، وتختص بتأسيس الشركات الجديدة أو التوسع في رأس مال الشركات في صورة أوراق مالية، وتتم هذه العملية عادةً عن طريق المؤسسات المصرفية أو بنوك الاستثمار. إلخ¹.

وعرفت بأنها: السوق التي تخلقه مؤسسة متخصصة، تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراقاً مالية قامت بإصدارها لحساب شركة أعمال، أو جهة حكومية²، فهي بذلك تسمى بالسوق الجديدة، وذلك إما لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم حيث تقوم الشركات التي هي بحاجة للأموال، أو بغرض تغطية التكلفة الاستثمارية والتي تتجاوز قدراتها، تقوم بطرح عدد من الأوراق المالية وتطرحها للإكتتاب سواء العام أو الخاص مما يعطي لمختلف الأفراد والهيئات فرص المشاركة في توفير الأموال بواسطة مدخراتهم وتوجيهها مباشرة نحو الاستثمار دون وسطاء مصرفيين³.

ويتم تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية بأحد الأسلوبين⁴:

الأسلوب المباشر: بمعنى أن تباشر الشركة بنفسها أمر بيع الأوراق المالية التي أصدرتها، وذلك بالاتصال المباشر بالمشترين، من الأفراد، أو المؤسسات المالية، وبيع تلك الأوراق لهم.

¹ جمال جويدان الجمل، مرجع سابق، ص30.

² مبارك سليمان، مرجع سابق، ص68.

³ عبد اللطيف مصيطفي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص22.

⁴ مبارك سليمان، مرجع سابق، ص70.

الأسلوب غير المباشر: بمعنى أن يتولى أمر تسويق الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة غيرها من المؤسسات المالية المتخصصة في هذا الشأن، كمصارف الاستثمار.

ثانيًا: السوق الثانوية (التداول)

ويتم فيها التعامل ببيع وشراء الأوراق المالية بعد إصدارها، ويقتصر التعامل بها داخل البورصة على وسطاء السوق، فهم يمثلون حلقة الوصل بين البائعين والمشتريين. وهذه السوق إما أن يتم فيها تنفيذ البيع بشكل مباشر، حيث يتم الاتصال بين البائعين والمشتريين دون وسطاء، أو يتم بشكل غير مباشر عن طريق وسطاء، وهذه إما أن تكون رسمية أو غير رسمية، فالرسمية يتم فيها تداول الأوراق المقيدة في جداول أسعار الأسواق الرسمية، وأما غير الرسمية (الموازية، أو غير المنظمة) فهي سوق للمفاوضة يجري فيها التعامل بصفة أساسية على الأوراق غير المقيدة في جداول أسعار الأوراق المالية¹. وتعتبر سوق التداول عن المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعًا وشراءً، والتي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية طويلة الأجل من الأسهم والسندات السابق إصدارها من بائع لمشتري، طبقاً لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء. وتنبع أهمية السوق الثانوية من أنها تعمل على تحويل الأوراق المالية أو بيعها خلال آجالها المحددة، مما يجعل المستثمر (المدخر) مطمئنًا إلى أنه يستطيع الحصول على السيولة (النقود) اللازمة في أي وقت يريده².

الفرع الثالث: أنواع الأسواق المالية من حيث مكان التداول

يجري تداول الأدوات المالية إما في قاعات معدة لذلك، وإما أن يجري من خلال مكاتب سمسرة الأوراق المالية، والوسطاء الماليين. ويطلق على القاعة المخصصة للتداول؛ البورصة، بينما يطلق على التداول الذي يتم من خلال مكاتب السمسرة والوسطاء؛ سوق التداول خارج البورصة.

¹ أحمد السعد، مرجع سابق، ص 17.

² محمد صادق اسماعيل، مرجع سابق، ص 15.

أولاً: البورصة

ويطلق عليها السوق المنظمة، وسوق المزاد، والسوق الرسمية، والسوق القارة. وتتميز هذه السوق بوجود مكان معين يلتقي فيه المتعاملون ببيع وشراء الأوراق المالية، وتدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ويقتصر التعامل فيها على الأوراق المالية المستوفية لشروط معينة، تسمح بقيدها في قوائم السوق، وترتبط هذه الشروط عادةً بعدد المساهمين، وعدد الأسهم المصدرة، وصافي الربح في السنوات السابقة على طلب التسجيل، ومقدار قيمة موجودات الشركة، إلى غير ذلك. والعادة في البورصات أن تتبادل فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها، إلا أنه يمكن أن تباع فيها الإصدارات الجديدة أيضاً¹.

كما فرق أحمد السعد (2008) بين مفهوم البورصة والسوق وذكر أن البورصة وليدة السوق، وهي إحدى أنواعه، فكل منها محل للبيع والشراء، إلا أن البورصة سوق منظمة تقام في أماكن معينة، وفي أوقات محددة، يغلب أن تكون بورصة يومية للمتعاملين بيعاً وشراءً بمختلف الأوراق المالية، في ضوء نظام يحدد قواعد ولوائح وقوانين التعامل والشروط الواجب توافرها في الأوراق المالية والمتعاملين².

وتقوم البورصة بإدراج الشركات أو أسهم الشركات لديها، وهناك معايير محددة يتطلب استيفائها ومصاريف ورسوم تسجيل يتعين تسديدها، وبعد ذلك يسمح بتداول الأوراق المالية فيها بيعاً وشراءً، ولكن عمليات الإدراج في البورصة تخضع لشروط تحدد طبيعة الشركات التي يتم تداول أسهمها بالبورصة، وتختلف هذه الشروط حسب طبيعة البلد من حيث حجم الاقتصاد، وعدد الشركات، عدد السكان والمستثمرين،

¹ مبارك سلمان، مرجع سابق، ص ص 78-79.

² أحمد السعد، مرجع سابق، ص 19.

وتاريخ السوق ... إلخ من العناصر العامة، وكذلك بالنسبة للشركات من حيث الأرباح وحجم الموجودات وعدد الأسهم وعدد المساهمين. ويدير عمليات التبادل في هذه السوق الوسطاء العاملون بها¹.

ثانياً: سوق التداول خارج البورصة

ويطلق عليها السوق غير المنظمة، والسوق غير الرسمية، والسوق الموازية، والسوق غير القارة. وتتميز هذه السوق بعدم وجود مكان محدد لإجراء التعامل، وإنما يتم الاتصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكة كبيرة من أجهزة الاتصال القوية، كالخطوط الهاتفية، أو أجهزة الحاسب الآلي، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين المتعاملين، وتتم في هذه السوق تداول الأوراق المالية التي لم تستوف شروط إدراجها في قوائم البورصة. على أنه يمكن أن تتداول فيها أوراق مالية مسجلة في البورصة، وفي هذه الحالة يطلق على السوق مصطلح السوق الثالثة، حيث تتكون هذه السوق من عدد من بيوت السمسرة، من غير أعضاء البورصة، التي لها حق التعامل - خارج البورصة- في الأوراق المالية المسجلة فيها. كما أن هناك سوقاً أخرى يطلق عليها مصطلح السوق الرابعة، وتمثل ذلك الجزء من السوق الذي يجري فيه التعامل مباشرة بين المتعاملين من المؤسسات الكبيرة، والأفراد الأغنياء، الذين يتعاملون في أحجام كبيرة من الأوراق المالية، من غير وساطة أحد السماسرة أو تجار الأوراق المالية².

المطلب الثالث: نبذة عن بورصة عمان

تعد سوق عمان المالية من أكثر أسواق المنطقة العربية تطوراً وتنظيماً، ولعل الدليل الأبرز على مدى تطور هذه السوق وتنظيمها هو قيام الحكومات التونسية والعمانية بالاستعانة بالخبرات الأردنية في إنشاء أسواق رأس المال وتنظيمها في كل من تونس ومسقط، وكذلك المساعدة الفنية التي وفرتها سوق عمان للسلطة

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص ص43-44.

² مبارك سليمان، مرجع سابق، ص ص81-82.

الوطنية الفلسطينية بهدف تأسيس القدس للأوراق المالية، إضافةً إلى الاستثمارات التي قدمتها إدارة السوق للقائمين على تنظيم سوق الأوراق المالية في الجمهورية اليمنية.

الفرع الأول: نشأة بورصة عمان

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الأردني الإكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938 وشركة مصانع الإسمنت الأردنية عام 1951. كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات. ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة، مما دعى الحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها عام 1976. كما باشرت السوق أعمالها بتاريخ 1978/1/1.

وظلت سوق عمان المالية تلبية احتياجات المستثمرين حتى منتصف عقد التسعينات الذي بدأ يشهد تحولات كبيرة في صناعة الأوراق المالية. وفي عام 1997 صدر قانون الأوراق المالية في الأردن وتم بموجبه إنشاء هيئة الأوراق المالية كخلف قانوني لسوق عمان المالية وأصبحت الجهة التي تتولى عمليات التشريع والإشراف والرقابة. وأنشأت بورصة عمان في 11 مارس 1999 بموجب قانون الأوراق المالية كمؤسسة مستقلة إدارياً ومالياً تدار من قبل القطاع الخاص ولا تهدف إلى الربح وأوكل إليها القيام بالدور التنفيذي كسوق منظمة لتداول الأوراق المالية في الأردن تحت رقابة هيئة الأوراق المالية. كما أنشئ مركز إيداع الأوراق المالية بموجب القانون كمؤسسة مستقلة تدار من قبل القطاع الخاص.

وفي 20 فيفيري 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة وتعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان. وتدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة. وتهدف شركة بورصة عمان إلى ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها، وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعاقل، ونشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها الشركة. ولتحقيق غاياتها تضع الشركة الأنظمة الداخلية والتعليمات والمتطلبات اللازمة لإدارتها وتلك المتعلقة بالتعامل بالأسواق المالية وفق أفضل الممارسات العالمية المتبعة، ولها انشاء واحتساب المؤشرات المالية الخاصة بالأوراق المالية المدرجة فيها، والدخول في اتفاقيات أو تحالفات استراتيجية وتجارية واستثمارية مع أسواق المال والمشتقات داخل المملكة أو خارجها ومع مزودي الخدمات أو أي جهات أخرى ذات علاقة بعملها، والتعاون وتبادل المعلومات مع الأسواق والجهات الرقابية والإشرافية على الأسواق المالية ذات الصلة والسلطات الحكومية وغير الحكومية وغيرهم من الجهات والأشخاص داخل المملكة وخارجها .

ومن المتوقع أن يساهم تحويل البورصة إلى شركة في تعزيز المنفعة الاقتصادية التي تقدمها البورصة للاقتصاد الوطني، وسيمكنها من تقديم خدمات أفضل واستقطاب شركات جديدة ومتعاملين جدد والدخول في اتفاقات إقليمية ودولية مع جهات مختلفة لزيادة الحصة السوقية لها إقليمياً ودولياً¹.

¹ <https://www.ase.com.jo/ar/nbdht-n-alshrkt/mn-nhn/mn-nhn>

الفرع الثاني: تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة الأردنية

في جوان 2015، وافق مجلس الوزراء من حيث المبدأ على تحويل البورصة إلى شركة مساهمة عامة. وفي شهر سبتمبر 2016 تبنى مجلس الوزراء الحزمة الأولى من توصيات مجلس السياسات الاقتصادية ومن ضمنها تحويل بورصة عمان إلى شركة مساهمة عامة. وفي ذات الشهر صدر قرار عن الديوان الخاص بتفسير القوانين يتيح تحويل بورصة عمان إلى شركة مساهمة عامة استناداً إلى أحكام المادة (65/ح) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002. وعليه، فقد تم تشكيل لجان لوضع عقد التأسيس وإعداد النظام الأساسي للشركة وكذلك تحديد رأسمالها. وبناءً عليه تم تسجيل شركة بورصة عمان كشركة مساهمة عامة لدى دائرة مراقبة الشركات بتاريخ 2017/2/20، ورأس مال مقداره (4.774.525) دينار، وبذلك تحولت الصفة القانونية لبورصة عمان إلى شركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة، وتعتبر الخلف القانوني والواقعي لبورصة عمان، وتؤول إليها جميع حقوقها وموجوداتها والتزاماتها. ومن الجدير بالذكر بأن مجلس إدارة البورصة قد قرر باعتبار جميع الأنظمة والتعليمات والأسس والقرارات الصادرة عن بورصة عمان سارية المفعول وذلك لحين استبدالها بغيرها أو إلغائها على أن لا تطبق الأحكام والنصوص الواردة فيها إذا تعارضت مع عقد التأسيس والنظام الأساسي لشركة بورصة عمان¹.

الفرع الثالث: الإدراج في بورصة عمان

بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان 194 شركة بنهاية عام 2017 مقابل 224 شركة مدرجة بنهاية عام 2016، حيث بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق الأولى 69 شركة، وعدد الشركات المدرجة في السوق الثانية 125 شركة. ومما يذكر بأن صافي رؤوس أموال الشركات المدرجة في البورصة انخفضت إلى نحو 6.6 مليار دينار/سهم بنهاية العام 2017 مقارنة مع نحو 6.8 مليار دينار/سهم بنهاية العام 2016. ومن الجدير

¹ بورصة عمان، التقرير السنوي، 2017.

بالذكر أنه تم خلال هذا العام إلغاء السوق الثالثة في البورصة، حيث تم نقل 6 شركات من شركات السوق الثالثة للسوق الثانية وذلك لتحقيقها شروط الإدراج في السوق الثانية وهي: شركة الإتحاد العربي الدولي للتأمين AIUI، وشركة التجمعات الاستثمارية المتخصصة SPIC، وشركة المجموعة الاستشارية الاستثمارية CICO، وشركة الفارس الوطنية للاستثمار والتصدير CEBC، وشركة الشراع للتطوير العقاري والاستثمارات SHRA، وشركة الزي لصناعة الألبسة الجاهزة ELZA. أما الشركات المتبقية والبالغ عددها 29 شركة من شركات السوق الثالثة فقد تم إلغاء إدراج أسهمها ونقلها للتداول في سوق الأوراق المالية غير المدرجة (OTC)، وذلك لعدم تحقيقها شروط الإدراج في السوق الثانية أو لم تقم بتزويد البورصة بالبيانات السنوية المدققة لعام 2016 في الموعد المحدد في التعليمات¹.

الفرع الرابع: تقسيمات الأسواق في بورصة عمان

يتم التداول بأسهم الشركات في بورصة عمان من خلال سوقين، السوق الأولى والسوق الثانية، حيث تم تقسيمهما حسب معايير السيولة والربحية للشركات. شروط إدراج أسهم الشركات في السوق الأولى:

- مضي عام كامل على إدراج أسهم الشركة في السوق الثانية.
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين عن (100%) من رأس المال المدفوع.
- أرباح صافية قبل الضريبة في سنتين ماليتين على الأقل خلال آخر ثلاث سنوات.
- لا تقل الأسهم الحرة في الشركة عن:
 - (5%) إذا كان رأس المال (50) مليون دينار فأكثر.
 - (10%) إذا كان رأس المال أقل من (50) مليون دينار.

¹ بورصة عمان، التقرير السنوي، 2017.

- عدد مساهمي الشركة (100) مساهم فأكثر.
- لا يقل عدد أيام تداول الشركة عن (20%) من عدد أيام التداول الكلي خلال السنة المالية، وأن يتم التداول ب(10%) على الأقل من الأسهم الحرة للشركة خلال نفس الفترة.
- وينقل إدراج أسهم الشركة من السوق الأولى إلى السوق الثانية في أي من الحالات التالية:
- انخفاض صافي حقوق المساهمين إلى ما دون (75%) من رأس المال المدفوع.
- إذا أظهرت حسابات الشركة وجود خسائر في آخر ثلاث سنوات متتالية.
- انخفاض الأسهم الحرة في الشركة عن الحد المقرر.
- انخفاض عدد مساهمي الشركة عن (75) مساهم.
- انخفاض عدد أيام تداول الشركة خلال السنة المالية عن الحد المقرر.
- انخفاض نسبة الأسهم المتداولة للشركة خلال السنة المالية عن الحد المقرر.

الفرع الخامس: التصنيف القطاعي الجديد للشركات المدرجة في بورصة عمان

قامت بورصة عمان في عام 2006 بانتهاج توزيع قطاعي جديد للشركات المدرجة لديها بغية مواكبة المعايير الدولية في هذا المجال، حيث يساعد هذا التوزيع في إظهار طبيعة وغايات عمل الشركات بصورة أوضح وأدق للمستثمرين لمساعدتهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، مما يسهل عمليات التحليل المالي للشركة ومقارنتها مع الشركات المشابهة لها ومع القطاع الذي تنتمي إليه، كما يمكن للمستثمرين متابعة التغيرات في أسعار أسهم القطاعات المختلفة من خلال المؤشرات التي قامت البورصة باحتسابها لكل قطاع رئيسي وفرعي.

وبغرض عمل هذا التصنيف للشركات المدرجة، قامت بورصة عمان بدراسة المعايير العالمية المطبقة في هذا المجال، وكذلك الاطلاع على التصنيفات القطاعية لبعض البورصات العربية والعالمية، حيث تم اعتماد التصنيف المتبع من قبل مؤسسة ستاندرد اند بورز مع إجراء بعض التعديلات الطفيفة عليه ليتلائم مع طبيعة

عمل الشركات الأردنية. وبموجب هذا التوزيع تم وضع الشركات المدرجة في ثلاثة قطاعات رئيسية وتم تقسيم القطاعات الرئيسية الثلاثة إلى (23) قطاع فرعي، بحيث تم وضع الشركات التي لها نفس النشاط التشغيلي في نفس المجموعة. وهذه القطاعات هي:¹

- **القطاع المالي:** ويضم الشركات التي تعمل في قطاعات البنوك، التأمين، الخدمات المالية والعقارات
- **قطاع الخدمات:** ويضم الشركات التي تعمل في مجال الخدمات الصحية، التعليم، الطاقة، النقل، السياحة، الإتصالات، الإعلام والخدمات التجارية.
- **قطاع الصناعة:** ويضم الشركات التي تعمل في مجال الأدوية والصناعات الطبية، الصناعات الكيماوية، صناعة الورق والكرتون، الطباعة والتغليف، الصناعات الاستخراجية والتعدينية، الصناعات الإنشائية والهندسية، الصناعات الغذائية، التبغ والسجائر، الملابس و الجلود والنسيج، الصناعات الكهربائية، الصناعات الزجاجية والخزفية.

المبحث الثاني: منهجية الدراسة

يستعرض هذا المبحث المنهجية المتبعة في هذه الدراسة لإستقصاء أثر قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، وذلك بالتعريف بمجتمع الدراسة وعينتها والأدوات المستخدمة وتحديد أساليب جمع البيانات، وتوضيح النماذج الرياضية التي سيتم استخدامها في التحليل، والتعريف بمتغيرات الدراسة وطرق قياسها، وأهم الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات.

¹ بورصة عمان، التقرير السنوي، 2006.

1- مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية (ASE) والبالغ عددها 62 شركة موزعة على 11 قطاع فرعي حتى نهاية عام 2018 ، وقد تم استبعاد الشركات التي لم تتوفر بيانات كافية عنها تغطي فترة الدراسة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2018 بالإضافة إلى الشركات التي تم الاستحواذ عليها والتي تعرضت للتصفية أو الاندماج أو إيقاف التشغيل. وقد تم الحصول على البيانات المستخدمة لغايات التحليل الإحصائي من التقارير السنوية (الميزانية، قائمة الدخل، وقائمة التدفق النقدي) للشركات الصناعية عينة الدراسة.

2- بيانات الدراسة وطرق جمعها

اعتمدت هذه الدراسة أسلوب (Panel Data Analysis)، الذي يضم كل من خصائص البيانات القطاعية، والسلاسل الزمنية، والذي يسمى أحياناً (Cross-Sectional Time-Series Data)، ومن أهم المزايا التي تتميز بها البيانات في هذا النوع من التحليل (بالمقارنة مع تحليل البيانات المقطعية "Cross-Sectional Data" وتحليل السلاسل الزمنية "Time-Series Data")¹:

- ✓ تساهم في زيادة حجم العينة (من خلال زيادة عدد مشاهدات الدراسة).
- ✓ توفر كمًا أكبر من المعلومات.
- ✓ تساهم في التقليل من بعض مشاكل التحليل، كمشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity)، بحيث تخفض الارتباط بين المتغيرات المستقلة، وتكون العلاقات الخطية المتداخلة بين المتغيرات أقل وترفع درجات الحرية كذلك.
- ✓ تقديم المعلومات يكون وفق ترتيب الأحداث.

¹ Cheng Hsio, **Analysis of Panel Data**, University of Southern California, 2003, p11.

✓ تسمح بتحليل عدد من القضايا الاقتصادية الديناميكية التي لا يمكن تناولها باستخدام بيانات السلاسل الزمنية أو البيانات المقطعية.

✓ تحسن كفاءة المعاملات المقاسة مما يجعل التقديرات أكثر كفاءة.

وقد قامت الباحثة بجمع البيانات بالإعتماد على الكتب والدراسات السابقة وقواعد البيانات العالمية، إضافةً إلى التقارير السنوية الصادرة عن بورصة عمان للأوراق المالية (ASE) التي تغطي فترة الدراسة. أما بالنسبة للبيانات المستخدمة لغايات التحليل الإحصائي فتم الحصول عليها من التقارير السنوية (القوائم المالية) متمثلة بالميزانية، قائمة الدخل للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي عينة الدراسة، وتم الاستعانة أيضاً بدليل الشركات الصناعية الصادر عن بورصة عمان (ASE).

3- نموذج الدراسة

لاختبار أثر قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية، تعتمد هذه

الدراسة على نموذج الإنحدار المتعدد التالي:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 Invst_{it} + \beta_3 DIV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 Risk_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \epsilon_{it}$$

حيث:

Y_{it} : تمثل (ROA, ROE, MTB) وتعرف باسم مقاييس الأداء.

LEV: تمثل نسبة الرفع المالي.

Invst: تمثل مجموع الفرص الاستثمارية.

DIV: نسبة توزيعات الأرباح.

SIZE: حجم الشركة.

Risk: المخاطر.

GROW: فرص النمو.

ϵ : معامل الخطأ.

4- متغيرات الدراسة

يحتوي نموذج الدراسة على نوعين من المتغيرات، وهي المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة والمتغيرات الضابطة.

المتغيرات التابعة (لقياس الأداء المالي): وتشمل المتغيرات التالية:

- نسبة العائد إلى إجمالي الموجودات (ROA)

توضح هذه النسبة قدرة الأموال المستثمرة في الشركة على تحقيق صافي الربح، مع تغطية كافة التكاليف التشغيلية وغير التشغيلية. وتقيس هذه النسبة العلاقة بين صافي الربح وحجم الموجودات، أي مدى قدرة الدينار المستثمر في الموجودات (بغض النظر عن الطريقة التي يتم فيها تمويل الموجودات) على توليد الأرباح وبذلك فإنه يعكس كفاءة أنشطة العمليات والأنشطة الاستثمارية وليس الأنشطة التمويلية.¹

وتعتبر نسبة العائد إلى إجمالي الموجودات عن الأداء المحاسبي للشركة، وتوضح علاقة ربح الشركة بإجمالي موجوداتها. هذه النسبة مشابهة لمعدل العائد على حقوق المساهمين (ROE) حيث أن كلا منهما يقيس العائد على الاستثمار بصورة أو بأخرى.² ويمكن احتساب نسبة نسبة العائد إلى إجمالي الموجودات (ROA) باستخدام القانون التالي:³

$$ROA = NI / Asset$$

بحيث:

NI: صافي الربح.

Asset: إجمالي الموجودات.

¹ رسمية أبو موسى ، خولة عبده، تطبيقات الحاسوب في العلوم المالية، دار وائل للنشر، 2011، ص138.

² Alex Ng, H Young Baek, Free cash flow, "Leverage, and Performance: Evidence from Canadian Acquisitions", **Journal of International Finance and Economics**, Vol. 1, 2007, pp272-289.

³ Ozkan A, "Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data", **Journal of Business Finance & Accounting**, Vol. 28, 2001, pp175-198.

- نسبة العائد على حقوق المساهمين (حقوق الملكية) (ROE)

توضح نسبة العائد على حقوق المساهمين قدرة الدينار المستثمر من قبل المساهمين في الشركة على تحقيق الأرباح، ويولي المستثمرون هذه النسبة الكثير من الاهتمام والعناية، لأنها تمثل معدل العائد المرغوب من قبلهم، فإذا لم تصل هذه النسبة إلى العائد المتوقع يقوموا بتحويل أموالهم إلى استثمارات أخرى، وتقيس هذه النسبة العائد على كل دينار مستثمر من قبل حملة الأسهم العادية، ويأخذ هذا المقياس بعين الاعتبار أثر النشاطات التشغيلية والتمويلية، وعندما لا يوجد ديون في هيكل رأس مال الشركة فإن العائد على حقوق المساهمين يساوي العائد على الموجودات¹.

وتعتبر نسبة العائد على حقوق المساهمين من المقاييس الأكثر شيوعاً في قياس أداء الشركة، وتقيس العائد الذي تحققه الشركة للمساهمين، وتلعب دوراً هاماً في قرارات الاستثمار الخاصة بملاك الأسهم، وتمثل هذه النسبة كفاءة الشركة في توليد الأرباح من كل وحدة من حقوق المساهمين². ويمكن استخدام القانون التالي لاحتساب نسبة العائد إلى حقوق المساهمين (ROE):

$$ROE = NI / Equity$$

بحيث:

NI: صافي الربح.

Equity: مجموع حقوق المساهمين.

وتقيس النسبتين (العائد إلى إجمالي الموجودات، والعائد إلى حقوق المساهمين) الأداء المحاسبي للشركات.

¹ رسمية أبو موسى، خولة عبده، مرجع سابق، ص 139.

² Ozkan A, op-cit, pp175-198.

- نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (MTB)

ويطلق عليها أيضًا نسبة السعر إلى القيمة الدفترية، وتقيس هذه النسبة قيمة الشركة من خلال مقارنة

القيمة الدفترية للشركة إلى قيمتها السوقية، ويتم احتسابها من خلال القانون التالي:¹

$$MTB = MPPS / BVPS$$

بحيث:

MPPS: القيمة السوقية للسهم الواحد (عدد الأسهم العادية × القيمة السوقية).

BVPS: القيمة الدفترية للسهم الواحد (مجموع الأصول الملموسة – مجموع الالتزامات).

❖ المتغيرات المستقلة

النسبة المالية التي يمكن استخدامها للإشارة إلى قرارات تمويل الشركة هي:

- نسبة الرفع المالي (LEV)

تعتبر هذه النسبة من أكثر المؤشرات استخدامًا لقياس درجة استخدام مصادر التمويل الخارجي في الهيكل

التمويلي للشركة، هذا الإجراء يعطي فكرة عن حجم المخاطر المحتملة التي تواجهها الشركة من حيث عبء ديونها.

و يمكن احتساب نسبة المديونية من خلال القانون التالي:²

$$LEV = Debt / Asset$$

بحيث:

Debt: مجموع الديون.

Asset: مجموع الأصول.

تم التعبير عن القرارات الاستثمارية في الشركات محل الدراسة بالمتغير التالي:

¹Al- Haddad Waseem, Alzurqan Saleh, Al- Sufy Fares, "The Effect of Corporate Governance on the Performance of Jordanian Industrial Companies: An empirical study on Amman Stock Exchange", **International Journal of Humanities and Social Science**, Vol. 1 No. 4, 2011, pp55-69.

² Ziad Zurigat, op-cit, p60.

- نسبة صافي الاستثمار إلى الأصول الثابتة (Invst)

وسيتم قياس القرار الاستثماري من خلال احتساب صافي الاستثمار (النفقات الرأسمالية التي تنفقها الشركة مقابل الحصول على منافع وخدمات طويلة الأجل خلال أكثر من فترة مالية واحدة مثل الموجودات الثابتة والموجودات غير الملموسة، مطروحًا منها الاهتلاك)، وقسمته على صافي الموجودات الثابتة للفترة السابقة (لأن نتيجة استثمارات الفترة الحالية تظهر بعد سنة)¹.

$$\text{Invst} = I_t / K_{t-1}$$

حيث:

I_t : صافي الاستثمارات في الفترة t .

K_{t-1} : صافي الأصول الثابتة للفترة $t-1$.

تم التعبير عن قرارات توزيع الأرباح في الشركات محل الدراسة بالمتغير التالي:

- نسبة توزيعات الأرباح (DIV)

تشير إلى نسبة الأرباح التي توزعها الشركة على المساهمين من صافي الأرباح، أو ما تبقى بعد طرح جميع التكاليف (على سبيل المثال، الاستهلاك، والفائدة، والضرائب) من إيرادات الشركة. ويمكن احتساب نسبة توزيع الأرباح باستخدام القانون التالي:

$$\text{DIV} = \text{DPS} / \text{EPS}$$

بحيث:

DPS: الأرباح الموزعة للسهم الواحد.

EPS: عائد السهم الواحد.

¹ Varouj Aivazian A, Ge Ying, Qiu Jiaping, "The impact of leverage on firm investment", **Journal of Corporate Finance**, Vol.11, No. 1, 2005.

❖ المتغيرات الضابطة

- حجم الشركة (SIZE)

تشير نتائج العديد من الدراسات، إلى أن وجود علاقة موجبة بين حجم الشركة و أدائها، ذلك أن كبر حجم الشركة مؤشراً على القوة السوقية لها، وعلى قدرتها على توليد عوائد أكبر على المبيعات والموجودات¹. وسيتم حسابه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الموجودات كما جاء في دراسة² (Fama, 1998).

- المخاطر (Risk)

سيتم قياس المخاطر في هذه الدراسة من خلال الإنحراف المعياري للتدفقات النقدية (صافي الدخل بعد طرح الإهلاك)، ووفقاً لحجج المفاضلة التقليدية للمخاطرة والعائد، من المتوقع أن تحقق الشركات ذات التقلبات الأكبر في الدخل التشغيلي عوائد أعلى³.

- فرص النمو (GROW)

سيتم قياس فرص النمو من خلال قياس نمو الموجودات في الشركة، ومن المتوقع أن الشركات التي لديها فرص نمو عالية تستخدم نسبة أقل من الديون، وبالتالي تتمتع بدرجة عالية من الأداء⁴. ويمكن احتساب فرص نمو موجودات الشركة باستخدام القانون التالي:

$$GROW = [\ln(\text{prior asset}) - \ln(\text{current asset})] / \ln(\text{prior asset})$$

بحيث:

¹ Wu M, "Corporate Social performance, corporate financial performance, and firm size: a Meta analysis", **The Journal of American Academy of Business**, Vol. 8, No. 1, 2006, pp163-172.

² Fama E F, French K R, Value versus Growth: The International Evidence, **Journal of Finance**, Vol. 53, No.6, 1998, pp1975-1999.

³Rami Zeitun, Gary Gang Tian, "Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan", **The Australasian Accounting Business & Finance Journal**, Vol .1, No. 4, 2007, pp41-61.

⁴ Pouraghajan Abbasali, Esfandiar Malekian, Emamgholipour Milad, "The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange", **International Journal of Business and Commerce**, Vol. 1, 2012, pp166-181.

Ln (prior asset): اللوغاريتم الطبيعي لموجودات السنة السابقة.
Ln (current asset): اللوغاريتم الطبيعي لموجودات السنة الحالية.

5- أساليب تحليل البيانات

لتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام البرنامج الإحصائي Stata11 باعتباره أحد البرامج المتقدمة في التحليل القياسي وبناء النماذج الاقتصادية والمصمم للتعامل مع المشاكل الإحصائية الناتجة عن تقدير نماذج الانحدار، مثل الارتباط المتعدد (Multicollinearity) واختلاف التباين (Heteroskedasticity). حيث يعمل على تحليل السلاسل الزمنية وأساليب فحص جذر الوحدة (Unit roots) واختبار التكامل المشترك (Tests Cointegration) إضافة إلى تحليل البيانات من خلال نموذج (Panel Data Analysis)، ولغرض تحديد أسلوب التحليل الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة تم الإعتماد على ما يعرف ب (Panel Data) وهي عبارة عن سلاسل زمنية لبيانات مقطعية (Time Series of Cross Sectional Data)، يتميز أسلوب Panel Data Analysis عن أسلوب التحليل التجميعي (Pooled Data Analysis) كونه يأخذ بعين الاعتبار أثر العوامل الفردية وعامل الزمن (Individuals & Time Specific Effects) عند تقديره لمعادلات الانحدار، أما أسلوب التحليل التجميعي (Pooled Data Analysis) فيمكن تقديره بواسطة طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) والذي لا يعتبر فعالاً في تقدير معاملات النموذج إذا كان هناك تأثير للعوامل الفردية وعامل الزمن (Individuals & Time Specific Effect). ويمكن تقدير Panel Data إما بأسلوب الأثر الثابت (Fixed Effect Model) والذي يمكن تقديره باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية وأسلوب الأثر العشوائي (Random Effect Model) والذي يتم تقديره باستخدام طريقة المربعات الصغرى العامة (Generalized Least Squares).

ومن أجل تحديد أسلوب التحليل الأمثل لبيانات الدراسة، استخدمت الباحثة العديد من طرق الفحص (Diagnostic Tests) مثل F-Test لقياس صلاحية النموذج بشكل عام، و T-Test لقياس الأهمية الإحصائية لمعاملات التقدير لمتغيرات الدراسة، وتم استخدام (LM) Lagrange Multiplier Test لتحليل الأفضلية بين (Panel Data Analysis) و (Pooled Data Analysis) على أساس قبول أو رفض فرضية العدم في أن التباين المقطعي (Cross-Sectional Variance) يساوي صفر فرفض فرضية العدم يجعل من أسلوب التحليل التجميعي (Pooled data) من خلال OLS (Ordinary Least Squares) غير ملائم وغير فعال لتقدير معاملات الدراسة، في حين استخدمت الباحثة Hausman Test للاختيار بين (Fixed Effect Model) و (Random Effect Model) على أساس فرضية العدم (بأن جميع معاملات التقدير من خلال الأثر العشوائي لها نفس الكفاءة كتلك التي تم تقديرها من خلال الأثر الثابت). إن رفض فرضية العدم يجعل من معاملات التقدير عن طريق الأثر العشوائي أكثر دقة، وهذا لا يعني أن معاملات التقدير الناتجة عن نموذج الأثر الثابت غير فعالة¹. وعلى اعتبار أن الانحدار المشترك يقوم على جملة من الفرضيات، أولها التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة فقد تم تطبيق اختبار (Shapiro-Wilk) على البواقي (Residuals) وتم الاعتماد على مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المختلفة (Variance Inflation Factor: VIF)، وكذلك على اختبار لمعاينة الفرضية الثانية للانحدار المشترك وهي (Multicollinearity) أو التعددية الخطية²، كما تم الاعتماد على اختبار (Breuch-Pagan) بهدف الكشف عن مشكلة عدم تجانس التباين Heteroscedasticity التي قد تتضمنها البيانات (على أساس اختبار فرضية العدم) بأن تباين البواقي (Residuals) متجانس ولقبول فرضية العدم يجب أن لا يكون لقيمة Chi أي دلالة إحصائية.

¹ Damodar N. Gujarati, **Basic Econometrics**, 4th Ed, Irwin/McGraw-Hill: New York, 2003, p362.

² (Gujarati, 2003) يرى أن VIF يجب أن يكون أقل من 10 لتفادي وجود مشكلة التعددية الخطية (Multicollinearity) ومعكوس VIF أي (VIF)

(1) يعطي مستوى الدقة، وعليه فإن انخفاض VIF يدل على اختفاء مشكلة (Multicollinearity) ويزيد مستوى الدقة في التفسير.

المبحث الثالث: تحليل البيانات ومناقشة النتائج

بعد أن حددنا بدقة أهم متغيرات الدراسة، وكذا شكل النموذج الذي نسعى من خلاله إلى تفسير أثر قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، ندرج فيما يأتي نتائج تقدير معادلة الإنحدار باستخدام (Pooled & Panel Data Analysis) الذي يمكن تقديره باستخدام أسلوب الأثر الثابت (Fixed Effect Model) وأسلوب الأثر العشوائي (Random Effect Model). لكن تحليل النتائج سيقتصر فقط على الأسلوب الذي دلت عليه النتائج (Hausman Test و Lagrange Multiplier Test (LM)) على أنه الأسلوب الملائم لبيانات الدراسة والذي يجعل من نتائج تقدير لمعاملات الدراسة أكثر فعالية وكفاءة، إضافة إلى ذلك يعرض المبحث نتائج التحليل الوصفي وتحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة، بالإضافة إلى ملخص عن أهم النتائج، والتوصيات.

1- التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يتطرق هذا الجزء من الفصل إلى أهم الإحصاءات الوصفية التي تضم المتوسطات الحسابية والانحرافات

المعيارية وأدنى وأعلى قيمة للبيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة.

الجدول رقم (1.5) الوسط الحسابي، الإنحراف المعياري، وأدنى وأعلى قيمة للبيانات المتعلقة بمتغيرات نموذج الدراسة.

variables	Mean	Std.Div	Min	Max
ROA	0.034	0.202	-0.684	0.637
ROE	0.032	0.245	-1	0.67
MTB	0.626	0.414	0.001	0.902
LEV	0.294	0.225	0.009	0.934
Invst	0.127	0.268	-1	0.57
Div	0.2	0.205	0.04	1.5
Size	16.506	1.338	13.76	20.6
Risk	0.031	0.035	0.0034	0.871
Grow	1.582	1.016	-1.6	6

Observations (n) = 539.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Stata11.

(ROA): نسبة العائد إلى إجمالي الموجودات. (ROE): نسبة العائد إلى حقوق المساهمين (حقوق الملكية).

(MTB): نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. (LEV): نسبة الرفع المالي. (Invst): نسبة صافي الاستثمار إلى

صافي الموجودات الثابتة للفترة السابقة. (DIV): نسبة توزيعات الأرباح. (SIZE): حجم الشركة. (Risk): المخاطر.

(GROW): فرص النمو.

- يبين الجدول رقم (1.5) أن متوسط نسبة العائد إلى إجمالي الموجودات (ROA) بلغت حوالي (0.034)،

وبانحراف معياري قدره (0.202)، وتعتبر هذه النسب منخفضة عمومًا، وقد يعزى ذلك إلى عدم الاستقرار

المالي والاقتصادي للشركات خاصة بعد الأزمة المالية العالمية، وقد تدل على ضعف أداء وإدارة استثمار

الشركات الصناعية الأردنية (عينة الدراسة) لموجوداتها لتحقيق الأرباح. مما سبق، يمكن ملاحظة أن تكلفة

التمويل أكبر من معدل العائد على الموجودات (في حالة التمويل بالقروض يعتبر هذه المعدل غير كافي إذا ما

تمت مقارنته مع معدل الفائدة على القروض التي تمنحها المؤسسات المالية الأردنية التي تصل إلى 9.5%¹، وهو ما يكشف عن انخفاض ربحية قرارات الاستثمار والتمويل في الشركات عينة الدراسة. وقد بلغ متوسط نسبة العائد إلى حقوق المساهمين (ROE) (0.032)، بانحراف معياري قدره (0.245)، وهذا مؤشر سيء عن أداء الشركة وعن عدم كفاءتها في توليد الأرباح من الاستثمار في حقوق المساهمين. ولقد تراوحت نسبة العائد إلى إجمالي الموجودات بين (-0.684) كحد أدنى، و (0.637) كحد أقصى، وبين (-1) كحد أدنى، و (0.67) كحد أقصى بالنسبة لمعدل العائد إلى حقوق المساهمين، وهذا يشير إلى أن هناك تفاوت كبير في العائد لكل من النسبتين، فبعض الشركات تحقق خسائر وبعضها أرباح، ويمكن تفسير ذلك أيضاً بأن هذه النسبة تختلف من مجال لمجال، حيث تكون متدنية في مجالات الصناعات الثقيلة وشركات المقاولات، وعالية في الشركات التي تعمل في مجالات البرمجيات والبقالة.

- بلغ متوسط نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MTB) حوالي (0.626)، وبانحراف معياري قدره (0.414) تقريباً، ويمكن تفسير ذلك بتقييم المستثمرين المتدني لأداء الشركات الصناعية الأردنية (عينة الدراسة)، وهذا يعني أن أسهما قد تكون مقيمة بأقل من سعرها حالياً، وذلك بسبب كون الشركات تحقق عائداً ضعيفاً على موجوداتها بسبب القصور في الكفاءة التشغيلية. ولقد تراوحت هذه النسبة بين (0.001) كحد أدنى، و (0.902) كحد أقصى، وهذا يشير إلى تفاوت حجم الموجودات الملموسة بين الشركات.

- يبين الجدول أن متوسط نسبة الرفع المالي (LEV) بلغ (0.294)، ويشير متوسط القيمة إلى أن الشركات الأردنية الصناعية لا تتمتع بقدرة عالية على الاستدانة، حيث تشكل الديون ما يقارب 30% من الهيكل التمويلي للشركات، ويرجع ذلك أساساً إلى غياب سوق السندات، بالإضافة إلى سياسة الائتمان المحافظة

¹ الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني www.cbj.gov.jo

التي تتبناها البنوك الأردنية. ومع ذلك، فإن القيم الدنيا والقصوى تشير إلى التفاوت الكبير في قيمة الرافعة المالية (0.009 و 0.934) الذي يمكن أن يُعزى إلى تأثير الحجم، حيث تكون الشركات الكبيرة أقل عرضة لخطر الإفلاس، وبالتالي، بإمكانها الاستفادة من عملية الرفع المالي بتكاليف منخفضة، على عكس الشركات الصغيرة التي تعاني من القيود المالية التي تحد من قدرتها في الوصول لمصادر التمويل الخارجي (الرافع المالي) كمشكلة الوكالة، وعدم تماثل المعلومات.

- أما بالنسبة متوسط نسبة صافي الاستثمار إلى الأصول الثابتة (Invst) فقد بلغ (0.127)، وبانحراف معياري قدره (0.268)، وهذا يعني أن نسبة الأموال المستثمرة في الموجودات الاستثمارية تمثل (12.7%) من إجمالي الموجودات. ولقد تراوحت هذه النسبة بين (-1) كحد أدنى، و(0.57) كحد أقصى، وهذا يشير إلى أن هناك تفاوت كبير في استثمارات الشركات الأردنية.

- بلغ متوسط نسبة توزيعات الأرباح (DIV) (0.2)، وتعني هذه النسبة أن نصيب السهم من توزيعات الأرباح في المتوسط كانت (20%)، وهذا يعني أن المستثمر سوف يحصل على عائد نقدي بمقدار (20%).

- يبين الجدول أن متوسط حجم الشركات الصناعية الأردنية (عينة الدراسة) (SIZE) بلغ (16.506)، وبانحراف معياري قدره (1.338)، ولقد تراوحت هذه النسبة بين (13.76) كحد أدنى، و(20.6) كحد أقصى، والاختلاف الكبير في الحجم من شركة إلى أخرى هو نتيجة لاختلاف حجم الموجودات بين هذه الشركات.

- يبين الجدول أن متوسط المخاطر (Risk) يبلغ (0.031)، وبانحراف معياري قدرة (0.035)، وتعتبر المخاطر منخفضة، وتأتي هذه النتيجة متماشية مع الحجة التقليدية للمخاطرة والعائد (The higher risk, the higher return) ، حيث يتوقع أن تحقق الشركات ذات التغيير الأعلى في الدخل التشغيلي عوائد أعلى.

- بلغ متوسط معدل فرص النمو (GROW) (1.582)، وبانحراف معياري قدره (0.016)، وهذا يدل على ارتفاع فرص النمو في الشركات الأردنية (عينة الدراسة)، فاستخدام نسبة أقل من الديون في التمويل، وعدم تماثل المعلومات، يؤدي إلى ارتفاع فرص النمو، وهذا يدل على أداء تشغيلي كفو. كما أن نظرية المبادلة تنص على وجود علاقة سلبية بين التمويل بالدين وفرص النمو.

2- المشاكل الإحصائية وطرق علاجها:

من الممكن أن تكون المتغيرات المستقلة أو التفسيرية المختارة مرتبطة ببعضها البعض، ولمعالجة هذه المشكلة تقوم الدراسة باختبار أو فحص الارتباط المتعدد (Multicollinearity)¹. حيث أن وجود مشكلة الارتباط المتعدد يجعل من تقدير واختبار الفرضيات حول التأثير الفردي في معاملات الانحدار غير ممكنة. ذلك أن الارتباط المتعدد يجعل معاملات الانحدار غير معرفة أو غير مستقرة والأخطاء المعيارية للمعاملات ضخمة، مما يجعل هذه المعاملات لا تختلف بشكل كبير عن الصفر. علاوة على ذلك، قد يتم إسقاط المتغيرات من الانحدار، ليس بسبب عدم وجود آثار لها، ولكن لأن العينة غير كافية لعزل تأثير المتغيرات بدقة، أو بعبارة أخرى يصبح من الصعب تحديد الآثار المنفصلة للمتغيرات. هذه النتيجة تحدث على الرغم من احتمالية وجود R^2 عالية والإحصائية F ذات دلالة كبيرة.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن الارتباط المتعدد بين المتغيرات المستقلة لا يشكل مشكلة إلا إذا تجاوزت شدته حدًا معينًا يتعذر عندها تحديد تأثير أي منها على المتغير التابع بشكل منفصل، حيث أنه غالبًا ما يكون هنالك قدر من الارتباط لسبب أو لآخر، ما بين المتغيرات المستقلة أهمها هو أن معظم المتغيرات المستقلة تميل إلى التحرك سويًا على مر الزمن تحت تأثير العوامل الاقتصادية نفسها، مثلاً، في فترات الرواج الاقتصادي تميل

¹ الارتباط المتعدد يشار إليه عموماً بالعلاقة بين متغيرين مستقلين أو أكثر.

كل من الدخل، الأسعار، العمالة، الإنتاج، الإستهلاك، الاستثمار،... الخ نحو الارتفاع. بينما يحدث العكس في فترات الكساد¹.

ويهدف تقييم مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity) في الدراسة الحالية، تم الإعتماد على اختبار (Variance Inflation Factor: VIF)، الذي يبين الدرجة التي يفسر بها كل متغير مستقل بالمتغيرات المستقلة الأخرى، وكقاعدة عامة إذا كان $VIF > 10$ ، فهذا يشير إلى وجود ارتباط متعدد². أما (Brayman & Cramer, 20011) فيرى أن مشكلة الارتباط المتعدد قائمة بين المتغيرين المستقلين إذا كان معامل الارتباط أكبر من 0.9³.

ودلت نتائج اختبار (VIF) لكل متغيرات الدراسة الموضحة في الجدول رقم (2.5) على غياب مشكلة (Multicollinearity)، حيث كان متوسط VIF في نموذج الدراسة أقل من 10.

الجدول رقم (2.5): نتائج اختبار (VIF)

	Min VIF	Max VIF
Model ROA	1.08	1.19
Model ROE	1.13	1.56
Model MTB	1.18	1.45

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على مخرجات STATA 11.

بالإضافة إلى مشكلة (Multicollinearity)، فقد تم اختبار صحة افتراضات أخرى للإنحدار مثل: مشكلة عدم تجانس التباين y ، وتنبع أهمية هذه الافتراضات من حقيقة أن عدم تلبية البيانات لهذه الافتراضات من حقيقة أن عدم تلبية البيانات لهذه البيانات قد يؤدي إلى تقديرات خاطئة عن المعاملات

¹ حسين بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 234.

² Damodar N Gujarati, op-cit, p57.

³ Mitchell H. Katz, **Multivariable Analysis: A Practical Guide for Clinicians**, 2nd Ed, Cambridge University Press, 2006, p39.

والأخطاء المعيارية، وذلك قد يجعل من (F-test)، وقيمة (t-statistic) غير صالحة. واستخدمت الدراسة عدة اختباراتٍ للتأكد من أن البيانات تستوفي افتراضات الانحدار. ومن هذه الاختبارات المستخدمة اختبار (Breuch-Pagan) للكشف عن مشكلة (Heteroskedasticity)، ويستند هذا الإختبار على استخدام المربعات الصغرى الإعتيادية (OLS) لانحدار البواقي (الأخطاء) تحت الفرضية العدمية بأن تباين الخطأ متجانس.

وبما أن اختبار (heteroskedasticity) أكثر حساسية لفرضية التوزيع الطبيعي، قامت الباحثة أولاً باختبار التوزيع الطبيعي باستخدام (Shapiro-Wilk) الذي يختبر فرضية العدم بأن البواقي (الأخطاء) موزعة طبيعياً. قدم اختبار (Shapiro-Wilk) نتائج معاكسة لفرضية العدم بأن البواقي موزعة طبيعياً ما يستوجب تحويل بعض المتغيرات (ادخال اللوغاريتم للمتغيرات). وقد حسن ذلك من نتائج التوزيع الطبيعي وبالتالي قبول فرضية العدم بأن البواقي موزعة طبيعياً (p value 0.135)¹، و بما أن أسلوب الدراسة المتبع هو (Panel Data Analysis) و كون عدد ملاحظات الدراسة يفوق بكثير 35 ملاحظة، قد لا يكون من الضروري إختبار فرضية التوزيع الطبيعي. كما أن نتائج اختبار (Breuch-Pagan) دلت بأن بيانات الدراسة لا تعاني من مشكلة عدم تجانس التباين كون توزيع كي مربع (chi-square- distribution) غير دال إحصائياً، وعليه قبول فرضية العدم بأن تباين الخطأ متجانس .

3- تحليل نتائج الإنحدار المشترك:

يستعرض هذا الجزء نتائج تحليل الانحدار المشترك لنماذج الدراسة، وذلك باستخدام نموذج الأثر الثابت (Fixed Effect Model)، ونموذج الأثر العشوائي (Random Effect Model)، وهي النماذج القياسية التي يمكن بها تحليل البيانات من نوع (Panel data)، وقد استخدمت الدراسة كلاً من اختبار (Hausman) واختبار (Lagrange Multiplier: LM) لاختيار النموذج الأفضل لتحليل النتائج.

¹ Zurigat Ziad, op-cit, p63.

ويظهر الجدول رقم (3.5) نتائج تحليل نماذج الدراسة، والتي تهدف لاختبار أثر قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2000-2018)، ودلت النتائج بأن التحليل باستخدام (Panel Data Analysis) أفضل من (Pooled Data Analysis) و هذا ما بينته نتائج (Lagrange Multiplier)، فقد وجد أن Chi^2 ذو دلالة إحصائية عند مستوى 1% مما يؤكد رفض فرضية العدم في أن التباين المقطعي (Cross-Sectional Variance) يساوي الصفر مما يدل على وجود أثر للعوامل الفردية وعامل الزمن (Individual & Time Specific Effects)، الأمر الذي يجعل استخدام Panel Data Analysis) ضروريًا للحصول على تقدير فعال وكفؤ لمعاملات الدراسة، وقد بينت نتائج اختبار (Hausman Test) أن أسلوب الأثر العشوائي أفضل من الأثر الثابت في تقدير معاملات الدراسة.

الجدول رقم (3.5): نتائج تحليل نماذج الدراسة

variables	Model ROA	Model ROE	Model MTB
	Panel data	Panel data	Panel data
	REM	REM	REM
CONST	0.174 (0.000)***	0.2729 (0.725)	5.2702 (0.008)***
LEV	-0.0164 (0.031)**	0.022 (0.32)	0.128 (0.162)
Invst	0.122 (0.08)*	0.0179 (0.054)*	0.1561 (2.235)
DIV	0.011 (0.02)**	0.0048 (0.034)**	0.106 (0.003)
Size	0.207 (0.000)***	0.952 (0.174)	0.025 (0.000)***
Risk	-0.15 (0.013)**	0.06 (0.813)	-0.521 (0.090)*
GROW	0.001 (0.001)***	0.01 (0.627)	0.0034 (0.385)
R²	0.688	0.03	0.48
F-statistic	300.8 (0.000)***	15.87 (0.000)*	127.55 (0.000)*
Observations(n)	520	520	520
Hausman test	Chi ² statistic = 7.24 Prob(Chi ²) = (0.166)	Chi ² statistic = 11.67 Prob(Chi ²) = (0.857)	Chi ² statistic = 62.51 Prob(Chi ²) = (0.136)
LM test	Chi ² (1) = 671.78 Prob>chi ² = (0.000)***	Chi ² (1) = 91.15 Prob>chi ² = (0.000)***	Chi ² (1) = 196.22 prob>ch ² =(0.000)***

***, **, * معنوي إحصائياً عند مستوى 1%، 5% و 10%.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Stata11.

- يظهر الجدول رقم (3.5) نتائج نماذج الدراسة التي تهدف إلى اختبار أثر قرارات الاستثمار وتوزيع

الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية، حيث دلت النتائج بأن التحليل باستخدام Panel

Data Analysis أفضل من Pooled Data Analysis، وهذا ما بينته نتائج Lagrange Multiplier، فقد

وجد أن Chi² ذو دلالة إحصائية عند مستوى 1% مما يؤكد رفض فرضية العدم في أن التباين المقطعي

(Cross-Sectional Variance) يساوي الصفر مما يدل على وجود أثر للعوامل الفردية وعامل الزمن (Individual & Time Specific Effects)، الأمر الذي يجعل استخدام Panel Data Analysis ضروريًا للحصول على تقدير فعال وكفؤ لمعاملات الدراسة، كما دلت نتائج Hausman Test أن نموذج الأثر العشوائي (REM) أفضل من الثابت (FEM) لتقدير معاملات الدراسة، فقد كان Hausman- Test غير دال إحصائيًا مما يؤكد قبول فرضية العدم. وتظهر النتائج قدرة المتغيرات المستقلة في تفسير التغير الحاصل في الأداء المالي للشركات (عينة الدراسة)، حيث بلغت قيمة (Adjusted R²) في نماذج الدراسة (ROA) و (MTB) (0.688)، (0.48) على التوالي، في حين يستبعد نموذج الانحدار باستخدام العائد على حقوق المساهمين (ROE) من التحليل لأن مقياس العائد (ROE) لا يحتوي على أي متغير هام في التقدير وكانت قيمة (Adjusted R²) باستخدام هذا المقياس أقل من 0.1%.

ومن خلال الجدول رقم (3.5) وبالاعتماد على نموذج الأثر العشوائي يمكننا ملاحظة ما يلي:

- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي (LEV)، ومقياس الأداء المحاسبي (ROA). ويرجع ذلك لوجود مشكلة الوكالة التي تدفع أصحاب الشركة إلى استخدام نسب عالية من الرفع المالي في تركيبة الهيكل التمويلي محاولةً منهم لفرض ضغوط على الإدارة، الأمر الذي يقلل من العوائد التي تصبح موجهة لخدمة الدين (خاصة مع الزيادات المتوالية في تكلفة أسعار الفائدة التي يتبناها البنك المركزي الأردني كسياسة للالتحاق بأسعار الفائدة التي يقررها الفيدرالي الأميركي)، وهذا يؤثر سلباً على الأداء. كما يمكن تفسير ذلك من منظور نظرية التدرج في التمويل التي تنص على أن الشركات ذات مستوى الأداء العالي تعتمد بشكل أقل على مصادر التمويل الخارجي. وقد وجدت العديد من الدراسات السابقة نفس العلاقة مثل دراسة (Akhtar, 2014) و (Pouraghajan, et al., 2012) و (Ramezanalivaloujerdi et al., 2015) و (Aivazian, 2003) ودراسة (جميل النجار، 2013). ولا

تتوافق النتيجة المتوصل إليها مع نظرية المبادلة التي ترى وجود علاقة إيجابية بين أرباح الشركة ونسبة الرفع المالي في هيكلها التمويلي، نتيجة الإستفادة من الوفرات الضريبية الناتجة عن فوائد القروض الأمر الذي يؤثر إيجابًا على أداء الشركات. تتفق هذه النتائج مع الدراسات السابقة ل (Gleason et al., 2000) و (Upneja, Dalbor, 2001) الذين توصلوا إلى وجود أثر سلبي للرفع المالي على العائد على الموجودات. في حين تبين وجود علاقة موجبة ولكن غير دالة إحصائيا بين نسبة الرفع المالي (LEV) ومقياس الأداء السوقي (MTB).

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين نسبة صافي الاستثمار إلى صافي الموجودات الثابتة للفترة السابقة (حجم الاستثمار الرأسمالي) (Invst) ونسبة العائد إلى إجمالي الموجودات (ROA)، وهذا يعني أنه كلما ارتفع عدد الاستثمارات الجديدة، كلما زادت أرباح الشركة. ويمكن أن يعزى هذا إلى التدفقات النقدية الداخلة أو العوائد الجديدة. ومع ذلك، فإن العلاقة ضعيفة نوعًا ما (122.0)، ويمكن تفسير ذلك بارتفاع تكاليف الاستثمار الأولية وطول الفترة الزمنية لتحقيق الربحية من الاستثمارات الجديدة، ومع ذلك، فإن قرار الاستثمار الجيد يجلب الاستثمار في المشروع الذي يحقق أعلى صافي قيمة حالية موجبة (NPV)، أي الاستثمار الذي يولد عائداً أعلى من تكلفة رأس المال التي تكبدتها الشركة. تتوافق هذه النتيجة مع دراسة (Jeffrey, 2008) و (Geert et al., 2007). في حين تبين وجود أثر غير دال إحصائياً لقرار الاستثمار على الأداء السوقي للشركات الصناعية الأردنية.

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين نسبة توزيعات الأرباح (DIV) ونسبة العائد إلى إجمالي الموجودات (ROA) ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MTB)، وتتوافق هذه النتيجة مع نظرية العصفور في اليد، والتي تنص على أن المساهمين قد يفضلون توزيعات نقدية بسبب التأكد من استلامها على الفور، بدلا من تأجيلها للحصول على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن نمو التوزيعات التي

ستحدث في المستقبل لمزيد من عدم التأكد. علاوة على ذلك، قد تؤدي هذه النتيجة أيضًا إلى التقليل من تكاليف الوكالة. وهذا يعني أن مدفوعات الأرباح العالية قد خفضت من معدل العائد المطلوب وبالتالي تعزيز قيمة الشركة. ومن ثم يتبين أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير إيجابي على أداء الشركات. أما بالنسبة لما تشير إليه نظرية أثر العميل، يتبين أن المستثمرين في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية يفضلون التوزيعات النقدية لذا يرغبون بالاستثمار في الشركات التي توزع نسب أعلى من أرباحها، وبالتالي أغلب الشركات تقوم بعمليات توزيع الأرباح في هذه البورصة. وتتفق هذه النتائج مع دراسة (Timothy Murekefu, Ochuodho Ouma, 2012) ودراسة (عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، 2012). في حين لا تتوافق مع نتائج دراسة (Megha Narang, 2018) التي توصلت إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح ومعدل العائد على الموجودات ومعدل العائد على حقوق المساهمين كمقاييس للأداء.

— وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركات (Size) ومعدل العائد على الموجودات (ROA) ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MTB)، لذلك، فإن أداء الشركات (عينة الدراسة) يتأثر بشكل إيجابي بحجم الشركات، مما يعني أن أداء الشركات الكبيرة أعلى من أداء الشركات الصغيرة. يمكن أن يكون ذلك بسبب مستوى التركيز الصناعي، التنوع الاستثماري، وفرات الحجم، وسهولة الحصول على مصادر تمويلية غير مكلفة نسبيًا. وتتوافق هذه النتائج مع نتائج دراسة (Jim Lee, 2009)، (Saliha Theiri, Abdessatar Ati, 2011)، (Kimberly Gleason et al., 2000) في حين لا تتوافق مع نتائج دراسة (Luqman Olawale, Bamidele Ilo, Fatai Lawal, 2017) التي توصلت إلى وجود أثر سلبي لحجم الشركات مقاسًا بحجم الموجودات على الأداء.

- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين المخاطر (Risk) ومقياس الأداء (ROA) و (MTB)، بحيث تظهر النتائج أن الشركات ذات التغيير الأعلى في الدخل التشغيلي لديها عوائد أقل. يمكن أن يكون ذلك نتيجة لمخاطر السيولة، بسبب عدم توفر المستويات الكافية من السيولة النقدية اللازمة للوفاء بالتزامات الشركة المالية (نتيجة للتقلبات في التدفقات النقدية)، ومخاطر التشغيل العالية تعني زيادة احتمال حدوث ضائقة مالية وارتفاع تكاليف الإفلاس، الأمر الذي يؤثر سلبًا على أداء الشركة. وتتوافق هذه النتيجة مع النتائج المتوصل إليها في دراسة (عبد الباقي بضياف، وآخرون، 2014) التي استخلصت أن المخاطر تؤثر سلبًا وبشكل كبير ومباشر على قدرة الشركة على تحقيق أفضل أداء ممكن مقاس بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، وهي النتيجة التي لا تتوافق مع الحجة التقليدية للمخاطرة والعائد.

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين معدل فرص النمو (GROW) ومقياس الأداء (ROA) فقط. ويمكن تفسير بأن الشركات التي تعمل على استغلال فرص النمو المربحة، ستحقق معدلات نمو مرتفعة من الأرباح تنعكس إيجابيًا على الأداء المالي للشركات.

4- ملخص نتائج اختبار الفرضيات:

- نصّت الفرضية الأولى على أنه توجد علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين قرار التمويل (مقاساً بنسبة الرفع المالي) والأداء المالي في الشركات الصناعية الأردنية. ووفقاً لمؤشر الأداء (ROA) وبالاعتماد على نتائج تحليل نموذج الدراسة (Model ROA) تبين أن ارتفاع نسبة الرفع المالي إلى الهيكل التمويلي للشركة يؤدي إلى انخفاض العائد على الموجودات (ROA) إذ يظهر من الجدول رقم (3.5) أن معامل متغير التفاعل للرفع المالي إشارته سالبة وذو دلالة إحصائية عند المستوى 5 %، وهي النتيجة التي

تدعم نظرية التدرج في التمويل. وعليه، سيتم رفض الفرضية القائلة بأن قرار التمويل المتمثل بالرفع المالي يرفع من الأداء المالي (ROA) للشركات الصناعية الأردنية.

– أما بالنسبة للفرضية الثانية التي نصّت على وجود علاقة موجبة بين قرار الاستثمار والأداء المالي في الشركات الصناعية الأردنية، فقد دلت النتائج على وجود أثر موجب دال إحصائيًا لقرار الاستثمار على مؤشر الأداء المالي (ROA)، إذ يظهر من الجدول رقم (3.5) أن معامل متغير التفاعل لقرار الاستثمار إشارته موجبة وذو دلالة إحصائية عند المستوى 10%. وعليه، سيتم قبول الفرضية.

– نصّت الفرضية الثالثة على وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي في الشركات الصناعية الأردنية. وقد دلت النتائج على وجود أثر إيجابي دال إحصائيًا لسياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي (ROA) (MTB)، إذ يظهر من الجدول رقم (3.5) أن معامل متغير التفاعل لسياسة توزيع الأرباح إشارته موجبة وذو دلالة إحصائية عند المستوى 5%، وهي النتيجة التي تدعم نظرية العصفور في اليد. وعليه، سيتم قبول الفرضية الثالثة.

– أما نتائج اختبار الفرضية الرابعة فقد دلت على قبول هذه الفرضية، مما يعني وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركات الأردنية والأداء المالي، فقد دلت نتائج الجدول رقم (3.5) أن إشارة معامل متغير التفاعل لحجم الشركة موجبة وقيمتها ذات دلالة إحصائية عند المستوى 1%، مما يشير إلى أن حجم الشركة يمثل عاملاً مهمًا محددًا لأداء الشركة.

– نصّت الفرضية الخامسة على وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين المخاطر والأداء المالي في الشركات الصناعية الأردنية، وقد تبين من خلال نتائج الجدول (3.5) أن إشارة معامل متغير التفاعل للمخاطر سالبة وقيمتها ذات دلالة إحصائية عند المستوى 5%، مما يشير إلى أن المخاطر تؤثر سلبًا

وبشكل كبير ومباشر على قدرة الشركة على تحقيق أفضل أداء مُمكن، وعليه، سيتم رفض الفرضية الخامسة.

– نصّت الفرضية السادسة على وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين فرص النمو والأداء المالي في الشركات الصناعية الأردنية. وقد بينت نتائج الجدول (3.5) أن معامل متغير التفاعل لفرص النمو إشارته موجبة وذو دلالة إحصائية عند المستوى 1 %، مما يشير إلى أن معدلات النمو المرتفعة ترتبط بالتكلفة المنخفضة للتمويل والأداء المرتفع للعائد على الموجودات. وعليه، سيتم قبول الفرضية السادسة.

خلاصة الفصل الخامس:

استعرض الفصل الخامس نتائج اختبار نماذج الدراسة، وبالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات، وقد كشفت النتائج عن وجود أثر لقرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي (ROA) للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية. في حين، أظهرت نتائج الدراسة عدم فعالية مقياس الأداء السوقي للشركات (MTB) الأمر الذي يشير إلى عدم فاعلية سوق الأسهم الأردنية، لذا فإن أفضل مؤشر لقياس وتقييم الأداء هو مقياس الأداء المحاسبي (ROA). وقد تبين أيضًا أن بعض الشركات أكثر ربحية من غيرها، كما أن أداء الشركات الصناعية الأردنية قد يتأثر بالأداء الاقتصادي العام.

الخاتمة

الخاتمة:

تُعتبر الصناعة في الأردن من القطاعات الهامة والرئيسية، وهي المكونة والداعمة الأولى لاقتصاد الدولة الوطني، ويساهم قطاع الصناعة في الأردن في عملية النمو الاقتصادي فيه بشكلٍ مباشر، كما يساهم في إتاحة العديد من الفرص الاستثمارية. بحيث تدفع تحديات المنافسة العالمية الشركات إلى الاستثمار بكثافة في التكنولوجيا الحديثة، والبنية التحتية، وتطوير المنتجات، وتلبية احتياجات التنمية. وعليه ويهدف تحسين أدائها وتعزيز قدرتها على المنافسة، لمواجهة التحديات الكثيرة التي فرضتها التطورات التكنولوجية، تسعى الشركات الصناعية الأردنية إلى إعادة النظر في قراراتها المالية لاسيما قرار الاستثمار، وتوزيع الأرباح، التي تعد أدوات هامة ضمن السياسة المالية التي تسعى من خلالها الشركة إلى تحقيق أهدافها التي تتمحور حول تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم قيمة السهم في سوق الأوراق المالية من أهم القرارات المالية المؤثرة التي تتخذ على مستوى الإدارة، لما لهذه القرارات من أثر على أداء الشركة.

بحثت هذه الدراسة تأثير القرارات الاستثمارية للشركات، وسياسة توزيع الأرباح، على الأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية، مع الأخذ بالاعتبار مجموعة من العوامل التي تؤثر في الأداء المالي للشركة، وأجريت الدراسة على عينة مكونة من 62 شركة للفترة (2000-2018). وقد تم اعتماد العائد على إجمالي الأصول (ROA) كمقياس للأداء المحاسبي، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MTB) كمقياس للأداء السوقي بهدف التأكد من فعالية سوقي الأوراق المالية.

بعد تحليل البيانات التي تم الحصول عليها حول الشركات الصناعية الأردنية (عينة الدراسة)، نأتي على ذكر أهم النتائج التي تم التوصل إليها بناءً على نتائج تحليل نماذج الدراسة، هذا إضافة إلى عرض بعض التوصيات التي نرى أنها تفيد بعض الأطراف المعنية.

أ. ملخص أهم النتائج: يمكن تلخيص أهم النتائج بالنقاط التالية:

- ✓ انخفاض ربحية قرارات التمويل والاستثمار، حيث كشفت نتائج التحليل الوصفي لمقاييس الأداء المحاسبية الخاصة بالشركات الصناعية الأردنية انخفاضاً نسبياً في مؤشراتهما (ROA, ROE)، ويدل ذلك على ضعف أداء وإدارة استثمار الشركات الصناعية الأردنية لموجوداتها لتحقيق الأرباح، وعدم كفاءتها في توليد الأرباح من الاستثمار في حقوق المساهمين.
- ✓ أسهم الشركات الصناعية الأردنية مقيمة بأقل من قيمتها السوقية، بسبب تقييم المستثمرين المتدني لأداء الشركات نتيجة لانخفاض معدل العائد على الموجودات وضعف الكفاءة التشغيلية.
- ✓ تميل الشركات الصناعية الأردنية إلى اتباع سياسة اقتراض محافظة (حيث تعتمد الشركات على ما يقارب 30% فقط على الديون في تمويل استثماراتها)، حيث أن الاعتماد على الاقتراض بشكل كبير من شأنه إحداث صراع بين الدائنين والمساهمين، وبالتالي ظهور مشكلة الوكالة بينهم (بسبب عدم رغبة الدائنين في تبني سياسة مالية مضغوطة).
- ✓ انخفاض الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة (حيث أن نسبة الأموال المستثمرة في الموجودات الاستثمارية تمثل فقط (12.7%) من إجمالي الموجودات).
- ✓ يحصل المستثمر في أسهم الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية على عائد نقدي قدره 20% من توزيعات الأرباح.
- ✓ وقد أظهرت نتائج الدراسة (بالاعتماد على نتائج تحليل الإنحدار) عدم فعالية مقياس الأداء السوقي للشركات (MTB) الأمر الذي يشير إلى عدم فاعلية سوق الأسهم الأردنية، لذا فإن أفضل مؤشر لقياس وتقييم الأداء هو مقياس الأداء المحاسبي (ROA).

✓ كما تبين وجود أثر سلبي للرفع المالي على الأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية، وهي النتيجة التي تدعم نظرية التدرج في التمويل ل Myers (1984)، ويعتبر تأثيره سلبياً ضعيفاً، حيث بلغ (0.0164)، وقد يكون ذلك ناتجاً عن اتباع إدارة تلك الشركات سياسة اقتراض محافظة ومحايمة، إذ تميل تلك الشركات إلى تمويل مشاريعها بالاعتماد على الأرباح المحتجزة خوفاً من مخاطر الرفع المالي في حالة عدم تحقيق عوائد من الاستثمار بمعدل أعلى من تكلفتها، فارتفاع تكلفة الاقتراض في ظل انخفاض معدلات الربحية يقلل من أثر الرفع المالي على الأداء.

✓ وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية ضئيلة نوعاً ما بين قرار الاستثمار والأداء المالي مقاساً ب (ROA)، وهذا يعني أنه مع زيادة القرارات بشأن الاستثمار، فإن أداء الشركات سيكون أفضل.

✓ وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الأرباح التي توزعها الشركة على المساهمين من صافي الأرباح والأداء المالي للشركات الأردنية، إذ ينظر المستثمرون في سوق عمان للأوراق المالية إلى توزيعات الأرباح على أنها مؤشر يدل على كفاءة الإدارة في إدارة نشاطات الشركة، حيث لا يتوفر لحملة الأسهم الوقت والفرص الكافية التي تمكنهم من متابعة النشاط الفعلي للشركة، وبالتالي ينظرون إلى نسبة توزيع الأرباح على أنها مؤشر لمستوى نجاح الشركة، فكلما زادت قيمة الأرباح الموزعة للسهم من سنة إلى أخرى تركت انطباعاً إيجابياً لدى المتعاملين في سوق رأس المال عن كفاءة وفاعلية أداء الشركة، وهذا بدوره سيؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم.

✓ أما بخصوص العلاقة بين حجم الشركة والأداء المالي فقد تبين وجود أثر موجب دال إحصائياً لهذا المتغير، وذلك لأن الشركات الكبيرة تتمتع بقوة أكبر في السوق تتيح لها إمكانية فرض أسعار أعلى وتحقيق أرباح أعلى، بالإضافة إلى وفرة الحجم التي تنشأ بسبب العلاقة العكسية بين الكمية المنتجة والتكاليف، فالشركات الكبيرة الحجم أكثر كفاءة من الشركات الصغيرة.

✓ كما تبين وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين المخاطر (Risk) ومقاييس الأداء (ROA) و (MTB)، بحيث تظهر النتائج أن الشركات ذات التغيير الأعلى في الدخل التشغيلي لديها عوائد أقل. يمكن أن يكون ذلك نتيجة لمخاطر السيولة، بسبب عدم توفر المستويات الكافية من السيولة النقدية اللازمة للوفاء بالتزامات الشركة المالية (نتيجة للتقلبات في التدفقات النقدية)، ومخاطر التشغيل العالية تعني زيادة احتمال حدوث ضائقة مالية وارتفاع تكاليف الإفلاس، الأمر الذي يؤثر سلبًا على أداء الشركة.

✓ وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين فرص نمو موجودات الشركات الأردنية وأدائها المالي. ويمكن تفسير ذلك بأن الشركات التي تعمل على استغلال فرص النمو المربحة، ستحقق معدلات نمو مرتفعة من الأرباح وبالتالي ستستخدم نسبة أقل من الديون في التمويل، الأمر الذي ينعكس إيجابيًا على الأداء.

✓ ومن خلال النتائج السابقة يتبين أن القرارات المالية تستند على عدة معايير مترابطة، فإدارة الشركة تسعى إلى تعظيم قيمة الشركة من خلال الاستثمار في المشاريع التي تحقق صافي قيمة عالية موجبة عند تقييمها باستخدام معدل خصم مناسب، كما يجب تمويل هذه المشاريع بشكل مناسب وذلك باستغلال الفرص الاستثمارية المربحة المتاحة، وإذا لم تكن هناك مثل هذه الفرص، فإن الحد الأقصى لقيمة المساهمين يفرض أن تعيد الإدارة الفائض النقدي إلى حملة الأسهم.

ب. التوصيات: بعد مناقشة النتائج التي خلصت إليها الدراسة، يمكن اقتراح أهم التوصيات لتحسين

الأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية:

◀ من الضروري أن تقوم الإدارة في الشركات الصناعية الأردنية لدى اتخاذ قراراتها التمويلية باختيار التركيبة المثلى للهيكل التمويلي فيها الذي يجعل التكلفة المرجحة للأموال عند حدها الأدنى، وذلك من

خلال تحديد أفضل نسبة للرفع المالي ضمن الهيكل التمويلي، لضمان التأثير الإيجابي للرفع المالي على الأداء المالي لهذه الشركات.

◀ تفعيل دور الوظيفة المالية في الشركات الصناعية الأردنية؛ وتحديدًا دورها التحليلي، ومنح صلاحيات أكبر للإدارة المالية، وذلك بهدف ترشيد قرارات التمويل فيها.

◀ كما توصي هذه الدراسة بأن تقوم الحكومة الأردنية بتنظيم القطاع المالي من خلال السياسات النقدية والمالية المختلفة من أجل خفض تكلفة الاقتراض، نظرًا لأن الشركات التي تعتمد على الاقتراض الخارجي لتمويل متطلباتها المالية تواجه أداءً ضعيفًا. فارتفاع سعر الفائدة في الأردن يعتبر عائقًا أمام النمو المتوقع لقطاع الشركات كما تصوره رؤية الأردن 2025.

◀ توصي الدراسة بالحاجة إلى التركيز على قرارات استثمارية أكثر تركيزًا من أجل زيادة قيمة المساهمين. سوف تضمن قرارات الاستثمار المركزة خلق فرص عمل جديدة، وزيادة حجم الاستهلاك، وخلق فرص استثمارية جديدة.

◀ تنطوي قرارات الاستثمار على تقدير المخاطر والمكاسب المحتملة من الخيارات المختلفة. ولذلك توصي الدراسة بأن يقوم صانعو القرار في الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية بالموازنة بين المخاطر والعوائد بما يلائم أصحاب المصالح بما في ذلك المساهمين والعملاء. وعليه، يجب أن تكون نقطة البداية هي الهدف العام للشركة والذي يتم بعد ذلك تحويله إلى استراتيجية، وإنشاء محفظة متوازنة تتكون من العديد من الاستثمارات.

◀ ضرورة تقييم مختلف خيارات الاستثمارات المتاحة أمام الشركات لضمان أن المشروع المختار سيحقق أقصى عائد ممكن. يمكن للشركات تحقيق هذا من خلال ترتيب المشاريع وفقًا لمعدل العائد المتوقع، حيث يتم اختيار المشاريع ذات العوائد الأعلى فالأقل حتى يتم استنفاد الموارد المتاحة. بناءً على ذلك،

توصي الدراسة باستخدام الطرق الحديثة لتقييم الفرص الاستثمارية في مجالات التوسع الاستثماري من قبل الشركات الصناعية الأردنية، وذلك من أجل اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

◀ للخبرة والمعرفة الاستثمارية دور فعال في صنع القرار الاستثماري، وعليه لا بد من توظيف الموظفين ذوي المهارات العالية والمؤهلين، بالإضافة إلى تدريب الجهات المسؤولة عن اتخاذ القرارات الاستثمارية في الشركات الأردنية على مهارة إدارة الموجودات الثابتة من أجل تزويدهم بالمعرفة والخبرة اللازمة لتخصيص الموارد المالية المتاحة على استخداماتها المثلى في مجال التوسع الرأسمالي. هذا من شأنه أن يساعد الشركات على تحليل وفهم ميزات وطبيعة أدوات الاستثمار المتاحة بشكل فعال وكذلك كيفية عمل أسواق الاستثمار.

◀ تشجيع إدارات الشركات على زيادة حجم الاستثمارات الرأسمالية لتأثيرها الإيجابي على الأداء المالي للشركات.

◀ ضرورة تطوير آلية تساعد في زيادة حجم الإفصاح عن القرارات الاستثمارية وغيرها من أخبار الشركات التي تهتم المستثمرين في بورصة عمان، من خلال توريد هذه المعلومات بشكل منتظم للصحف اليومية ونشرها في الصحف الاقتصادية، ووسائل الإعلام الأخرى.

◀ العمل على رفع مستوى كفاءة إدارات الشركات الصناعية الأردنية، مع ضرورة قياد إدارة الشركة بتحري وتحليل مشكلة انخفاض الأداء المالي.

◀ الأخذ بعين الاعتبار العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح، في الشركات عينة الدراسة سواء تعلق الأمر بالعوامل الخارجية، أو العوامل الداخلية، وذلك عند اتخاذ القرارات الخاصة بتوزيع الأرباح.

◀ يتوجب على الشركات التي تشهد مستويات نمو عالية أن تحتفظ بنسبة أرباح محتجزة أكبر كي تستطيع التمويل عن طريقها علما بأنها أقل وسائل التمويل تكلفة إذا ما تمت مقارنتها بالرفع المالي.

◀ ضرورة قيام الشركات التي لا تقوم بتوزيع الأرباح بتبني سياسة توزيع الأرباح، والعمل على زيادة نسبة التوزيع.

ج. محددات الدراسة:

بالرغم من أن الدراسة الحالية قد توصلت إلى استنتاجات قيمة، إلا أن هناك بعض القيود التي واجهتها الباحثة عند جمع وتحليل البيانات، وهي على النحو الآتي:

☒ اقتصرت هذه الدراسة على معرفة أثر قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية.

☒ اقتصرت هذه الدراسة على الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وبالتالي ستكون نتائجها صالحة للتعميم على شركات القطاع الصناعي فقط.

☒ اقتصرت فترة الدراسة على 19 سنة من 2000-2018 بسبب عدم توفر بيانات الشركات الصناعية الأردنية من خلال الموقع الإلكتروني لبورصة عمان قبل سنة 2000.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

أولاً: الكتب

- (1) أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة: دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي للنشر والتوزيع، إربد، 2008.
- (2) أحمد بن عبد الرحمن الشميمري، عبد الرحمن بن أحمد هيجان، بشرى المرسي غنام، مبادئ إدارة الأعمال: الأساسيات والإتجاهات الحديثة، الطبعة 13، العبيكان للنشر والتوزيع، الرياض، 2018.
- (3) أحمد سيد مصطفى، إدارة البشر: الأصول والمهارات، بدون ذكر دار النشر، القاهرة، 2002.
- (4) أحمد محمد غنيم، إدارة الأعمال، المكتبة العصرية، مصر، 2002.
- (5) أحمد يوسف دودين، إدارة الأعمال الحديثة (وظائف المنظمة)، دار اليازوري، عمان، 2015.
- (6) أحمد يوسف دودين، بطاقة الأداء المتوازنة ومعوقات استخدامها في منظمات الأعمال، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- (7) أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- (8) أسعد حميد العلي، الإدارة المالية - الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر و التوزيع عمان ، 2010.
- (9) إسماعيل إبراهيم عبد الباقي، إدارة البنوك التجارية، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، 2016.
- (10) إسماعيل يحيى التكريتي، عبد الوهاب حبش الطعمة، وليد محمد عبد القادر، المحاسبة الإدارية: قضايا معاصرة، دار الحامد، عمان، 2007.
- (11) إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الطبعة 2، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- (12) أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، القاهرة، 2006.
- (13) أمين السيد أحمد لطفي، تقييم المشروعات باستخدام مونت كارلو للمحاكاة، الدار الجامعية، مصر، 2006.
- (14) أمين السيد أحمد لطفي، دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، الدار الجامعية، مصر، 2005.

- (15) توفيق محمد عبد المحسن، تقييم الأداء مدخل جديد لعالم جديد، دار الفكر العربي، مصر، 2004.
- (16) جليل كاظم العارضي، الإدارة المالية المتقدمة، مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- (17) جمال الدين محمد المرسي، أحمد عبد الله اللحج، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- (18) جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002.
- (19) حسن محمد القاضي، الإدارة المالية العامة، الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، 2014.
- (20) حسن ياسين طعمة، نظرية اتخاذ القرارات أسلوب كمي تحليلي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- (21) حسين القاضي، مأمون حمدان، نظرية المحاسبة، الطبعة 2، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- (22) حسين بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- (23) حسين محمد الحراشة، إدارة الجودة الشاملة والأداء الوظيفي، دار جليس الزمان، عمان، 2011.
- (24) حسينة حوحو، التسيير بواسطة الموازنات التقديرية، دار من المحيط إلى الخليج للنشر والتوزيع، عمان، 2017.
- (25) حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الوراق، عمان، 2004.
- (26) حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- (27) حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفضل، الطبعة 2، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- (28) دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- (29) دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- (30) راوية محمد حسن، إدارة الموارد البشرية، رؤية مستقبلية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- (31) رسمية أبو موسى، خولة عبده، تطبيقات الحاسوب في العلوم المالية، دار وائل للنشر، 2011.

- (32) رشيد الجزرواي، إدارة رؤوس الأموال، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، 2015.
- (33) رواء زكي الطويل، محاضرات في الاقتصاد السياسي، دار زهران للنشر والتوزيع، 2010.
- (34) زينب صالح الأشوح، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، المجموعة العربية للتدريب والنشر، 2016.
- (35) سعود جايد العامري، المالية الدولية: نظرية وتطبيق، دار زهران، عمان، 2010.
- (36) السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي للمنظمات الأعمال، بدون طبعة، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2000.
- (37) السعيد فرحات جمعة، جاد الرب عبد السميع، الإدارة المالية والبيئة المعاصرة، المكتبة العصرية، مصر، 2001.
- (38) سلمان عبد الله معلا، التمويل والمؤسسات التمويلية: مفهوم وأهداف وسياسات، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان، 2015.
- (39) سمير حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005.
- (40) شعيب محمد عبد المنعم، الإدارة المعاصرة: تقييم الأداء الجودة الشاملة، عمان، المنهل للنشر، 2014.
- (41) صادق راشد الشمري، إدارة العمليات المصرفية- مداخل وتطبيقات، دار اليازدي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2014.
- (42) طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- (43) طاهر محسن منصور الغالبي، وائل محمد إدريس، دراسات في الإستراتيجية وبطاقة التقييم المتوازن، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- (44) عاطف طه جابر عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2008.
- (45) عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.

- 46) عبد الحلیم كراجه، علي رابعة، ياسر السكران، موسى مطر، توفيق عبد الرحيم يوسف، الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)، الطبعة 2، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 47) عبد الرحمن الدوري، نور الدين أديب، التحليل المالي باستخدام الحاسوب، الطبعة 2، دار وائل للنشر، عمان، 2006.
- 48) عبد الستار الصباح، سعود العامري، الإدارة المالية: أطر نظرية وحالات عملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
- 49) عبد العزيز حبتور، أصول ومبادئ الإدارة العامة، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2000.
- 50) عبد العزيز محمد الدخيل، سوق الأسهم السعودي-قراءة تاريخية واستشراف للمستقبل: اقتصاد، دار الفارابي، بيروت، 2010.
- 51) عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 52) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 53) عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2007.
- 54) عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 55) عبد القادر محمد احمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، إدارة مالية متقدمة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- 56) عبد اللطيف مصيطفى، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة الحسن العصرية، بيروت، لبنان، 2015.
- 57) عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2006.
- 58) عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2007.
- 59) عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2012.

- (60) عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، دار اليازوري، عمان، 2008.
- (61) عدنان تايه النعيمي، وآخرون، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- (62) علاء فرحان الدعيمي، فاطمة عبد علي سليمان المسعودي، المعرفة السوقية والقرارات الإستراتيجية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- (63) علاء فرحان طالب، إيمان شيحان المشهداني، الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الإستراتيجي للمصارف، دار صفاء، عمان، 2018.
- (64) علي حنفي، المدخل إلى الإدارة المالية الحديثة: التحليل المالي و اقتصاديات الاستثمار والتمويل، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2008.
- (65) علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- (66) علي فلاح الزعبي، أحمد دودين، الأسس والأصول العلمية في إدارة الأعمال، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2016.
- (67) عليان ربيعي مصطفى، العمليات الإدارية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- (68) فاضل حمد القيسي، علي حسون الطائي، الإدارة الإستراتيجية، نظريات مداخل أمثلة وقضايا معاصرة، دار الصفاء، عمان، 2014.
- (69) فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة 2، عمان، 2011.
- (70) فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة 3، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- (71) فريد فهدى زيارة، وظائف منظمات الأعمال، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- (72) فلاح الحسيني، الإدارة الاستراتيجية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2000.
- (73) فهد حامد الحويماني، المال والاستثمار في الأسواق المالية، الطبعة 2، فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، الرياض، 2006.

- (74) فيصل جميل السعايدة، نضال عبد الله فريد، الملخص الوجيز لإدارة والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- (75) قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمارين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- (76) كداوي طلال، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- (77) ليث عبد الله القهيوي، إستراتيجية إدارة المعرفة والأهداف التنظيمية، دار الحامد، عمان، 2013.
- (78) مبارك سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005.
- (79) مجيد الكرخي، تقويم الأداء في الوحدات الاقتصادية باستخدام النسب المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2014.
- (80) محمد الفاتح محمود المغربي، التمويل والاستثمار في الإسلام، التمويل والاستثمار، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، 2016.
- (81) محمد أيمن الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، الطبعة 7، العبيكان، الرياض، 2015.
- (82) محمد خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، عمان، 2011.
- (83) محمد ذياب، دراسات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية للمشاريع، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2007.
- (84) محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار حامد، الأردن، 2008.
- (85) محمد سلمان سلامة، الإدارة المالية العامة، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان، 2015.
- (86) محمد شاهين، هيكل التمويل وأثره على أداء الشركات، دار حميثرا للنشر والترجمة، 2017.
- (87) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية - مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- (88) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.

- (89) محمد صالح الحناوي، رسمية زكي قرياقص، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- (90) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، رسمية زكي قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- (91) محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- (92) محمد فتحي البديوي، إدارة البنوك، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، 2012.
- (93) محمد كمال عفانة، إدارة الإئتمان المصرفي، دار اليازوري، عمان، 2017.
- (94) محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- (95) محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة 3، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- (96) محمد مطر، التحليل المالي الإئتماني: الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، دار وائل للنشر، 2003.
- (97) محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- (98) محمد هاني محمد، إدارة وتنظيم وتطوير الأعمال: قياس الأداء المتوازن، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان، 2014.
- (99) مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، 2009.
- (100) مصطفى يوسف كافي، تقنيات دراسة الجدوى الاقتصادية، دار الرضا للنشر والتوزيع، 2009.
- (101) معراج هواري، عباس بهناس، أحمد مجدل، القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- (102) مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

- (103) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة 6، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2010.
- (104) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة 2، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005.
- (105) ناظم حسن عبد السيد، محاسبة الجودة مدخل تحليلي، دار الثقافة، عمان، 2009.
- (106) نعيم نصر داوود، التحليل المالي: دراسة نظرية تطبيقية، دار البداية، عمان، 2012.
- (107) نواف كنعان، اتخاذ القرارات الإدارية بين النظرية والتطبيق، الطبعة 2، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- (108) نوال عبد الكريم الأشهب، اتخاذ القرارات الإدارية: أنواعها ومراحلها، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان، 2015.
- (109) وائل محمد صبيحي، ادريس، طاهر منصور الغالي، أساسيات الأداء وبطاقة الأداء المتوازن، دار وائل للنشر، عمان، 2009.

ثانيا: المجالات والدوريات

- (1) أسعد غني جهاد، "الإفصاح عن الأرباح المحتجزة وأثر سياسة توزيع الأرباح في قرارات مستخدمي المعلومات المحاسبية"، في مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، مجلد 17، العدد 4، 2015.
- (2) إلهام يحيياوي، "الجودة كمدخل لتحسين الأداء الإنتاجي للمؤسسات الصناعية الجزائرية، دراسة ميدانية بشركة الاسمنت عين التونة"، في مجلة الباحث، العدد 5، 2007.
- (3) بريش عبد القادر، بدروني عيسى، "محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية"، الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الإقتصادية والقانونية، العدد 10، 2013.
- (4) توفيق عبد الجليل، "أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية"، في المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 10، العدد 3، 2014.

- (5) جميل حسن النجار، "مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين"، في مجلة جامعة الأزهر بغزة، سلسلة العلوم الإنسانية، المجلد 15، العدد 1، 2013.
- (6) حسين فيصل شومان، كوثر حميد الموسوي، "أثر ربحية ومقسوم أرباح السهم في قيمة الشركة، دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية المساهمة الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، في مجلة كلية الدراسات الإنسانية الجامعة، العدد 2، 2012.
- (7) دادن عبد الغني، "قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسة الاقتصادية"، في مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 4، 2006.
- (8) درغام ماهر موسى، أبو فضة مروان محمد، "أثر تطبيق نموذج الأداء المتوازن في تعزيز الأداء المال الإستراتيجي للمصارف الوطنية الفلسطينية العاملة في قطاع غزة"، في مجلة الجامعة الإسلامية، غزة، المجلد 17، العدد 2، 2009.
- (9) رامي أبو وادي، سهيل سقف الحيط، "القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لتقييم أداء المصارف التجارية"، في مجلة العلوم الإنسانية لجامعة النجاح للأبحاث، المجلد 30، العدد 12، 2016.
- (10) سليمان حسين البشتاوي، "إطار عملي لجمع المقاييس المحاسبية المالية وغير المالية (التشغيلية) للأداء في ضوء المنافسة وعصر المعلوماتية"، في مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 20، العدد 1، 2004.
- (11) سليمان شلاش، على البقوم، وسالم العون، "العوامل المحددة للهيكلة المالي في شركات الأعمال، حالة تطبيقية في شركات المساهمة العامة الأردنية"، في مجلة المنارة، جامعة آل البيت، الأردن، المجلد 14، العدد 1، 2008.
- (12) الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، في مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 7، 2010/2009.
- (13) صبيحة قاسم، أحمد نزار جميل، "أثر التدفقات النقدية في عناصر هيكل رأس المال"، في مجلة تكريت للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 5، العدد 14، 2009.
- (14) عبد الله أحمد الدعاس، "إدارة الجودة الشاملة وأثرها في تحسين الأداء المالي: دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية الأردنية"، في مجلة دراسات العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، المجلد 37، العدد 1، 2010.

- 15) عبد الوهاب دادن، رشيد حفصي، "تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية باستخدام طريقة التحليل العملي التمييزي"، في مجلة الواحات للبحوث والدراسات، جامعة غرداية، المجلد 7، العدد 2، 2014.
- 16) علام محمد موسى، "أثر جودة حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح في سوق الكويت المالية"، في دورية الإدارة العامة، المجلد 54، العدد 3، 2014.
- 17) عماد زياد رمضان، صالح خليل العقدة، "محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية: دراسة من واقع سوق الأوراق المالية الأردني"، في المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 7، العدد 2، 2011.
- 18) العمري هاني، "منهجية تطبيق بطاقة الأداء المتوازن في المؤسسات السعودية"، في مجلة الجامعة الإسلامية، فلسطين، المجلد 2، العدد 3، 2009.
- 19) غازي فلاح المومني، علي محمود حسن، "محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان"، في مجلة العلوم الإدارية، عمان، المجلد 38، العدد 2، 2011.
- 20) مالك الحافظ، "أثر كلفة التمويل على التشكيلة التمويلية"، في مجلة المنصور، العدد 12، 2009.
- 21) محمد زرقون، "أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة"، في مجلة المباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 8، 2010.
- 22) محمد الرجبي، "قرارات الإنفاق الرأسمالي وأثرها على الأداء: دراسة ميدانية"، في مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 25، العدد 2، 1998.
- 23) محمود جمام، أميرة دباش، "أثر قائمة التدفقات النقدية على اتخاذ القرارات المالية-دراسة حالة البنوك التجارية بجيجل"، في مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 4، 2015.
- 24) مهدي شرقي، "مراقبة المديرين التنفيذيين في ضوء نظرية الوكالة"، في المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 1، 2015.
- 25) ناصر الحمدان، علي القضاة، "أثر هيكل رأس المال على أداء المصارف الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية: دراسة تحليلية"، في مجلة المنارة، المجلد (19)، العدد 4، 2013.

- 26) نضال عمر زلوم، اسحاق محمود الشعار، "أثر توزيعات الأرباح على القرار الاستثماري في ضوء جودة التقارير المالية"، في *المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية*، المجلد 2، العدد 1، 2015.
- 27) هوارى سويسي، "دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة"، في *مجلة الباحث*، عدد 7، 2009.

ثالثاً: الرسائل الجامعية والأطروحات

- 1) خالد الرواشدة، طرق تقييم الإنفاق الرأسمالي وممارسات الموازنات الرأسمالية في الشركات الصناعية والخدمية المساهمة الأردنية، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، 2006.
- 2) محمد طيفور، العلاقة بين الإنفاق الرأسمالي والأداء المالي والتشغيلي في شركة صناعة الأدوية الأردنية، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، 2011.

المراجع باللغة الأجنبية:

أولاً: الكتب

- 1) Arnold Glen, **Corporate financial management**, 2nd Ed, Harlow: Financial Times Prentice Hall, 2002.
- 1) Baker kent H, **Dividends and Dividends Policy**, John Wiley & Sons, Canda, 2009.
- 2) Baker kent H, Gary Powell, **Understanding Financial Management: A Practical Guide**, Blackwell publishing, UK, 2005.
- 3) Brigham, E., Ehrhardt, M., **Financial Management theory and practice**, 13th Ed, South-Western College Pub, USA, 2013.
- 4) Brigham, Eugene F, Houston, Joel F, **Fundamentals of Financial Management**, 10th Ed, Thomson, Boston, MA– 2004.
- 5) C. Paramasivan, T. Subramanian, **Financial Management**, New Delhi: New Age International Pvt. Ltd., Publishers, 2009.
- 6) Cheng Hsio, **Analysis of Panel Data**, University of Southern California, 2003.
- 7) Damodar N. Gujarati, **Basic Econometrics**, 4th Ed, Irwin/McGraw-Hill: New York, 2003.

- 8) David, Fred R, **Strategic Management: Concepts and Cases**, New Jersey : Pearson Education Inc, 2007.
- 9) Dorel Berceanu, Siminica Marian, **The Main Theories of the Dividend Decision, Finance – Challenges of the Future**, 2009.
- 10) Fung, L., **Financial Management**, 12th Ed, University of London, United Kingdom, 2012.
- 11) Gitman L., and Zutter C., **Principles of Managerial Finance**, 13th Ed, Global Edition, Pearson Inc, 2012.
- 12) James L Grant, **Foundations of Economic Value Added**, 2nd Ed, Hoboken : John Wiley and Sons. Hall, John, USA, 2013.
- 13) Lynch, R, **Corporate Strategy**, 2nd Ed. Prentice-Hall, Inc, 2002.
- 14) M. Sarngadharan, S. Rajitha Kumar, **Financial Analysis for Management Decisions**, PHI Learning Private Limited, New Delhi, 2011.
- 15) Mitchell H. Katz, **Multivariable Analysis: A Practical Guide for Clinicians**, 2nd Ed, Cambridge University Press, 2006.
- 16) Narjess Boubakri et autres, **Les principes de la finance d'entreprise**, gaëtan morin, Canada, 2005.
- 17) Patrick Piget, **Décision d'investissement Incertitude et information**, Ed Economica, Paris, 2011.
- 18) S. David Young, Stephen F O'Byrne, **EVA and Value Based Management**, Mc Grow – Hill, New York, 2001.
- 19) Scott Besley, Eugne F. Brigham, **Essentials of Managerial Finance**, 13th Ed, Thomson, Mason, OH, 2005.
- 20) Thomas L. Wheelen, J. David Hunger, **Strategic Management and Business Policy Toward Global Sustainability**, 13th Ed, Pearson Prentice Hall, USA, 2012.
- 21) W. Peterson, G. Gijsbers, M. Willks, **An Organizational Performance for Agricultural Research, International Service for National Agricultural Research (ISNAR)**, 2003.

ثالثاً: المجلات والدوريات

- 1) Abbasali Pouraghajan, et al, "The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange", **International Journal of Business and Commerce**, Vol. 1, No. 9, 2012.

- 2) Abdallah Barakat, "The Impact of Financial Structure, Financial Leverage and Profitability on Industrial Companies Shares Value Applied Study on a Sample of Saudi Industrial Companies", **Research Journal of Finance and Accounting**, Vol.5, No.1, 2014.
- 3) Akparhuere Godwin Oghenekohwo, Eze Nkeiruka Theresa, Unah Nnenna Alice, "Effect of capital structure on retained earnings in the oil and gas sector – Evidence from Nigeria", **Issues in Business Management and Economics**, Vol.3, No.10, 2015.
- 4) Al- Haddad Waseem, Alzurqan Saleh, Al- Sufy Fares, "The Effect of Corporate Governance on the Performance of Jordanian Industrial Companies: An empirical study on Amman Stock Exchange", **International Journal of Humanities and Social Science**, Vol.1 No.4, 2011.
- 5) Alex Ng, H Young Baek, "Free cash flow, Leverage, and Performance: Evidence from Canadian Acquisitions", **Journal of International Finance and Economics**, Vol 1, 2007.
- 6) Almas Heshmati, Hans Loof, "Investment and Performance of Firms: Correlation or Causality", **Corporate Ownership & Control**, Vol. 6, Issue 2, 2008.
- 7) Andrija Sabol, Filip Sverer, "A Review of the Economic value Added Literature and Application, A Review of the Economic Value added Literature and Application", Special issue, **UTMS Journal of Economics**, Vol. 8, No.1, 2017.
- 8) Çelik S, Yasemin A, "Does Market Timing Drive Capital Structure: Empirical Evidence from an Emerging Mmarket", **International Journal of Economics and Financial Issues**, Vol. 3 Issue. 1, 2013.
- 9) Charles Yegon, Joseph Cheruiyot, Jane Sang, "Effects of Dividend Policy on Firm's Financial Performance: Econometric Analysis of Listed Manufacturing Firms in Kenya", **Research Journal of Finance and Accounting**, Vol.5, No.12, 2014.
- 10) Fama E F, French K R, "Value versus Growth: The International Evidence", **Journal of Finance**, Vol. 53, No. 6, 1998.
- 11) Habibollah Nakhaei, "Market value added and traditional accounting criteria: Which measure is a best predictor of stock return in Malaysian companies", **Iranian Journal of Management Studies**, Vol. 9, No. 2, 2016.
- 12) Kajanathan R, Nimalthasan P, "Capital Structure and its Impact on Firm Performance: A Study on Sri Lankan Listed Manufacturing Companies", **Merit Research Journal of Business and Management**, Vol. 1, No. 2, 2013.

- 13) Kaplan Robert, david Norton, "The Balanced Scorecard: Measures that drive Performance", **Harvard business review**, Vol. 70, No.1 , 1992.
- 14) Kaplan Robert, david Norton, "Transforming The Balanced Scorecard from Performance Measurement to strategic Management", Part(1), **American Accounting Association** , Accounting Horizons, Vol. 15, No. 1, 2001.
- 15) Karadeniz E, Serkan Y. K, Omer I & Yıldıırım B. O, "Firm Size and Capital Structure Decisions: Evidence from Turkish Lodging Companies", **International Journal of Economics and Financial Issues**, Vol. 1, Issue. 1, 2011.
- 16) Lunenburg, F., "The decision-making process", **National forum of Educational Administration and Supervision Journal**, Vol. 27, No. 4, 2010.
- 17) M Geysler ,IE Liebenberg ,"Creating A New Valuation Tool for South African Agricultural CO-Operatives", **Agrekon**, Vol 42, No 2, 2003.
- 18) Ming Chang Cheng, Zuwei Ching Tzeng, "The Effect of Leverage on Firm Value and How the Firm Financial Quality Influence on This Effect", **World Journal of Management**, Vol. 3, No. 2, 2011.
- 19) Omerhodžić Sead, "Identification and Evaluation of Factors of Dividend Policy", **Economic Analysis**, Vol. 47, No. 1-2, 2014.
- 20) Ozkan A, "Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data", **Journal of Business Finance & Accounting**, Vol. 28, 2001.
- 21) Paul Phillips, "Mehmet Sipahioğlu, Performance Implications of Capital Structure: Evidence from Quoted UK Organizations with Hotel Interests", **The Service Industries Journal**, Vol. 24, Issue. 5, 2004.
- 22) Pouraghajan Abbasali, Esfandiar Malekian, Emamgholipour Milad, "The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange", **International Journal of Business and Commerce**, Vol. 1, 2012.
- 23) Priya, Nimalathasan, "Dividend Policy Ratios and Firm Performance: a case study of Selected Hotels & Restaurants in Sri Lanka", **Global Institute for Research and Education**, Vol. 2, No. 6, 2013.

- 24) Rami Zeitun, Gary Gang Tian, "Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan", **The Australasian Accounting Business & Finance Journal**, Vol 1, No 4, 2007.
- 25) Rotich David Kipkorir, Barbara M. Namiinda, Doreen Njeje, "Influence of Investment Decisions on the Financial Performance of SACCOS: A Survey of Registered SACCOS in Baringo County", **International Journal of Science and Research**, Vol. 5, Issue 4, 2016.
- 26) Sarbapriya Ray, "Efficacy of Economic Value-Added Concept in Business Performance Measurement", **Advances in Information Technology and Management (AITM) 260**, Vol.2, No.2, 2012.
- 27) Satender Kumar Joshi, Ravinder Goel, "Market Value Added and Share Price Behaviour: An Empirical Study of BSE SENSEX COMPANIES", **Delhi Business Review**, Vol.1, No.1, 2000.
- 28) Seyed Mojtaba Hasani, Zedollah Fathi, "Relationship THE Economic Value Added (EVA) With Stock Market Value (MV) and Profitability Ratios", **Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business Institute**, Vol.4, No.3, 2012.
- 29) Shrikant Panigrahi, Yuserrie Zainuddin, "Dividend Policy Decisions: Theoretical Views and Relevant Issues", **Reports on Economics and Finance**, Vol.1, No.1, 2015.
- 30) Varouj Aivazian A, Ge Ying, Qiu Jiaping, "The impact of leverage on firm investment", **Journal of Corporate Finance**, Vol.11, N. 1, 2005.
- 31) Wood N, "Economic value added (EVA): Uses, Benefits and Limitations – A South African Perspective", **Southern African Business Review**, Vol.4, No.1, 2012.
- 32) Wu M, "Corporate Social performance, corporate financial performance, and firm size: a Meta analysis", **The Journal of American Academy of Business**, Vol.8, No.1, 2006.

رابعاً: الرسائل الجامعية والأطروحات

- 1) Ziad Zurigat, **Pecking Order Theory, Trade-Off Theory and Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Jordan**, Submitted for the degree of Doctor of Philosophy, Heriot-Watt University, 2009.

خامساً: المواقع الإلكترونية

1. الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني www.cbj.gov.jo

2. <https://www.ase.com.jo/ar/nbdht-n-alshrkt/mn-nhn/mn-nhn>

3. بورصة عمان، التقرير السنوي، 2017.

4. بورصة عمان، التقرير السنوي، 2006.

قائمة الملاحق

الملحق (1): قائمة الشركات الصناعية الأردنية عينة الدراسة

1	الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج
2	المتصدرة للأعمال والمشاريع
3	الصناعات الكيماوية الاردنية
4	الوطنية لصناعة الكلورين
5	الموارد الصناعية الأردنية
6	المتكاملة للمشاريع المتعددة
7	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية
8	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية
9	العربية للصناعات الكهربائية
10	مجمع الشرق الاوسط للصناعات الهندسية والالكترونية والثقيلة
11	مصانع الكابلات المتحدة
12	الاردنية لصناعة الأنابيب
13	الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو
14	الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية
15	العربية لصناعة المواسير المعدنية
16	القدس للصناعات الخرسانية
17	أساس للصناعات الخرسانية
18	سبأ لسكب المعادن
19	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها
20	الألبان الأردنية
21	الاستثمارات العامة
22	القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية
23	العالمية الحديثة للزيوت النباتية
24	الوطنية للدواجن
25	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار
26	دار الغذاء

مصانع الزيوت النباتية الأردنية	27
عافية العالمية - الأردن	28
سنيورة للصناعات الغذائية	29
العامه للتعدين	30
العربية لصناعة الالمنيوم/ارال-	31
الوطنية لصناعة الصلب	32
مناجم الفوسفات الأردنية	33
مصانع الاسمنت الأردنية	34
البوتاس العربية	35
حديد الأردن	36
الوطنية لصناعات الالمنيوم	37
الاستثمارات والصناعات المتكاملة	38
مغنيسيا الأردن	39
الدولية لصناعات السيليكا	40
شركة الترافرتين	41
الوطنية لإنتاج النفط والطاقة الكهربائية من الصخر الزيتي	42
المتحدة لصناعة الحديد والصلب	43
رخام الأردن	44
اسمنت الشمالية	45
العربية للمشاريع الاستثمارية	46
مصانع الورق والكرتون الأردنية	47
اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي	48
دارالدواء للتنمية والاستثمار	49
المركز العربي للصناعات الدوائية	50
الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيمائية والمستلزمات الطبية	51
الأردنية لإنتاج الأدوية	52
الحياة للصناعات الدوائية	53
فيلاذلفيا لصناعة الأدوية	54

55	الإقبال للطباعة والتغليف
56	مجموعة العصر للاستثمار
57	مصانع الأجواخ الأردنية
58	عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية
59	الزبي لصناعة الألبسة الجاهزة
60	اتحاد النساجون العرب
61	الإقبال للاستثمار
62	مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر