

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

العنوان

أثر سياسة توزيع الأرباح على قرار التمويل الذاتي
- دراسة حالة المجمع الصيدلاني بيوفارم خلال الفترة
الممتدة من - 2015 إلى 2019 -

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إعداد الطالبة:

بن التونسي إيمان

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

رئيسا	جامعة جيجل	د/ سامية سرحان
ممتحنا	جامعة جيجل	أ/ أمين كعواش
مشرف و مقررا	جامعة جيجل	د/ قيرة عمر

السنة الجامعية: 2020/2019

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

العنوان

أثر سياسة توزيع الأرباح على قرار التمويل الذاتي
-دراسة حالة المجمع الصيدلاني بيوفارم خلال الفترة
الممتدة من 2015 إلى 2019

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إعداد الطالبة:

بن التونسي إيمان

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

رئيسا	جامعة جيجل	د/ سامية سرحان
ممتحنا	جامعة جيجل	أ/ أمين كعواش
مشرف و مقررا	جامعة جيجل	د/ قيرة عمر

السنة الجامعية: 2020/2019

الشكر والإهداء

شكر و تقدير

الحمد لله رب العالمين حمدا يليق بعظمة جلاله و له الشكر يكافئ نعمه و يوافي مزيده، و أفضل الصلاة و السلام على أشرف المرسلين و سيد الأولين و الآخرين و إمام المتقين سيدنا محمد صلى الله عليه و سلم، و على آله الطاهرين و صحبه أجمعين، و من تبعه بإحسان إلى يوم الدين و بعد:

ألا بذكر الله تدوم النعم، و عليه فإنني أتقدم بالشكر و الحمد لله سبحانه و تعالى على نعمه و امتنانه، إذ بفضل و توفيقه تمكنت من إتمام هذا العمل رغم كل الصعوبات، فالحمد لله رب العالمين.

كما أتقدم بجزيل الشكر و العرفان إلى الأستاذ المشرف: قهيرة عمر ، و الذي تفضل علي بقبوله الإشراف على مذكري حيث ساهم بجهده و وقته ، و نصائحه القيمة ، و التي أفادتني كثيرا في بحثي هذا.

إلى كل أساتذتنا الكرام من الطور الابتدائي إلى الجامعي، كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى أساتذتنا الموقرين في لجنة المناقشة و التي سألنا شرف مناقشتهم لبحثي هذا فلكم مني فائق الإحترام و العرفان على مجمل نصائحكم و توجيهاتكم و التي حتما ستنبير دربي العلمي.

الإهداء

أهدي هذا البحث إلى كل طالب علم يسعى لكسب المعرفة و تزويد رصيده
المعرفي العلمي و الثقافي.

إلى من ساندني في صلاتها و دعائها، إلى من سهرت الليالي تنير دربي، إلى من
تشاركني أفراحي و أحزاني، إلى نبع العطف و العنان، إلى أروع امرأة في الوجود:

أمي الغالية

إلى من علمني أن الدنيا كفاح و سلاحها العلم و المعرفة، إلى الذي لم يبخل علي بأبي
شيء، إلى من سعى من أجل راحتي و نجاحي، إلى أعظم و أعز رجل في الكون:

أبي العزيز

إلى الذين ظفرت بهم هدية من الأقدار إخوة فعرفوا معنى الأخوة ، إخوتي الأبناء:

أمال، محمد، إسلام.

إلى من ساندني و خطى معي خطواتي، و يسر لي الصعاب، إلى زوجي العزيز الذي
تحمل الكثير و عانى، و وقفني في هذا المكان ما كان ليحدث لولا تشجيعه
المستمر لي.

إلى زهراتي و فلذات كبدي بناتي العزيزات: رنيم، رؤى.

إلى الأهل و الأصدقاء الذين رافقوني و شجعوا خطواتي عندما غلبتها الأيام، إلى كل
من كان خير عون لي في إنجاز هذا البحث.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
I	الشكر و التقدير
II	الإهداء
IV	فهرس المحتويات
XI	قائمة الجداول و الأشكال
XIV	قائمة الرموز و المختصرات
XVI	قائمة الملاحق
أ- هـ	المقدمة العامة
6	الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح
7	تمهيد
8	المبحث 1: ماهية سياسة توزيع الأرباح
8	المطلب 1: مفهوم سياسة توزيع الأرباح
8	الفرع 1: تعريف سياسة توزيع الأرباح
10	الفرع 2: إجراءات توزيع الأرباح
13	الفرع 3: دوافع سياسة توزيع الأرباح
13	المطلب 2: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح
13	الفرع 1: العوامل القانونية و التعاقدية

فهرس المحتويات

15	الفرع2: الفرص الإستثمارية المتاحة و النمو
15	الفرع3: حجم الأرباح و توفر السيولة
16	الفرع الرابع: الضرائب
17	الفرع5: عوامل أخرى
18	المطلب3: أشكال سياسات التوزيع
19	الفرع1: سياسة التوزيعات النقدية
22	الفرع2: سياسات التوزيع غير النقدية
24	المطلب الرابع: المحددات الأساسية لقرار توزيع الأرباح
24	الفرع1: قرار توزيع الأرباح
25	الفرع2: إعتبرات تحديد قرار توزيع الأرباح
27	المبحث الثاني: المقاربات و النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح
27	المطلب الأول: المقاربات الأولى لسياسة توزيع الأرباح
27	الفرع الأول: نظرية الفائض للتوزيعات
28	الفرع الثاني: نموذج والتر
30	المطلب الثاني: النظريات المفسرة لسياسة التوزيعات في ظل فرضيات السوق الكف
30	الفرع الأول: سياسة التوزيع في حالة التأكد التام
32	الفرع الثاني: سياسة التوزيع في حالة عدم التأكد

فهرس المحتويات

34	المطلب الثالث: النظريات المفسرة لسياسة التوزيعات في ظل إسقاط فرضيات السوق الكفاء
35	الفرع الأول: نظرية التفضيل الضريبي
35	الفرع الثاني: نظرية الإشارة
36	الفرع الثالث: نظرية تكاليف الصفقات، نظرية الوكالة، ونظرية أثر الزبون
39	خلاصة الفصل الأول
40	الفصل الثاني: سياسة توزيع الأرباح و التمويل الذاتي
41	تمهيد
42	المبحث الأول: عموميات حول التمويل الذاتي
42	المطلب الأول: تعريف التمويل الذاتي
42	الفرع الأول: قدرة التمويل الذاتي
46	الفرع الثاني: تعريف التمويل الذاتي
48	المطلب الثاني: أهمية و اهداف التمويل الذاتي
48	الفرع الأول: أهمية التمويل الذاتي
48	الفرع الثاني: أهداف التمويل الذاتي
50	المطلب الثالث: أنواع التمويل الذاتي و أشكاله
50	الفرع الأول: أنواع التمويل الذاتي
51	الفرع الثاني: أشكال التمويل الذاتي

فهرس المحتويات

52	المطلب الرابع: العوامل المحددة للتمويل الذاتي
53	المبحث الثاني: علاقة قرار توزيع الأرباح بحجم التمويل الذاتي
53	المطلب الأول: مكونات التمويل الذاتي
53	الفرع الأول: مراحل تكوين التمويل الذاتي
55	الفرع الثاني: مكونات التمويل الذاتي
59	المطلب الثاني: العناصر المؤثرة على التمويل الذاتي
59	الفرع الأول: معدلات الإقتطاع الضريبي
59	الفرع الثاني: قدرة المؤسسة على تحقيق النتيجة
60	المطلب الثالث: آثار إستخدام التمويل الذاتي على المؤسسة
60	الفرع الأول: مزايا التمويل الذاتي
60	الفرع الثاني: عيوب التمويل الذاتي
61	المطلب الرابع: أثر سياسة توزيع الأرباح على التمويل الذاتي
63	خلاصة الفصل الثاني
64	الفصل الثالث: دراسة تطبيقية على المجمع الصيدلاني بيوفارم BIOPHARM
65	تمهيد
66	المبحث الأول: نظرة عامة حول المجمع الصيدلاني الجزائري BIOPHARM
66	المطلب الأول: لمحة حول نشأة المجمع و تطوره

فهرس المحتويات

66	الفرع الأول: معلومات عامة حول المجمع
	الفرع الثاني: نشأة و تطور المجمع
68	الفرع الثالث: الهيكل التنظيمي للمجمع
70	المطلب الثاني: التوجه الإستراتيجي لمجمع BIOPHARM
70	الفرع الأول: رؤية وأفاق مجمع BIOPHARM
71	الفرع الثاني: رسالة و قيم المجمع BIOPHARM
71	الفرع الثالث: التوزيع القانوني للأرباح
72	المبحث الثاني: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على التمويل الذاتي بالمجمع الصيدلاني BIOPHARM
73	المطلب الأول: عرض المعلومات المالية
73	المطلب الثاني: تحليل النتائج
74	الفرع الأول: قدرة المجمع على توليد الأرباح
76	الفرع الثاني: العلاقة بين سياسة التوزيعات و الأرباح المحققة
76	الفرع الثالث: تحليل أثر سياسة التوزيعات على التمويل الذاتي و الإقتراض
77	المطلب الثالث: تقييم نتائج الدراسة
79	خلاصة الفصل التطبيقي
81	الخاتمة العامة
84	قائمة المراجع

فهرس المحتويات

89	المخلص
91	الملاحق

قائمة الجداول و الأشكال

قائمة الجداول و الأشكال

أ. فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
58	جدول يمثل حالات المؤونة و التمويل الذاتي	(1-2)
74	جدول البيانات المالية لمجمع بيوفارم	(2-2)
75	جدول يوضح نسبة العائد على الأصول لمجمع بيوفارم	(3-2)
75	جدول يوضح نسبة ربحية الأموال الخاصة لمجمع بيوفارم	(4-2)
76	جدول يوضح نسبة التمويل الذاتي لمجمع بيوفارم	(5-2)
77	جدول يوضح نسبة التمويل الخارجي لمجمع بيوفارم	(6-2)

ب. فهرس الأشكال:

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
10	الطرق التي تسلكها الأرباح المحققة	(1-1)
12	إجراءات توزيع الأرباح	(2-1)
45	تكوين التمويل الذاتي إنطلاقاً من النتيجة المحاسبية الصافية	(3-1)
49	التمويل الذاتي للبقاء و النمو	(4-1)
50	التمويل الذاتي و الأموال الخاصة	(5-1)
54	مراحل تشكل التمويل الذاتي	(6-1)
55	كيفية تكوين التمويل الذاتي	(7-1)

قائمة الجداول و الأشكال

67	الهيكل القانوني للمجمع BIOPHARM SPA	(8-1)
70	الهيكل التنظيمي لـ BIOPHARM	(9-1)

قائمة المختصرات

قائمة المختصرات

الإختصار	المدلول
EPS	ربحية السهم الواحد
DPS	مقدار الربح الموزع
CAF	قدرة التمويل الذاتي
EBE	الفائض الإجمالي للإستغلال

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
ملحق رقم 01	الميزانية العمومية لمجمع بيوفارم لسنتي 2015 و 2016
ملحق رقم 02	الميزانية العمومية لمجمع بيوفارم لسنتي 2017 و 2018
ملحق رقم 03	الميزانية العمومية لمجمع بيوفارم لسنة 2019
ملحق رقم 04	جدول حسابات النتائج لسنتي 2015 و 2016
ملحق رقم 05	جدول حسابات النتائج لسنتي 2017 و 2018
ملحق رقم 06	جدول حسابات النتائج لسنة 2019

المقدمة العامة

مقدمة:

يتميز النشاط الإقتصادي للمؤسسة بحركة دائمة تديرها الإستثمارات المختلفة، و بإعتبار هذه الأخيرة العامل الأساسي الذي يسمح للمؤسسة بالبقاء و النمو و بالتالي التطور، فإن المؤسسة الناجعة هي التي تحافظ على قدرتها الإنتاجية عن طريق تجديد إستثماراتها، هذا ما يتطلب منها البحث عن مصادر تمويل إحتياجاتها التي تسمح لها بمواجهة نشاطها. لذا يعد التمويل من أساسيات إنشاء و تشغيل و توسيع المؤسسات بمختلف أنواعها و أحجامها، إذ تحتاج المؤسسات إلى أدوات التمويل بأشكالها المختلفة و هذا من أجل تغطية مختلف إحتياجاتها المالية للقيام بأنشطتها و وظائفها المعتادة. فالكيفيات أو الطرق المختلفة التي يحصل بها المستثمرون أو المؤسسات على ما يحتاجون إليه من أموال هي أول ما يفكر فيه كل مستثمر أو مؤسسة.

و عليه فالقرارات المالية تعد من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة، كونها تعكس قرارات إستراتيجية لما لها من تأثير بالغ على حياة و مستقبل المؤسسة، حيث تهدف إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، كما تعكس مختلف السياسات المنتهجة (سياسة الإستثمار، سياسة التمويل و سياسة توزيع الأرباح) في سبيل بلوغ الأهداف المسطرة. إذ تلعب هذه الأخيرة دورا بالغ الأهمية على مستوى المؤسسات، كونها تسيل لعاب المساهمين، الأجراء و المستثمرين بشكل عام.

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التمويلية في المؤسسات، حيث تلعب دورا هاما في الإدارة المالية للمؤسسة الحديثة، فإعتبار أن سياسة توزيع الأرباح إنما تمثل في حقيقتها قرارا تمويليا بالدرجة الأولى، إلا أنها في المقابل تواجه ضرورة إجراء توزيعات، و لذلك فإن عملية الموازنة بين إحتجاز الأرباح و التوزيعات تمثل أصعب القرارات التي تواجه المؤسسة، و هذا لتلبية رغبة المستثمرين و الحفاظ على قيمة المؤسسة الأمر الذي أدى إلى ظهور مجموعة من الإتجاهات التي عالجت هذا الموضوع و عملت على الخروج بنتيجة نهائية.

و تعد الأرباح المحتجزة من أهم المصادر التمويلية الداخلية المتاحة أمام المؤسسة، و ذلك نظرا لسهولة إستعمالها في تمويل الحاجات الإستثمارية للمؤسسة كونها تنطوي ضمن حقوق الملكية ولا تتطلب معاملات معقدة ولا ضمانات، و لكنها محكومة بسياسة تفرض ضرورة تحديد معالمها و هذا من خلال المبادلة بين توزيع الأرباح و إحتجازها، فالمؤسسة تكون في مواجهة رغبات مستثمريها من جهة و حاجاتها التمويلية من جهة أخرى، إذ يتوقع المستثمر عائدا مغريا جراء إستثمار أمواله في المؤسسة، أما المؤسسة فتعمل على الإستفادة من الأرباح المحققة و إستغلالها في تمويل مشاريعها و العمل على النمو و محاولة تعظيم قيمتها السوقية.

طرح الإشكالية

بناء على ماسبق ذكره، و نظرا لأهمية سياسة توزيع الأرباح بالنسبة للمؤسسة و المستثمر على حد سواء، إذ تتحدد من خلالها نسب كل من الأرباح الموزعة و المحتجزة (التمويل الذاتي)، يمكن صياغة الإشكالية الموالية:
ما تأثير سياسة توزيع الأرباح على قرار التمويل الذاتي بالمؤسسة؟

و لمعالجة هذه الإشكالية الرئيسية، و بغية الإلمام بهذا الموضوع بصفة أكثر يتطلب الأمر الإجابة على الأسئلة الفرعية التالية:

- ❖ ما المقصود بسياسة توزيع الأرباح؟
- ❖ ما تأثير سياسة توزيع الأرباح على قرار الإستثمار في المؤسسة؟
- ❖ هل توجد علاقة بين التمويل الذاتي و تحقيق النمو بالمؤسسة؟
- ❖ كيف يمكن المفاضلة ما بين الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة؟

الفرضيات

إنطلاقا من الإشكالية المطروحة، و بهدف الإجابة على التساؤلات السابقة إرتكزت الفرضيات الأساسية لهذا البحث على مايلي:

- ❖ يقصد بسياسة توزيع الأرباح قيام المؤسسة بتحديد النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة للمساهمين.
- ❖ تؤثر سياسة توزيع الأرباح على قرار الإستثمار بالمؤسسة من خلال مبلغ الأرباح المحتجزة الذي يعد مصدر مهم للتمويل.
- ❖ نعم توجد علاقة بين التمويل الذاتي و تحقيق النمو بالمؤسسة، حيث ان التمويل الذاتي يضمن البقاء من جهة و تحقيق النمو و التوسع من جهة أخرى.
- ❖ إن عملية الموازنة بين إحتجاز الأرباح و التوزيعات تمثل أصعب القرارات التي تواجه المؤسسة، و هذا لتلبية رغبات المساهمين و الحفاظ على قيمة المؤسسة.

أهمية الموضوع

تستمد هذه الدراسة أهميتها من أهمية موضوعها المتمثل في سياسة توزيع الأرباح و أثرها على التمويل الذاتي، إذ تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم القرارات المالية التي تتخذها الإدارة المالية، و التي لفتت إهتمام الباحثين، حيث تعتبر الأرباح التي تحققها المؤسسات بمختلف أنواعها نقطة خلاف بين الإدارة و المساهمين، فهذه الأرباح تعتبر مصدر للإستثمار و التمويل الداخلي (الذاتي)، في حالة ما إذا تقرر إحتجازها، و تمثل مكافأة للمساهمين في حالة ما إذا تقرر توزيعها. فأمثلية سياسة توزيع الأرباح تكون حول القيمة التي يتم توزيعها.

أهداف الدراسة

نسعى من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- ✓ محاولة الإجابة على الإشكالية المطروحة و التأكد من صحة الفرضيات؛
- ✓ توضيح أهمية التمويل الذاتي بالنسبة للمؤسسة في تعزيز قدرتها على الإستقرار و الإستثمار في نشاطها؛

✓ بما أن لسياسة توزيع الأرباح أثر على التمويل الذاتي للمؤسسة، فإن الغرض من هذه الدراسة هو تبيان أثر نسبة التوزيع على الأرباح المحتجزة.

المنهج المتبع و الأدوات المستخدمة

للإجابة على إشكالية المطروحة و بغية الوصول إلى الأهداف المرجوة و قصد الإحاطة بمختلف جوانب البحث و التمكن منها ستتم الدراسة وفقا للمنهج الوصفي، بإعتباره الأنسب للدراسة النظرية، و الدراسة التطبيقية، حيث نحاول تحليل أثر التغيير في سياسة توزيع الأرباح على التمويل الذاتي.

أسباب إختيار الموضوع

يعود إختيار البحث لعدة إعتبرات تتمثل فيما يلي:

أسباب موضوعية: تتمثل في:

- ❖ مدى تلائم الموضوع مع التخصص؛
- ❖ الدور الفعال الذي يقوم به التمويل الذاتي داخل المؤسسة؛
- ❖ الرغبة في إبراز العلاقة الموجودة بين المتغيرات محل الدراسة سياسة توزيع الأرباح كمتغير مستقل و التمويل الذاتي كمتغير تابع.

أسباب ذاتية: و تتمثل في:

- ❖ رغبة و ميول شخصي في تناول مثل هذه المواضيع؛
- ❖ إختيار الموضوع بغية فتح مجال البحث مستقبلا؛
- ❖ التعرف على أثر سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة.

حدود الدراسة: عالجت هذه الدراسة موضوع سياسات توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية وتأثيرها على التمويل الذاتي وذلك ضمن حدود زمانية ومكانية، بحيث تناولت هذه الدراسة المجمع الصيدلاني بيوفارم «BIOPHARM» في الفترة من 2015_ 2019 .

الدراسات السابقة: من خلال البحث في هذا الموضوع لم نستطع التوصل لدراسات سابقة حول نفس مضمون البحث، إلا أنه يمكن ربط بعض الدراسات السابقة بمتغيرات البحث ، حيث نذكر أهمها فيما يلي:

- دراسة وسيلة ملاوي، و هي عبارة عن مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم المالية و المحاسبية تحت عنوان " التمويل الذاتي و تأثيره على النمو الداخلي في المؤسسة الاقتصادية" صادرة عن كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير بجامعة قاصدي مرباح 2016/2017 ، حيث تهدف هذه الدراسة إلى التعريف بالتمويل الذاتي و الدور البارز الذي يحتله في السياسة التمويلية، بالإضافة إلى عرض أبرز المفاهيم المتعلقة بالنمو الداخلي، في حين أظهرت نتائج الدراسة التطبيقية أن التمويل الذاتي له الدور الكبير و المؤثر على النمو الداخلي.

■ دراسة حمدي زعرب و صباح شراب، و هي عبارة عن دراسة تطبيقية بعنوان "أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية" صادرة عن مجلة الجامعة الإسلامية المجلد الخامس عشر، العدد الثاني 2007 ، حيث تهدف هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين الإعلان عن توزيعات الأرباح و أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة 1997-2005 ، حيث توصل الباحثان إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات التالية: نصيب السهم من الأرباح، تاريخ الإعلان عن توزيعات أرباح نقدية، نصيب السهم من الأرباح النقدية ، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة و بين سعر السهم، و أن نصيب السهم من الأرباح يؤثر على سعر السهم السوقي، وتأثير نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كل من سعر و قيم تداول السهم في السوق، و نصيب السهم من صافي الربح يفوق التغير في السعر السوقي له.

■ دراسة رشيد حفصي بعنوان: "دراسة و تحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي-حالة سوق دبي المالي في الفترة ما بين 2011-2014" ، الصادرة عن المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية و المالية عدد 02/2016، عن جامعة قاصدي مرباح-ورقلة-، حيث تبين من خلال الدراسة أنه هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح ممثلة في نصيب السهم من التوزيعات النقدية، ربحية السهم و قيمة أسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي، بينما لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة و قيمة السهم.

هيكل البحث: بالنظر إلى أهمية البحث، و من أجل تحقيق أهدافه، تم تقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول بالإضافة إلى مقدمة عامة و خاتمة عامة، كالتالي:

الفصل الأول: خصص لدراسة الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين أين تناولنا في المبحث الأول ماهية سياسة توزيع الأرباح بما فيها المفهوم ، العوامل المؤثرة و أشكال التوزيعات بالإضافة إلى المحددات، بينما المبحث الثاني خصص لدراسة المقاربات و النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح من خلال التطرق للمقاربات الأولى لسياسة توزيع الأرباح ثم النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل فرضيات السوق الكفاء و في ظل إختلالها.

أما الفصل الثاني: فكان بعنوان سياسة توزيع الأرباح و التمويل الذاتي ، و الذي قسم لمبحثين أيضا، المبحث الأول التمويل الذاتي بما فيه التعريف، الأهمية و الأهداف و الأنواع بالإضافة إلى العوامل المحددة، في حين تمت دراسة علاقة قرار توزيع الأرباح بحجم التمويل الذاتي في المبحث الثاني وذلك من خلال مكونات و عناصر التمويل الذاتي، ثم تقييم إستخدام التمويل الذاتي في المؤسسة من خلال إظهار المزايا و العيوب ، ثم أثر سياسة توزيع الأرباح على التمويل الذاتي.

الفصل الثالث و الخاص بدراسة حالة لمؤسسة الأدوية الجزائرية بيوفارم BIOPHARM و قد احتوى أيضا على مبحثين، حيث تناولنا في المبحث الأول نظرة عامة حول مؤسسة بيوفارم BIOPHARM الأول، و في المبحث الثاني تم دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على التمويل الذاتي بالمجمع الصيدلاني BIOPHARM. أما الخاتمة العامة فشملت أهم النتائج التي توصلنا إليها من خلال هذا البحث، و الإقتراحات المناسبة. صعوبات الدراسة:

في إطار إنجاز هذا البحث ظهرت جملة من الصعوبات نذكر أهمها كآآتي:

- ❖ قلة بل إنعدام الدراسات التي تعالج صلب الموضوع بطريقة مباشرة ما صعب علينا ترتيب و تنسيق الموضوع؛
- ❖ قلة المراجع بسبب جائحة كورونا، مما صعب علينا التنقل للجامعة من أجل البحث؛
- ❖ صعوبات في الدراسة التطبيقية.

" و أملنا أن نكون قد وفقنا في إختيار الموضوع و معالجته، و الله الهادي إلى سواء

السبيل

الفصل الأول:

الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

يعتبر قرار توزيع الأرباح من بين أهم القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة و التي تتعكس إيجاباً أو سلباً على إستمرارية المؤسسة و نجاحها، إذ يتحدد بناءً عليه إتجاهات الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، و بالتالي تتحدد الطريقة التي تكافئ بها المؤسسة مساهميها و الهيكل المالي للمؤسسة.

تخضع سياسة توزيع الأرباح إلى إعتبارات عديدة في تحديدها، إذ أنه هناك العديد من النظريات التي حاولت تفسير سلوك المسيرين اتجاه سياسة توزيع الأرباح، و قد اختلفت هذه النظريات بين مؤيد و حيادية اتجاه أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

و من هنا يهدف هذا الفصل إلى معرفة الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح من خلال مبحثين:

المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح.

المبحث الثاني: المقاربات و النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح.

المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح

عندما تتكون المؤسسة و تقوم بنشاطها بنجاح فمن المتوقع أن تحقق أرباح، و هذه الأرباح يمكن الاحتفاظ بها بالمؤسسة أي احتجازها بغرض إعادة استثمارها في مشاريع ذات جدوى اقتصادية، والقيام بتوزيعها على مساهمي المؤسسة.

و من هنا سنحاول في هذا المبحث التطرق إلى مفهوم سياسة توزيع الأرباح من خلال تعريفها و دوافعها في المطلب الأول، أنواع التوزيعات في المطلب الثاني، أما المطلب الثالث فسندرس علاقة قرار توزيع الأرباح بالقرارات المالية الأخرى، في حين خصص المطلب الرابع للعوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التي تؤثر على السياسة التمويلية في المؤسسة، إضافة إلى إنعكاس هذه السياسة على العلاقة مع المالكين و المساهمين و على قيمة السهم في السوق المالي. و تقوم سياسة توزيع الأرباح على مبدأ تحديد مقدار الأرباح التي يتم إحتجازها و الأرباح المقرر توزيعها على المساهمين العاديين، و تأتي أهمية سياسة توزيع الأرباح من كونها تؤثر على حجم المؤسسة و ارتباط المساهمين حملة الأسهم العادية بها من خلال التأثير على سعر السهم في السوق المالي و عائده أيضا⁽¹⁾.

من خلال هذا المطلب سنحاول إعطاء تعريف شامل لسياسة توزيع الأرباح ، ثم إجراءات توزيع الأرباح و أخيرا دوافع سياسة توزيع الأرباح.

الفرع الأول: تعريف سياسة توزيع الأرباح

تعد سياسات توزيع الأرباح من السياسات المالية الهامة في المؤسسة التي أخذت قسطا وافرا من الدراسات في مجالات الإدارة المالية للمؤسسات ، حيث وقبلأن نعطي مفهوم لسياسة توزيع الأرباح لابد و أن نخرج عن مفهوم الأرباح (الربح).

أولا: مفهوم الربح: هناك مفهومان للربح، هما:

أ- **المفهوم الإقتصادي:** و يعني مقدار التغير في القيمة الصافية للوحدة الإقتصادية خلال فترة زمنية معينة⁽²⁾.

يعرف الإقتصاديون الدخل (الربح) بأنه، القيمة القصوى التي يمكن إستهلاكها خلال الفترة مع عدم تغير الثروة آخر المدة عنها في أول المدة، أي الحفاظ على رأس المال، حيث يتحدد صافي الربح وفقا لهذا المفهوم بطرح صافي الأصول أول المدة من صافي الأصول آخر المدة، مع تسوية الفرق بأي إضافات للإستثمارات أو أي توزيعات خلال الفترة⁽³⁾.

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

² مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2009، ص30 .

³ كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغراض الإستثمار، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 59 .

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

ب- **المفهوم المحاسبي:** يعرف الربح المحاسبي بأنه الفرق بين قيمة المبيعات و تكلفتها خلال فترة زمنية معينة⁽¹⁾. كما يعرف الربح المحاسبي على أنه: عبارة عن الفرق بين الإيرادات و المصروفات، و هو رقم مطلق واضح في حساب الأرباح و الخسائر للمؤسسة يطلق عليه في بعض الأحيان صافي الدخل (النتيجة المحاسبية الصافية)⁽²⁾.

حيث يركز هذا المفهوم على الأنشطة التي تحدث خلال فترة زمنية معينة بدلا من إظهار التغير في صافي الأصول. فهذه الطريقة تؤدي إلى الإفصاح عن أسباب هذا التغير و المكونات المؤدية إلى صافي الربح⁽³⁾. إن هذا الفارق الإصطلاحي لمفهوم الربح المحاسبي و الإقتصادي يعكس الاختلاف الوظيفي لكل منهما. و على الرغم من أن البيانات التي تعدها و تنشرها المؤسسات المختلفة تعكس في أغلب صورها المفهوم المحاسبي للربح. إلا أن التعريف الإقتصادي للأرباح يعتبر أكثر ملائمة عند مواجهة المشروع لمشكلة الاختيار بين عدة بدائل لإتخاذ القرار المناسب⁽⁴⁾.

ثانيا: سياسة توزيع الأرباح: تحظى سياسة توزيع الأرباح بإهتمام خاص و دراسات عميقة في مجال الإدارة المالية، ذلك لما لها من تأثير مباشر على حياة المؤسسة، و يمكن تبيان مفهوم سياسة توزيع الأرباح من خلال التعاريف الآتي ذكرها:

تعريف 1: تشير سياسة توزيع الأرباح إلى النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة، و التي على ضوءها تتحدد النسبة التي ينبغي احتجازها من الأرباح⁽⁵⁾.

تعريف 2: يقصد بسياسة توزيع الأرباح مجموعة من الأدلة المرشدة التي تسترشد بها الإدارة المالية عند إتخاذ قرارات توزيع الأرباح، و تقوم المؤسسات عموما بوضع سياستها بما يتلائم مع أهدافها⁽⁶⁾.

تعريف 3: التوزيعات هي الصورة العكسية للأرباح المحتجزة، و من ثم فإن سياسة التوزيعات ما هي إلا المفاضلة بين توزيع الأرباح و احتجازها بغرض إعادة إستثمارها. و عادة ما تشير سياسة التوزيع إلى النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة⁽⁷⁾.

¹ سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات الإستثمار، التمويل، التحليل المالي: مدخل في التحليل و إتخاذ القرارات، مركز الإسكندرية للكتاب، 2006، ص 13.
² خبراء الشركة العربية المتحدة للتدريب و الإستشارة الإدارية، التحليل المالي و إعداد الموازنات لأغراض التخطيط و الرقابة، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، الطبعة الثانية، مصر الجديدة - القاهرة، 2008، ص 69.

³ كمال الدين الدهراوي، مرجع سابق، ص 60

⁴ سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص 13-14.

⁵ سعدي وصاف، سياسة توزيع الأرباح في عينة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي، جامعة الملك فيصل، المملكة العربية السعودية، ص 405.

⁶ أسعد حميد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية و التطبيقية، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، 2012، ص 373.

⁷ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، المكتب العربي الحديث الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2005، ص 307.

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

تعريف 4: "سياسة توزيع الأرباح تعبر عن ذلك القرار المالي الذي يقترحه مجلس الإدارة على المساهمين حول ذلك الجزء من الأرباح الذي سوف يتم توزيعه على المستثمرين (المساهمين)، و الجزء الذي سوف يتم إحتجازه للقيام بإستثمارات مستقبلية"⁽¹⁾.

تعريف 5: "كما تعرف التوزيعات بأنها تلك الدفعات التي يتم دفعها إلى حملة الأسهم من الأرباح التي تحققها المؤسسة من أنشطتها المختلفة، و ذلك إما على شكل نقد أو أسهم"⁽²⁾.

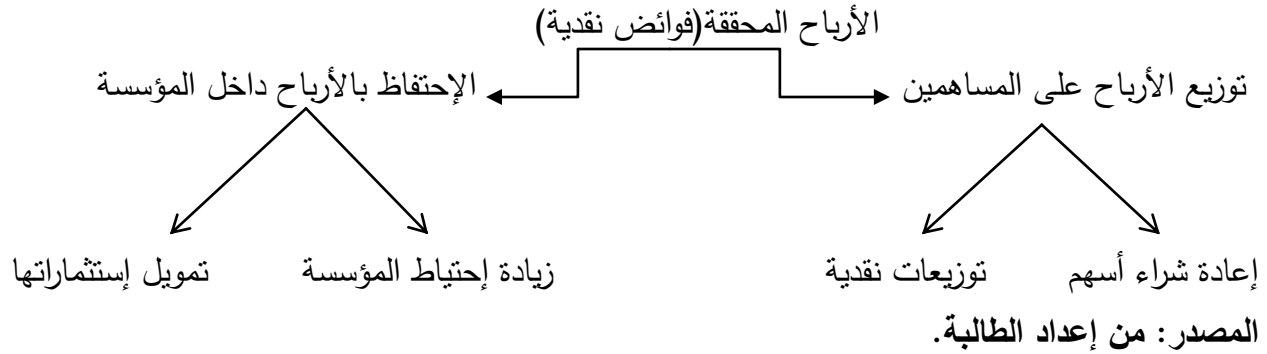
و من خلال كل هذا يمكن إعطاء تعريف شامل و موجز لسياسة توزيع الأرباح كالتالي:

" تتمثل سياسة توزيع الأرباح في كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة و ذلك إما بإحتجازها لغرض إعادة إستثمارها داخل المؤسسة، أو توزيعها على المساهمين ، و ذلك بإتخاذ شكل من الأشكال المختلفة للتوزيعات (شكل نقدي، شكل أسهم،.....)".

كما يمكن تعريف سياسة التوزيعات المثالية على أنها: "تلك السياسة التي تقوم على الموازنة الفعلية بين التوزيعات الحالية و الأرباح المستقبلية و التي من شأنها تعظيم سعر السهم"⁽³⁾.

و يمكن توضيح مفهوم سياسة توزيع الأرباح من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (1-1): يوضح الطرق التي تسلكها الأرباح المحققة



الفرع الثاني: إجراءات توزيع الأرباح

يقترح مجلس الإدارة على الجمعية العامة للمساهمين توزيع نسبة من الأرباح على المساهمين، فإذا صادقت الجمعية العامة على مقترح توزيع الأرباح فإنها تحدد مقدار التوزيعات على أساس المعلومات المتوفرة عن القدرة المالية للمؤسسة، إضافة إلى الطموحات التي تتطلع لتحقيقها مستقبلاً، ناهيك عن رغبات المستثمرين المختلفة حول التوزيعات، و التي تعد من أهم العوامل المتحكمة في مقدار التوزيعات، و بذلك تتحدد في ظلها آليا الأرباح المحتجزة و التي قد يعاد إستثمارها، فمقدار التوزيعات يعد أمراً ذا أهمية كبيرة سواء بالنسبة للمؤسسة أو للمستثمر.

¹ زين الدين شروقي، محددات سياسة توزيع الأرباح في البنوك التجارية، مجلة نماء للإقتصاد و التجارة، العدد الثالث، جوان 2018، ص 154.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البيزوري، الأردن، 2009، ص ص: 457-458.

³ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة و اتخاذ القرارات، دار الجامعة، الإسكندرية، 2006، ص: 416.

أولاً: مقدار التوزيعات⁽¹⁾

إن قرار تحديد مبلغ أو كمية توزيعات الأرباح هو قرار مهم جدا و يعتمد على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة، و معظم المؤسسات لديها سياسة محددة تتبعها فيما يتعلق بكميات توزيعات الأرباح، لكن يمكن للجمعية العامة للمساهمين تغيير هذه الكمية حسب ما تقتضيه ظروف المؤسسة. و يتم عموما استخدام معدلين أساسيين لتحديد مقدار التوزيعات المحولة من المؤسسة إلى حاملي الأسهم، و تتمثل في:

مردودية السهم = القيمة السنوية من التوزيعات المحولة للسهم / سعر السهم السوقي.....(1)

فمردودية السهم أو غلة التوزيعات عند بعض المستثمرين يعد مقياسا لدرجة الخطر و شبكة توضيحية للمستثمر حول وضعية المؤسسة، و بالتالي فالمستثمر يتجه إلى المؤسسة التي يكون فيها مردودية السهم عالية. أما المعدل الثاني فيتمثل في:

نسبة التوزيعات = توزيعات الأرباح / الأرباح.....(2)

حيث تعتبر هذه النسبة من أهم النسب المستعملة من قبل المحللين، فهي أداة تستعمل في الغالب للتنبؤ بالتوزيعات في الفترات المستقبلية، إذ يحظى التنبؤ بالنمو في الأرباح المستقبلية بالأهمية البالغة من طرف المحللين مقارنة بالتوزيعات.

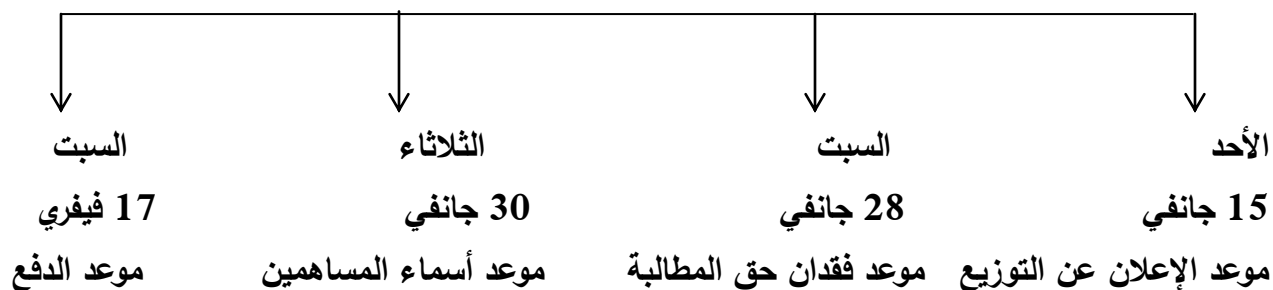
و يعتبر هذين المعدلين من أهم المقاييس المستعملة في تحليل سياسة توزيع الأرباح، حيث يعتبر تركيز المؤسسة على تحقيق مستوى معين من هذين المعدلين المؤثر على عملية تداول أسهمها و كذا على تركيبة مساهميتها.

ثانياً: السلم الزمني لدفع التوزيعات

من الأمور التي تهتم بها الإدارة المالية عند توزيع الأرباح، هو شكل الإجراء المعتمد في توزيع الأرباح على المساهمين، و عادة ما تكون هذه الإجراءات مبنية على أربعة تواريخ مهمة تتمثل في: موعد الإعلان عن توزيع الأرباح على المساهمين، و موعد فقدان حق المطالبة بالأرباح الموزعة، و موعد تسجيل أسماء المساهمين بالسجلات، و أخيرا موعد التوزيع، حيث سنقوم بعرضها من خلال الشكل رقم (1-2).

شكل (1-2): يوضح إجراءات توزيع الأرباح

¹ عدنان فايزة، سياسة توزيع الأرباح و تأثيرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير في مالية المؤسسة، جامعة الجزائر 3، 2016/2017، ص 7-6.



المرجع: حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنظر و التوزيع، عمان- الأردن، 2004، ص 875.

و فيما يلي توضيح لهذه التواريخ المهمة:

1- **الإعلان عن توزيع الأرباح:** تبدأ الخطوة الأولى في إجراءات توزيع الأرباح، بإعلان الجمعية العمومية عن قدر

معين من التوزيعات للمساهمين المدون أسمائهم في السجل في يوم معين يطلق عليه تاريخ السجل.⁽¹⁾

2- **موعد أسماء المساهمين:** في هذا التاريخ تقوم المؤسسة بإغلاق دفاتر تحويل الأسهم و تقوم بإعداد قائمة المساهمين حتى هذا التاريخ حيث من يملك أسهم الشركة في هذا التاريخ يكون له الحق في الحصول على توزيعات الأرباح عند دفعها.⁽²⁾

3- **موعد فقدان حق المطالبة بالأرباح الموزعة:** و هو التاريخ الذي يفقد فيه حامل السهم حق مطالبته بالأرباح، و في العادة فإن أغلب البورصات تضمن لحملة الأسهم بالحصول على الأرباح إذا سجلوا أسمائهم قبل ثلاثة أيام من تاريخ التسجيل، إن اليوم الثاني قبل تاريخ التسجيل هو يوم السبت 28 جانفي في مثالنا أعلاه، هو يوم موعد فقدان حق المطالبة بالأرباح الموزعة.⁽³⁾

4- **موعد الدفع:** و هو التاريخ الذي تقوم فيه المؤسسة فعليا بإصدار شيكات توزيع الأرباح و إرسالها للمساهمين كل حسب حصته⁽⁴⁾. حيث جرت العادة أن تتخذ الإدارة المالية قرارها بتوزيع الأرباح بعد أسبوعين من يوم تسجيل أسماء المساهمين في السجلات⁽⁵⁾.

إن مايجب ملاحظته أن موعد فقدان حق المطالبة بالأرباح يعتبر من الأيام المهمة بالنسبة للمستثمرين، لأن المستثمر الذي يشتري السهم قبل يوم فقدان حق المطالبة بالأرباح سوف يستلم الأرباح الموزعة و المعلن عنها، بينما بقية المستثمرون الذين يشترون الأسهم يوم فقدان حق المطالبة أو بعد ذلك سوف لن يستلمون شيئاً.

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 389 .

² هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة، جامعة الإسراء كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد السابع عشر أيار 2008، ص 216 .

³ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 876 .

⁴ هشام حسن حسين، مرجع سابق، ص 216 .

⁵ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 876 .

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

الفرع الثالث: دوافع سياسة توزيع الأرباح⁽¹⁾

تعتبر النتيجة المحققة من قبل المؤسسة خلال دورة مالية ما جزء من التمويل الذاتي للمؤسسة، حيث لا يمكن للمؤسسة الإحتفاظ به كلية لتمويل إحتياجاتها فتلجأ المؤسسة إلى توزيع جزء من هذه الأرباح و ذلك نظرا للأسباب التالية:

- ✓ تحفيز المساهمين على الإحتفاظ بأسهمهم و عدم بيعها، و كذلك على الإكتتاب عند قرار المؤسسة زيادة رأسمالها.
- ✓ عكس الصحة المالية للمؤسسة، خاصة إذا ما قامت بالموازنة بين عملية توزيع الأرباح و الإستثمار في نفس الوقت.
- ✓ زيادة ثقة المستثمرين، فهي بتوزيع الأرباح تعوضهم عن جزء من الأموال المستثمرة.
- كما تجدر الملاحظة إلى أنه لا يمكن توزيع الأرباح من طرف المؤسسة في الحالات التالية:
- ✓ في حالة تحقيق المؤسسة لخسائر معتبرة متراكمة خلال السنوات السابقة.
- ✓ إذا ما كانت المؤسسة خلال السنة الحالية في وضعية جد صعبة من خلال المردودية و الإستغلال.
- ✓ إذا ما قررت المؤسسة إحتجاز الأرباح بغرض القيام بإستثمارات إستثنائية معتبرة.
- ✓ إذا حققت المؤسسة نموا معتبرا، بما يؤدي إلى الرفع من رقم أعمالها و زيادة إحتياجاتها من رأس المال العامل، هذا الإحتياج الذي يجب تمويله بموارد دائمة، في هذه الحالة فإن أي توزيع للأرباح قد يؤدي إلى إختلال توازن المؤسسة و من ثم عدم تسديد إلتزاماتها.

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

- ✓ نفي إمكانية تعرض المؤسسة إلى إختلال توازنها المالي، كنتيجة لإحدى الحالات السابقة.
- ✓ إذا عازمت المؤسسة على زيادة رأس المال حسب إستراتيجياتها، و هذا بغرض تشجيع المساهمين على الإكتتاب.

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

عندما ترغب الإدارة في إتخاذ قرارها بتوزيع الأرباح، فإنها تضع أمامها مجموعة من الإعتبارات التي قد تؤثر بشكل أو بآخر في سياسة توزيع الأرباح، و قد حاولنا فيمايلي حصر هذه الإعتبارات أو العوامل في خمسة أجزاء.

الفرع الأول: العوامل القانونية و التعاقدية

أولا: القيود القانونية:

تختلف القواعد و التشريعات القانونية التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح من بلد إلى آخر، و من زمن إلى آخر، و عادة ما تركز هذه القوانين على أربعة قواعد رئيسية و هي: قيد إضعاف رأس المال، قيد الأرباح الصافية، قيد عدم كفاية الأصول لتغطية الخصوم، قيد العقوبة الضريبية، و تعتبر هذه القيود ملزمة للمؤسسات عندما تضع الإطار العام لسياسة توزيع الأرباح التي تتبناها⁽²⁾.

¹ محمد زرقون، أثر الإكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الإقتصادية المدرجة في البورصة، دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي، مجلة الباحث، العدد 08، 2010، ص 85-86.

² رشيد حفصي، دراسة و تحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي-حالة سوق دبي المالي في الفترة ما بين 2011-2014- المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية و المالية-عدد 02/2016، ص41.

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

1- **قيد إضعاف رأس المال:** و هو من أبرز القيود الذي يقضي بعدم جواز إجراء توزيعات من شأنها أن تؤدي إلى تآكل رأس المال، حيث يتوقف هذا القيد على المقصود برأس المال. فإذا كان المقصود به القيمة الإسمية للأسهم المصدرة أو ما يطلق عليه برأس المال القانوني حينئذ يمكن أن تجرى التوزيعات من الزيادة المتمثلة في الفرق بين القيمة الدفترية و القيمة الإسمية للأسهم، و هو ما يطلق عليه رأس المال الإضافي، إلى جانب ما يمكن إحتجازه من أرباح السنة التي تجرى عنها التوزيعات. أما إذا كان المقصود برأس المال القيمة المدفوعة في شراء السهم أي رأس المال القانوني إضافة إلى رأس المال الإضافي، حينئذ سوف يقتصر التوزيع على ما يمكن إحتجازه من أرباح⁽¹⁾.

2- **قيد صافي الأرباح:** حيث تقضي هذه القاعدة أنه لا ينبغي إجراء توزيعات للأرباح مالم تكن هذه الأرباح قد تحققت فعلا (الربح الصافي) أو من أرباح السنوات السابقة (الأرباح المحتجزة)، و الهدف هو منع المساهمين من سحب إستثماراتهم من رأسمال المؤسسة⁽²⁾.

3- **قيد عدم كفاية الأصول لتغطية الخصوم:** و يعني هذا أن الشركة لا يجب أن تدفع توزيعات نقدية إذا كانت حقوق الملكية (الأصول - الخصوم) لا تساوي القيمة الإجمالية لأسهم المؤسسة المتداولة. و الهدف من هذا الشرط هو ضمان أن أصول الشركة تزيد عن خصومها بهامش معين كحد أدنى كضمان للدائنين، و هذا الهامش (فائض القيمة) يكون صغير بالمقارنة بأصول و خصوم الشركة⁽³⁾.

4- **قيد العقوبة الضريبية:** يفرض هذا القيد، إذا ثبت لمصلحة الضرائب أن نسبة التوزيعات منخفضة بشكل مريب، أي بطريقة تستهدف مجرد تحويل التوزيعات إلى أرباح رأسمالية، بما يعطي للمستثمرين فرصة لتأجيل دفع الضرائب المستحقة عليهم، حينئذ يمكنها توقيع جزاء على المنشأة و ذلك بفرض ضريبة خاصة إضافية. مثل هذا الإجراء من شأنه أن يحد من محاولات حملة الأسهم من الأغنياء من التأثير على سياسة التوزيعات، و ذلك بإعطاء أفضلية لإحتجاز الأرباح⁽⁴⁾.

5- **قيد الإعسار المالي:** و هو عبارة عن قيد يحد من التصرف في الأرباح، و يطبق على الشركة التي تواجه نقصا في السيولة و عدم القدرة على مواجهة إلتزاماتها، لذلك فقد يحظر على مثل هذه المؤسسات التي تواجه إعسارا ماليا أن تجري أي توزيعات نقدية⁽⁵⁾.

ثانيا: القيود التعاقدية: إن قدرة المؤسسة على توزيع الأرباح تقيدتها الشروط التعاقدية بين المنشأة و المنشآت المقرضة من خلال شروط العقد، فعلى سبيل المثال تمنع بعض الإتفاقيات التعاقدية المنشأة المقترضة من توزيع الأرباح النقدية إلا بعد تحقيق مستوى أرباح معين، أو قد يتم تحديد مبالغ محددة يسمح بتوزيعها أو قد تكون تلك

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 338_339

² هاشم حسن حسين، مرجع سبق ذكره، ص 218.

³ عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات ، مؤسسة شباب الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 241_242 .

⁴ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 339 .

⁵ عبد الغفار حنفي، نفس المرجع، ص 242.

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

الأرباح خاضعة لنسبة محددة و ليس مبالغ من الأرباح، و الهدف في الأخير هو حماية المقرضين و عدم إضعاف قدرة المؤسسة على سداد إلتزاماتها المالية اتجاههم⁽¹⁾.

كما قد تتضمن الإتفاقات و العقود المبرمة بين المؤسسة و الدائنين أو بينها و بين أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط التي تحد من تصرف المؤسسة، حماية للدائنين أو أصحاب الأسهم الممتازة، حيث يشترط الدائنون أن لا يتم إجراء أي توزيعات نقدية على أصحاب الأسهم العادية إلا بعد أن يتم الوفاء بالشروط الإتفاقية، و كذا الإلتزام بدفع توزيعات الأسهم الممتازة المستحقة حالياً أو عن سنوات سابقة⁽²⁾.

يتضح مما سبق أن سياسة توزيع الأرباح تتأثر بشكل كبير عندما تكون مثل هذه القيود موضع التنفيذ، لأنها تحد من حرية الإدارة في إتباع ساسة توزيع قد تتعارض مع القيود المفروضة.

الفرع الثاني: الفرص الإستثمارية المتاحة و فرص النمو

أولاً: الفرص الإستثمارية المتاحة: من الواضح أنه إذا لم ترغب المؤسسة في إستثمار أرباحها في أصول إنتاجية (سواء في إستثمارات رأسمالية أو زيادة أصولها المتداولة)، أو أنها لا ترغب في إستهلاك ديونها، فإنه يمكن توزيع هذه الأرباح نقداً. أما في حالة إذا ما توافر لدى المؤسسة فرص إستثمارية مربحة، فإنها تقوم بإستخدام هذه الأرباح في تمويلها.

حيث أنها تفضل تمويل الإستثمارات من الأرباح (تمويل داخلي أو ذاتي) بدلاً من توزيع الجانب الأكبر منها، مما يعني إمكانية الحصول على هذه الأموال و توجيهها في الوقت المناسب إلى الإستثمارات أو الفرص الإستثمارية المربحة⁽³⁾.

ثانياً: فرص النمو: تقوم الشركات النامية أو التي تنمو بسرعة و المتاح أمامها فرص إستثمارية عالية العائد بإستخدام الأرباح في تمويلها⁽⁴⁾، إذ تحتاج المؤسسة في حالة وجود خطة إلى رفع معدلات النمو في إستثماراتها إلى المزيد من الموارد المالية، مما يجعلها تحتجز نسبة كبيرة من الأرباح كونها وسيلة سهلة للتمويل و منخفضة التكاليف مقارنة بالأسهم العادية، و من جهة أخرى قد يؤدي هذا الإجراء إلى إضعاف المركز المالي للملاك و تعرض قسم كبير للخسائر نتيجة إنخفاض قيمة السهم.

الفرع الثالث: حجم الأرباح و توفر السيولة

أولاً: حجم الأرباح: فيما يتعلق بإستقرار الأرباح فإنه و في حالة تقلب أرباح المؤسسة بين سنة و أخرى فتفضل الشركة إحتجاز أرباح كبيرة عند تحقق أرباح عالية لمواجهة كلفة توزيع الأرباح في السنوات القادمة بهدف إعتدال سياسة توزيع مستقرة في توزيع الأرباح⁽⁵⁾.

¹ أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 373_374.

² عبد الغفار حنفي و رسمية زكة قرياقص، أساسيات الإستثمار الرأسمالي و تقييم الأداء، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2013، ص 451.

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

⁴ نفس المرجع، ص 238.

⁵ دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 228_229.

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

أي أن العلاقة بين درجة تذبذب الأرباح و نسبة التوزيعات علاقة عكسية فإذا كانت الأرباح غير مستقرة فإن قدرة المؤسسة على إستخدام الأرباح كمصدر تمويل تصبح محدودة، نظرا لإرتفاع درجة عدم التأكد من تحقيق أرباح كافية، و لذلك فإن نسبة التوزيعات تقل في هذه الحالة⁽¹⁾.

ثانيا: توفر السيولة: يجب على إدارة الشركة أن تقوم بتحديد وضع السيولة فيها قبل توزيعها للأرباح كونه يعد شكلا من أشكال التدفقات النقدية الخارجة منها لذا يجب أخذها بعين الإعتبار عند إعداد الموازنة التقديرية⁽²⁾.

إن قدرة المؤسسة على توزيع الأرباح يعتمد على حجم النقدية لديها، حيث أن التوزيعات تدفع نقدا، و لا تدفع من الأرباح المحتجزة، حيث يؤدي زيادة الأرباح المحتجزة إلى زيادة إستثمارات المؤسسة⁽³⁾، فكلما ارتفعت نسبة الأرباح المحتجزة كلما توفر للمؤسسة السيولة النقدية مما يؤدي إلى إرتفاع قدرتها في تخفيض النقص بالسيولة النقدية عند إستبدال أصولها المستهلكة بأصول جديدة.

كذلك الإحتجاز يؤدي إلى إرتفاع القدرة الإئتمانية أو الملاءة المالية للشركة لأنه يؤدي إلى رفع إجمالي حقوق الملكية في هيكل رأس المال و بالتالي يسهل على الشركة الإقتراض في أي وقت⁽⁴⁾.

بصفة عامة على المؤسسة أن تحتفظ ببعض الأصول في شكل نقدي أو شبه سائل (كالأوراق المالية المتداولة بسوق رأس المال)، إذ تعتبر هذه الأصول مصدرا للأموال لمواجهة الاحتياجات النقدية غير المتوقعة⁽⁵⁾.

إذن يرتبط إجراء التوزيعات بتوفر سيولة كافية. فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها، تزداد نسبة الأرباح الموزعة كلما توافر للمؤسسة المزيد من النقدية أو الأصول سريعة التحول إلى نقدية. من ناحية أخرى، فإن المؤسسات التي تتمو بسرعة، عادة ما تفضل الحد من إجراءات التوزيعات. و حتى النقدية الفائضة عادة ما تكون لغرض الحيلة في مواجهة عدم التأكد، دون رغبة أو إستعداد من جانب المؤسسة لإستخدام هذا الفائض في إجراء التوزيعات⁽⁶⁾.

الفرع الرابع: الضرائب

تأخذ المؤسسة في إعتبارها معدل الضريبة عند إقرارها لسياسة توزيع الأرباح، و نميز هنا بين ثلاثة أنواع للضرائب التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح كالتالي:

أولا: الضرائب الشخصية على دخل المساهم: يخضع المساهم لضريبة شخصية على الدخل الذي يحصل عليه سواء في شكل توزيعات للأرباح أو من الأرباح و المكاسب الرأسمالية التي تتحقق من بيع أصول يحتفظ بها لفترة

¹ فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، إثناء للنشر و التوزيع، عمان-الأردن، الطبعة الثالثة، 2013، ص267.

² الموقع الإلكتروني www.almerja.com، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2020/02/24، على الساعة: 11:00 سا.

³ فايز تيم، مرجع سابق، ص266.

⁴ دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص: 229.

⁵ عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 452.

⁶ حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي دراسة إختبارية و حديثة للمؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة

ما بين 2007-2009، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية أسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010-2011، ص42.

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

أطول من الزمن، حيث نجد أن الضريبة على الأرباح أو المكاسب الرأسمالية أقل بصفة عامة عن تلك التي تفرض على التوزيعات.

فإذا ما باع المساهم السهم بنفسه فإن هذا السعر المتضمن لمكاسب رأسمالية يخضع للضريبة على الأرباح الرأسمالية. أما إذا لم تحتجز المنظمة أي أرباح و قامت بتوزيعها نقداً، فإن هذه التوزيعات تخضع للضريبة الشخصية على التوزيعات يدفعها المساهم بنفسه⁽¹⁾.

ثانياً: الضريبة على المبالغة في حجز الأرباح: يمكن للمؤسسة أن تقوم بإحتجاز الأرباح المحققة دون إجراء أي توزيعات نقدية، و في المقابل يحصل المستثمر (المساهم) على الدخل من خلال الأرباح الرأسمالية ، و تتحقق هذه العملية إذا ما استخدمت هذه الأموال في شراء أصول إنتاجية و ألا تقتصر عملية الإحتجاز في شكل نقدي فقط (أسهم، سندات، أدوات خزينة...)، حيث إذا تراكم لدى المؤسسة إستثمارات شبه سائلة نتيجة حجز الأرباح، و تجاوز هذا الحجز المستوى المقبول، قد تلجأ بعض الأنظمة لفرض ضريبة إضافية على ذلك الجزء من التراكمات في هذه الأصول و المتجاوز للمستوى المقبول، و رغم أن هذا الجزء غير مستحب تطبيقه إلا أنه أداة فعالة لعدم لجوء المؤسسات لمثل هذه الأساليب⁽²⁾.

ثالثاً: الضرائب على دخل المنظمة: يلاحظ أن الميزة الضريبية للقروض الناتجة عن خصم الفوائد من الوعاء الضريبي ترجح إستخدام القروض في التمويل، حيث يترتب على ذلك أن يتشكل التمويل بالمدىونية نسبة لا بأس بها من هيكل رأس المال مقارنة بالتمويل عن طريق حقوق الملكية (اسهم جديدة، حجز أرباح)، فتطبيق مثل هذا الأسلوب يعني مزيد من التدفق النقدي الخارج من الشركة في شكل فوائد بينما يتبقى الجزء الأقل لمقابلة التوزيعات النقدية⁽³⁾.

الفرع الخامس: عوامل أخرى

أولاً: تكلفة الإصدار: يمكن للمؤسسة المحافظة على معدل توزيعات منخفض بحيث يمكنها من تجنب اللجوء إلى التمويل الخارجي لتمويل الإستثمارات. فكلما كانت تكلفة التمويل الخارجي مرتفعة كلما زاد الإتجاه إلى إستخدام التمويل الداخلي من الأرباح.

تشمل تكلفة التمويل الخارجي كل من: تكلفة إصدار الأسهم و السندات، العمولات التي تحصل عليها البنوك، و الفوائد على القروض المصرفية، الأتعاب القانونية و المحاسبية، تكلفة الوقت المستغرق بواسطة الإدارة للبحث و المفاضلة و الإختيار بين مصادر التمويل الخارجية.

إذ يمكن تجنب هذه المصاريف و النفقات إذا لم يتم دفع أي توزيعات و تم الإحتفاظ بالأرباح بالكامل داخل المؤسسة⁽⁴⁾.

¹ عبد الغفار حنفي، مدخل إتخاذ القرارات، مرجع سابق، ص 239.

² عدمان فايزة، مرجع سبق ذكره، ص 27.

³ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، دار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 405.

⁴ عبد الغفار حنفي و رسمية زكى قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 453.

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

وعليه عندما تريد المؤسسة تمويل الأصول من الأموال الخاصة و تقاضل بين إحتجاز الأرباح او إصدار أسهم جديدة، تقوم المؤسسة بتخفيض معدلات التوزيع و إحتجاز الأرباح لإستخدامها في تمويل مشاريعها الإستثمارية.

ثانيا: تكلفة المعاملات: يتحمل المستثمر تكلفة عندما يشتري أصل جديد مثل شراء سهم جديد أو بيع أصل يمتلكه، ففي حالة شراء أو بيع سهم فنتمثل التكلفة في السمسرة و تكلفة الوقت المنقضية أو المستغرق بواسطة المساهم لإتمام الصفقة أو العملية المالية. فالمستثمر الذي بحاجة إلى دخل لمواجهة نفقاته الجارية يفضل التوزيعات على المكاسب الرأسمالية لنفس المبلغ⁽¹⁾.

ثالثا: الرغبة في السيطرة: نجد أن بعض المؤسسات تتوسع فقط بالإعتماد على مصادر التمويل الداخلي، و تدافع تلك المؤسسات عن إتباعها لمثل هذه السياسة على أساس أن الحصول على أموال عن طريق إصدار المزيد من الأسهم العادية لتمويل مخططاتها الإستثمارية، سوف يضعف من سيطرة المساهمين الحاليين في المؤسسة، و لهذا فإن بعض المؤسسات ترى أن أسلوب التمويل المناسب هو الإعتماد على الأرباح المحتجزة، بمعنى أن الأرباح الموزعة يجب أن تكون نسبتها قليلة⁽²⁾.

رابعا: معدلات التضخم المتوقعة: تؤثر معدلات التضخم المتوقعة على سياسة التوزيع، فإذا كان من المتوقع زيادة معدل التضخم خلال الفترة المقبلة، فإن ذلك ولا شك سوف يؤدي إلى إنخفاض القوة الشرائية للنقود، مما يمثل عقبة أمام المؤسسة عند قيامها بإحلال أصولها التي إنتهى عمرها الإنتاجي حيث لا يتوافر لديها الإهلاك المجمع لتغطية تكلفة شراء الأصول الجديدة، و عندئذ تتجه هذه المؤسسة نحو تخفيض الربح الموزع على المساهمين و إحتجاز الجزء الأكبر من الأرباح للمساهمة في تغطية شراء هذه الأصول.

بينما إذا كان من المتوقع إنخفاض معدل التضخم خلال الفترة المقبلة، فإن ذلك يجعل المؤسسة تزيد من مقدار الأرباح الموزعة كعائد على المساهمين و تحتفظ بجزء أقل من الأرباح المحتجزة لديها⁽³⁾.

خامسا: عمر المؤسسة: تتأثر سياسة توزيع الأرباح بعمر المؤسسة، حيث أن المؤسسة الحديثة النشأة عادة ما تكون بحاجة إلى أموال كثيرة لتمويل توسعاتها، و هي تواجه صعوبة كبيرة في الحصول على الاموال من السوق، لذا نجد أن المؤسسة تتبع سياسة توزيع تتلخص في حجز جزء كبير من الأرباح و ذلك لغرض إعادة إستثمارها⁽⁴⁾.

المطلب الثالث: أشكال سياسات التوزيع

بعدما تم التطرق لمفهوم سياسة توزيع الأرباح و العوامل المؤثرة فيها، فإنه على المؤسسة أن تأخذ تلك العوامل بعين الإعتبار قبل أن تتخذ السياسة المناسبة لتوزيع الأرباح، حيث تختلف سياسات التوزيع التي تتبعها المؤسسة

¹ عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 243.

² هاشم حسن حسين، مرجع سبق ذكره، ص 217.

³ أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية للنشر و التوزيع، مصر ، 2008 ، ص 215_216.

⁴ هاشم حسن حسين، نفس المرجع، ص:219.

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

فلكل منها سياسة التوزيع التي تفضلها⁽¹⁾، وهذه السياسات تأخذ بصفة عامة شكلين من التوزيعات، إما توزيعات في شكل نقدي أو توزيعات في شكل عيني.

الفرع الأول: سياسة التوزيعات النقدية

و هي السياسة الطبيعية لتوزيعات الأرباح، و يمكن أن توزع المؤسسة جزء أو كل من أرباحها، و تتخذ هذه السياسة الأشكال التالية:

أولاً: سياسة توزيع إجمالي الأرباح

اقترح Runber (1966) توزيع مجمل الأرباح، حيث أن المساهمين يفضلون إستلام أكبر قدر من التوزيعات، لكن عمليا المؤسسات لا تعتمد على هذه الإستراتيجية، لأنها غير مشجعة لا جباثيا و لا من طرف المساهمين، كونها تؤثر بشكل سلبي على التمويل الذاتي من جهة، و من جهة ثانية كون الضرائب المفروضة على الأرباح الموزعة للأسهم غالبا ما تكون أكبر من تلك المفروضة على الأرباح الرأسمالية للأسهم⁽²⁾.

ثانيا: سياسة غياب التوزيعات

تعتبر هذه السياسة الوجه المقابل للسياسة الأولى، حيث يرى كل من Clarkson et Elliot (1966) بأن التوزيعات تعتبر ترف بالنسبة للمؤسسات و المساهمين فلا داعي لإجراء توزيعات، لكن في الواقع العملي مهما كانت مزايا هذه السياسة، فإنه من النادر أن توجد مؤسسات تقوم بالإحتفاظ بجميع أرباحها في الإحتياط دون القيام بإجراء أي توزيعات⁽³⁾.

و عادة ما تقوم المؤسسات التي تتميز بالخصائص التالية بتبني هذه السياسة⁽⁴⁾:

- ✓ المؤسسات الجديدة حتى تعزز مركزها المالي.
- ✓ المؤسسات التي تواجه منافسة شديدة.
- ✓ المؤسسات التي تكون عملية الإقتراض فيها عملية غير إقتصادية، و ذلك من خلال ما تحمله من مخاطر و صعوبات.
- ✓ المؤسسات التي يفضل مساهموها الأرباح الرأسمالية على الأرباح الحالية.
- ✓ المؤسسات التي تكون فيها عملية التمويل عن طريق السوق المالي صعبة، و ذلك بسبب التداول البطيء للأسهمها من قبل المستثمرين في الأسواق المالية.

ثالثا: سياسة توزيع الباقي من الأرباح

¹ عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره ، ص 397 .

² عدمان فايزة، مرجع سبق ذكره، ص 37.

³ حورية بييدة، مرجع سبق ذكره، ص 48

⁴ عدمان فايزة، نفس المرجع، ص 38.

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

في هذه الحالة فإن حجم التوزيعات التي تدفع من قبل المؤسسة يتوقف في المقام الأول على الفرص الإستثمارية المتاحة. فالمستثمر لا يمانع من إحتجاز الأرباح إذا كان لدى المؤسسة إقتراحات إستثمارية يزيد معدل العائد المتوقع منها على معدل العائد المطلوب.

و عليه فإن المؤسسة تحتجز ما تحتاجه من أرباح لتمويل تلك الإقتراحات، و ما يتبقى بعد ذلك يمكن توزيعه، أما إذا لم يتبقى شئى فلن تجري توزيعات بالمرة. إذن يعتبر قرار التوزيع هنا قرار تابع يتوقف على مدى وجود إقتراحات إستثمارية مربحة⁽¹⁾.

رابعاً: سياسة التوزيعات المستقرة

تفرض هذه السياسة فرضية توزيع إجمالي الأرباح، أو الإحتفاظ بها دون توزيعها، فقد لاحظ الباحثون و من بينهم جون لينتر * (1956) بأن المؤسسات تميل إلى إتباع نسبة توزيعات مستقرة نسبياً على المدى الطويل⁽²⁾. فوصف الإستقرار على التوزيعات التي تتميز بالثبات من سنة لأخرى. فالتوزيعات التي تزداد أو تنخفض من عام لآخر بانتظام يمكن أن توصف أيضاً بأنها مستقرة، بعبارة أخرى يقصد بإستقرار التوزيعات إستقرار نمط تلك التوزيعات⁽³⁾.

و تنتج المؤسسات نحو سياسة التوزيع المستقرة لعدة أسباب نذكر منها:

- 1- يعتقد كثير من المديرين أن سياسة التوزيع المستقرة تؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم.
- 2- إن سياسة التوزيع المستقرة تعني تأكد المستثمرين بشأن التوقعات النقدية من التوزيعات، أما سياسة التوزيع غير المستقرة فتؤدي إلى عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية من التوزيعات مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الملكية و إنخفاض أسعار الأسهم⁽⁴⁾.

3- يترتب على سياسة التوزيع المستقرة عدم وجود المعلومات الخاطئة⁽⁵⁾.

أما الصور التي يمكن أن تأخذها هذه السياسة فهي ثلاث صور كالتالي:

- ✓ إستقرار نسبة الأرباح الموزعة.
 - ✓ إستقرار نصيب السهم من التوزيعات.
 - ✓ إستقرار نصيب السهم من التوزيعات مع توزيعات إضافية.
- وستناول كل سياسة من هذه السياسات بالشرح فيما يلي:

أولاً: إستقرار نسبة الأرباح الموزعة

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 307 .

² حورية بييدة، مرجع سابق، ص 49.

³ منير إبراهيم هندي، نفس المرجع، ص 328.

⁴ عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سابق، ص 399.

⁵ أحمد محمد غنيم، مرجع سابق، ص 219.

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

تقوم المؤسسة وفقا لهذه السياسة بتوزيع نسبة مئوية ثابتة من الأرباح كعائد نقدي على المساهمين، و يصبح من السهل على المنظمات تنفيذ هذه السياسة طالما أنها حددت التوزيع المبدئي لها، و يمكن حساب هذه النسبة عن طريق تقسيم مقدار التوزيعات لكل سهم على ربحية السهم الواحد حيث :

$$\text{ربحية السهم الواحد (EPS)} = \text{صافي الربح القابل للتوزيع} / \text{عدد الأسهم المصدرة} \dots\dots\dots (3)$$

و يترتب على هذه السياسة عدم ثبات توزيعات الأرباح، بالإضافة إلى عدم قدرة المساهمين على التنبؤ بها في حالة تقلب أرباح المنظمة⁽¹⁾.

يلاحظ من هذا الإجراء أن مقدار الربح الموزع (DPS) سوف يختلف وفق الأرباح المحققة⁽²⁾. و لتجنب الآثار السلبية الخاصة بتذبذب مستويات العائد النقدي على أسعار الأسهم، فإن نسبة التوزيع التي يتم إختيارها عند تطبيق تلك السياسة تمثل متوسط النسبة المستهدفة التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها في الأجل الطويل و ليست النسبة التي يتم الإلتزام بها بصورة قاطعة كل عام. و يعني ذلك إمكانية تجاوز تلك النسبة من عام لآخر تبعا للظروف التي تمر بها المؤسسة و للحد من حدوث مثل هذه التجاوز يتم الإختيار بعد دراسات مستفيضة لمستويات الأرباح المتوقعة خلال الأعوام القادمة⁽³⁾.

ثانيا: إستقرار نصيب السهم من التوزيعات

تعتمد هذه السياسة على دفع مبالغ ثابتة كتوزيعات أرباح وذلك في كل فترة سيتم فيها إتخاذ قرار توزيع الأرباح⁽⁴⁾. و ذلك بغض النظر عن مستوى الأرباح التي تحققه المنظمة كل سنة⁽⁵⁾.

و لذلك فإن أي تغيرات في مقدار الأرباح سواء بالإرتفاع أو الإنخفاض سوف لن يؤثر على مقدار الربح الموزع لكل سهم، و يلاحظ وفق هذا الإجراء أن الإدارة المالية في الشركة سوف لن تكون راغبة بزيادة مقدار التوزيع من الأرباح إلا إذا تأكدت من أن الأرباح في المستقبل سوف تزداد وفق مستوى جديد من الأداء يضمن إستمرارية تحقيق تلك الأرباح، و عموما فإن هذا الإجراء عند تطبيقه يضمن توزيع أرباح بنمط منتظم و مستقر⁽⁶⁾.

ثالثا: إستقرار نصيب السهم من التوزيعات مع توزيعات إضافية

تأتي هذه السياسة في مكان وسط بين السياستين السابقتين لتوزيعات الأرباح⁽⁷⁾. حيث تهدف هذه السياسة إلى تحقيق نوع من المرونة من خلال توزيعات منخفضة للسهم بصورة مستقرة و منتظمة بالإضافة إلى إجراء توزيعات إضافية و ذلك في الفترات التي ترتفع فيها الأرباح.

¹ نفس المرجع، ص 217.

² حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 871.

³ الموقع الإلكتروني www.mbagroup.yoo7.com ، تم الإطلاع عليه بتاريخ: 2020/02/26 ، على الساعة: 10:30 .

⁴ أسعد حميد العالي ، مرجع سبق ذكره، ص 377.

⁵ أحمد محمد غنيم ، نفس المرجع، ص 218.

⁶ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 871.

⁷ نفس المرجع، ص 219.

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

و تناسب هذه السياسة المؤسسات التي تتصف أرباحها و تدفقاتها النقدية بالتقلب الشديد، بحيث يمكن للمؤسسة توزيع الحد الأدنى في التوزيعات من السنوات التي تتخفص فيها الأرباح أو تظهر الحاجة فيها إلى إحتجاز الأرباح لمواجهة الإستثمارات التي تحتاجها المؤسسة، أما الفترات التي ترتفع فيها الأرباح و لا توجد فيها حاجة للإحتجاز فيمكن للمؤسسة إجراء توزيعات إضافية⁽¹⁾.

رابعاً: سياسة توزيع الأرباح غير المستقرة

تتميز التوزيعات في هذه السياسة بنموها بمعدل غير ثابت، و تكون مناسبة للمؤسسات حديثة النشأة، ففي بداية مرحلة النمو السريع تتجه المؤسسة إلى إعادة إستثمار أرباحها، و ذلك على حساب إجراء توزيعات، و مع نهاية تلك المرحلة تبدأ المؤسسة في إجراء توزيعات بمعدلات تأخذ في التزايد من سنة إلى أخرى، و عند نقطة ما في مرحلة النضوج يبدأ معدل نمو التوزيعات في الإنخفاض إلى أن يصل إلى مستوى تستطيع المؤسسة الحفاظ عليه في المدى الطويل، و حينئذ يستقر معدل النمو⁽²⁾.

الفرع الثاني: سياسات التوزيع غير النقدية (العينية)

في الفرع السابق كان التركيز على الطريقة الأكثر إستخداما في توزيع الأرباح و هي توزيع الأرباح النقدية، و لكن هناك بدائل أخرى لسياسة توزيع الأرباح و هي كالتالي:

- ✓ سياسة توزيع الأسهم؛
- ✓ سياسة تجزئة الأسهم؛
- ✓ سياسة إعادة شراء الأسهم.

أولاً: سياسة توزيع الأسهم

وفقا لهذه الطريقة من سياسات توزيع الأرباح غير النقدية، فإن الأرباح تأخذ شكل أسهم، فبدلاً أن يتم توزيع مبالغ نقدية على حملة الأسهم، تقوم إدارة المؤسسة بتوزيع أسهم⁽³⁾.

و من الجدير بالذكر أن توزيعات الأسهم ليس له قيمة حقيقية، حيث أن حملة الأسهم ينظرون إلى هذا النوع من التوزيع على أنه يمثل شيئاً لم يكن يمتلكونه من قبل، و فيما يلي الإنعكاسات التي يمكن أن يفرزها هذا النوع من التوزيع⁽⁴⁾:

1. من الناحية المحاسبية: من وجهة النظر المحاسبية، فإن توزيع الأسهم يعد بمثابة عملية لتحويل الأموال ما بين الحسابات المكونة لحقوق حملة الأسهم العادية بدلاً من إستخدام هذه الأموال.

¹ زيرام وليد، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة: دراسة مقارنة بين السوق المالية السعودية و المغربية خلال الفترة: 2003-2011 ، منكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس-سطيف-، 2011-2012، ص 32.

² حورية بييدة، مرجع سابق، ص 51.

³ أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 378

⁴ عدنان تايه النعيمي، أرشد فواد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 487-491

2- من وجهة نظر حملة الأسهم: إن حامل السهم الذي استلم توزيعات الأرباح كأسهم لم يستلم أي شيء من القيمة.

فبعد دفع المقسوم، فإن قيمة السهم الذي يمتلكه المالك قد إنخفض بنفس نسبة أرباح الأسهم الموزعة، حيث أن قيمة ما لديه من أسهم لم تتغير. كما أن نسبة ما يمتلكه من ملكية المؤسسة هو الآخر لم يتغير. إضافة لذلك فإن أرباح الشركة لم تتغير، الأمر الذي جعل حصته من الأرباح دون تغيير.

3. من وجهة نظر المؤسسة: إن توزيعات الأرباح كأسهم عند إصدارها هو الأعلى كلفة على المؤسسة من الكلفة المترتبة في حالة التوزيع النقدي، إلا أن هناك عدد من المزايا تخفف من وطأة تلك الكلفة نذكر منها: أن المؤسسة تجد في توزيعات الأسهم أسلوب لمنح المالكين من حملة الأسهم شيء من دون استخدام النقد. فعندما تحتاج المؤسسة إلى النقد لتمويل متطلبات النمو المتسارع في عملياتها، فإنها تعتمد إلى استخدام أسلوب توزيعات الأسهم.

ثانياً: سياسة تجزئة الأسهم

تتطوي هذه العملية على قيام المؤسسة بزيادة عدد أسهمها إلى الضعف مثلاً أو إلى أكثر أو أقل من ذلك، في حالة مضاعفة الأسهم تقوم الشركة بإعطاء المساهم سهمين جديدين نظير كل سهم يحمله، و يترتب على زيادة عدد الأسهم عن طريق تجزئتها إلى تخفيض الأرباح و التوزيعات التي يحصل عليها السهم، و هو ما يؤدي إلى تخفيض سعر السهم*. غير أن هذا الإنخفاض لا يستمر فسوف يستقر سعر السهم عند حد معين مما قد يترتب على ذلك مزايا للمساهمين، كما تفيد عملية تجزئة الأسهم المؤسسة في تسهيل عملية البيع الجزئي لأسهمها⁽¹⁾.

إن عملية تجزئة السهم تعتبر عملية مشابهة لعملية توزيع الأسهم من ناحية تأثيرها على سعر السهم و من ناحية توقعات المستثمرين، و الفرق الوحيد بينهما إنه في حالة تجزئة الأسهم يتم تخفيض القيمة الإسمية للسهم، و تقوم الشركات بهذه العملية لعدة أسباب منها:

- ✓ زيادة رأس مال الشركة و عدم الرغبة في توسيع قاعدة المساهمين حيث يقوم بعض المستثمرين ببيع الأسهم المجانية التي يحصلون عليها كعائد إلى مستثمرين جدد مما يوسع قاعدة ملكية المؤسسة.
- ✓ الإحتفاظ بالأرباح و عدم توزيعها بهدف استثمارها.
- ✓ الرغبة في تخفيض سعر السهم بغرض جذب كثير من المستثمرين الذين لا يستطيعون شراء السهم إلا عند إنخفاض سعره إلى مستويات مناسبة⁽²⁾.

إذن و من خلال ما سبق، نستنتج أن التوزيعات في صورة أسهم أو في صورة تجزئة الأسهم ترتبط بسياسة التوزيعات النقدية للمؤسسة، و بما أنه في كلتا الحالتين يتم تخفيض سعر السهم، فإنه يمكن طرح

*قد تلجأ المؤسسة إلى صيغة معكوسة لعملية التجزئة، و هي عملية تجميع الأسهم و ذلك باستبدال الأسهم الحالية بعدد أقل من الأسهم الجديدة. و مبرر ذلك عندما تجد الشركة أن أسعار أسهمها قد منخفضة.

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 408.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 129.

التساؤل التالي: إذا رغبت المؤسسة في تخفيض سعر السهم فأبي السياستين تنتهج؟

و بوجه عام يمكن القول أن عملية تجزئة الأسهم تفضل عقب الإرتفاع الحاد في سعر السهم حيث تؤدي هذه العملية إلى تخفيض كبير في سعر السهم. أما التوزيعات في صورة أسهم فعادة ما يتم إستخدامها على أساس سنوي منتظم و ذلك للحفاظ على سعر السهم عند حدود معينة⁽¹⁾.

ثالثا: سياسة إعادة شراء الأسهم

و يطلق عليها في بعض الأحيان أسهم الخزينة*. تلجأ المؤسسة في بعض الظروف إلى إعادة شراء أسهمها العادية التي أصدرتها إما لتعزيز القيمة السوقية للسهم أو تجنباً لحالات الإستلاء العدائي على المؤسسة من قبل المنافسين.

إن عملية إعادة شراء الأسهم تؤدي إلى زيادة ربحية السهم الواحد، و إرسال إشارات إيجابية إلى المستثمرين على أن الإدارة تعتقد بأن أسهمها ذات تقييم منخفض، و بالتالي خلق طلب مؤقت على السهم⁽²⁾.

و عند قيام المؤسسة بإعادة شراء أسهمها فإن الأسهم المشتراة لا تعد ضمن أصول المؤسسة و لا ضمن حقوق الملكية، و ذلك لأنه لا يمكن للمؤسسة أن تعيد إمتلاك جزء من ذاتها، و بالتالي فإنه يترتب عن عملية إعادة شراء الأسهم تخفيض في حجم أصول و حقوق ملكية المؤسسة بمقدار المبلغ النقدي المدفوع لإعادة شراء الأسهم⁽³⁾.

المطلب الرابع: المحددات الأساسية لقرار توزيع الأرباح

يصاحب قرار الإستثمار و قرار التمويل نوع ثالث من القرارات هي قرار توزيع الأرباح، و تتضمن مجموعة قرارات هذا النشاط كافة الأمور التي تحدد النسبة المئوية للأرباح النقدية التي توزع على المساهمين من حملة الأسهم العادية، و من توزيع هذه الأرباح.

الفرع الأول: قرار توزيع الأرباح

من المؤكد أن مجموعة القرارات التي تدخل في عملية التوزيع تكون مهمة للإدارة المالية نظراً للربحيات المتعارضة فيما بين المستثمرين و الإدارة⁽⁴⁾. لذلك فإن قرارات توزيع الأرباح تشير إلى نسبة الأرباح التي تقرر إعادة إستثمارها داخل نفس المؤسسة لتمويل نموها و تطويرها داخلياً. كما تشير هذه القرارات أيضاً إلى حصة الأرباح الموجهة للمساهمين تلبية لرغبتهم في تحقيق معدل مردودية مناسب و تحدد هذه القرارات درجة إرتباط المؤسسة مقابل التمويل الخارجي و ضرورة لجوئها إلى سوق رؤوس الأموال للحصول على الأموال الضرورية للنشاط⁽⁵⁾.

¹ الموقع الإلكتروني my.mec.biz، تم الإطلاع عليه يوم: 2020/02/26، على الساعة: 10:30 .

² محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، نفس المرجع السابق، ص 409.

³ عدمان فايزة، مرجع سبق ذكره، ص: 56.

⁴ حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان-الأردن 2006، ص60.

⁵ حورية بديدة، مرجع سبق ذكره، ص 25.

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

الفرع الثاني: إعتبارات تحديد قرار توزيع الأرباح

إن المهام الرئيسية التي تشغل مدراء المؤسسات بإستمرار هي المقدار المطلوب توزيعه على حملة الأسهم لتحقيق الرضا، لأن مثل هذه الإستراتيجية تحتاج إلى الكثير من التحسينات في سياقها و عمقها التحليلي، و ذلك لوجود إعتبارات أساسية تحكم التغير في توزيع الأرباح، و التي يمكن إيجازها كالتالي:

1- مستويات الأرباح المتوقعة (ربحية السهم المتوقعة)؛

2- الأنماط السابقة لتوزيع الأرباح؛

3- النقد المتاح؛

4- توجهات الإدارة بالحفاظ على التوجهات السوقية الحالية أو زيادتها؛

5- نسبة سعر السهم في السوق إلى ربحية السهم أو ما يسمى بمكرر الأرباح؛

6- القابلية التسويقية للسهم معبرا عنها بحركة أو سرعة تداول السهم في السوق.

و فيما يلي عرض لهذه المحددات⁽¹⁾:

أولاً: الأرباح المتوقعة، ربحية السهم الواحد EPS

من أكثر الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها الإدارة المالية هو تعظيم ربحية السهم الواحد لتتمكن من زيادة التوزيع النقدي للأرباح، و يميل أغلب المدراء الماليين نحو الزيادة التدريجية و غير المباشرة للحفاظ على مستويات عالية من الأرباح أولاً، و التحرك نحو التوزيع المستهدف في الأجل الطويل ثانياً.

و لهذا السبب يعول العديد من المستثمرين على إستقرار ربحية السهم الواحد و معدلات النمو فيه لأن هذا الإستقرار يستخدم كمؤشر لتصحيح التنبؤات بتوزيع الأرباح، إضافة إلى أن تسارع معدلات النمو من عدمه يعكس قدرة الإدارة على إستثمار أرباحها، لذلك يجب على الإدارة أن تنظر إلى قرارات تغير توزيع الأرباح بأنه وسيلة لتعزيز إستقرارية و/أو نمو ربحية السهم الواحد، و لغرض تحقيق ذلك يتطلب:

1- إمكانية زيادة توزيع الأرباح مستقبلاً، و التقليل من عدم التأكد؛

2- الإستقرار النسبي للأسعار أو محاولة تعظيمها بالأجل الطويل.

ثانياً: الأنماط السابقة لتوزيع الأرباح

تختلف أنماط توزيع الأرباح بإختلاف إتجاهات الإدارة المالية إذ أن هذه الأنماط تتحدد علاقتها بربحية السهم الواحد، فهناك الأنماط المستقرة و هناك الأنماط المنتظمة مع علاوة إضافية للتوزيع النقدي، وقد سبق التطرق إليها. فتوزيعات الأرباح في السنة الماضية لها تأثير ذو أهمية كبيرة على سياسة توزيع الأرباح الحالية⁽²⁾.

ثالثاً: النقد المتاح

¹ محمود الزبييري، مرجع سبق ذكره، ص 885-890.

² زين الدين شروقي، محددات سياسة توزيع الأرباح في البنوك الجزائرية، مجلة نماء للإقتصاد و التجارة، العدد الثالث، 2018، ص 156.

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

يعد النقد وإدارة الدورة النقدية من المواضيع المهمة و تشكل محورا رئيسيا لهدف الإدارة المالية فيما يتعلق بالسيولة أي بالهدف القصير الأجل.

و هذه الأهمية متأتية من آثارها المباشرة و الطويلة الامد لاسيما تلك المتعلقة بتوازن التدفقات النقدية الدخل و الخارجة و تتفاوت الأهمية النسبية للنقد و فقا لتفاوت طبيعة و حجم نشاط الشركة و مدى إستعدادها لتحمل المخاطر. و عليه فإن النقد بوجه خاص و السيولة بوجه عام، واحدة من الإعتبارات المهمة في إقرار توزيع الأرباح بوصفه تدفقا خارجيا، إذ أن إرتفاع المركز النقدي و سيولة الموجودات يزيد من قدرة الشركة على دفع التوزيع النقدي.

رابعا: نسبة سعر السهم إلى ربحية السهم الواحد

تمثل نسبة سعر السهم إلى ربحيته و المعروفة بمضاعف السهم أحد أهم الأدوات التحليلية المهمة في سوق الأوراق المالية. و تكتسب أهميتها من كونها تعكس حالة التفاؤل أو حالة التشاؤم بشأن أسعار الأسهم. و مضمون هذه النسبة تشير إلى أنه إذا ما تحققت توقعات المستثمر المستقبلية بشأن الأرباح فإن نسبة سعر السهم إلى ربحية السهم الواحد سوف تزداد و تؤثر رغبة المستثمر بدفع سعر أعلى لكل دينار ربح في السهم الواحد، و هو بالنتيجة يعكس حالة التفاؤل و ثقة المستثمر بالسهم و أداءه.

أما في حالة التشاؤم فتكون معكوسة، حيث أن الإنخفاض نحو الأسفل مما يعني عدم رغبة المستثمر بدفع سعر أعلى من السعر السائد قبل الإعلان عن أي تغيير في توزيع الأرباح.

و عليه نستنتج أن ربحية السهم الواحد و نسبة المضاعف دالة إلى سعر السهم الحقيقي و المتوقع في المستقبل، بمعنى آخر فإن المستثمر لا يستجيب إلى قرار التغيير في توزيع الأرباح بحد ذاته و إنما بآفاقه المستقبلية و هنا يمكن القول أن سايسة المضاعف محدد لسياسة توزيع الأرباح.

خامسا: القابلية التسويقية

واحدة من الإعتبارات التي ينظر إليها المستثمر بأهمية خاصة، هي وجود أسواق كفوّة و مستمرة لتصريف الأوراق المالية، و نظرا لإختلاف نوع و حجم و سعر تلك الموجودات فإن سيولتها و سرعة تحولها إلى نقد هو الآخر يتباين، و هذا ما يعرف بالقابلية التسويقية.

إن عوائد الأسهم هي الأخرى تختلف، فالأسهم ذات القابلية التسويقية العالية تعطي عوائد منخفضة قياسا بالسهم ذو القابلية التسويقية المتدنية، و عموما فإن القابلية التسويقية للسهم تتحدد بالأبعاد الآتية:

1. البعد الزمني، و ينعكس بفترة الإنتظار اللازمة لتحويل السهم إلى نقد.
2. البعد الكمي، و ينعكس بمدى التأكد بسعر السهم.
3. بعد الكفاءة، و ينعكس بمدى كفاءة نظم الإفصاح عن المعلومات أي كفاءة سوق الأوراق المالية.

و على وفق هذه الأبعاد فإن القابلية التسويقية تعد محددا رئيسيا لسياسة توزيع الأرباح، فالبعد الزمني ينعكس بمدى رغبة المستثمر بالانتظار للحصول على الإيراد المطلوب، سواء بالأجل القصير كأرباح رأسمالية أو في الأجل الطويل كتوزيع نقدي.

أما البعد الكمي فينعكس باتجاهات المستثمرين بشأن التأكد بالتدفقات النقدية المحفزة لبيع و شراء الأسهم. في حين أن بعد الكفاءة فإنه يمثل مدى إستجابة السوق لمحتوى المعلومات للتغير الحاصل في توزيع الأرباح. و تجدر الإشارة هنا إلى أن توزيع الأرباح بشكل أسهم و وفقا لأسلوب توزيعه يضيق فجوة الهامش بين البيع و الشراء لأنه يزيد من المعروض من الأسهم و يجعل الأسعار سهلة المناولة بين عموم المستثمرين.

المبحث الثاني: المقاربات و النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

إن الأساس الذي تقوم عليه سياسة توزيعات الأرباح في المؤسسة هو الترتيب بين توزيعات نقدية حالية و معدل نمو مستقبلي، و يعد هذا الأساس ذا أهمية كبيرة و ذلك في ظل إمكانية إحداث تأثير على قيمة السهم إضافة إلى الجزء الذي سيتم تحويله إلى الملاك، حيث هناك العديد من وجهات النظر و النظريات في هذا الجانب، و هو ما سنحاول إبرازه في هذا المبحث.

و الواقع أن قيام الشركة بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها، يعني إحتجاز نسبة أقل من الأرباح، و هو ما يترتب عليه إنخفاض فرص النمو، و ثم إنخفاض سعر السهم. و من هنا يأتي إهتمام المدير المالي بدراسة عملية تخصيص الأرباح التي تحققها المؤسسة بين التوزيعات و الأرباح المحتجزة⁽¹⁾.

و فيما يلي سنتناول عرض لأهم النظريات التي تناولت بالدراسة العلاقة بين قرار توزيع الأرباح و قيمة المؤسسة و ذلك من خلال المقاربات الأولى المفسرة لسياسة التوزيعات في المطلب الأول ثم في ظل فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة في المطلب الثاني وفي ظل إختلال فرضيات السوق الكفاء في المطلب الثالث و في المطلب الأخير نتطرق لسياسة التوزيعات في الواقع العملي .

المطلب الأول: المقاربات الأولى لسياسة توزيع الأرباح

عادة ما تشير سياسة توزيع الأرباح إلى النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة. لكن كيف تتحدد هذه النسبة؟⁽²⁾.

الفرع الأول: نظرية الفائض للتوزيعات

من أولى النظريات التي حاولت الإجابة على هذا السؤال هي نظرية الفائض، و التي تقضي بأن المستثمر لا يمانع بإحتجاز الأرباح إذا كان معدل العائد على إستثمارها بواسطة المؤسسة، يفوق معدل العائد الذي كان يمكن للمستثمر تحقيقه لو أنه حصل على نصيبه من الأرباح و استثمارها بنفسه⁽³⁾.

¹ محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة و إتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 395.

² منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 307.

³ نفس المرجع، ص 307.

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

يتم وفق هذه النظرية دفع توزيعات الأرباح للمساهمين من قيمة الأرباح المتبقية في المؤسسة و ذلك بعد القيام بتمويل جميع الفرص الإستثمارية المربحة المتاحة للمؤسسة. و بناءاً على ذلك فإنه يجب على المؤسسة إحتجاز الأرباح طالما أن لدى هذه المنظمة القدرة على إستثمار هذه الأرباح بمعدل عائد يساوي أو يزيد عن العائد الذي يطلبه المساهمون.⁽¹⁾

و تمثل هذه النظرية إتجاه من التفكير الذي اقترحت على أن نسبة التوزيع الذي يدفع من قبل المؤسسة يجب النظر إليه على أنه الفضلة المتبقية بعد الأخذ بعين الإعتبار كافة الفرص الإستثمارية المقبولة⁽²⁾.

في ظل هذه النظرية نجد أن هناك تداخل بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على الملاك و بين إحتجاز هذه الأرباح بغرض إعادة إستثمارها. و في هذه الحالة على المؤسسة أن تحتجز ما تحتاجه من أرباح لتغطية الإحتياجات الناجمة عن الإقتراحات الإستثمارية، و ما تبقى بعد ذلك فيمكن توزيعه، أما إذا لم يبقى شيئاً فلن تجرى التوزيعات⁽³⁾.

يفهم من هذه النظرية أن التوزيعات لا تخرج عن كونها وسيلة لتوزيع الفائض من الأرباح، و أن حجم التوزيعات يتوقف في المقام الأول على الفرص الإستثمارية المتاحة. و أنه إذا كان للقيمة السوقية للسهم أن ترتفع، فإن العائد المتوقع من تلك الفرص الإستثمارية لابد و أن يفوق العائد المطلوب. أما إجراء توزيعات الأرباح أو عدم إجرائها فلا أثر له على قيمة المؤسسة⁽⁴⁾.

الفرع الثاني: نموذج والتر

يعتبر نموذج والتر أول المداخل التي ناقشت العلاقة بين سياسة التوزيعات و القيمة السوقية للمنشأة، و يشير والتر إلى الدور الذي يلعبه معدل العائد الداخلي (معدل العائد المطلوب) و تكلفة المال في تحديد سياسة التوزيعات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية لثروة الملاك.

و يقوم نموذج "التر" على مجموعة من الإفتراضات، و هي⁽⁵⁾:

- ✓ يتم تمويل الإستثمارات عن طريق الأرباح المحتجزة، و لا يتم إستخدام أموال إضافية سواء عن طريق الإقتراض أو إصدار أسهم جديدة.
 - ✓ كل من معدل العائد الداخلي (معدل العائد المطلوب) و تكلفة رأس المال ثابتة لا تتغير.
 - ✓ كل الأرباح المتاحة للمؤسسة إما أن يتم توزيعها بالكامل فوراً أو أن يتم إحتجازها كلها.
 - ✓ لا تتغير التوزيعات و الأرباح بالإضافة إلى أن الشركة مستمرة و لن تنقضي.
- و قد صاغ "التر" معادلة يحدد فيها القيمة السوقية في ظل الإفتراضات السابقة⁽¹⁾:

¹ أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 209.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 470.

³ زيرام وليد، مرجع سابق، ص 85.

⁴ منير إبراهيم هندي، نفس المرجع، ص 307.

⁵ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى و جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجديدة، الإسكندرية، 2003، ص

$$P = \frac{D}{WACC} + \frac{rs(R - D)/WACC}{WACC}$$

$$\Rightarrow P = \frac{D + (rs/WACC)(R - D)}{WACC} \dots\dots\dots(4)$$

حيث:

- P : تمثل سعر السهم ؛ D : توزيعات السهم ؛
- WACC : تكلفة التمويل ؛ rs : معدل التمويل الداخلي ؛
- R : ربحية السهم.

فالمعادلة تشير إلى سعر السهم السوقي يمثل القيمة الحالية لكل من قيم لا نهائية من التوزيعات الثابتة $\frac{D}{WACC}$ ، و القيم الحالية لقيم لا نهائية من الأرباح الرأسمالية $\frac{rs(R-D)/WACC}{WACC}$ ، إذ يظهر جليا من خلال المعادلة أثر كل من التوزيعات أو الإحتجاز على القيمة السوقية للسهم.

حيث يظهر أنه وفقا لنموذج "والتر"، فإن سياسة توزيع الأرباح تعتمد على العلاقة بين معدل العائد الداخلي للمؤسسة و تكلفة رأس المال، و عليه يمكن تلخيص وجهة نظر "والتر" كما يلي:

1- بالنسبة للمؤسسات النامية: و هي تلك المؤسسات التي يكون فيها معدل العائد الداخلي أكبر من تكلفة رأس المال، و هو ما يعني أن هذه المؤسسة لديها فرص مربحة للإستثمار و يمكنها إعادة إستثمار الأرباح المحتجزة بمعدل أعلى من معدل العائد المتوقع من قبل المساهمين. و يخلص "والتر" من ذلك إلى أن: "سياسة التوزيعات المثلى لمؤسسات النمو هي تلك السياسة التي تقضي بإحتجاز كل الأرباح"⁽²⁾.

2- الشركات العادية: يقصد بها تلك الشركات التي تستطيع إستثمار أموالها بمعدل عائد يعادل تكلفة رأس المال، و مثل هذه النوعية من الشركات لا تتأثر بسياسة التوزيعات. حيث يمكن القول وفقا لنموذج والتر أنه لا توجد سياسة مثلى للتوزيعات. و من المتوقع ألا تشغل مثل هذه النوعية من الشركات بالها بسياسة التوزيعات⁽³⁾.

3- الشركات الهابطة: و هي الشركات التي ليس لديها أي فرص إستثمارية مربحة، مثل هذه الشركات تحقق معدلات عائد على إستثمارتها أقل من تكلفة رأس المال.

و حسب نموذج والتر فإن سياسة التوزيعات تعتمد على الفرص الإستثمارية المتاحة للمؤسسة، و العلاقة بين معدل العائد و تكلفة الأموال و عليه فإن السياسة المثلى للتوزيعات في هذه الحالة هو إتباع سياسة تقضي بتوزيع

¹ عبد الكريم بوحاردة، أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، شهادة ماجستير في علوم التسبير، جامعة منتوري-قسنطينة، 2012/2011، ص124.
² محمد صالح الحناوي، نهال مصطفى و جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 389.
³ محمد صالح الحناوي ، نهال مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 365.

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

جميع الأرباح، حيث يفضل المساهمون في هذه الحالة قيام المؤسسة بتوزيع كل الأرباح عليهم لإنفاقها أو إعادة استثمارها في فرص آخر تدر عليهم عائد أعلى.

و مع أن نموذج والتر قدم تفسيراً لعلاقة التوزيعات بالقيمة السوقية للسهم و ذلك في ظل الافتراضات السابقة الذكر إلا أن بعض هذه الافتراضات قد تكون غير واقعية، فاعتماد المؤسسة على الأرباح المحتجزة فقط في تمويل استثماراتها لا يمكن المؤسسة من تعظيم قيمة ثروة الملاك، كما أنه دليل على عدم مثالية كل من السياسة الإستثمارية للمؤسسة و توزيعات الأرباح، أو إحداها، كما أن افتراض ثبات كل من معدل العائد و تكلفة التمويل غير واقعي، فباعتبار أن تكلفة التمويل ثابتة تكون بذلك تغاضت عن المخاطر و أثرها على قيمة المؤسسة⁽¹⁾.

المطلب الثاني: النظريات المفسرة لسياسة التوزيعات في ظل فرضيات السوق الكفاء

ونقصد بالسوق الكفو أو المطلق توفر كل المعلومات للمؤسسة و بدون تكلفة، إلى جانب أن الإستثمارات و الأرباح المستقبلية معروفة و محددة مسبقاً دون وجود أي مخاطرة، و معدل المردودية المطلوب مساو للمنتوقع. لعل أبرز من تعرض لسياسات التوزيع هما مدكلياني و ميلر و أيضاً مايرون جوردن ، و سنقوم من خلال هذا المطلب بمناقشة أفكارهم و ذلك على افتراض أن المؤسسة تعمل في ظروف التأكد التام و في ظل عدم التأكد.

الفرع الأول: سياسة التوزيع في حالة التأكد التام

أولاً: وجهة نظر مدكلياني و ميلر (نظرية MM)

من أهم أنصار هذه النظرية هما Modigliani et Miller سنة 1961، حيث يعتقد مدكلياني و ميلر أن قرار الأرباح لا أثر له على قيمة المؤسسة، فقدرة المؤسسة تتحدد بكفاءة قرارات الإستثمارات، أي بقدرة الأصول على توليد الأرباح.

أما كيفية التصرف في هذه الأرباح بإحتجازها أو توزيعها فلا تأثير له على قيمة المؤسسة⁽²⁾. و لقد إعتد كل من مودجلياني و ميلر في تحليلهما على مجموعة من الافتراضات الأساسية و المتمثلة في⁽³⁾:

1. أن المستثمر رشيد
2. أن المؤسسة تعمل في ظروف السوق الكامل حيث لا يوجد مستثمر وحيد يمكنه التأثير على أسعار الأسهم في السوق، و أنه يمكن شراء و بيع الأوراق المالية بكميات مهما صغر حجمها، كما لا توجد تكلفة للمعاملات و لا توجد ضرائب أما المعلومات عن سوق المال فهي متاحة بالمجان
3. أن المؤسسة تعمل في ظل التأكد التام حيث الإستثمارات و الأرباح المستقبلية معروفة مسبقاً
4. لا توجد تكلفة للإصدار و لا تتكبد المؤسسة أي مصروفا عن إصدارها أسهم أو سندات.
5. أن سياسة الإستثمار للمؤسسة ثابتة لا تتغير.

¹ عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 125.

² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الطبعة السادسة، 2006، ص 667.

³ إسماعيل محمد الأزهرى و عبد العزيز محمد عبد المجيد، الإدارة المالية المتقدمة، منشورات جامعة السودان المفتوحة، الطبعة الأولى، 2007، ص 268.

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

و في ظل الإفتراضات السابقة فإن معدل العائد على الإستثمار سوف يعادل معدل الخصم (تكلفة الأموال)، و يمكن حساب معدل العائد على الإستثمار في هذه الحالة كما توضحه المعادلة التالي⁽¹⁾:

$$Ke = \frac{D + (P_1 - P_0)}{P_0} \dots \dots \dots (5)$$

حيث: Ke : معدل العائد على الإستثمار .

D: تشير إلى توزيعات السهم .

P₁ : سعر السهم في نهاية الفترة .

P₀: سعر السهم في بداية الفترة .

و تشير هذه المعادلة أن العائد على الإستثمار يتحدد بالعائد من التوزيعات بالإضافة إلى العائد الرأسمالي (P₁-P₀)، و في ظل الإفتراضات السابقة فإن معدل العائد Ke هو معدل العائد لجميع الأسهم .

و يقوم فكر مودجلياني و على أن سياسة توزيع الأرباح لدى المؤسسة ليس لها أي أثر على القيمة السوقية لهذه الأخيرة و لا على تكلفة رأسمالها، كما أنه ليس هناك أي أثر عند قيام المؤسسة بتوزيع أرباح على شكل توزيعات نقدية لصالح المساهمين أو إحتجازها على ثروة المساهمين، حيث إذا أجريت توزيعات سوف تزداد ثروة المساهم بمقدار هذه التوزيعات، أما إذا عد إجراء توزيعات فسوف تزيد القيمة السوقية للسهم بنفس المقدار من التوزيعات التي لم يحصل عليها، و عليه و بما أن سياسة توزيع الأرباح لا تهم المساهمين فعلى المؤسسة ان تختار سياسة توزيع الأرباح التي تناسبها دون الإهتمام بمدى جاذبية هذه لسياسة لحملة الأسهم⁽²⁾.

من الواضح أن الإفتراضات السابقة غير واقعية و غير دقيقة، و ذلك لأنه لا يعفى الأفراد أو المؤسسات من الضريبة على الدخل بصفة عامة، كما يتحمل المستثمر تكاليف التعامل في الأسهم بالإضافة إلى أن المدراء في مركز أفضل مقارنة بالمستثمرين خارج المؤسسة، كما و أن لسياسة التوزيعات تأثيرها على الموازنة الرأسمالية من خلال الفائض النقدي المتاح لأغراض الإستثمار⁽³⁾.

ثانيا: وجهة نظر جوردن (Gordon)

يختلف فكر جوردن إختلافا جوهريا عن فكر ميلر و مدكلياني، إذ يعتقد أن سياسة التوزيع تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، و ذلك في ظل الفروض التالية⁽⁴⁾:

✓ لا يوجد تمويل خارجي، أي أن المؤسسة تعتمد بالكامل على حقوق الملكية لتمويل إستثماراتها.

¹ محمد صالح الحناوي و نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 381.

*ثروة المساهم هنا عبارة عن القيمة السوقية لأسهمه مضافا إليها التوزيعات التي حصل عليها.

² عدمان فايزة، مرجع سبق ذكره، ص 113.

³ محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 86.

⁴ منير إبراهيم هندي، مدخل تحليلي معاصر، ص 671.

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

- ✓ لا يخضع دخل المؤسسة أو المستثمر للضريبة.
 - ✓ معدل العائد المتوقع على إستثمارات المؤسسة ثابت.
 - ✓ معدل العائد على الإستثمارات ثابت.
 - ✓ معدل نمو المؤسسة ثابت و يساوي: نسبة الأرباح المحتجزة لكل دينار من الربح المتولد مضروب في معدل العائد المتوقع على إستثمارات المؤسسة .
 - ✓ معدل العائد المطلوب على الإستثمارات أكبر من معدل النمو .
 - ✓ نسبة الأرباح التي توزع على حملة الأسهم العادية ثابتة لا تتغير.
- و في ظل الإفتراضات السابقة، تم التوصل إلى أنه يمكن حساب القيمة السوقية للسهم عن طريق المعادلة التالية⁽¹⁾:

$$K_m = \frac{r(1-T)}{R - Kr \times T} \dots \dots \dots (6)$$

حيث:

K_m : تمثل القيمة السوقية للسهم .

r : تمثل ربحية السهم المستقبلية.

R : معدل العائد المتوقع على الإستثمار .

Kr : تمثل معدل العائد المطلوب على الإستثمار .

T : نسبة إحتجاز الأرباح.

$r(1-T)$ = توزيعات الأرباح للسهم الواحد.

تشير المعادلة (6) إلى العلاقة بين الأرباح الحالية، و سياسة التوزيعات ممثلة في متغير الأرباح المحتجزة، و معدل العائد، و تكلفة الأموال لمؤسسة ممولة بالكامل عن طريق الملاك⁽²⁾.

حيث أن أي زيادة في توزيعات السهم تنعكس إيجابا على قيمة السهم في السوق، و أن المستثمر يفضل الحصول على توزيعات الآن بدلا من الأرباح الناجمة عن الإحتجاز في المستقبل⁽³⁾. إذن فهذه النظرية حسب وجهة نظر جوردن تقوم على أساس تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في السوق و بالتالي على القيمة السوقية للأسهم.

الفرع الثاني: سياسة التوزيع في حالة عدم التأكد

سنقتصر في دراسة سياسة توزيع الأرباح في ظل عدم التأكد من خلال وجهة نظر كل من مذكلياني و ميلر و وجهة نظر كل من جوردن و لينتر.

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 212.

² محمد صالح الحناوي و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص 396.

³ دريد كامل آل شبيب، نفس المرجع، ص 214.

أولاً: نظرية عدم ملائمة التوزيعات

يصر مدكلياني و ميلر على وجهة نظرهما السابقة بشأن سياسات التوزيع فحتى في ظل عدم التأكد لن يكون لتلك السياسات تأثير على القيمة السوقية للمنشأة، و ذلك على إفتراض أن المنشأة تعمل في ظل المنافسة الكاملة⁽¹⁾. حيث أوضحا أن قيمة المؤسسة تتوقف على مدى الإستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة و ليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح، و أكدوا أن كفاءة الإستثمارات هي المحدد الرئيسي لثروة المساهمين (قيمة المؤسسة)⁽²⁾.

يرى كل من مدكلياني و ميلر أن المستثمر لا يراعي لسياسة التوزيعات المنتهجة من قبل المؤسسة ، فإذا كان بحاجة إلى للسيولة فإنه يستطيع بيع جزء من الأسهم التي يمتلكها لتغطية الإحتياج، و في الجهة المقابلة إذا كان لديه فائض يستطيع شراء مقدار ما يمتص فائض السيولة المتاح؛ هذا الإثبات بطبيعة الحال كان تحت جملة من الإفتراضات و التي لا تختلف عن سابقتها سوى في إسقاط إفتراض حالة التأكد⁽³⁾.

و جادل مدكلياني و ميلر أن قيمة المؤسسة تتحدد بقوة ربحها الأساسية و مخاطرة أعمالها فقط، فاستنتجا

العلاقة التالية⁽⁴⁾:

$$N_a P_0 = \frac{(N_a + N_b)p_1 - I + B}{1 + K_e} \dots\dots\dots(7)$$

حيث:

P_0 : سعر السهم الحالي ؛ p_1 : سعر السهم المستقبلي

K_e : تكلفة الأموال الذاتية ؛ I : مبلغ الإستثمار

N_a : عدد الأسهم القديمة ؛ N_b : عدد الأسهم الجديدة

B : الأرباح الصافية للسنة.

من خلال المعادلة رقم (7) نلاحظ أن القيمة السوقية للمؤسسة لم يظهر بها توزيعات، و هو ما يعني أن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بسياسة التوزيعات التي تتبعها المؤسسة، أما النتيجة الضمنية لهذه المعادلة فهي أن أي مؤسسة يمكنها أن تدفع توزيعات أيما شأنت و تستعين بالتمويل الخارجي (إصدار أسهم جديدة) لتمويل الفرص الإستثمارية المتاحة لها، و لن يؤثر ذلك على القيمة السوقية للمؤسسة⁽⁵⁾.

¹ منير إبراهيم هندي، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 675.
² بريش عبد القادر و بدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الإجتماعية و الإنسانية، العدد 10، جوان 2013، ص 13.
³ علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الإقتصادية المدرجة بالبورصة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، مذكرة ماجستير، جامعة ورقلة، 2009/2008، ص146.
⁴ بريش عبد القادر، بدروني عيسى، مرجع سبق ذكره، ص 13.
⁵ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 384.

ثانياً: نظرية عصفور في اليد

تنسب هذه النظرية إلى ميرون جوردن و جون لينتر، و جاءت بناء على إنتقادهما و إعتراضهما لفرضية مودجلياني و ميلر و التي تتمثل في عدم وجود علاقة بين سياسة التوزيع و معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة، و تقضي هذه النظرية أنه طالما التوزيعات تزيل عدم التأكد بالنسبة للمستثمر، و هو مالا تحققه الزيادة في القيمة السوقية للسهم الناجمة عن إحتجاز الأرباح فإنه يجب على المؤسسة أن توزع نسبة عالية في شكل توزيعات نقدية مما يؤدي إلى معدل عائد أكبر في شكل توزيعات و من ثم يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للسهم، و يؤدي بالتالي إلى تخفيض تكلفة الأموال⁽¹⁾. و عليه فإن المستثمر يفضل الحصول على الوحدة النقدية من التوزيعات عن الحصول على الوحدة النقدية في شكل أرباح رأسمالية، لأن التوزيعات المتوقعة تتطوي على مخاطر أقل بالمقارنة بالأرباح الرأسمالية⁽²⁾.

و تشير أفكار هذه النظرية إلى وجود علاقة بين توزيعات الأرباح و أسعار الأسهم في السوق المالية، إذ ترى هذه النظرية بأن توزيعات الأرباح تؤثر في نسبة العائد المتوقع من قبل المستثمرين⁽³⁾. حيث أن معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة ينخفض بإرتفاع توزيعات الأرباح، و هذا راجع إلى أن درجة تأكد المستثمرين حول حصولهم على المكاسب الرأسمالية المتحققة من الأرباح المحتجزة أقل من درجة تأكد حصولهم على التوزيعات، حيث تزداد درجة المخاطرة نتيجة إرتفاع حالة عدم التأكد المصاحبة لإحتجاز الأرباح و إعادة إستثمارها مما يعني تفضيل المستثمرين لتوزيع الأرباح على تحقيق مكاسب رأسمالية في المستقبل⁽⁴⁾.

إن النتيجة الهامة التي توصل إليها جوردن و لينتر هو أنه في ظل حالة عدم التأكد فإن سياسة التوزيعات سوف تؤثر على القيمة السوقية للسهم، ليس هذا فحسب بل إن المستثمر سوف يفضل التوزيعات الحالية بدلا من التوزيعات المستقبلية أو الأرباح الرأسمالية، إذ قد تتعرض المؤسسة لهزات تضيق معها الأرباح التي سبق إحتجازها كما أن إرتفاع سعر السهم في المستقبل غير مؤكد⁽⁵⁾.

المطلب الثالث: النظريات المفسرة لسياسة التوزيعات في ظل إسقاط فرضيات السوق الكفاء

يهدف هذا المطلب إلى دراسة النظريات المفسرة لأثر توزيعات الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل إسقاط فرضيات السوق الكفاء و التي تتمثل في وجود ضرائب، و تكلفة إصدار، و تكاليف معاملات.

¹ محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 87.

² عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 234.

³ عبد الناصر إبراهيم نور، العلاقة بين توزيعات الأرباح و العوائد السوقية غير العادية للأسهم و مدى تأثيرها بربحية الشركة و حجمها و درجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين شركات المساهمة العامة العراقية و الأردنية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الإقتصاد و الإدارة، 17، 18، ص 45.

⁴ رشيد حفصي، مرجع سبق ذكره، ص 43.

⁵ عدنان فايزة، مرجع سبق ذكره، ص 125.

الفرع الأول: نظرية التفضيل الضريبي

تنص نظرية التفضيل الضريبي على أن الاختلاف في المعدلات الضريبية للأرباح التي يتم توزيعها و الأرباح الرأسمالية تلعب دورا كبيرا في تفضيل المساهمين لعملية إحتجاز الأرباح⁽¹⁾. حيث ترى هذه النظرية أن المستثمرين يفضلون إجراء توزيعات منخفضة عن قيامها بإجراء توزيعات بنسب مرتفعة ، وذلك للأسباب التالية⁽²⁾:

1- عادة ما تخضع الأرباح الرأسمالية إلى معدلات ضريبية أقل من الضرائب المفروضة على الدخل من التوزيعات.

2- لا تفرض الضرائب على الأرباح الرأسمالية إلى أن يتم بيع السهم، و هو ما يعني أن الضريبة سوف تدفع في المستقبل، و بالتالي فإن القيمة الحالية لها ستكون منخفضة.

3- تتيح قوانين بعض الدول - ومنها الولايات المتحدة- أنه إذا تملك شخص ما سهم أو أكثر حتى وفاته فإن الأرباح الرأسمالية سوف تعفى من الضرائب. لهذا يفضل المستثمرين إحتجاز قدر أكبر من الأرباح لإعادة استثمارها.

وفقا لنظرية التمييز أو التفضيل الضريبي، فإنه يجب على الشركات أن تدني التوزيعات النقدية إلى أدنى مستوى إذا كانت رغبة في تعظيم قيمة الأسهم، و من ثم يمكن أن نطلق عليها جوازا نظرية عصفور على الشجرة⁽³⁾، ذلك أنها تقضي بأنه طالما أن معدل الضريبة على التوزيعات يفوق معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية، فإن حملة الأسهم سوف يطلبون معدلا عاليا على الإستثمار في أسهم المنشأة التي تجري توزيعا لنسبة كبيرة من أرباحها، مقارنة بمؤسسة مثيلة تحتجز كل الأرباح أو الجانب الأكبر منها. و كنتيجة لذلك ترتفع تكلفة الأموال للمؤسسة الأولى و تنخفض بالتالي قيمتها السوقية، بينما تنخفض تكلفة الأموال للمؤسسة الثانية و ترتفع بالتالي قيمتها السوقية⁽⁴⁾.

الفرع الثاني: نظرية الإشارة

تؤدي المعلومة دورا هاما في المؤسسة والسوق معا، حيث تقوم بتزويد الأفراد و الجهات المختلفة سواء كانوا يعملون بها أو من خارجها بمعلومات مالية تساعد على إتخاذ قراراتهم الإقتصادية⁽⁵⁾، حيث ينظر المستثمرون إلى التوزيعات على أنها تحتوي على معلومات عن الربحية المستقبلية للمؤسسة ، أو بعبارة أخرى ينظرون إليها على أنها إشارات مالية تعكس مدى النجاح المتوقع⁽⁶⁾.

¹ زهور عبد السلام صادق، العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للسهم و أثرها في تحديد قيمة الشركة " بحث تطبيقي في عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة مركز دراسات الكوفة: مجلة فصلية محكمة، العدد 50، سنة 2018، ص 226.

² محمد صالح الحناوي، نهال مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 392-393.

³ محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 87.

⁴ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 362.

⁵ بريش عبد القادر و بدروني عيسى، مرجع سبق ذكره، ص 16.

⁶ منير إبراهيم هندي، نفس المرجع، ص 333.

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

تنص هذه النظرية على أن المسيرين يستخدمون التغيير في دفع توزيعات الأرباح كوسيلة لإيصال معلومات خاصة عن المؤسسة للمستثمرين الخارجيين و حملة الأسهم حول الأرباح المستقبلية للمؤسسة، و بالتالي فإن التوزيع الأعلى سوف يعطي إشارة للمستثمرين بأن تنبؤ المؤسسة للأرباح المستقبلية يكون إيجابيا، و بمعنى آخر لو كان المستثمرون يتوقعون من المؤسسة أنها توزع نسبة أقل من توزيعات الأرباح - بينما قامت بدفع نسبة أعلى - فإن سعر السهم سوف يرتفع، و العكس صحيح، لو توقع المستثمرون نسبة عالية من توزيعات الأرباح، في حين أن المؤسسة دفعت نسبة أقل بكثير، فإن سعر السهم سوف ينخفض في السوق المالي⁽¹⁾.

و عليه فإن نظرية الإشارة جاءت لتؤكد أن أرباح السهم هي الوسيلة الأنجع لإيصال المعلومات إلى السوق المالية، لتعزيز المكانة السوقية للمؤسسة⁽²⁾.

الفرع الثالث: نظرية تكاليف الصفقات، نظرية الوكالة، و نظرية أثر الزبون

أولا: نظرية تكاليف الصفقات

حسب مودجلياني و ميلر قيام المؤسسة بإجراء توزيعات يمكن تعويضه بإصدار أسهم عادية جديدة بنفس قيمة التوزيعات، مما يعني أنهما قد ساويا بين الأرباح المحتجزة و إصدار أسهم جديدة، و هذا أمر غير مقبول⁽³⁾، فالإعتماد على مصادر تمويل خارجية ينطوي في حالة الأسهم و السندات على تكاليف⁽⁴⁾. و تكاليف الصفقات تشمل كل التكاليف الناتجة عن اللجوء إلى التمويل الخارجي كتكاليف الإكتتاب، تكاليف الإدارة، و النفقات القانونية كالضرائب و غيرها. فإذا كانت هناك زيادة في تكاليف الصفقات الناتج عن توزيع أو عدم توزيع الأرباح، فهذا يؤثر على الأرباح المتوقعة و من ثم سعر السهم و منه القيمة السوقية للمؤسسة.

فنظرية تكاليف الصفقات لسياسة توزيع الأرباح، تقترح على المؤسسة أنه بإستطاعتها الإعتماد على أرباحها في تمويل إستثماراتها و تلجئ إلى توزيع الأرباح في حالة عدم وجود فرص إستثمارية مواتية⁽⁵⁾.

تجدر الإشارة إلى أن عملية التمويل بالأرباح المحتجزة تلعب دورا مهما في الرفع من قيمة المؤسسة من خلال تأمين فرص التوسع للمؤسسة بأقل التكاليف و في أسرع وقت، بإعتبار الأموال في حوزة المؤسسة و في خدمة المسيرين لحظة إتخاذ القرار. في حين أن عملية إصدار أسهم جديدة تحمل في طياتها أخبار غير مباشرة عن مستقبل المؤسسة بالنسبة للمستثمرين، ما ينعكس على قيمة السهم و يؤدي حتما إلى إنخفاضه⁽⁶⁾.

ثانيا: نظرية الوكالة

تنشأ تكلفة الوكالة نتيجة الفصل بين ملكية الشركة و تسييرها و هذا ما توصل إليه كل من جونسون و مكلين (jensen and meckling 1976)، فمن المعروف أنه بزيادة حجم الشركات و إتساع نطاقها انفصلت الملكية

¹ رشيد حفصي، مرجع سبق ذكره، ص 43.

² بريش عبد القادر و بدروني عيسى، سياسة توزيع الأرباح كآلية لحكومة الشركات، مجلة البحوث في العلوم المالية و المحاسبية، العدد 2016/02، ص 144.

³ عدمان فايزة، مرجع سبق ذكره، ص 133.

⁴ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 336.

⁵ بريش عبد القادر، بدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص 16.

⁶ عدمان فايزة، المرجع نفسه، ص 133.

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

عن التسيير و من ثم ظهر ما يسمى ببطقة المسيرين، و من هنا ظهرت نظرية الوكالة⁽¹⁾. حيث وفقا لهذه النظرية يجب مراعاة عاملين أساسيين هما⁽²⁾:

الأول: أن الملاك يفضلون أن تكون تكلفة الوكالة في أدنى حد لها؛

الثاني: أن الملاك أيضا لا يرغبون في تحمل تكاليف إصدار إضافية عند طرح أسهم جديدة في السوق.

توجد على مستوى المؤسسة علاقات الوكالة بين بعض من الأطراف التي تهمهم حياة المؤسسة مثل المساهمين المسيرين و الدائنين. حيث يفوض المساهمون بعض من صلاحياتهم إلى المسيرين الذين من المفترض أن يعملوا من أجل تحقيق أقصى قدر من الثروة للمؤسسة؛ إلا أن المسيرين في غالب الأحيان يجعلون الأولوية في تحقيق مصالحهم الشخصية. فالمؤسسة تعتبر مجموعة من الوكلاء بحيث كل واحد يسعى إلى تحقيق أقصى قيمة لدالة منفعة الشخصية⁽³⁾. و في هذه الحالة فالأمر يتطلب نوعا من التكاليف التي يتحملها المساهمون لضمان أهدافهم، و من هنا يأتي أحد المصادر الأساسية لتكلفة الوكالة التي يتحملها المساهمون لضمان مراقبة على المسيرين تسمح بتحقيق أهدافهم⁽⁴⁾.

فحسب نظرية الوكالة فإنه عندما يمتلك المساهمون حقوق أكبر فإنهم يستطيعون استخدام قوتهم للتأثير في سياسة توزيع الأرباح، حيث أن المساهمين يفضلون خيار توزيع أرباح السهم أكثر من الأرباح المحتجزة و قد يكون هذا الخيار لتوزيع الأرباح أقوى في الأسواق الناشئة ذات الحماية الأضعف للمستثمر، و بالتالي يجب أن تتم سياسة توزيع الأرباح في ضوء أهداف الشركة و بما يسهم في تعظيم ثروة المساهمين⁽⁵⁾.

ثالثا: نظرية أثر الزبون

من النظريات المؤثرة في سياسة توزيعات الأرباح و التي يثار حولها الجدل المستمر، نظرية أثر سياسة توزيعات الأرباح على مجموعة المستثمرين في أسهم الشركة المستثمر فيها، و التي تجعل لسياسة توزيعات الأرباح تأثيرا على القيمة السوقية لأسهم الشركات⁽⁶⁾. حيث تقوم المؤسسات بتبني سياسة توزيع أرباح معينة تجتذب فئة من الزبائن تتكون من مجموعة مستثمرين تعجبهم تلك السياسة و تتماشى و تفضيلاتهم فيما يتعلق بالإستثمار أو الإستهلاك⁽⁷⁾، و يترجم هؤلاء المستثمرين إعجابهم بتلك السياسة و ذلك بشراء أسهم المؤسسة التي تتبعها. و بالطبع

¹ بريش عبد القادر و بدروني عيسى، سياسة توزيع الأرباح كآلية لحوكمة الشركات، المرجع نفسه، ص 145.

² محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 87.

³ شعبان محمد، نحو إختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية- دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، 2010/2009، ص 65-66.

⁴ بريش عبد القادر، بدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مرجع سابق، ص 15.

⁵ بريش عبد القادر و بدروني عيسى، سياسة توزيع الأرباح كآلية لحوكمة الشركات، مرجع سابق، ص 146.

⁶ عبد الناصر إبراهيم نور، العلاقة بين توزيعات الأرباح و العوائد السوقية غير العادية للأسهم و مدى تأثيرها بربحية الشركة و حجمها و درجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية و الأردنية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، 2003، ص 47.

⁷ محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 87.

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

بالطبع كلما زاد عدد المستثمرين الذين يفضلون سياسة توزيع معينة، إرتفعت القيمة السوقية لأسهم المؤسسات التي تتبعها⁽¹⁾.

و طبقا لهذه النظرية فإن بعض المستثمرين يفضلون نسبة أعلى من التوزيعات، في حين لا يحتاج الآخرون إلى توزيعات الأرباح كدخل جاري و يفضلون إحتجاز الأرباح و إعادة إستثمارها في المؤسسة ذاتها، فلو إنتهجت المؤسسة سياسة إحتجاز الجزء الأكبر من أرباحها فإن المساهمين الذين يفضلون توزيع الجزء الأكبر سوف يتوجهون تدريجيا لبيع أسهمهم* هذا من جهة، و من جهة أخرى فإن إنتهاج المؤسسة لسياسة توزيع نسبة عالية من الأرباح سيؤدي ببيع المساهمين إلى إستلام مداخيل لا يرغبون فيها، و إستنادا إلى ذلك فإن المساهمين الراغبين في توزيعات الأرباح العالية سوف يشترون أسهما في المؤسسات من هذا النوع، في حين يشتري المساهمون الذين يفضلون الغتجاز العالي للأرباح أسهما في المؤسسات من النوع الثاني، و على أساس ذلك يتوزع المساهمون على المؤسسات في ضوء أفضلياتهم للدخول الجارية و المستقبلية، و الحالتان السابقتان لهما الأثر في إرتفاع أو إنخفاض سعر سهم المؤسسة⁽²⁾.

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 684.

² عدمان فائزة، مرجع سبق ذكره، ص 135-136.

خلاصة الفصل الأول

من خلال ما تطرقنا إليه في هذا الفصل، يمكن القول أن توزيعات الأرباح تعبر عن معدل التدفق النقدي الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس عن إستثماراتهم في أسهم المؤسسة، حيث يؤثر على قرار توزيع الأرباح مجموعة من العوامل منها القانونية و التعاقدية، فرص النمو، حجم الأرباح،.....إلخ، وتتخذ سياسة توزيع الأرباح عدة أشكال و تخضع لمحددات أساسية تؤثر على نسبة التوزيع.

إن سياسة توزيع الأرباح لم تكن نتيجة تطور عشوائي، و إنما بتفاعل العديد من الآراء التي تمخضت عنها مجموعة من النظريات، و التي كانت في مجملها متناقضة مع بعضها البعض حول دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، و الأمر راجع إلى بعض العوامل التي كانت تميز كل نظرية و إلى إفتراضات تستند إليها.

الفصل الثاني:

سياسة توزيع الأرباح و التمويل الذاتي

تمهيد:

تكتسب سياسة التمويل الذاتي أهمية كبيرة في النشاط المالي، فهو يعتبر من المؤشرات المالية الهامة التي يستند إليها في تقييم الكفاءة المالية للمؤسسة، فالتمويل الذاتي يعبر عن إستقلالية المؤسسة و يلعب دورا هاما خاصة في مرحلة إنشاء المؤسسة و مراحل النمو التي تصاحب توسع المؤسسة في القطاع الذي تنشط فيه.

يعتبر التمويل الذاتي المحور الأساسي للتمويل خصوصا في مرحلة النمو، إذ يساهم بشكل مباشر في التقليل من المصادر الخارجية للتمويل، حيث أن مفهوم التمويل الذاتي يأتي من داخل المؤسسة بإقتطاع نسبة معينة من الإيرادات التي تحققها المؤسسة و تحتفظ بها لمدة غير محدودة، و ذلك لتسديد إلتزامات مالية معينة. وقصد التعرف اكثر على سياسة توزيع الأرباح و التمويل الذاتي تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين هما:

المبحث الأول: عموميات حول التمويل الذاتي.

المبحث الثاني: علاقة سياسة توزيع الأرباح بحجم التمويل الذاتي.

المبحث الأول: عموميات حول التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الذاتي أو الداخلي مصدرا ذو أهمية كبيرة خاصة لدى المؤسسات الناشئة، حيث يعتبر المحور الأساسي للتمويل في مرحلة النمو، إذ يسمح للمؤسسة بتمويل إستثماراتها دون اللجوء إلى مصادر خارجية، و نظرا لكون هذا النوع من التمويل يشمل الأموال التي تتولد داخل المؤسسة عند قيامها بمختلف النشاطات، سنحاول من خلال هذا المبحث دراسة التمويل الذاتي بإعتباره مصدرا تمويليا مهما للمؤسسة و ذلك من خلال أربعة مطالب و هي:

❖ **المطلب الأول: تعريف التمويل الذاتي.**

❖ **المطلب الثاني: أهمية و أهداف التمويل الذاتي.**

❖ **المطلب الثالث: أنواع التمويل الذاتي و العوامل المحددة له.**

❖ **المطلب الرابع: العوامل المحددة للتمويل الذاتي**

المطلب الأول: تعريف التمويل الذاتي

قبل التطرق إلى تعريف التمويل الذاتي ينبغي أن نتطرق أولا إلى مفهوم قدرة التمويل الذاتي و هذا لتفادي الخلط و اللبس بين المفهومين.

الفرع الاول: قدرة التمويل الذاتي (CAF)

أولا: تعريف قدرة التمويل الذاتي

- تمثل قدرة التمويل الذاتي الفائض النقدي الذي يظهر خلال فترة النشاط عند المقارنة بين التدفقات النقدية المدفوعة و التدفقات النقدية المحصلة الحقيقية أو المحتملة الناتجة عن النشاط و ذلك من خلال عملية التسيير⁽¹⁾.
- تعرف قدرة التمويل الذاتي بأنها: "الموارد المالية الداخلية المحققة بواسطة العمليات المسجلة على شكل مداخيل و نواتج خلال فترة زمنية معينة، حيث و بعد تسديد جميع إلتزامات المؤسسة تحوز المؤسسة على شكل فائض نقدي على شكل سيولة"⁽²⁾.
- قدرة التمويل الذاتي هي تقييم الفائض الكامن لمؤسسة ما من خلال فترة زمنية معينة عادة تكون السنة المالية، و ذلك عن طريق الأخذ بالاعتبار كل من التدفقات النقدية المقبوضة و التدفقات النقدية المدفوعة بإحتساب كل من الأعباء الإستثنائية بإستثناء نتائج التنازل عن الإستثمارات⁽³⁾.

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الجزء الأول، دار وائل للنشر، عمان، 2011، ص 127.

² محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على امثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية -دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية-، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة-، 2015/2016، ص 112.

³ شعبان محمد، مرجع سبق ذكره، ص 2.

الفصل الثاني: سياسة توزيع الأرباح و التمويل الذاتي

• تمثل قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة فائض الموارد الداخلية، أو تدفق محتمل للخرينة⁽¹⁾ الناتج خلال دورة معينة عن مجموع الأنشطة.

• و تمثل قدرة التمويل الذاتي مؤشر حول الإستقلالية المالية للمؤسسة، و تسمى أيضا بالمصطلح الأمريكي "Cash-flow".

من خلال ما سبق نستطيع التوصل إلى تعريف محدد لقدرة التمويل الذاتي كالتالي:

"تتمثل قدرة التمويل الذاتي في الفرق بين مجموع الإيرادات المحتمل تحصيلها و مجموع التكاليف المحتمل تسديدها، و تعبر عن فائض محتمل للخرينة و ليس حقيقي. و تصبح CAF فائض حقيقي للخرينة عندما يتم تحصيل كل الإيرادات و تسديد كل التكاليف".

ثانيا: حساب قدرة التمويل الذاتي

تحسب قدرة التمويل الذاتي من خلال جدول حسابات النتائج، و من المهم التفريق ما بين أنواع التكاليف و الإيرادات.

- **التكاليف:** و هي نوعان:

• **تكاليف تدفع:** وهي التكاليف التي ينتج عنها خروج فعلي للأموال من خزانة المؤسسة مثل المشتريات، الأجور، و غيرها.

• **تكاليف لا تدفع:** و هي تكاليف تحسب و لكن لا ينتج عنها خروج فعلي للأموال مثل الإهتلاكات و المؤونات و القيمة المحاسبية الباقية للإستثمارات المتنازل عنها.

- **الإيرادات:** و هي نوعان أيضا:

• **إيرادات تحصل:** و هي إيرادات يتم تحصيلها فعلا في خزانة المؤسسة مثل المبيعات و الإيرادات المالية، و غيرها.

• **إيرادات لا تحصل:** و هي إيرادات تحسب و لكن لا يتم تحصيلها فعلا مثل إسترجاع على خسائر القيمة و المؤونات.

و عليه قدرة التمويل الذاتي هي الفرق ما بين:

$$CAF = \text{الإيرادات المحصلة} * - \text{التكاليف المدفوعة} \dots \dots \dots (8)$$

* ما عدى إيرادات التنازل على الإستثمارات.

و توجد طريقتين لحساب قدرة التمويل الذاتي، و هي كالتالي:

الطريقة الأولى : حساب قدرة التمويل الذاتي بطريقة الجمع

¹ فمان مصطفى، باكرية علي، مساهمة التحليل المالي الديناميكي في تقييم السياسة المالية للمؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة-، مجلة أفاق علوم الإدارة و الإقتصاد، جامعة المسيلة، العدد 03، 2018، ص123.

و تسمى أيضا بطريقة الإنطلاق من النتيجة، و تحسب كما يلي:

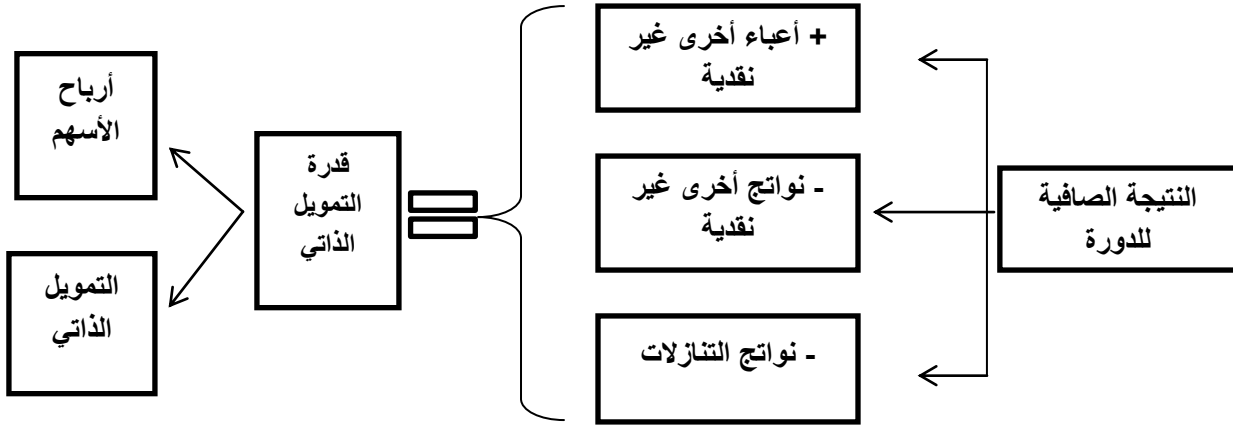
$$\begin{aligned} & \text{نتيجة السنة المالية (النتيجة الصافية)} \\ & + \text{الأهتلاكات و المؤونات} \\ & - \text{إسترجاع الإهتلاكات و المؤونات} \\ & + \text{القيمة المحاسبية الباقية للأصول المتنازل عنها} \\ & - \text{إيرادات التنازل عن الأصول الثابتة} \\ & - \text{إعانات الإستثمار المحولة إلى حساب النتيجة ح/754} \\ & \text{CAF} = \text{قدرة التمويل الذاتي} \end{aligned}$$

و يمكن إختصار كيفية حساب قدرة التمويل الذاتي إنطلاقا من النتيجة المحاسبية الصافية في العلاقة الموالية⁽¹⁾:

$$\text{CAF} = \text{النتيجة الصافية للدورة} + \text{أعباء أخرى غير نقدية} - \text{نواتج أخرى غير نقدية} - \text{نواتج التنازلات} \dots\dots\dots (9)$$

كما يمكن توضيح تكوين التمويل الذاتي إنطلاقا من النتيجة المحاسبية الصافية كما يلي:
الشكل رقم (1-3): تكوين التمويل الذاتي إنطلاقا من النتيجة المحاسبية الصافية

¹ يوسف مامش، ناصر دادي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة و هيكلها المالي، دار المحمدية العامة، الطبعة الأولى، 2008، ص46.



المصدر: يوسف مامش، ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 46.

و بالتالي ففي حالة إنعدام أو إهمال العناصر غير النقدية و نواتج التنازلات (لأن هذه العناصر هي عناصر إستثنائية لا تحدث بإستمرار خلال نشاط المؤسسة)، فإننا نتحصل على الصيغة المختصرة و المبسطة لحساب قدرة التمويل الذاتي، و التي يتم حسابها وفق العلاقة التالية:

$$\text{قدرة التمويل الذاتي} = \text{النتيجة الصافية للمؤسسة} + \text{مخصصات الإهلاكات و المؤنات} \dots (10)$$

الطريقة الثانية: حساب قدرة التمويل الذاتي بطريقة الطرح

وتحسب CAF بهذه الطريقة من خلال جدول حسابات النتائج، و يتم ذلك كما يلي:

EBE الفائض الإجمالي للإستغلال

+ الإيرادات التشغيلية الأخرى

- التكاليف التشغيلية الأخرى

± حصة النتيجة من العمليات المنجزة جماعيا

+ الإيرادات المالية

- التكاليف المالية

+ إيرادات غير عادية*

- الأعباء الغير عادية**

*ماعد إيرادات التنازل عن الإستثمارات.

**ما عدا القيمة المحاسبية الباقية للإستثمارات المتنازل عنها.

تتميز هذه الطريقة في كونها مبسطة و مفسرة لمختلف مكونات قدرة التمويل الذاتي إلا أنه يعاب عليها صعوبة حسابها؛ و ذلك راجع لكثرة العناصر المتدخلة في إيجاد قدرة التمويل الذاتي، في حين تعتبر الطريقة الأولى أكثر سهولة و تسمح لمستخدميها بالحصول على النتيجة في أقصر وقت إلا أنه يعاب عليها عدم التفصيل في مكونات قدرة التمويل الذاتي⁽¹⁾.

الفرع الثاني: التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الذاتي (الداخلي) مصدر ذو أهمية كبيرة خاصة في المؤسسات الناجحة التي حصلت عليه من خلال عملياتها الجارية، حيث يبين القدرات الذاتية للمؤسسة على تمويل الإستثمارات التي تقوم بها.

أولاً: تعريف التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الذاتي وسيلة من وسائل التمويل المتاحة للمؤسسة من جراء نشاطها، حيث يمكن تعريفه كالتالي:

❖ يمثل التمويل الذاتي أحد المصادر الخاصة، التي تستعين بها المؤسسة في تمويل نشاطها، و هو يدل على قدرتها على إيجاد مصادر ذاتية، لتمويل نشاطها و إحتياجاتها دون اللجوء إلى الغير⁽²⁾.

¹ شعبان محمد، مرجع سبق ذكره، ص 4.

² يوسف مامش، ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 42.

الفصل الثاني: سياسة توزيع الأرباح و التمويل الذاتي

❖ يعرف التمويل الذاتي على أنه: "تلك الموارد الجديدة المتكونة بواسطة النشاط الأساسي للمؤسسة و المحتفظ بها كمصدر تمويل دائم للعمليات المستقبلية، أي تلك النتائج الإجمالية التي يعاد إستثمارها في المستقبل بعد توزيع مكافأة رأس المال، لينتج عنها فائض نقدي محقق بواسطة النشاط و المخصص لتمويل النمو المستقبلي"⁽¹⁾.

❖ يعرف التمويل الذاتي بأنه: " مصدر لرؤوس الأموال الخاصة بالمؤسسة المستعمل في نشاطها الخاص، و يتكون هذا المصدر من الإهلاكات، المؤنات، و الأرباح غير الموزعة دون اللجوء إلى الإقتراض"⁽²⁾. من خلال التعاريف السابقة، يمكن القول بأن التمويل الذاتي يمثل: ذلك الجزء من قدرة التمويل الذاتي الذي يبقى تحت تصرف المؤسسة من أجل إعادة إستثماره ، وهذا عن طريق إيدار الفائض النقدي الإجمالي الصافي الناجم من نشاطها خلال الدورة، وهذا بعد إجراء توزيعات للأرباح على المساهمين.

و يمثل التمويل الذاتي مصدر تمويلي داخلي يمكن أن تحصل عليه المؤسسة لتغطية إحتياجاتها المالية اللازمة كسداد الديون أو تمويل الإستثمارات التي تقوم بها.

و يمكن التمييز بين عنصرين للتمويل الذاتي و ذلك من خلال مكوناته، حيث نميز بين التمويل الذاتي لتجديد الإستثمارات و التمويل الذاتي لتوسيع النشاط و مجموعهما يشكل التمويل الذاتي الكلي للمؤسسة.

فالتعديل الذاتي لتجديد النشاط ينتج عن الإهلاكات و المؤنات حيث تستعمل في تجديد الإستثمارات بإستخدام خاصية الإهلاكات المتركمة.

أما التمويل الذاتي لتوسيع النشاط فينتج عن النتيجة الصافية الغير موزعة، حيث تستعمل لتوسيع نشاط المؤسسة بفتح خطوط إنتاج جديدة أو شراء أصول ثابتة جديدة.

ثانيا: حساب التمويل الذاتي

يتم حساب التمويل الذاتي بواسطة العلاقة التالية:

$$\text{التمويل الذاتي} = \text{قدرة التمويل الذاتي} - \text{الأرباح الموزعة} \dots\dots\dots (11)$$

يتكون التمويل الذاتي من الفائض النقدي الصافي، مطروحا منه الأرباح الموزعة، و بما أن الفائض النقدي الصافي يشمل النتيجة الصافية، مضافا لها الإهلاكات و المؤنات، فإنه يمكن حساب التمويل الذاتي إنطلاقا من الصيغة التالية:

$$\text{التمويل الذاتي} = \text{النتيجة غير الموزعة} + \text{الإهلاكات} + \text{المؤنات} \dots\dots\dots (12)$$

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، مرجع سبق ذكره، ص240-241.

² دلفوف سفيان، أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية: حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد14/العدد(19)، 2018، ص193.

كما أن تحليل النسبة: التمويل الذاتي/الإستثمارات تبين قدرة المؤسسة على تمويل النمو و تسمح بتحديد درجة إستقلالية التمويل عند تمويل مرحلة نمو و توسع المؤسسة⁽¹⁾.

المطلب الثاني: أهمية و أهداف التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الذاتي ملاذا للمؤسسة في حالة عدم كفاية رأسمالها، و عليه تتجلى أهميته و أهدافه فيما يلي:

الفرع الأول: أهمية التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الذاتي من أكثر مصادر التمويل أهمية بالنسبة للمؤسسة، و تنعكس هذه الأهمية في كونه أرخص مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة أي أقلها تكلفة، إلا أن ذلك لا يعني أنه مجاني. فهي تعد من الناحية العلمية تمويلا من دون تكلفة و حيث أن الكلفة تستخدم كمعيار لإتخاذ القرار التمويلي و تحديد حجم و هيكل التمويل، هذا بالإضافة إلى كون التمويل الداخلي أو الذاتي يساعد على زيادة قدرة المؤسسة التمويلية التي تدعم إمكانية المؤسسة على زيادة طاقتها الإنتاجية و دعم مركزها المالي، بحيث تصبح أكثر قدرة على إيجاد موقع ثابت لها في سوق المنافسة مع قابلية التطور المستمر.

و يساعد التمويل الداخلي بالأرباح المحتجزة على وجه التحديد على تدعيم مركز المؤسسة الإقتراضي، حيث أنه من المعروف أن المؤسسة تلجأ إلى الإقتراض حسب إمكانياتها على التسديد و حجم التمويل الذاتي هو الذي يبين مقدرتها على التسديد⁽²⁾.

إن اللجوء إلى التمويل الذاتي يكتسي أهمية بالغة خاصة من قبل المؤسسات التي تستجيب لمتطلبات النمو، إذ أن المؤسسة مادامت ترغب في الحفاظ على مستوى معين من النمو و التنافسية بعيدا عن السياسات الإحتكارية و تجنب تدخل أطراف أخرى في إتخاذ القرار؛ تفضل المحافظة على التمويل الذاتي بدلا من المصادر الأخرى⁽³⁾.

كما يشكل التمويل الذاتي المحور الأساسي الذي يستند عليه تمويل المؤسسة، فالخاصية الهامة لهذا المورد تعود إلى كونه المقياس الذي يتم من خلاله جلب التمويل الخارجي من طرف المؤسسة.

الفرع الثاني: أهداف التمويل الذاتي

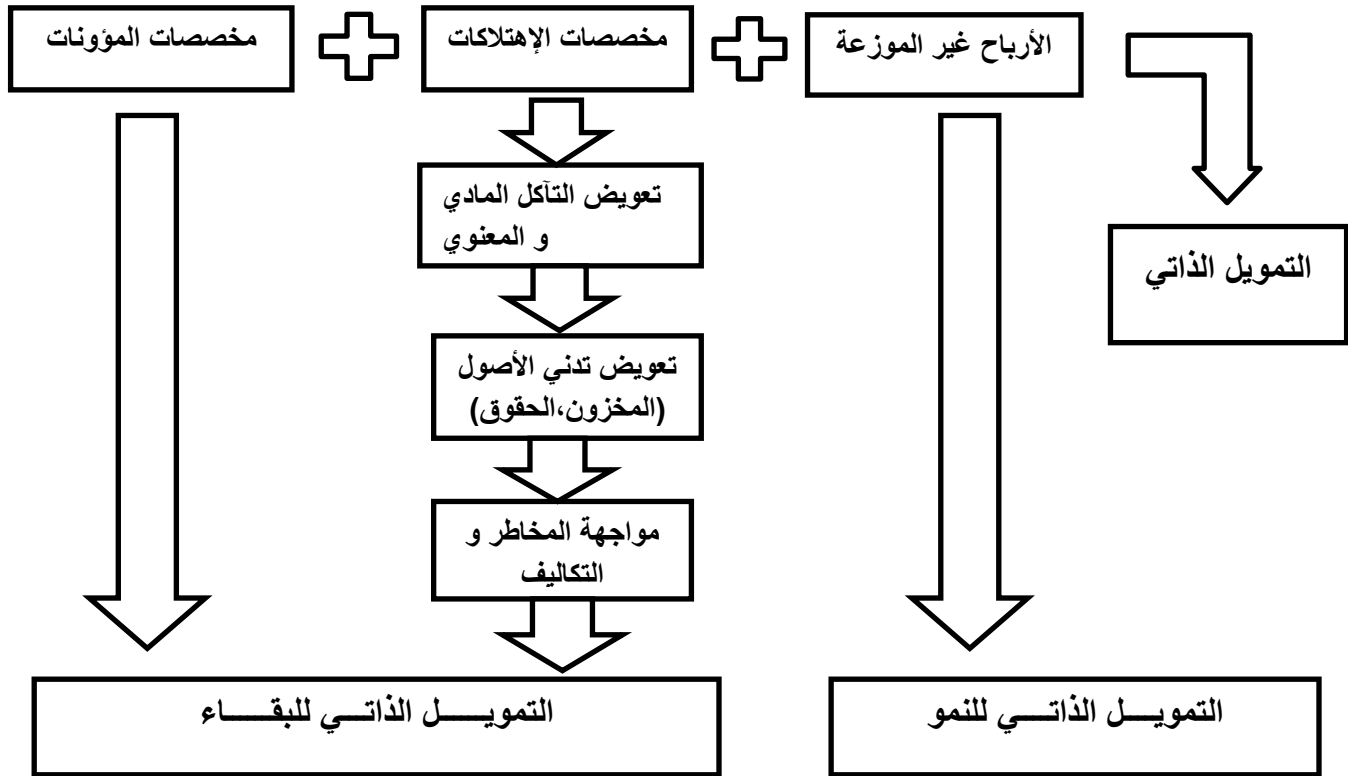
تعتمد المؤسسة على التمويل الذاتي بشكل أساسي لتحقيق هدف البقاء و النمو و ذلك من خلال العناصر المكونة لرصيد التمويل الذاتي وفق الشكل التالي:

الشكل رقم (1-4): التمويل الذاتي للبقاء و النمو

¹ محمد بوشوشة، مرجع سبق ذكره، ص 99.

² فتيحة مزهر عبد الرضا القرشي، التمويل بالأرباح المحتجزة و الربحية في الشركات "دراسة تطبيقية لسوقى دبي و أبو ظبي للأوراق المالية"، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية و الإقتصادية، العدد الثاني، المجلد الثاني، 2012، ص 8-9.

³ العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الإقتصادية دراسة حالة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الإقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2010-2011، ص 252.



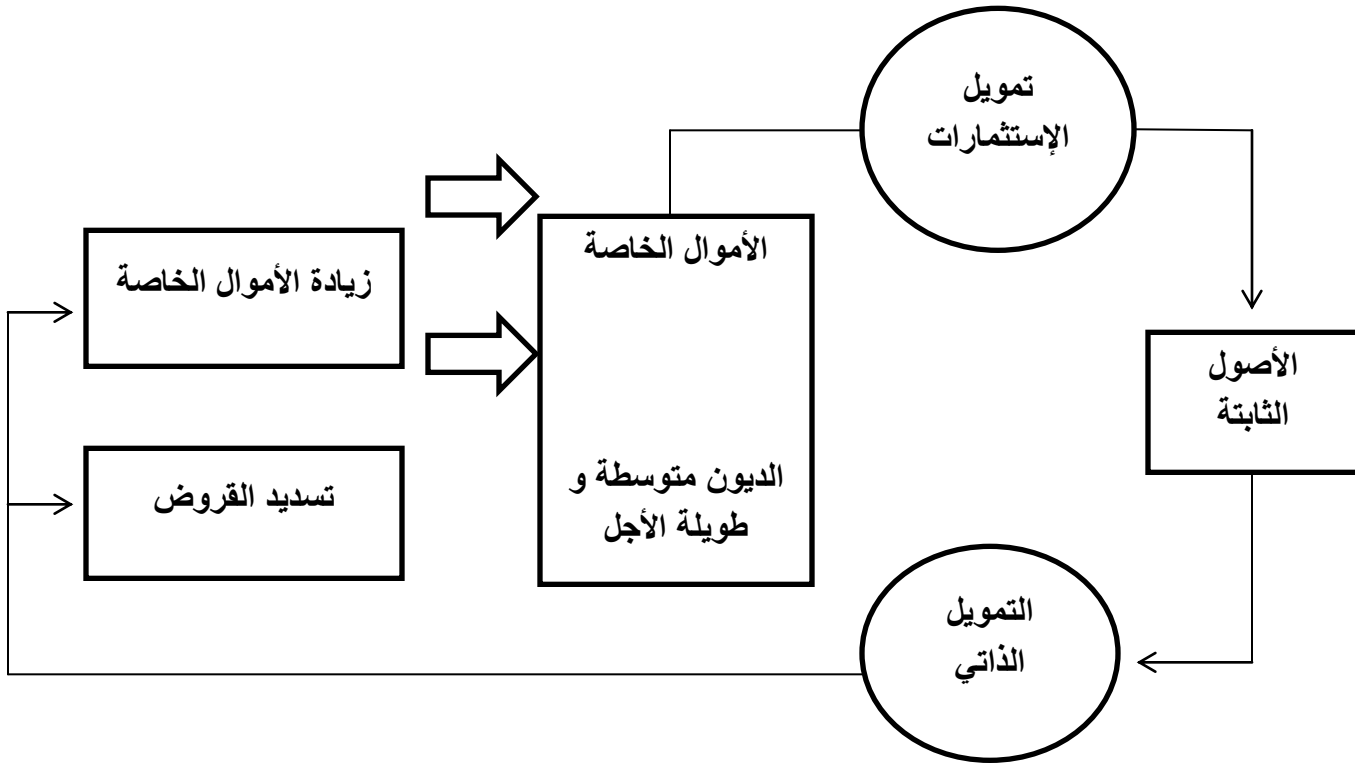
المصدر: يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص 243.

حسب مكونات التمويل الذاتي المبينة في الشكل أعلاه، نجد أن للتمويل الذاتي هدفين أساسيين، يتحددان من خلال العناصر المكونة له:

- **التمويل الذاتي للبقاء:** تضمن المؤسسة بقاء و إستمرار نشاطها بواسطة مخصصات الإهلاك التي تغطي التآكل المادي و المعنوي للإستثمارات، و بالتالي ضمان الموارد الضرورية للإستثمار في النشاط الأساسي، أما مخصصات تدني الأصول المتداولة و مؤنات الأخطار و التكاليف فهي إعتمادات مالية تحتفظ بها المؤسسة لمواجهة تدهور الأصول.
- **التمويل الذاتي للنمو:** يعتبر النمو عاملاً أساسياً من عوامل تعظيم قيمة المؤسسة، و المؤسسة تتبع إستراتيجية النمو لضمان بقائها و الإستحواذ على أكبر حصص سوقية ممكنة، إلا أن نجاح الإستراتيجية، مرتبط دوماً بتخصيص مصادر التمويل المناسبة لتحقيق خطة النمو. و يعتبر التمويل الذاتي من أهم مصادر التمويل الداخلية الذي يلعب دوراً هاماً في نمو المؤسسة و توسعها، حيث يضمن زيادة الأصول الإقتصادية دون اللجوء إلى مصادر خارجية و يشارك بصفة مباشرة في العملية التوسعية لها من خلال إستحداث إستثمارات جديدة لها.

و الشكل التالي يوضح دور التمويل الذاتي في دعم دورة الأموال الخاصة:

الشكل (1-5): التمويل الذاتي و الأموال الخاصة



المصدر: يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص 244.

يظهر الشكل اعلاه أنه يتوجب على المؤسسة توجيه الفوائض المالية المحققة على شكل تمويل ذاتي نحو تسديد الديون المستحقة و ذلك للرفع من قدرة المؤسسة على السداد، و تدعيم الأموال الخاصة في شكل إحتياجات أو نتائج رهن التخصيص، مما يؤدي إلى توسيع حجم الإستثمار، الأمر الذي يساهم في إمكانية الرفع على مستوى التمويل الذاتي و تحقيق مختلف الأهداف المالية.

المطلب الثالث: أنواع التمويل الذاتي و أشكاله

يعد التمويل الذاتي من أكثر أنواع التمويل إنتشارا، و في الغالب يتم تطبيقه في المراحل الاولى من المشروعات الجديدة و في بدايات عمل المؤسسة. حيث نجد أنه هناك نوعين من التمويل الذاتي و عدة أشكال و طرق له.

الفرع الأول: أنواع التمويل الذاتي

إذا ظهرت مصادر التمويل الذاتي في ميزانية المؤسسة (على سبيل المثال الإحتياجات، أو تعديل قيم ممتلكات المؤسسة) ، يطلق عليها التمويل الذاتي الحر و إذا لم تلحظ في الميزانية، فيطلق عليها التمويل الذاتي الخفي (على سبيل المثال الإحتياجات المجمدة) و قد تكون خاضعة للضريبة أو معفاة منها.

و على هذا الأساس يمكن تمييز نوعين من التمويل الذاتي⁽¹⁾:

1. التمويل الذاتي الحقيقي.

¹ نقلا عن الموقع الإلكتروني: <http://yemn2.voo7.com> ، تم الإطلاع عليه يوم: 2020/06/17، على الساعة: 16:00 سا.

2. التمويل الذاتي غير الحقيقي.

أولاً: التمويل الذاتي الحقيقي

و هو من وجهة نظر صاحب المؤسسة_ زيادة رأس مال المؤسسة، بإقتطاع حصة من الربح المتحقق، بعد خصم الضريبة المترتبة عليه، و قبل أت تتم عملية توزيع الربح الصافي. إذ يتخلى صاحب المؤسسة أو المساهم عن هذه الحصة لزيادة رأس مال المؤسسة. و يظهر هذا الجزء في حسابات الإحتياطات في شركات الأموال، في حين يدمج مع رأس المال الأساسي في المؤسسة الفردية.

ثانياً: التمويل الذاتي غير الحقيقي

و يختلف عن التمويل الحقيقي الذي ينجم عن تراكم جزء من الربح الصافي، و الذي يصبح جزءاً من رأس المال الأساسي. في حين يوفر التمويل الذاتي غير الحقيقي إمكانيات مالية جديدة لمدة زمنية معينة، و جب عندها إعادة تسديدها مقابل إلتزامات مالية يتوجب على المؤسسة الوفاء بها عندما يحين إستحقاقها. و يتكون التمويل الذاتي غير الحقيقي من مصادر متنوعة، منها ما يتأتى من مزايا و إعفاءات ضريبية، مثل احتياطي إرتفاع الأسعار و إحتياطي تشجيع التصدير و غيرها التي تنص عليها القوانين الضريبية، و مصادر أخرى مثل المبالغ المقتطعة للضمان الإجتماعي أو الرعاية الإجتماعية أو الإحتياطات المجمدة لأغراض معينة، أو الإيرادات الناجمة عن إحتياطي الإهلاكات و التي تعد عادة من أهم مصادر التمويل الذاتي في المؤسسة. و هذه الإيرادات بمختلف أنواعها و التي تحتل أهمية خاصة في عملية التمويل الذاتي، يجب تسديدها بعد مدة زمنية محددة و من ثم فهي إيرادات مؤقتة.

و لهذا السبب، و من وجهة نظر المدة الزمنية المحدودة لتوظيف الإحتياطات في التمويل الذاتي، يطلق على هذه الإيرادات بوصفها مصادر لتمويل نشاط المؤسسة "التمويل الذاتي غير الحقيقي".

الفرع الثاني: أشكال التمويل الذاتي

التمويل الذاتي هو أن المؤسسة لا تلجأ إلى البحث عن ممول خارجي للمؤسسة، إذ نجد عدة طرق و أشكال للتمويل الذاتي نذكر منها⁽¹⁾:

- **تدوير الأرباح:** و يقصد بها إعادة إستثمار أرباح المؤسسة في مشاريع المؤسسة ذاتها، بدلا من توزيعها أو الإستثمار في مشاريع خارجها و ذلك لتحسين الإنتاج أو التوسع في النشاط مثلا.
- **تقليص النفقات:** و يمكن إعتباره تمويل بشكل غير مباشر، فأنت حين تخفض من نفقاتك و مصروفاتك، تكون قد وفرت جزء من الأموال تصلح لأن تكون تمويلا تستفاد منه.
- **التمويل عن طريق الموردين:** و معناه الحصول على الموارد أو الخامات أو مواد التشغيل من المورد، و تأجيل دفع ثمن هذه الموارد إلى حين البدء في بيع المنتج مثلا، فهذا يكون مثل قرض قصير الأجل بدون

¹ نقلا عن الموقع الإلكتروني: www.tamweely.org ، تم الإطلاع عليه يوم: 2020/08/17، على الساعة: 22:30 سا.

فوائد، و يوفر لك مبالغ السداد الفوري لأموال الموارد و الخامات و التي يمكن الإستفادة منها في تمويل نفقات أخرى.

- **التمويل عن طريق العملاء:** و المقصود به أن تحصل على ثمن بيع منتجاتك أو خدماتك مقدما و قبل البدء في إنتاجها أو في تقديم الخدمة، ثم تستخدم هذه الأموال في تمويل مشروعاتك و شركتك بشكل عام، مع الإلتزام بتوفير المنتج أو تقديم الخدمة للعميل في موعدها المتفق عليه.

المطلب الرابع: العوامل المحددة للتمويل الذاتي

تستند المؤسسة عند لجوئها أو تفضيلها لهذا المصدر على عدة عوامل نوجزها فيما يلي⁽¹⁾:

1- تجنب تكاليف الوكالة:

يرى "JENSEN" أن تكاليف الوكالة تنشأ نتيجة لانفتاح المؤسسة على مصادر أخرى للتمويل إلى جانب التمويل الذاتي، و عند تركيز رأس المال لدى المسير يتخلص هذا الأخير من إمكانية نشأة الصراع بينه و بين الملاك الآخرين، و بما أن نظرية الوكالة ظهرت كنتيجة لعدم إقتصار مصادر التمويل على التمويل الذاتي فقط فإن هدف سد العجز بواسطة إستخدام الموارد الذاتية للمؤسسة يجنب و يقصي تكاليف الوكالة (أي تكاليف رقابة الأطراف الأخرى على نشاط المؤسسة).

2- تحقيق الإستقلالية:

يعد اللجوء إلى الموارد الذاتية بمثابة المصدر الأساسي المساعد على تحقيق الإستقلالية للمسير في توجيه قرارات المؤسسة، و هذه الأخيرة بدورها تتطوي على عوامل موضوعية و أخرى ذاتية. تتمثل العوامل الموضوعية في سهولة تطبيق إجراءات التمويل الذاتي سواء كان ذلك طريق الإقتطاع من نتيجة الدورة أو اللجوء إلى الحسابات الشخصية للمساهمين، كما يرى المسير أن اللجوء إلى التمويل الذاتي يعد دون تكلفة (لأن هذا الأخير في الواقع يفرز تكلفة الفرصة الضائعة)، و على هذا الأساس فالتمويل الذاتي يجنب التقليل من إمكانيات تركيز رأس المال لدى المسير أو الأطراف المالكة (أفراد العائلة أو المساهمين القدامى أصحاب فكرة الإنشاء).

أما العوامل الذاتية التي يقف وراء اللجوء إلى التمويل الذاتي في سد العجز التمويلي فتتمثل في تحقيق الحرية في مجال إتخاذ القرار، لأن القرار المتعلق بعدم الإفتتاح على مصادر أخرى يتخذه المسير فرديا (أي دون اللجوء إلى أطراف أخرى)، فيؤدي ذلك إلى تباطؤ معدل النمو، الإجراء الذي يتعارض و أهداف المساهمين الآخرين، و هذه السياسة قد تؤدي إلى تصفية المؤسسة أو بيعها بسبب تأثير النتائج المحققة على نسبة التوزيعات على المساهمين، و كذلك بسبب الإقتطاع من نتيجة الدورة لتلبية إحتياجات التمويل، مما يساعد على زيادة مبلغ الضريبة و عدم الإستفادة من الوفورات الضريبة التي يحققها الرفع المالي.

¹ العايب ياسين، مرجع سبق ذكره، ص225-256.

المبحث الثاني: علاقة قرار توزيع الأرباح بحجم التمويل الذاتي

من أبرز القرارات التي تتخذ من قبل المسير المالي هو قرار توزيع الأرباح، حيث بناء عليه تتحدد قيمة الأرباح المحتجزة، و التي تعتبر من بين أهم مصادر التمويل الذاتي بالمؤسسة، و الذي يلعب دورا هاما في تسيير الأنشطة الإقتصادية لها، حيث سنحاول من خلال هذا المبحث دراسة العلاقة بين قرار توزيع الأرباح و التمويل الذاتي من خلال العناصر المؤثرة عليه، محاولين الوصول إلى تأثير هذا القرار على التمويل الذاتي بالمؤسسة من خلال أربعة مطالب كالتالي:

❖ **المطلب الأول: تكوين التمويل الذاتي.**

❖ **المطلب الثاني: العناصر المؤثرة على التمويل الذاتي.**

❖ **المطلب الثالث: آثار استخدام التمويل الذاتي على المؤسسة.**

❖ **المطلب الرابع: تأثير قرار توزيع الأرباح على التمويل الذاتي.**

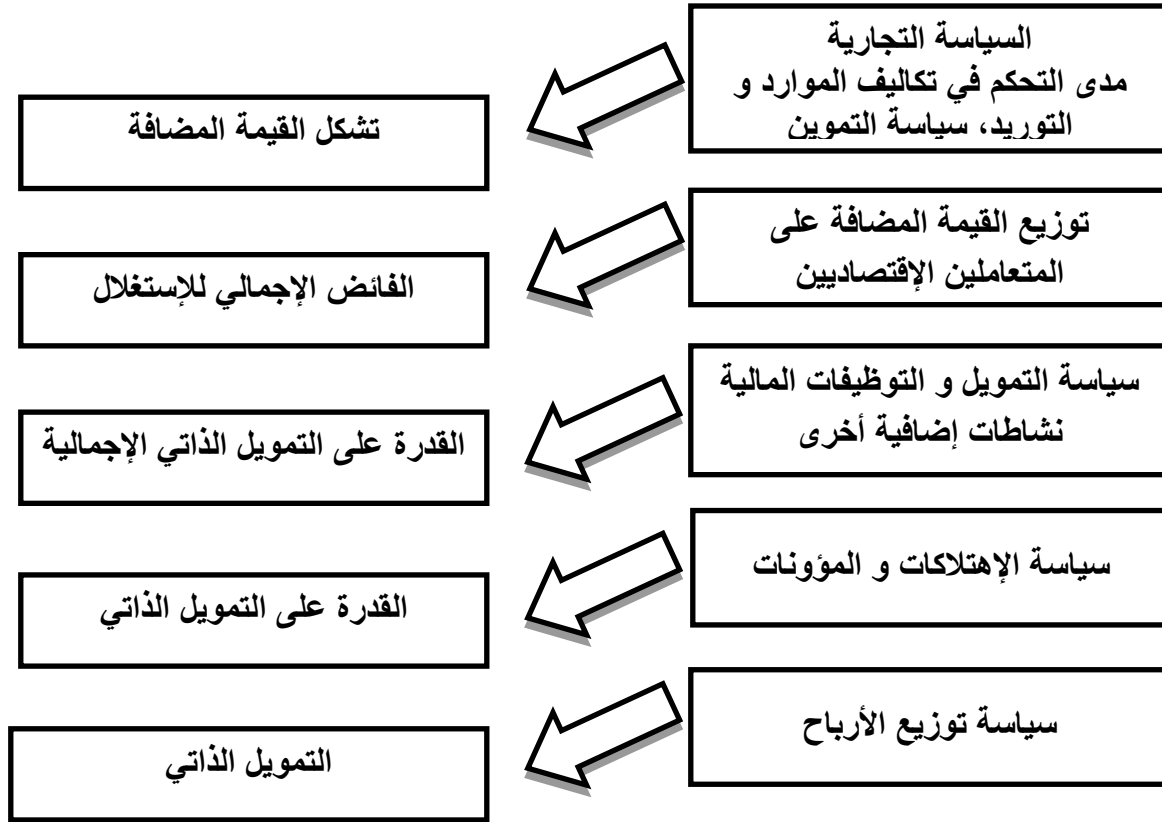
المطلب الأول: مكونات التمويل الذاتي

يتكون التمويل الذاتي من عدة عناصر و ذلك بعد المرور على المراحل التي سنتطرق لها بالتفصيل من خلال هذا المطلب.

الفرع الأول: مراحل تكوين التمويل الذاتي

يتشكل التمويل الذاتي بواسطة عدة عناصر أساسية تتضح من خلال المراحل التي نعرضها من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (1-6): مراحل تشكل التمويل الذاتي



المصدر: يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص 241.

يتضح من خلال الشكل السابق، كيفية تكوين التمويل الذاتي و ذلك تبعا للمراحل التالية:

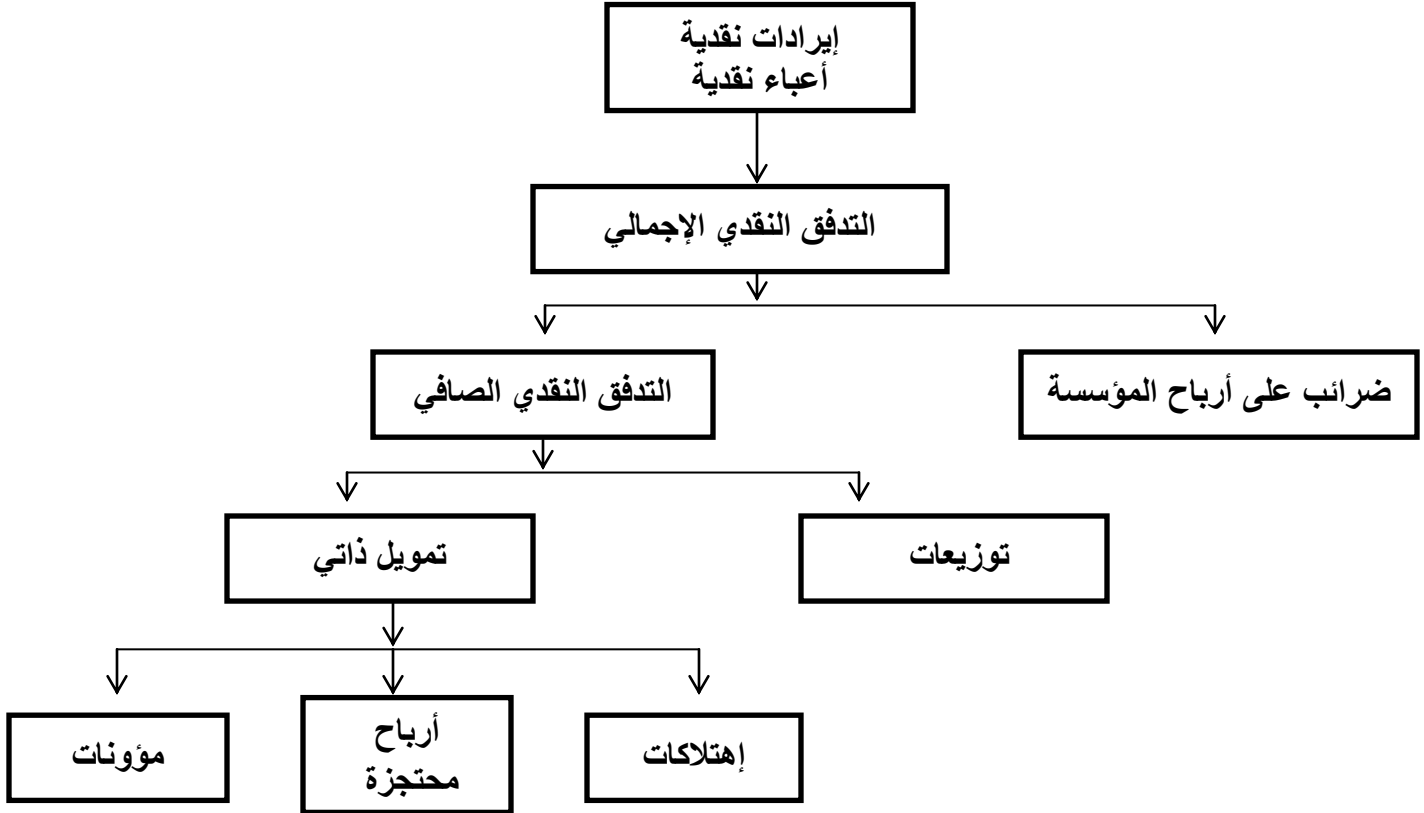
- ينطلق من الإيرادات التجارية المحققة، حيث يغطي رقم الأعمال الإستهلاكات الوسيطة ليكون مؤشر القيمة المضافة؛
- مؤشر القيمة المضافة يساعد في تحديد سياسة التمويل، و علاقة المؤسسة بمقدمي الخدمات الخارجية، و المقابلة بالباطن، و قدرتها على التحكم في إستهلاكاتها المباشرة؛
- رصيد القيمة المضافة المحقق في المرحلة السابقة، يذهب لتغطية مصاريف المستخدمين و مصاريف الضرائب و الرسوم، ليشكل الفائض الإجمالي للإستغلال؛
- يعبر الفائض الإجمالي للإستغلال عن أداء دورة الإستغلال و قدرتها على توليد فوائض مالية تساهم في تغطية المصاريف المالية و المصاريف الإستثنائية و الضرائب على الأرباح؛
- القدرة على التمويل الذاتي هو النتيجة الإجمالية المحققة حسب المراحل السابقة و هو بمثابة المحصلة النهائية للتدفقات المالية الحقيقية قبل توزيع الأرباح، و هنا تبرز أهمية تحقيق قدرة على التمويل الذاتي معتبرة، تمكن المؤسسة من تسديد مستحققاتها إتجاه المساهمين، و الرصيد المتبقي يمثل الفرائض المالية المعاد إستثمارها و هو مانصطلح عليه بالتمويل الذاتي.

الفصل الثاني: سياسة توزيع الأرباح و التمويل الذاتي

الفرع الثاني: مكونات التمويل الذاتي

يمكن تلخيص كيفية تكوين التمويل الذاتي بالشكل التالي:

الشكل (1-7): كيفية تكوين التمويل الذاتي



المصدر: زاوي فضيلة، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر-دراسة حالة مؤسسة سونلغاز-، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في علوم التسيير فرع: مالية المؤسسة، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، 2009/2008، ص: 22.

من خلال الشكل أعلاه تبين لنا مكونات التمويل الذاتي تتمثل في:

أولاً: الإهلاكات

الإهلاك هو الإثبات المحاسبي للتدني في قيمة الإستثمارات بفعل الإستعمال أو التقادم سواء تعلق الأمر بالتجهيزات الإنتاجية أو الإجتماعية، و هذا التدني الذي يحدث في قيمة الإستثمارات يعود لنقص طاقتها حيث أنها بعد فترة تصبح غير صالحة و تضطر المؤسسة لتغييرها. فيفضل أفساط الإهلاك المتراكمة تتمكن المؤسسة في نهاية حياة الأصل المهلك من إستبداله دون الوقوع في مشكلة البحث عن مصادر التمويل للقيام بذلك، فالإهلاك

الفصل الثاني: سياسة توزيع الأرباح و التمويل الذاتي

إن يمكن المؤسسة من المحافظة على طاقتها الإنتاجية عبر الزمن و ذلك عن طريق توفير التمويل لعملية التجديد⁽¹⁾، و لهذا تعتبر الإهلاكات أهم عنصر من عناصر التمويل الذاتي.

و يلعب الإهلاك دورا ماليا يتمثل في عملية إعادة تكوين الأموال المستثمرة في الأصول الثابتة بهدف إعادة تجديدها في نهاية حياتها الإنتاجية بحيث يتم حجز المبالغ السنوية، لذلك تبقى تحت تصرف المؤسسة كتمويل ذاتي إلى يوم صرفها حيث أن مخصص الإهلاك لا يخضع للضريبة، و لهذا كلما ازدادت المخصصات إنخفضت قيمة الضريبة و أدى ذلك إلى تدعيم قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي. تجدر الإشارة إلى أن تسجيل الإهلاكات يكون سنويا و بصورة إجبارية حتى و إن لم تحقق المؤسسة نتيجة إيجابية خلال الدورة المالية و بذلك تضاف إلى مجموع الأعباء التي تتحملها المؤسسة.

ثانيا: الأرباح المحتجزة

يعتبر التمويل من الأرباح غير الموزعة مصدرا ذاتيا ذا أهمية كبيرة، إذا ما اتبعت سياسة حكيمة في التوزيع توازن بين عائدات مناسبة لأصحاب الأسهم، و في نفس الوقت، توافر موارد ذاتية للمؤسسة تساعد على النمو و التطور. هذا و تعتبر الأرباح المحتفظ بها إستثمارا إجباريا من المساهمين يساعد في تحقيق المؤسسة لأهدافها و تحسين موقفها المالي⁽²⁾.

و الأرباح المحتجزة هي عبارة عن الأرباح السنوية الغير موزعة على المساهمين و التي تهدف إلى توسيع و تنمية المؤسسة⁽³⁾، حيث أن إحتفاظ المؤسسة بهذه الأرباح إنما هو إلزام بتحقيق عائد في السنوات القادمة هذا العائد يجب أن لا يقل عن العائد المتحقق حاليا، حيث لا يقبل حملة الأسهم بسياسة عدم توزيع الأرباح إلا بعد أن يتوقعو بأن العائد من إستثمار الأرباح المحتجزة لا يقل عن الفرصة البديلة خارج المؤسسة، تلجأ المؤسسة إلى هذا النوع من التمويل عندما ترغب في توسيع الإستثمار كحيازة آلات جديدة أو إقامة وحدات جديدة تابعة للمؤسسة و بالتالي يرتفع إنفاق المؤسسة⁽⁴⁾.

و يعزز أهمية هذا العنصر كمصدر للتمويل القيود القانونية المفروضة على المؤسسات ، إذ أنها تحد من قيامها بالتوسع في توزيع الأرباح و تجربها على تكوين الإحتياجات المختلفة⁽⁵⁾. و تتمثل عناصر الأرباح المحتجزة بالآتي⁽⁶⁾:

أ. الإحتياطي القانوني: و هو الحد الأدنى من الإحتياطي الذي لابد للشركة من تكوينه و حدده القانون بـ 5% من صافي الأرباح على ان لا يتعدى 10% من رأس مال الشركة و يستخدم في تغطية خسائر المؤسسة و في زيادة رأس المال.

¹ شعبان محمد، مرجع سبق ذكره، ص 5-6.

² مفاح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان-الأردن، 2008، ص 461.

³ زواوي فضيلة، مرجع سبق ذكره، ص 22.

⁴ محمد بشوشة، مرجع سبق ذكره، ص 111.

⁵ مفاح محمد عقل، مرجع سابق، ص 461.

⁶ فتيحة مزهر عبد الرضا القرشي، مرجع سبق ذكره، ص 7.

ب. الإحتياطي النظامي: يتم تكوين هذا الإحتياطي طبقا للنظام الأساسي للمؤسسة حيث يشترط هذا الأخير وجوب تخصيص نسبة معينة من الأرباح السنوية لأغراض معينة و هو غير إجباري.

ج. الإحتياطات الأخرى: ينص قانون الشركات على أنه يجوز للمنشأة بعد تحديد نصيب السهم من الأرباح الصافية أن تقوم بتكوين إحتياطات أخرى.

د. الأرباح المرحلة: و يقصد بها المبالغ المتبقية من الأرباح بعد توزيع الأرباح السنوية، و الذي يقترح مجلس الإدارة ترحيله إلى السنة التالية و يستخدم هذا الفائض كإحتياطي لمواجهة أي إنخفاض في الأرباح المتحققة في السنوات المقبلة التي قد تؤدي إلى عدم قدرة المؤسسة على سداد إلتزاماتها أو القيام بالمشاريع الإستثمارية الجديدة أو التوسع للمشاريع القائمة.

و تتميز الأرباح المحتجزة كمصدر داخلي للتمويل الذاتي بـ:

- ✓ مصدر متاح لكل المؤسسات الرابحة.
- ✓ توافرها بسهولة دون جهد الدخول في مفاوضات أو وضع شروط.
- ✓ لا تؤثر في عدد الأصوات.
- ✓ الأرباح المحتجزة مصدر منخفض التكلفة.

ثالثا: المؤونات

بالإضافة إلى الإهتلاكات تعد المؤونات كذلك من العناصر المهمة المكونة للتمويل الذاتي بالمؤسسة، و إستنادا إلى مبدأ الحيطة و الحذر، فإن المؤسسات ملزمة بتكوين مؤونات و تسجيلها بالدفاتر المحاسبية، بغض النظر إذا كانت نتيجة الدورة إيجابية أم سلبية، و هذا من أجل المحافظة على صدق الوضعية المالية للمؤسسة، ممثل في ميزانيتها⁽¹⁾.

و تعرف المؤونة على أنها: تقدير محاسبي لخسارة أو عبء محتمل و محدد الهدف و الطبيعية، فهي تركز على فكرة الإحتمالات فيما يخص قيمتها و وقت حدوثها. و المؤونات تعتبر تجسيدا لمبدأ من المبادئ الأساسية للمحاسبة، ألا و هو مبدأ الحيطة و الحذر، و من ثم فهي ليست توزيعا للريح و إنما هي تحميل عليه، و تحسب المؤونات من الريح الخاضع للضريبة، ما يجعلها تساهم في تحقيق وفرات ضريبية للمؤسسة⁽²⁾.

يمكن تصنيف المؤونات وفقا لما صنفته المخطط المحاسبي الوطني و ذلك كالاتي⁽³⁾:

أ. مؤونات تدني قيمة الأصول

- مؤونة تدني قيمة المخزونات (ح/39)؛
- مؤونة تدني في قيمة الحقوق (ح/49).

¹ محمد بشوشة، مرجع سبق ذكره، ص 108.

² شعبان محمد، مرجع سبق ذكره، ص 10.

³ شعبان محمد، المرجع نفسه، ص 10.

الفصل الثاني: سياسة توزيع الأرباح و التمويل الذاتي

ب. مؤونات الخسائر و التكاليف

- مؤونات الأخطار و الخسائر المحتملة (ح/190)؛

- مؤونات الأعباء الموزعة على عدة سنوات (ح/195).

و يستدعي تكوين المؤونات ضرورة توفر الشروط التالية:

1. يجب أن تقدر الخسائر بشكل دقيق، للإبتعاد عن المبالغة و المغالاة؛

2. يجب أن يكون التدهور محقق من حيث طبيعته؛

3. أن تكون أسباب إنخفاض قيمة الأصل المعني قد نشأت خلال نفس سنة تكوين المؤونة.

تسجل المؤونات محاسبيا في هيكل التكاليف و هي تكاليف وهمية لا يقابله خروج نقدي، فهي خسارة تحمل إلى النتيجة و هو ما يؤدي إلى زيادة التكاليف و تخفيض النتيجة، و بالتالي تخفيض مقدار الضرائب الذي سوف يدفع إلى إدارة الضرائب و إستفادة المؤسسة من الفرق غير المدفوع في التمويل الذاتي.

و يمكن تمثيل مساهمة المؤونة في التمويل الذاتي بواسطة الجدول التالي:

جدول رقم(2-1): جدول يمثل حالات المؤونة و التمويل الذاتي

حالات المؤونة	المؤونة=التكلفة	المؤونة أكبر من التكلفة	المؤونة أقل من التكلفة	المؤونة غير مبررة
التمويل الذاتي	تدعيم التمويل الذاتي بمقدار المؤونة المشكلة	-تخفيض التمويل الذاتي بمقدار المؤونة الزائدة. تدعيم التمويل الذاتي بمقدار المؤونة المتبقية.	تدعيم التمويل الذاتي بمقدار المؤونة بعد الرفع من مبلغها.	إلغاء مبلغ المؤونة وعدم إستفادة المؤسسة من تدعيم التمويل الذاتي.

المصدر: بوشوشة محمد، مرجع سبق ذكره، ص 110

الفصل الثاني: سياسة توزيع الأرباح و التمويل الذاتي

المطلب الثاني: العناصر المؤثرة على التمويل الذاتي

تدخل العديد من العناصر التي بإمكانها التأثير على التمويل الذاتي للمؤسسة و التي يجب أخذها بعين الإعتبار، و من بين اهم هذه العناصر يمكن أن نجد:

الفرع الأول: معدلات الإقتطاع الضريبي

يؤثر معدل الإقتطاع الضريبي على التمويل الذاتي من خلال مدى إرتفاع هذا المعدل او إنخفاضه، حيث تقوم السلطات المالية بتحديد معدلات الإقتطاع حسب السياسة المالية للدولة التي تأخذ بعين الإعتبار العديد من العوامل كإرتفاع النفقات و مدى قدرة الدولة على تحقيق الإيرادات، الوضعية الإقتصادية، المؤشرات الإقتصادية الكلية.

إنطلاقاً من العلاقة: النتيجة الصافية = النتيجة الإجمالية - الضريبة

و باعتبار أن النتيجة الصافية هي قاعدة الإنطلاق للتمويل الذاتي، فإنه يمكن الإستنتاج أنه تنشأ علاقة عكسية بين مبلغ الضريبة و التمويل الذاتي:

- كلما زاد مبلغ الضريبة كلما انخفضت النتيجة الصافية و هو ما يؤدي إلى إنخفاض التمويل الذاتي للمؤسسة.

- كلما انخفض مبلغ الضريبة كلما زادت النتيجة الصافية و هو ما يؤدي إلى إرتفاع التمويل الذاتي للمؤسسة⁽¹⁾.

كما تلعب الضريبة دوراً كبيراً في تحديد معدل توزيع الأرباح عن طريق التخفيضات الجبائية الممنوحة للمساهمين من أجل إعادة إستثمار أرباح الأسهم⁽²⁾.

الفرع الثاني: قدرة المؤسسة على تحقيق النتيجة⁽³⁾

كلما كانت قدرة المؤسسة على تحقيق نتائج إيجابية و إنشاء القيمة كلما زادت قدرتها على تحقيق مستويات مهمة من التمويل الذاتي لتدعيم نموها و العكس، ففي حالة عدم قدرة المؤسسة على تحقيق النتائج الإيجابية المهمة و خصوصاً في حالة توزيعات مهمة للمساهمين فإن ذلك سوف يؤثر سلبياً على قدرة المؤسسة لتحقيق مستويات جيدة من التمويل الذاتي و بالتالي لجوئها إلى الإقتراض.

إن قدرة المؤسسة على تحقيق نتيجة إيجابية تتوقف أساساً على عاملين أساسيين: الإيرادات، التكاليف حيث أن النتيجة = الإيرادات - التكاليف، و بالتالي فإن التمويل الذاتي سوف يتأثر بهاذين العاملين من خلال الحالات التالية:

- إرتفاع الإيرادات مع إنخفاض في التكاليف نتيجة مرتفعة و تمويل ذاتي مرتفع.
- إرتفاع التكاليف مع إنخفاض الإيرادات سيؤدي إلى تخفيض النتيجة و تخفيض التمويل الذاتي.

¹ محمد بوشوشة، مرجع سبق ذكره، ص: 115-116.

² إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص: 248.

³ محمد بوشوشة، نفس المرجع، ص: 117-118.

الفصل الثاني: سياسة توزيع الأرباح و التمويل الذاتي

و يبقى كل هذا مرتبطا بسياسة توزيع الأرباح و معدلات الإقتطاع الضريبي المطبقة. ففي حالة ضعف التمويل الذاتي للمؤسسة يمكن معرفة أسباب هذا الضعف من خلال تحليل معمق للإيرادات و التكاليف، و تحديد أسباب ضعف الإيرادات أو إرتفاع التكاليف و محاولة إيجاد الحلول الممكنة لنقاط الضعف المسجلة.

المطلب الثالث: آثار إستخدام التمويل الذاتي على المؤسسة

تتنوع و تتعدد مزايا إستخدام التمويل الذاتي كمصدر داخلي لتمويل المؤسسة، إلا أن هذا الإستخدام لا يخلو كذلك من العيوب.

الفرع الأول: مزايا التمويل الذاتي

من بين المزايا الأساسية للتمويل الذاتي نذكر:

- ❖ يمنح الإستقلالية المالية للمؤسسة و يزيد من قدرتها على الإستدانة؛
- ❖ يتيح هامش من الحرية للمؤسسة عند إختيار الإستثمار دون قيود و شروط الإئتمان⁽¹⁾؛
- ❖ يعتبر التمويل الذاتي المصدر الأول المتاح بالنسبة للمؤسسات التي يتعذر عليها الحصول على حاجاتها من الأموال من مصادر أخرى؛
- ❖ يسمح التمويل الذاتي بعدم تحمل أعباء تعاقدية كدفع الفوائد أو تسديد الديون الناجمة عن عملية اللجوء إلى الإستدانة؛
- ❖ تمثل مبالغ الإهتلاكات الجانب الأكبر في التمويل الذاتي، و هي تمثل أعباء قابلة للخصم من الوعاء الضريبي للمؤسسة بقيمة الإهتلاك المسموح بخصمه جبائيا، مما يسمح بتحقيق وفورات ضريبية (الوفر الضريبي = الإهتلاك × معدل الضريبة)⁽²⁾؛
- ❖ يعتبر إعتداد التمويل الذاتي كمصدر تمويلي مؤثر للنمو الطبيعي للمؤسسة، و هذا مايعطي صورة عن نشاط هذه الأخيرة؛
- ❖ الكلفة المنخفضة نسبيا، و التي تعادل تكلفة الفرصة البديلة لإستثمار تلك العوائد في فرص إستثمارية أخرى⁽³⁾.

الفرع الثاني: عيوب التمويل الذاتي

رغم المزايا العديدة التي يقدمها التمويل الذاتي للمؤسسة، إلا انه لا يخلو من العيوب و التي نذكر منها مايلي⁽⁴⁾:

¹ عبد اللطيف مصطفى، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي و اقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسين العصرية، الطبعة الأولى، بيروت-لبنان، 2015، ص 228.

² يوسف مامش، ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 47.

³ عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 10.

⁴ نقلا عن الموقع الإلكتروني: www.mohamah.net ، تم الإطلاع عليه يوم: 2020/08/17، على الساعة: 23:40 سا.

الفصل الثاني: سياسة توزيع الأرباح و التمويل الذاتي

- ❖ قد يؤدي الاعتماد على التمويل الذاتي كمصدر تمويل وحيد إلى عرقلة و تعطيل نمو المؤسسة و ذلك لعدم كفايته لتمويل كل مشاريعها الإستثمارية؛
- ❖ يمكن أن يؤدي التمويل الذاتي إلى عدم إهتمام الساهمين بالمؤسسة بسبب انخفاض الأرباح الموزعة؛
- ❖ لعل عدم خضوع التمويل الذاتي للرقابة، قد يؤدي إلى تبديد الأرباح المتراكمة، و ذلك بإستثمارها في مشاريع غير ذات أهمية ، أو تجميدها و عدم الإستفادة منها؛
- ❖ إن التمويل الذاتي يحجز الإدخار المجمع في نفس القطاع، و من ثم فإن عدم الإستغلال الأمثل لهذه الأموال، قد يؤدي إلى إضعاف العائد بسبب تقصير الإدارة في دراسة مجالات إستخدام هذه الأموال، و ذلك بخلاف الأموال الأجنبية، و قد يكون من الأمثل توزيعها على المساهمين لإستثمارها في مشاريع أكثر مردودية.

المطلب الرابع: أثر سياسة توزيع الأرباح على التمويل الذاتي

إن علاقة المؤسسة بحاملي رؤوس الأموال، تتحدد بمدى ضمان إيراد منتظم و دائم للمساهمين، و تتجه سياسة مكافئة رأس المال نحو دعم الهيكل المالي، و ذلك بزيادة الأموال الخاصة بواسطة الأرباح غير الموزعة. إذن هناك خيارين:

- الإحتفاظ بجزء من أرباح المساهمين من أجل دعم التمويل الذاتي في شكل إحتياطات؛
 - توزيع الأرباح على المساهمين.
- فالإحتفاظ بالأرباح لزيادة التمويل الذاتي، يتخذ عدة صور:
- الإحتفاظ بالأرباح حسب مستوى الإحتياجات المالية، و بالتالي فمكافئة رأس المال هي رصيد متبقي بعد تغطية الأرباح لمستوى الإحتياجات المالية المستقبلية؛
 - مكافئة رأس المال تمثل قيد مالي، و بالتالي يتحدد حجم التمويل الذاتي حسب النتيجة الصافية المحققة؛
 - في حالة النمو المنتظم لمكافئة رأس المال، يحدد الأخير بهامش أمان في حالة نتائج أقل من التقديرات.
- و من خلال صور مكافئة رأس المال، تتحدد سياسة توزيع الأرباح بتحديد المتغيرين التاليين:
- إعداد تقديرات للنتائج و إحتياجات التمويل الذاتي المستقبلي؛
 - تحديد الأولويات و التوفيق بين توزيع الأرباح للمساهمين و التمويل الذاتي، مع ضمان الحد الأدنى لمداخل المساهمين، و هذا يتطلب تحديد معدل توزيع الأرباح يتغير حسب إحتياجات النمو⁽¹⁾.
- فالمؤسسة تستخدم الأرباح المحتجزة في تمويل عمليات النمو و التوسع في أنشطتها مما ينعكس على قيمتها، و لكن في المقابل تكون أنظار المساهمين موجهة نحو توزيعات الأرباح، ففي هذه الحالة تكون لسياسة توزيع الأرباح أهمية بالغة، و هذا راجع للدور الذي تلعبه في التوفيق بين قيمة المؤسسة من خلال تعظيم قيمة أسهمها، و

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص247-248.

الفصل الثاني: سياسة توزيع الأرباح و التمويل الذاتي

رغبات الملاك الذين قد يفضلون التوزيعات الحالية على الأرباح المستقبلية و التي تكون نتيجة النمو الذي يحدث في الأسهم عند إستخدام التمويل الذاتي في تمويل عمليات النمو و التوسع المستقبلي للمؤسسة⁽¹⁾.

و حتى تتمكن المؤسسة من توزيع الأرباح لابد أن تكون قد حققت نتائج إيجابية، أي أن يكون رصيد حساب النتيجة موجبا. و هذا طبعاً بعد طرح كل الإلتزامات القانونية و التأسيسية، و كذا خسائر السنوات السابقة. يعتبر هذا الرصيد جزء من التمويل الذاتي للمؤسسة، لا يمكن للمؤسسة الإحتفاظ به كلية لتمويل إحتياجاتها، حيث تلجأ المؤسسة لتوزيع جزء من هذه الأرباح، و ذلك نظراً للأسباب التالية⁽²⁾:

✓ يسمح هذا التوزيع بتحفيز المساهمين على الإحتفاظ بأسهمهم و عدم بيعها، و كذا تحفيزهم على الإكتتاب عندما تقرر المؤسسة زيادة رأس المال.

✓ عند توزيع الأرباح، فإن هذا الإجراء يعكس صحة الحالة المالية للمؤسسة، و بخاصة إذا ما قامت بالتوفيق بين عملية توزيع الأرباح و زيادة الإستثمار في نفس الوقت.

✓ تلجأ المؤسسة لعملية توزيع الأرباح، حتى تزيد ثقة المستثمرين فيها، و بهذا فهي تعوضهم عن جزء من الأموال المستثمرة فيها.

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

✓ في حالة تحقيق المؤسسة لخسائر معتبرة متراكمة خلال السنوات السابقة.

✓ إذا ما كانت المؤسسة خلال السنة الحالية في وضعية جد صعبة من حيث المردودية و الإستغلال.

✓ إذا ما قررت المؤسسة إحتجاز الأرباح بغرض القيام بإستثمارات إستثنائية معتبرة.

✓ إذا حققت المؤسسة نمواً معتبراً، بما يؤدي إلى الرفع من رقم أعمالها و زيادة إحتياجاتها من رأس المال العامل، هذا الإحتياج الذي يجب تمويله بموارد دائمة، في هذه الحالة، فإن أي توزيع للأرباح قد يؤدي إلى إختلال توازن المؤسسة، و من ثم عدم تسديد إلتزاماتها.

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

✓ نفي لإمكانية تعرض المؤسسة إلى إختلال توازنها المالي، كنتيجة لإحدى الحالات السابقة.

✓ إذا عازمت المؤسسة على زيادة رأس المال، حسب إستراتيجياتها، و هذا بغرض تشجيع المساهمين على زيادة الإكتتاب.

¹ عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص10.

² نقلاً عن الموقع الإلكتروني: www.mohamah.net ، تم الإطلاع عليه يوم: 2020/08/18، على الساعة: 00:10:00س.

خلاصة الفصل الثاني

يعتبر التمويل الذاتي من أهم مصادر التمويل في المؤسسة و الذي يلعب دورا هاما في نمو المؤسسة و توسعها، حيث يضمن زيادة الأصول الإقتصادية دون اللجوء إلى مصادر خارجية و يشارك بصفة مباشرة في العملية التوسعية لها من خلال إستحداث إستثمارات جديدة ، حيث يعتبر العامل الذي يسمح بتكوين الثروة في المؤسسة و هذا كونه مرتبط بمحدداته (الإهلاك، الأرباح المحتجزة، و المؤونات).

يجب على المؤسسة الموازنة بين نسبة الأرباح المحتجزة للنمو و الإحتياج التمويلي الذاتي ، و بين توزيعات الأرباح على المساهمين بإعتبارها مصدرا حيويا للدخل، فهي تعتبر شكلا من أشكال الدخل بالنسبة للمستثمرين. سياسة توزيع الأرباح المثلى هي تلك السياسة التي تسعى على التوفيق الأمثل بين التوزيع لقدر كافي من الأرباح بهدف تفادي عدم رضا المساهمين، و في نفس الوقت الإحتفاظ بقدر كافي من الأرباح من أجل تمويل الإستثمارات التي لا تهدف إلى ضمان إستمرار المؤسسة فقط و لكن لدعم نموها في المستقبل.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للمجمع

الصيدلاني بيوفارم

" BIOPHARM "

تمهيد

بعد التطرق إلى الفصلين النظريين السابقين من خلال التعرف على الجانب النظري لسياسة توزيع الأرباح و التمويل الذاتي، سنحاول في هذا الفصل دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على التمويل الذاتي في مؤسسة بيوفارم BIOPHARM المسعرة في بورصة الجزائر كنموذج لمؤسسة جزائرية.

حيث سوف تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين من خلال تقديم نظرة عامة حول مؤسسة بيوفارم BIOPHARM في المبحث الأول، و في المبحث الثاني يتم تحليل العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح المتبعة في هذه المؤسسة و قيامها بالتمول ذاتياً.

المبحث الأول: نظرة عامة حول المجمع الصيدلاني الجزائري BIOPHARM

يعتبر مجمع BIOPHARM من المؤسسات الجزائرية الناشطة في المجال الصيدلاني و المسعرة حاليا ببورصة الجزائر، وهي تنشط في مختلف مجالات صناعة الأدوية: التطوير، الإنتاج، التوزيع بالجملة، التوزيع على الصيدليات و المعلومات الطبية و الخدمات اللوجستية.

سنعمل من خلال هذا المبحث، على إلقاء نظرة حول نشأة و تطور مجمع BIOPHARM في المطلب الأول، في حين يتناول المطلب الثاني التوجه الإستراتيجي لهذا المجمع، و التوزيع القانوني للأرباح في المطلب الثالث.

المطلب الأول: لمحة حول نشأة المجمع و تطوره

تمتلك الجزائر ثاني أكبر سوق للأدوية في إفريقيا، وهو مايشكل مجالاً خصباً لازدهار و تطور شركات الصناعات الصيدلانية، و يعتبر مجمع BIOPHARM أكبر شركة محلية خاصة في هذا السوق. و سوف نقوم من خلال هذا المطلب بعرض لمحة عامة عن هذا المجمع.

الفرع الأول: معلومات عامة حول المجمع

مجمع BIOPHARM عبارة عن مجمع شركات، شركته الأم هي شركة BIOPHARM SPA وهي شركة جزائرية خاصة ذات أسهم خاضعة للقانون الجزائري. يقع مقرها الإجتماعي في المنطقة الصناعية، طريق المحطة، حوش محي الدين، رغبة، الجزائر العاصمة. يتمثل نشاطها في تطوير و إنتاج الأدوية و توزيعها على المستوى الوطني.

شركة BIOPHARM SPA شركة أموال يقدر رأسمالها بـ: 5.104.375.000 دج مقسمة إلى 25.521.875 سهم بقيمة إسمية تبلغ 200 دينار لكل منها، مكتتبه بالكامل و مدفوعة و مخصصة لجميع حقوق الملكية الخاصة بها وهي مملوكة للأشخاص (الطبيعيين/ الاعتباريين) الآتية أسمائهم⁽¹⁾:

◀ **ADP Entreprises WLL** بحصة تقدر بـ: 12.505.713 سهم؛

◀ **كرار مجيد** بحصة تقدر بـ: 10.540.483 سهم؛

◀ **حمودي رشيد** بحصة تقدر بـ: 1.301.615 سهم؛

◀ **كرار عبد الوهاب** بحصة تقدر بـ: 1.171.454 سهم؛

◀ **كرار هاشمي** بحصة تقدر بـ: 2.603 سهم؛

◀ **ALSINA Alberto** بحصة تقدر بـ: ثلاثة أسهم؛

◀ **لحمر سفيان** بحصة تقدر بـ: سهم واحد.

المجموع: 25.521.875 سهم

¹ نقلا عن الموقع الإلكتروني: www.biopharmdz.com ، تم الإطلاع عليه بتاريخ: 2020/08/31 ، على الساعة: 20:00.

هذا و تتمتع جميع الأسهم ذات حقوق التصويت البسيطة، و وفقا لأحكام القانون التجاري بحق الأولوية في الإكتتاب في إصدار الأسهم أو السندات الجديدة. ووفقا للنظام الأساسي للشركة تمتلك **ADP Entreprises WLL** حقوق تصويت مزدوجة لـ 1.276.094 سهما، مما يمنحها إجمالي حقوق التصويت قبل و بعد العرض العام لبيع 51,4285% من حقوق التصويت.

وفقا للنظام الأساسي لشركة **BIOPHARM SPA** يمكن زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة و زيادة القيمة الإسمية للأسهم الحالية.

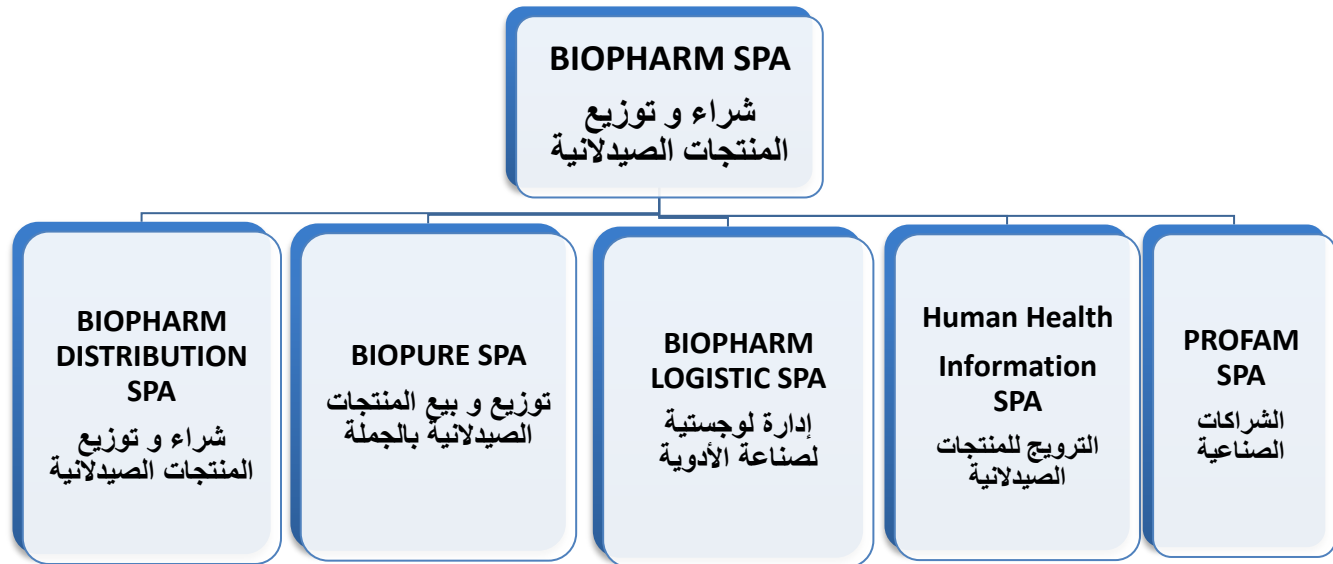
استثمرت **BIOPHARM** في قطاع الأدوية في أوائل التسعينيات بفضل إنفتاح هذا القطاع على الإستثمار الخاص. و اليوم تسيطر على 5 فروع تابعة، بالإضافة إلى النشاط الصناعي التي طورته الشركة الأم

BIOPHARM SPA، كما تطور المجموعة أنشطة الإستيراد و التوزيع و التوزيع بالجملة على الصيدليات و الخدمات اللوجستية لصناعة الأدوية و الترويج (**BIOPHARM LOGISTIC**)، و المعلومات الطبية.

تتحكم مجموعة **BIOPHARM** أيضا في شركة **PROFAM** و هي شركة غير نشطة. كما يتم التحكم في جميع الشركات التابعة لها بنسبة 100%.

و يمكن توضيح الهيكل القانوني لها من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (1-8): الهيكل القانوني للمجمع **BIOPHARM SPA**



المصدر: www.cosob.org، تم الإطلاع عليه يوم: 2020/09/07، على الساعة: 19:00 سا.

طورت الشركة الأم **BIOPHARM SPA** مجموعة إنتاج لعلامتها التجارية الخاصة، تتكون من 41 منتجا تغطي الفئات العلاجية المختلفة و الأشكال الجالينية.

تقوم أيضا الشركة الأم بتصنيع بعض المنتجات بموجب اتفاقيات مع شركائها مثل: sanofi, léo, abbott, cipla, ferrer, astrazeneca. في عام 2014 مكنت هذه الإتفاقيات من إنتاج أكثر من 10 مليون وحدة بيع. تحافظ شركة BIOPHARM Distribution على علاقات مع أكثر من 50 من أشهر المختبرات الدولية، و توزع من خلال شبكة التوزيع بالجملة المكونة من موزعين بالجملة و المستشفيات و العيادات مجموعة من أكثر من 500 منتج . كما تقوم أيضا بتوزيع النطاق الذي تنتجه شركة BIOPHARM SPA.

تقدم شركة BIOPURE الفرعية لعمالها الصيدلانيين أكثر من 4000 منتج تمثل كامل التسمية الجزائرية للأدوية بالإضافة إلى مجموعة واسعة من المنتجات الصيدلانية. و تحصل على إمداداتها من أكثر من 90 مصنعا و مستوردا في الجزائر.

تقدم شركة BIOPHARM LOGISTIC الفرعية خدمات لوجستية من خلال توفير البنى التحتية التي تلبى قواعد ممارسات التوزيع الجيدة للمنتجات الصيدلانية و نقل الأدوية و تسليمها.

تروج الشركة الفرعية HHI بشكل أساسي للمنتجات الصيدلانية من مجموعة BIOPHARM SPA ، بالإضافة إلى منتجات بعض الشركاء الذين توزع منتجاتهم BIOPHARM Distribution.

منذ عام 2011، تم دمج BIOPHARM كمجموعة ضريبية.

الفرع الثاني: نشأة و تطور المجمع

بدأت BIOPHARM أنشطتها في أوائل التسعينات، و قد مر تطور المجموعة على عدة مراحل كما هو موضح في التسلسل الزمني الموجز التالي⁽¹⁾ :

- **الفترة من 1990_1991**: تم الإنتهاء من دراسات الجدوى و الهندسة الخاصة بإنتاج الأدوية الجنيصة و تم تطوير الإصدارات الأولى من خطط أعمال BIOPHARM.
- **الفترة من 1991-1992**: تمت الموافقة على BIOPHARME من قبل مجلس النقد و التسليف لإنتاج و تسويق المنتجات الصيدلانية في الجزائر.
- **الفترة من 1993-1995**: BIOPHARM تحولت إلى شركة ذات أسهم بتاريخ 12 أوت 1993، بموجب عقد محرر من طرف الموثق: محمد بن عبيد بولاية الجزائر، المسجلة بتاريخ 18 أوت 1993.
- **الفترة من 1995-1997**: افتتحت شركة BIOPHARM أول مركز توزيع للمنتجات الصيدلانية في أولاد يعيش، البلدية، و بذلك تشارك في تحسين توافر الأدوية في السوق الجزائري.
- **الفترة من 1997-1999**: افتتحت BIOPHARM مركز توزيع في وهران.

¹الموقع الإلكتروني: www.cosob.org ، تم الإطلاع عليه بتاريخ: 2020/09/08، على الساعة 00:24 سا.

- الفترة من 1999-2002: افتتحت شركة BIOPHARM مركز توزيع في سطيف.
- الفترة من 2002-2003: افتتحت BIOPHARM منصة توزيع جديدة في دار البيضاء بما في ذلك مركز توزيع يهدف إلى استبدال مركز Ouled-Yaich.
- افتتحت شركة BIOPHARM وحدة التدريب و التعبئة و التغليف في دار البيضاء كمرحلة أولى من نشاطها الصناعي.
- الفترة من 2003-2005: أنشأت BIOPHARM شركة متخصصة في الترويج و المعلومات الطبية تسمى HHI (HumanHealth information) و التي تروج لمنتجات BIOPHARM بالإضافة إلى منتجات شركائها.
- الفترة من 2005-2006: افتتحت شركة BIOPHARM وحدتها الإنتاجية الواقعة في المنطقة الصناعية بوادي السمار بالجزائر العاصمة بطاقة 50 مليون وحدة بيع سنويا. تم تصميم هذه الوحدة وفقا للمعايير الدولية لإنتاج المستحضرات الصيدلانية التي تسمح لـ BIOPHARM بتصنيع أشكال جرعات مختلفة (الجافة، السائلة، المعجنات) من مجموعتها الخاصة أو بموجب اتفاقيات مع شركائها.
- الفترة من 2006-2008: أطلقت BIOPHARM شركة توزيع صيدليات تسمى BIOPURE تقع في أولاد يعيش البلدية، بهدف تطوير شبكة توزيع صيدليات تغطي التراب الجزائري.
- الفترة من 2008-2010: تصادق على شبكة التوزيع بالجملة الخاصة بها وفقا لمعيار ISO 9001 لإصدار 2008.
- الفترة من 2010-2011: افتتحت شركة BIOPURE الفرعية مركز توزيع في قسنطينة و ورقلة.
- الفترة من 2011-2012: افتتحت شركة PIOPURE التابعة لها مركز توزيع في وهران.
- الفترة من 2012-2013: افتتحت BIOPHARM مركز توزيع جديد في قسنطينة لأنشطة التوزيع و التوزيع بالجملة (BIOPURE) التي تهدف إلى إستبدال مركز سطيف.
- افتتحت شركة BIOPURE الفرعية مركز توزيع في تيزي وزو.
- الفترة من 2013-2014: دخلت شركة توزيع BIOPHARM الفرعية في نشاط في مجال إستيراد و توزيع المنتجات الصيدلانية بالجملة. تتولى الأنشطة التي نفذتها الشركة الأم BIOPHARM SPA.
- تفتح BIOPHARM رأسمالها بنسبة تصل إلى 49% لمجموعة من المستثمرين الدوليين (ADP Enterprises WLL).
- الفترة من 2014-2015: للتوزيع تجدد للمرة الثانية شهادة ISO 9001 لإصدار 2008.

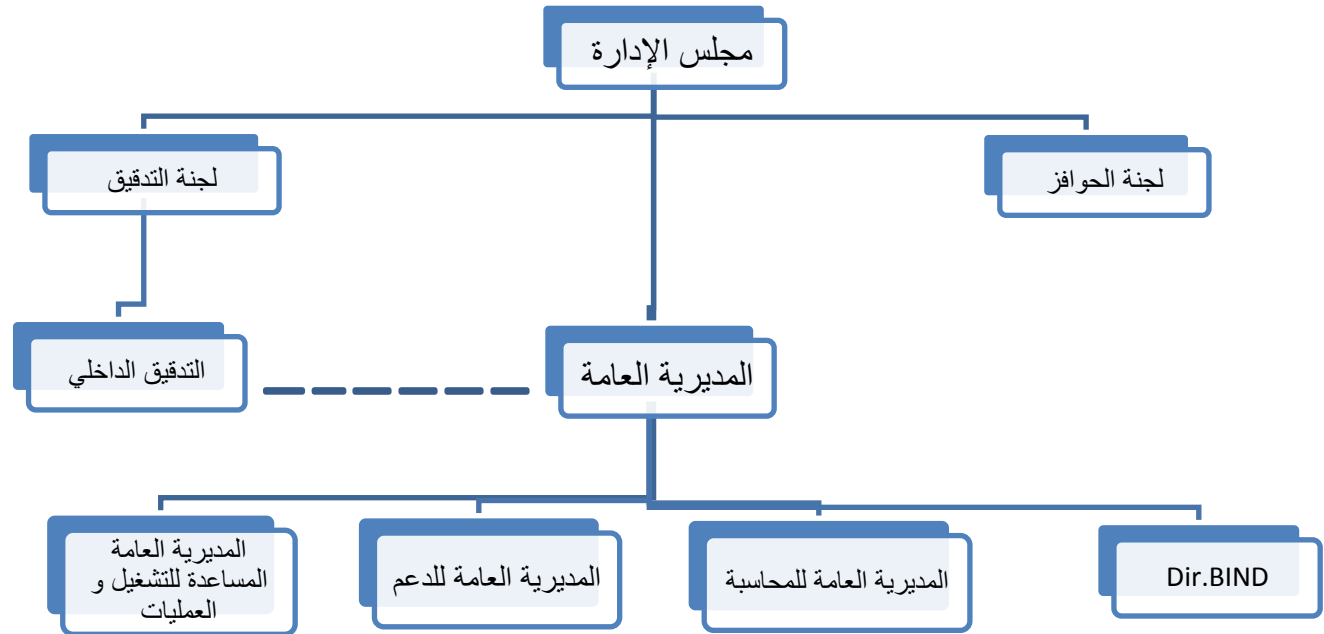
- الفترة 2015: BIOPHARM هي أول شركة صيدلانية جزائرية تحصل على شهادة الإمتثال لممارسات التصنيع الجيدة لأحد خطوط إنتاجها الصادرة عن الوكالة الفرنسية للأمن القومي للأدوية و المنتجات الصحية (ANSM).
- بتاريخ 2015/12/27، أشرت لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها على المذكرة الإعلامية لشركة BIOFARM SPA بما يسمح لها بالقيام بعرض عام للإدخار (OPE) بقيمة 6.252.859.375 دينار، لغرض دخولها بورصة الجزائر.

الفرع الثالث: الهيكل التنظيمي للمجمع

طورت BIOPHARM منظمة حول أعمالها المختلفة و تضم الوظائف التشغيلية بالإضافة إلى وظائف الدعم اللازمة لإجراء و تطوير أنشطتها.

تمتلك BIOPHARM أيضا نظاما لضمان الجودة و التدقيق مسؤول عن مساعدة الهياكل المختلفة من حيث الإجراءات و إعداد التقارير كالتالي:

الشكل رقم (1-9): الهيكل التنظيمي لـ BIOPHARM



المصدر: www.cosob.org، تم الإطلاع عليه بتاريخ: 2020/09/14، على الساعة: 00:02 سا.

المطلب الثاني: التوجه الإستراتيجي لمجمع BIOPHARM

تتضمن عملية تحديد التوجه الإستراتيجي للمجمع تقديم كل من رؤية، رسالة، قيم و أهداف المجمع، مما يمكننا من أخذ صورة عن التوجه المستقبلي للمجمع.

الفرع الأول: رؤية وآفاق مجمع BIOPHARM

حققت BIOPHARM مكانة مهمة و ملائمة تمكنها من الإستفادة من فرص النمو المتوفرة في سوق الصناعات الصيدلانية في الجزائر، حيث تحصلت خلال العشريتين الأخيرتين على مكاسب معتبرة تسمح لها بتحقيق تنمية مستدامة. و تشمل هذه المكاسب:

- أكثر من 1700 موظف يعملون في شركة تتبنى ثقافة مؤسسية قائمة على التكوين و الأداء؛
 - مسارات تنموية و إنتاجية قائمة على الجودة تسمح للشركة بالإستفادة من التحولات التي تعرفها السوق من أجل تعزيز الإنتاج المحلي و تحقيق مكانة مهمة و ملائمة فيما يخص حصص السوق؛
 - حضور قوي على مستوى سلسلة القيمة الخاصة بسوق الصناعة الصيدلانية من خلال إنتاج و تطوير الأدوية و توزيعها على الصيدليات؛
 - وضعية مالية جديده و ممارسات تسيير فعالة في مجالات التنمية و الإدارة المالية؛
- تستعد الشركة لمواجهة تحديات النمو في المستقبل من خلال رسملة قوية و مديونية مقبولة، حيث تسمح لها هذه المكاسب بالتفكير في إستثمارات جديدة و فرص للتنمية في المستقبل⁽¹⁾.
- و تتمثل رؤية مجمع BIOPHARM في تأمين الأدوية للمرضى الجزائريين بالوفرة الكافية و إمكانية الحصول على العلاجات الأكثر ابتكارا. و في هذا الإطار يواصل مجمع بيوفارم بذل أقصى جهوده لمواصلة مساعيه التي بدأت منذ عشرين سنة الماضية في توثيق علاقته مع المجتمع الطبي الجزائري و السلطات الصحية. و كذلك فيما يتعلق بتعميم المعلومة العلمية حول الأدوية و نوعية الرعاية و العلاج المقدم للمرضى الجزائريين.
- يهدف التمويع الإستراتيجي التي تتمتع به BIOPHARM في السوق الجزائرية إلى استشراف تغيرات السوق على مستوى المنطقة من أجل تحقيق النمو. و عليه تركز الرؤية الإستراتيجية لـ BIOPHARM على أربعة محاور أساسية:

1. تحديد و إنتاج الأدوية الأساسية لفائدة السوقين الجزائرية و المغربية؛
2. توفير جملة من المنتجات التنافسية؛
3. تعزيز و تطوير التحالفات الإستراتيجية على المستويين المحلي و الدولي؛
4. إستغلال كل الفرص التي تتيحها إستراتيجية التكامل العمودي التي تتبناها بيوفارم.

الفرع الثاني: رسالة و قيم مجمع BIOPHARM

كناشط في صناعة الأدوية في الجزائر، تتمثل رسالة مجمع بيوفارم في: تأمين الوفرة و إمكانية الحصول على أغلب الأدوية في إطار إحترام الجودة الوطنية و الدولية للمرضى الجزائريين.

¹نقلا عن الموقع الإلكتروني: www.lseg.com، تم الإطلاع عليه بتاريخ: 2020/09/04، على الساعة: 21:43.

أما قيم المجمع فتتمثل في:

✓ الشفافية؛

✓ الإمتثال؛

✓ النزاهة؛

✓ الإلتزام.

و التي ترشد المجمع حول كيفية التفاعل مع بيئته، حيث يعتبر احترام و تطبيق هذه القيم من قبل جميع المتعاونين في نشاطهم اليومي من صميم أولويات المجمع، و التي يعبر عنها عن طريق مختلف مسؤوليات المجمع اتجاه شركائه.

الفرع الثالث: التوزيع القانوني للأرباح

يتم توزيع أرباح الشركة على المساهمين وفقا لأحكام القانون التجاري والقانون الأساسي، و يتكون الربح القابل للتوزيع من:

صافي الربح للسنة و التي يتم زيادته أو تخفيضه بالترحيل من السنوات السابقة ناقصا الخصم المتعلق بالإحتياطي القانوني المنصوص عليه في المادة 721 من القانون التجاري (مستخرج من النظام الأساسي).

بالإضافة إلى ذلك يجوز للجمعية العامة أن تقرر توزيع المبالغ المأخوذة من الإحتياطات الموجودة تحت تصرفها؛ في هذه الحالة يشير القرار صراحة إلى البنود الإحتياطية التي تتم عمليات السحب منها.

بعد الموافقة على الحسابات و الإقرار بوجود مبالغ قابلة للتوزيع، يحدد الإجتماع العام الجزء المخصص للشركاء في شكل أرباح.

تجدر الإشارة إلى أنه أي أرباح موزعة بالمخالفة لهذه القواعد تشكل عائد وهميا. و مع ذلك، فإن توزيعات الأرباح المؤقتة على حساب توزيعات الأرباح للسنة المالية المغلقة أو الحالية التي يقرر مجلس الإدارة توزيعها قبل الموافقة على حسابات هذه السنوات المالية في الحالات التالية لا تشكل أرباح وهمية:

✓ عندما يكون لدى الشركة بعد التوزيع المقرر للسنة السابقة إحتياطات غير تلك المنصوص عليها في المادة 721 من القانون التجاري بمبلغ أكبر من الدفعات المقدمة.

✓ عندما تظهر الميزانية العمومية التي تم إنشاؤها معتمدة من قبل مدقق حسابات أثناء السنة المالية أو في نهايتها؛ أن الشركة قد حققت خلال السنة المالية بعد تكوين الإستهلاك و المخصصات اللازمة، و بعد الخصم إن وجدت الخسائر السابقة و كذا الضريبة المنصوص عليها في المادة 721 من القانون التجاري، صافي الأرباح أكبر من مبلغ الدفعات المقدمة.

- ✓ يتم تحديد شروط دفع أرباح الأسهم التي يتم التصويت عليها من قبل الجمعية العامة (او في حالة عدم ذلك) من قبل مجلس الإدارة.
- ✓ يجب أن يتم دفع أرباح الأسهم في غضون فترة أقصاها تسعة أشهر بعد نهاية السنة المالية. يمكن تمديد هذه الفترة بقرار من المحكمة.
- ✓ لا يجوز طلب إعادة توزيع الأرباح من المساهمين أو مالكي الوحدات إلا في حالة التوزيع الذي يخالف أحكام المادتين 724 و 725 من القانون التجاري.

المبحث الثاني: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على التمويل الذاتي بالمجمع الصيدلاني BIOPHARM

سنقوم في هذا المبحث بجمع المعلومات المالية للسنوات التالية: 2015، 2016، 2017، 2018، 2019، من خلال مختلف القوائم المالية للمجمع الصيدلاني BIOPHARM المتاحة عبر الموقعين الإلكترونيين: www.cosob.org وذلك بغرض التحليل و التعليق على النتائج.

المطلب الأول: عرض المعلومات المالية

يسمح الإطلاع على التقارير المالية للمجمع والوثائق المرجعية الأخرى بجمع وعرض مجموعة من المعلومات المالية وغير المالية المفيدة في تحليل اثر سياسة التوزيع التي يتبعها المجمع على مدى إعماده على التمويل الذاتي في تمويل أنشطته الإستثمارية و الإستغلالية. وهذه المعلومات معروضة في الجدول التالي.

جدول رقم(2-2): جدول البيانات المالية لمجمع بيوفارم

الوحدة: دينار جزائري

البيان	2015	2016	2017	2018	2019
رأس المال	5104375000	5104375000	5104375000	5104375000	5104375000
الأموال الخاصة	19252142233	23297757587	28111387251	33069000000	37737000000
رقم الأعمال	51042777621	56376333817	58567782393	63055000000	67838000000
الأرباح المحتجزة	3298165043	6920096727	8266000000	13246000000	15507000000
مجموع الأصول	38195806244	40255181266	48592810680	55387000000	66700000000
النتيجة الصافية	4453571856	5552092789	6498667964	7525000000	7604000000
عدد الأسهم	25521875	25521875	25521875	25521875	25521875
الربح الصافي السهم الواحد BPA	173.21	216.04	253.11	293.2	296
نصيب السهم من التوزيعات DPA	55	66	100	115	115
نسبة التوزيع	0.3175	0.3054	0.3950	0.3922	0.3885
نسبة الإحتجاز	0.6825	0.6946	0.605	0.6078	0.6115

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على الموقعين الإلكترونيين: www.sgbv.dz، و www.cosob.org

حيث: نسبة التوزيع = الأرباح الموزعة للسهم / الربح الصافي للسهم

نسبة الإحتجاز = 1 - نسبة التوزيع

المطلب الثاني: تحليل النتائج

تم التوصل إلى النتائج الموائية من خلال الإعتماد على البيانات السابقة للمجمع، و فيما يلي سنقوم بالتعليق

على سياسة التوزيعات المتبعة من طرف المجمع و ذلك من خلال مايلي:

الفرع الأول: قدرة المجمع على توليد الأرباح

هنا سنحاول قياس مدى كفاءة إدارة المجمع على تحقيق الأرباح، و ذلك من خلال دراسة العلاقة بين النتيجة

المتحصل عليها و الوسائل التي يمكن أخذها بعين الإعتبار من أجل تحقيق هذه النتيجة، و ذلك من خلال حساب

و تحليل النسب التالية:

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للمجمع الصيدلاني بيوفارم " BIOPHARM "

أ. نسبة صافي الربح إلى الأصول: و تعرف بالعائد على الأصول، و تعبر هذه النسبة عن العلاقة بين صافي الربح و الأصول، و تأخذ هذه النسبة الصيغة التالية:

نسبة العائد على الأصول = صافي الربح / مجموع الأصول

جدول (2-3): جدول يوضح نسبة العائد على الأصول لمجمع بيوفارم

الوحدة: دينار جزائري

البيان	2015	2016	2017	2018	2019
النتيجة الصافية	4453571856	5552092789	6498667964	7525000000	7604000000
مجموع الأصول	38195806244	40255181266	48592810680	55387000000	66700000000
نسبة ربحية الأصول	%11.66	%13.79	%13.37	%13.59	%11.40

تعبر هذه النسبة عن مدى كفاءة المؤسسة في توليد الأرباح من الأصول، حيث نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة العائد على الأصول منخفضة، و هذا بسبب الزيادة في إجمالي الأصول من سنة لأخرى و ذلك نتيجة شراء أصول جديدة، أيضا يمكن أن يكون هذا الإنخفاض سببه عدم قدرة المجمع على تحقيق أرباح عالية نظرا لزيادة التكاليف و المصاريف.

ب. نسبة ربحية الأموال الخاصة: تمثل نسبة مردودية الأموال الخاصة، و تحسب بالعلاقة التالية:

نسبة ربحية الأموال الخاصة = (النتيجة الصافية/ الأموال الخاصة) × 100

جدول (2-4): جدول يوضح نسبة ربحية الأموال الخاصة لمجمع بيوفارم

الوحدة: دينار جزائري

البيان	2015	2016	2017	2018	2019
النتيجة الصافية	4453571856	5552092789	6498667964	7525000000	7604000000
الأموال الخاصة	19252142233	23297757587	28111387251	33069000000	37737000000
نسبة ربحية الأموال الخاصة	%23.13	%23.83	%23.12	22.76	%20.15

تبين هذه النسبة مدى النجاح الذي تحققه المؤسسة في إستخدام الأموال الخاصة في تحقيق الأرباح، حيث نلاحظ من خلال هذه النتائج أن المجمع حققت نسب لا بأس بها و عليه يمكن القول أنه للمجمع القدرة على خلق الأرباح، و ذلك إعتمادا على أموالها الخاصة حيث تضم هذه الأخيرة رأس مال الأسهم بالإضافة إلى الإحتياطات و الأرباح المحتجزة.

الفرع الثاني: العلاقة بين سياسة التوزيعات و الأرباح المحققة

من خلال الجدول رقم (2-2) نلاحظ أن المجمع يقوم بإحتجاز الأرباح و ذلك بمبالغ متزايدة كل سنة، و هذا الإرتفاع راجع إلى الأرباح المحققة من طرف المجمع، فلجوء المجمع لإحتجاز الأرباح إنما هو نتيجة لقدرته على تحقيق الأرباح و هذا ما نلاحظه من خلال نسبة الأرباح المحتجزة و التي كانت أكبر من نسبة التوزيع، و هذا ما يتماشى طرديا مع النتيجة الصافية المحققة. إذن نستنتج أنه هناك علاقة طردية بين مبلغ الأرباح المحققة و مبلغ الأرباح المحتجزة.

و من خلال نصيب السهم الواحد من التوزيعات DPA و الذي يعتبر مؤشر هام لسياسة توزيع الأرباح بإعتباره مقياسا للأرباح الموزعة و نوع سياسة التوزيع المتبعة، نلاحظ أن أعلى قيمة له كانت في السنتين الأخيرتين و التي بلغت 115 دج و ذلك لكون الأرباح غير الموزعة كانت مرتفعة خلال تلك السنتين. كما يتضح أن المجمع يتبع سياسة توزيع أرباح منتظمة متزايدة، إذ يلاحظ أن توزيعات الأرباح في المجمع ترتفع بإرتفاع الأرباح غير الموزعة.

الفرع الثالث: تحليل أثر سياسة التوزيعات على التمويل الذاتي و الإقتراض

بصفة عامة تحتاج المؤسسات للتمويل الكافي الذي يناسب أهدافها للتوسع و التجاوب مع الطلب المتنامي في السوق مما يعود عليها بأرباح عالية تساهم في نموها. و للتمويل الذاتي دور كبير في إعتداد المؤسسة على نفسها من غير الإقتراض من المؤسسات المالية التي تقرضها بأسعار فائدة عالية تؤثر في كفاءتها الإنتاجية و في الأرباح الموزعة على المساهمين في كل سنة مالية للمؤسسة. و فيما يلي سنقوم بحساب و تحليل مدى إعتداد المجمع على التمويل الذاتي و التمويل الخارجي.

جدول رقم(2-5): جدول يوضح نسبة التمويل الذاتي لمجمع بيوفارم

الوحدة: دينار جزائري

البيان	السنوات	2015	2016	2017	2018	2019
الأموال الخاصة		19252142233	23297757587	28111387251	33069000000	37737000000
الأصول الثابتة		4087135551	4273296804	4660703785	6600000000	8961000000
نسبة التمويل الذاتي		4.71	5.45	6.03	5.01	4.21

المصدر: من إعداد الطالبة إعتدادا على نفس الموقعين.

تقيس هذه النسبة التمويل الذاتي للمجمع، نلاحظ أن هذه النسبة تفوق الواحد خلال فترة الدراسة مما يعني أن المجمع يمول أصوله الثابتة بأمواله الخاصة و هناك فائض.

إذن توجد علاقة طردية بين الأموال الخاصة و التمويل الذاتي، من خلال كون التمويل الذاتي كمنشأ داخلي هو أحد أهم مكونات الأموال الخاصة و الذي تؤثر بشكل إيجابي على التمويل الذاتي، فكلما ارتفعت الأموال الخاصة زادت نسبة التمويل الذاتي و هذا ما نلاحظه من خلال الجدول أعلاه.

جدول(2-6): جدول يوضح نسبة التمويل الخارجي لمجمع بيوفارم

البيان	2015	2016	2017	2018	2019
الخصوم الجارية +الخصوم غير الجارية	18943664011	16957423678	20481423428	22318000000	28963000000
إجمالي الأصول	38195806244	40255181266	48592810680	55387000000	66700000000
نسبة التمويل الخارجي للأصول	0.5	0.42	0.42	0.4	0.43

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على الموقعين السابقين.

تعتبر هذه النسبة عن مدى اعتماد المؤسسة على المصادر الخارجية في تمويل نشاطها، ومن خلال النتائج الموضحة في الجدول أعلاه نلاحظ أن النسب المتحصل عليها جيدة، حيث تبين أن المجمع يعتمد على خيار التمويل الذاتي كوسيلة تمويلية، و هذا ما تثبته مبالغ الخصوم الجارية و الخصوم غير الجارية مقارنة بمبالغ الأموال الخاصة، إذ نلاحظ أنه هناك تقارب في مبالغ هذه المصادر.

المطلب الثالث: تقييم نتائج الدراسة

من خلال التطرق إلى مختلف العلاقات الرابطة بين العوامل المدروسة، تم التوصل إلى مجموعة من النتائج التالية:

- ✓ تتبع سياسة توزيع الأرباح إتجاه الأرباح المحققة من طرف المجمع، حيث يميل نصيب السهم من الأرباح المحتجزة و الموزعة إلى الإرتفاع كلما حققت المؤسسة نتائج إيجابية، و على العكس من ذلك في حال تحقيقها لنتائج سلبية.
- ✓ يتميز المجمع بإتباعه لسياسة توزيع أرباح غير مستقرة، حيث يعتبر هذا النوع من التوزيعات الأنسب بالنسبة للمؤسسات التي تسعى للنمو و التطور.
- ✓ إن الأرباح المحتجزة و الموزعة تتفاعل مع الأرباح المحققة من طرف المجمع، حيث يميل المجمع إلى إحتجاز الجزء الأكبر من الأرباح المحققة لإستغلالها في تمويل الإستثمارات.
- ✓ إن التوزيع الضئيل للأرباح يقابله تمويل ذاتي مرتفع، أما في حالة العكس فإن ذلك يدفع المؤسسة للإستدانة من الخارج.

- ✓ إن التمويل الذاتي يعمل على تدعيم الأموال الخاصة في شكل إحتياجات و نتائج رهن التخصيص. فكلما زاد إحتجاز الأرباح و عدم دفع توزيعات زاد حجم السيولة.
- ✓ تزداد حاجة المجمع إلى تمويل التوسع في الأصول كلما كان معدل النمو في الأصول كبيرا، و بناءا عليه فكلما كانت الإحتياجات المالية في المستقبل كبيرة كلما شجع ذلك على إحتجاز الأرباح بدلا من توزيعها.
- ✓ يعتبر التمويل الذاتي من أهم المصادر الداخلية للهيكل المالي، حيث يمثل إمكانية المجمع لتمويل نفسه بنفسه من خلال نشاطه.

خلاصة الفصل التطبيقي

تبين من خلال هذه الدراسة أن المجمع يتميز بتحقيقه لنتائج صافية إيجابية على طول فترة الدراسة، حيث أن الأرباح المحققة تلعب دورا فعالا في تحديد سياسة التوزيعات المتبعة من قبل المجمع، إذ أن المجمع يتبع سياسة توزيع أرباح غير مستقرة، حيث يقوم بتوزيع الأرباح كل سنة و هذا ما أثر إيجابا على ربحية السهم الواحد. بالإضافة إلى أن المجمع يتمتع بقدرة على التمويل الذاتي مرتفعة مقارنة بالأرباح الموزعة و هذا ما لاحظناه من خلال تقارير النشاط المنشورة عبر موقع بورصة الجزائر، إذن فالمجمع يتبع سياسة إحتجاز الجزء الأكبر من الأرباح وذلك من أجل تمويل مختلف الإحتياجات المالية بسبب إرتفاع تكاليف المجمع.

الخاتمة العامة

الخاتمة

جاءت هذه الدراسة لتبين الأهمية التي تحظى بها سياسة توزيع الأرباح من طرف القائمين على إدارة المؤسسات، و ذلك لكونها إحدى القرارات المالية التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، و تعد سياسة توزيع الأرباح من السياسات الهامة بالنسبة للمؤسسة و ذلك لما يتضمنه من عمليات و إجراءات مهمة تتعكس على إتخاذ القرار فيما يتعلق بتوزيع الأرباح أو إحتجازها.

حيث إختلفت النظريات في تبيان أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة، و ذلك بين مؤيد لعملية توزيع الأرباح حيث ينظر إليها على أنها مسألة لا بد منها و يبنى إعتقاده على عملية توزيع الأرباح دون إحتجازها سوف يؤثر بشكل مباشر على المؤسسة، في حين ينظر آخرون على أن توزيع الأرباح أو إحتجازها ليس له أي علاقة بالتغيرات التي تحصل في أسعار الأسهم السوقية. إذ قمنا بإستعراض مختلف الدراسات التي أجريت حول الموضوع من خلال النظريات المفسرة لسياسة التوزيعات في ظل فرضيات السوق الكفاء و في ظل إسقاط هذه الفرضيات. و بما أن سياسة التوزيع عادة ما ترتبط بقرار التمويل بإعتبار أن الأرباح المحتجزة أحد العناصر التي تدخل في التمويل الذاتي، فإن هذا الأخير يحتل موقع متميز ضمن الهيكل المالي للمؤسسة، و ذلك بالنظر لمكوناته و التي من أهمها: الإهتلاكات، المؤونات و الأرباح المحتجزة.

النتائج

كحوصلة لما جاء في مضمون هذه الدراسة، توصلنا إلى الإجابة على الإشكالية الرئيسية و تساؤلاتها الفرعية، و ذلك من خلال إستعراض و تحليل الجوانب المتعلقة بهذا الموضوع و الفرضيات التي إنطلقنا منها، حيث خلصنا إلى مجموعة النتائج التالية:

✓ سياسة توزيع الأرباح هي النسبة الواجب توزيعها على المساهمين في شكل أرباح موزعة، و كذا نسب الأرباح الواجب إحتجازها في شكل أرباح محتجزة بغية تمويل مشاريعها المستقبلية؛

✓ إن التمويل الذاتي يعتبر أول ملجأ للمؤسسة عند حاجتها للأموال، كونه وسيلة لتكوين رأس المال بأقل تكلفة و يعطي الحرية للمؤسسة في إختيار نوعية الإستثمار، فهو يخفض تكاليف هذه الأخيرة من ناحية الإقتراض؛

✓ للتمويل الذاتي دور مهم في النمو بالنسبة للمؤسسة إذا ما تلقى الإهتمام و الدعم الكافيين لإزدهار و إرتقاء المؤسسة و بالتالي الإقتصاد ككل؛

✓ إن عملية الموازنة بين إحتجاز الأرباح و التوزيعات تعتبر من أصعب القرارات التي تواجه المؤسسة، إذ يضعها إتخاذ مثل هذه القرارات بين هدفين حساسين ألا و هما: هدف إرضاء الملاك من خلال الربح الموزع على المساهمين، و بين هدف ضمان إستمرار المؤسسة من خلال الإحتفاظ بقدر كافي من الأرباح لتمويل إستثماراتها و التي تضمن لها البقاء و النمو؛

✓ تعد الأرباح المحققة مصدر قوة مالية للمؤسسات، حيث حقق هدف الإستقرار من خلال توزيع نسبة منها، والقدرة على التوسع والنمو من خلال التمويل الذاتي.

الإقتراحات و التوصيات

بناء على ما سبق يمكن أن نخلص إلى جملة من الاقتراحات و التوصيات يمكن إيجازها فيما يلي:

✓ إستغلال سياسة توزيع الأرباح كأحدى القرارات المالية المهمة التي تعمل على تعظيم قيمة المؤسسة، و ذلك من خلال استعمالها كإشارات مالية يرسلها المجمع إلى المستثمرين تعكس الأداء الجيد للمجمع؛

✓ ضرورة تفعيل دور البورصة الجزائرية خاصة فيما يخص عدد المؤسسات المدرجة و مختلف الأدوات المالية المتداولة فيها، و هذا من خلال تشجيع المؤسسات على تداول الأدوات المالية الملائمة لها من أجل تمويل إستثمارتها؛

✓ أهمية إجراء المزيد من البحوث و الدراسات حول سياسة توزيع الأرباح بإستخدام مؤشرات كمية و نوعية بأسواق عربية أخرى؛

✓ وضع إستراتيجية لتوزيع الأرباح تتمثل في تخصيص الجزء الأكبر من الأرباح لتدعيم مركزها المالي.
آفاق الدراسة:

✓ إعادة إجراء الدراسة على عينة أكبر للحصول على نتائج أدق، و ذلك بإضافة متغيرات أخرى مع المحافظة على المتغيرات المعتمدة؛

✓ دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قدرة التمويل الذاتي؛

✓ دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على الهيكل المالي، هيكل رأس المال و هيكل الملكية.

قائمة المراجع

1. أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية للنشر و التوزيع، مصر، 2008.
2. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية و التطبيقية ، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، 2012.
3. إسماعيل محمد الأزهرى و عبد العزيز محمد عبد المجيد، الإدارة المالية المتقدمة، منشورات جامعة السودان
4. المفتوحة، الطبعة الأولى، 2007.
5. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الجزء الأول، دار وائل للنشر، عمان، 2011.
6. حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان-الأردن 2006.
7. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان-الأردن، 2004.
8. خبراء الشركة العربية المتحدة للتدريب و الإستشارة الإدارية، التحليل المالي و إعداد الموازنات لأغراض التخطيط و الرقابة، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، الطبعة الثانية، مصر الجديدة - القاهرة، 2008.
9. دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية متقدمة (الشركات المتقدمة) ، دار اليازوري، عمان، 2010 .
10. سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات الإستثمار، التمويل، التحليل المالي:مدخل في التحليل و إتخاذ القرارات، مركز الإسكندرية للكتاب، 2006 .
11. عبد الغفار حنفي و رسمية زكة قرياقص، أساسيات الإستثمار الرأسمالي و تقييم الأداء، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2013.
12. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
13. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
14. عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008.
15. عبد اللطيف مصطفى، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي و اقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسين العصرية، الطبعة الأولى، بيروت-لبنان، 2015.
16. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، الأردن، 2009.
17. فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية ، إثراء للنشر و التوزيع، عمان-الأردن، الطبعة الثالثة، 2013.
18. كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغراض الإستثمار، المكتب الجامعي الحديث،

الإسكندرية، 2007.

20. محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة و اتخاذ القرارات، الدار

الجامعية، الإسكندرية، 2002.

21. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة و اتخاذ القرارات، الدار الجامعية،

الإسكندرية، 2006.

22. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى و جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية التحليل المالي

للمشروعات الجديدة، الدار الجديدة، الإسكندرية، 2003.

23. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع،

الطبعة الأولى، 2009.

24. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى،

عمان-الأردن، 2008

25. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، المكتب العربي الحديث الإسكندرية، الطبعة

الثانية، 2005.

26. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة

السادسة، 2006.

27. يوسف مامش، ناصر دادي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة و هيكلها المالي، دار

المحمدية العامة، الطبعة الأولى، 2008.

ثانياً: المقالات

1. بريش عبد القادر و بدروني عيسى، سياسة توزيع الأرباح كآلية لحوكمة الشركات، مجلة البحوث في

العلوم المالية و المحاسبية، العدد 2016/02.

2. بريش عبد القادر و بدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية،

الأكاديمية للدراسات الإجتماعية و الإنسانية، العدد 10، جوان 2013.

3. دلفوف سفيان، أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية:

حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا،

المجلد 14/العدد (19)، 2018،

4. رشيد حفصي، دراسة و تحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في

السوق المالي-حالة سوق دبي المالي في الفترة ما بين 2011-2014-، المجلة الجزائرية للدراسات

المحاسبية و المالية-عدد 2016/02

5. زهور عبد السلام صادق، العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للسهم و أثرها في تحديد قيمة الشركة " بحث تطبيقي في عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة مركز دراسات الكوفة: مجلة فصلية محكمة، العدد 50، سنة 2018.
6. زاوي فضيلة، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر-دراسة حالة مؤسسة سونلغاز-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير فرع: مالية المؤسسة، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، 2009/2008.
7. زين الدين شروقي، محددات سياسة توزيع الأرباح في البنوك الجزائرية، مجلة نماء للإقتصاد و التجارة، العدد الثالث، 2018.
8. عبد الناصر إبراهيم نور، العلاقة بين توزيعات الأرباح و العوائد السوقية غير العادية للأسهم و مدى تأثيرها بربحية الشركة و حجمها و درجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية و الأردنية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، 2003
9. فتيحة مزهر عبد الرضا القرشي، التمويل بالأرباح المحتجزة و الربحية في الشركات" دراسة تطبيقية لسوقي دبي و أبو ظبي للأوراق المالية"، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية و الإقتصادية، العدد الثاني، المجلد الثاني، 2012.
10. قمان مصطفى، باكرية علي، مساهمة التحليل المالي الديناميكي في تقييم السياسة المالية للمؤسسة الإقتصادية-دراسة حالة-، مجلة آفاق علوم الإدارة و الإقتصاد، جامعة المسيلة، العدد 03، 2018.
11. محمد زرقون، أثر الإكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الإقتصادية المدرجة في البورصة، دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي، مجلة الباحث، العدد 08، 2010.
12. هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة، جامعة الإسراء كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة، العدد السابع عشر أيار 2008.

ثالثا: الأطروحات و المذكرات

1. حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي دراسة إختيارية و حديثة للمؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007-2009، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية أسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة ، 2010-2011.
2. زيرام وليد، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة: دراسة مقارنة بين السوق المالية
3. السعودية و المغربية خلال الفترة: 2003-2011 ، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس-سطيف- ، 2011-2012.
4. شعبان محمد، نحو إختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الإقتصادية- دراسة حالة المجمع

5. الصناعي صيدال-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، 2009-2010.
6. العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2010-2011
7. عبد الكريم بوحاردة، أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم-مع دراسة حالة-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري-قسنطينة 2011-2012.
8. عدمان فايزة، سياسة توزيع الأرباح و تأثيرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير في مالية المؤسسة، جامعة الجزائر3، 2016/2017.
10. علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت لأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، مذكرة ماجستير، جامعة ورقلة، 2008/2009.
11. محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على امثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية-، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر -بسكرة-، 2015/2016.

رابعا: مواقع الإنترنت

1. <http://yemn2.yoo7.com>
2. www.almerja.com
3. www.biopharmdz.com.
4. www.cosob.org
5. www.lseg.com.
6. www.mbagroup.yoo7.com
7. www.mohamah.net
8. www.sgbv.dz

الملخص

الملخص

سياسة توزيع الأرباح هي ذلك القرار الذي تتخذه إدارة المؤسسة من أجل تحديد مبلغ الأرباح الموزعة و مبلغ الأرباح المحتجزة، حيث أن هذه الأخيرة تعتبر مصدرا رئيسيا لتمويل الإستثمار و التوسع، و على الرغم من أن التوسع مرغوب فيه بالنسبة للمؤسسة فإن توزيع الأرباح أيضا مرغوب فيه من طرف المساهمين، و عليه يتطلب الأمر ضرورة دراسة مدى اهتمام المؤسسات بتوزيع الأرباح بدلا من احتجازها و العكس.

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على التمويل الذاتي لمجمع بيوفارم، من خلال الدور الفعال الذي يلعبه هذا الأخير في تحديد السياسة التمويلية و الإستثمارية لأي مؤسسة هذا من جهة، و من جهة أخرى باعتبار سياسة توزيع الأرباح من أصعب القرارات المالية التي تتحدد من خلالها نسب الأرباح المحتجزة و الموزعة.

وقد تمت هذه الدراسة من خلال تحليل البيانات والمعلومات المالية الخاصة بالمجمع الصيدلاني بيوفارم Biopharm خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2019، و التي تم الحصول عليها من موقع بورصة الجزائر. و لقد اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي، و ذلك من خلال التعريف بالمجمع وتحليل مختلف النتائج المتحصل عليها.

خلصت هذه الدراسة إلى أن مجمع بيوفارم يتبع سياسة توزيع أرباح غير مستقرة، حيث يمتلك هذا الأخير أموال خاصة تسمح له بالإعتماد على التمويل الذاتي بنسبة أكبر من إعتماده على المصادر الخارجية، نظرا لكونه مورد متاح عكس الموارد الأخرى التي تتطلب الجهد و الوقت من أجل الحصول عليها.

الكلمات المفتاحية: سياسة توزيع الأرباح، التمويل الذاتي، الأرباح الموزعة، الأرباح المحتجزة.

Summary

The dividend policy is the decision of the foundation's management to determine the amount of detainee profits. The latter is a major source of funding for investment and expansion, although the expansion is desirable for the foundation, the distribution of profits is also desirable.

The study aimed to analyze the impact of the profit distribution policy on the self-financing of the biopharm complex, through the role that the latter plays in determining the financing and investment policy of any institution, on the one hand, and on the other hand, by considering the dividend policy as one of the most difficult financial decisions through which it is determined. ratios of retained and distributed earnings.

This study was done by analyzing the data and financial information of the biopharm pharmaceutical complex during the period from 2015 to 2019, which were obtained from the Algiers stock exchange website. The study relied on the descriptive approach, by introducing the complex and analyzing the various findings.

This study concluded that biopharm follows an unstable dividend policy, as the latter owns private funds that allow it to rely on self-financing at a greater rate than its reliance on external sources, given that it is an available resource unlike other resources that require effort and time in order to obtain them.

Key words: dividend policy, self-financing, dividend, retained earnings

الملاحق

BILAN (ACTIF) CONSOLIDE

LIBELLE	NOTE	BRUT	AMO/PROV	NET	NET 2015
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles		304 034 737	235 585 840	68 448 897	60 199 172
Immobilisations corporelles					
Terrains		1 532 487 549		1 532 487 549	1 532 487 550
Bâtiments		1 671 743 608	873 640 811	798 102 797	815 613 712
Autres immobilisations corporelles		3 433 165 815	2 039 275 316	1 393 890 499	1 019 405 085
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours		51 734 077		51 734 077	282 386 348
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées		4 804 000		4 804 000	
Autres titres immobilisés		50 000 000		50 000 000	
Prêts et autres actifs financiers non courants		285 736 387		285 736 387	289 520 996
Impôts différés actif		88 092 596		88 092 596	87 522 687
TOTAL ACTIF NON COURANT		7 421 798 772	3 148 501 968	4 273 296 804	4 087 135 551
ACTIF COURANT					
Stocks et encours		13 998 566 779	432 665 131	13 565 901 648	13 367 336 588
Créances et emplois assimilés					
Clients		15 262 055 515	412 591 764	14 849 463 750	14 164 340 087
Autres débiteurs		1 601 406 534		1 601 406 534	895 204 731
Impôts et assimilés		419 604 287		419 604 287	336 243 295
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		5 545 508 240		5 545 508 240	5 345 545 993
TOTAL ACTIF COURANT		36 827 141 357	845 256 895	35 981 884 461	34 108 670 693
TOTAL GENERAL ACTIF		44 248 940 130	3 993 758 863	40 255 181 266	38 195 806 244

BILAN (PASSIF) CONSOLIDE			
LIBELLE	NOTE	2016	2015
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		5 104 375 000	5 104 375 000
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)		5 721 193 070	6 396 030 334
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net du groupe (1)		5 552 092 789	4 453 571 856
Autres capitaux propres - Report à nouveau		6 920 096 727	3 298 165 043
Part de la société consolidante (1)		23 166 468 919	19 159 219 657
Part des minoritaires (1)		131 288 668	92 922 576
TOTAL I		23 297 757 587	19 252 142 233
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		620 177 696	880 422 450
Impôts (différés et provisionnés)		24 186 219	11 723 546
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		64 886 113	76 450 802
TOTAL II		709 250 030	968 596 798
PASSIFS COURANTS:			
Fournisseurs et comptes rattachés		12 532 748 319	13 397 281 757
Impôts		872 956 150	575 323 779
Autres dettes		2 408 723 545	2 406 439 035
Trésorerie passif		433 745 633	1 596 022 642
TOTAL III		16 248 173 648	17 975 067 213
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)		40 255 181 266	38 195 806 244

COMPTE DE RESULTAT/NATURE CONSOLIDE

LIBELLE	NOTE	2016	2015
Ventes et produits annexes		56 376 333 817	51 042 777 621
Variation stocks produits finis et en cours		-901 622 632	391 673 757
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		55 474 711 185	51 434 451 378
Achats consommés		-44 538 105 615	-42 286 962 312
Services extérieurs et autres consommations		-954 332 553	-1 055 794 151
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-45 492 438 168	-43 342 756 463
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		9 982 273 012	8 091 694 916
Charges de personnel		-2 635 466 009	-2 395 674 259
Impôts, taxes et versements assimilés		-1 289 793 159	-998 368 310
IV-EXECDENT BRUT D'EXPLOITATION		6 057 013 843	4 697 652 347
Autres produits opérationnels		1 724 829 793	1 878 125 241
Autres charges opérationnelles		-385 474 815	-78 423 483
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		-1 280 628 652	-1 534 890 509
Reprise sur pertes de valeur et provisions		1 209 503 727	1 011 696 214
V- RESULTAT OPERATIONNEL		7 325 243 895	5 974 159 810
Produits financiers		280 571 800	307 570 042
Charges financiers		-352 803 438	-571 286 266
IV-RESULTAT FINANCIER		-72 231 638	-263 716 224
IV-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		7 253 012 256	5 710 443 586
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-1 405 473 172	-1 249 668 985
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		-11 892 764	-7 202 745
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		58 613 743 822	54 631 842 875
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-52 859 940 100	-50 178 271 019
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		5 835 646 320	4 453 571 856
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		0	
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		-283 553 530	
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE		-283 553 530	
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		5 552 092 789	4 453 571 856
Dont Part du groupe		5 513 726 697	4 420 717 520
Part des minoritaires		38 366 092	32 854 336
Bénéfice par action, part du Groupe		216,04	173,21

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2018

États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2018

En date du 06 Mai 2018, le Conseil d'administration a arrêté et autorisé la publication des états financiers consolidés de Biopharm SPA pour l'exercice clos le 31 décembre 2018.

Compte de résultat consolidé de la période

<i>(en millions de DZD)</i>	Note	31/12/2018	31/12/2017
Ventes et produits annexes	17	63 055	58 568
Variation stocks produits finis et en cours		477	(348)
Production immobilisée		-	-
Subventions d'exploitation		-	-
Production de l'exercice		63 532	58 220
Achats consommés		(48 315)	(44 616)
Services extérieurs et autres consommations	18	(2 024)	(1 719)
Consommation de l'exercice		(50 339)	(46 335)
Valeur ajoutée		13 193	11 885
Charges de personnel	19	(3 004)	(2 784)
Impôts, taxes et versements assimilés	20	(1 107)	(1 059)
Excédent brut d'exploitation		9 082	8 042
Autres produits opérationnels	21	663	834
Autres charges opérationnelles	22	(170)	(244)
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	23	(1 598)	(1 217)
Reprise sur pertes de valeur et provisions		859	894
Résultat opérationnel		8 835	8 309
Produits financiers		547	527
Charges financières		(290)	(861)
Résultat financier	24	256	(334)
Résultat ordinaire avant impôt		9 092	7 975
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	25	(1 509)	(1 499)
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		(57)	23
Résultat net des activités ordinaires		7 525	6 499
Résultat net de l'exercice		7 525	6 499
Dont Part du Groupe		7 482	6 460
Part des minoritaires		43	39
Bénéfice par action, part du Groupe (DZD)		293,16	253,11

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2018
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2018

Bilan consolidé
Actif

<i>(en millions de DZD)</i>	Note	31/12/2018	31/12/2017
Actifs non courants			
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif	1	445	-
Immobilisations incorporelles	2.1	170	77
Immobilisations corporelles	2.2		
Terrains		1 508	1 532
Bâtiments		627	672
Autres immobilisations corporelles		2 186	1 755
Immobilisations en concession		-	-
Immobilisations encours	3	945	159
Immobilisations financières	4		
Titres mis en équivalence		-	-
Autres participations et créances rattachées		5	5
Autres titres immobilisés		50	50
Prêts et autres actifs financiers non courants		331	172
Impôts différés actif	5	333	238
Total actifs non courants		6 600	4 661
Actifs courants			
Stocks et encours	6	21 187	17 643
Créances et emplois assimilés			
Clients	7	20 135	17 001
Autres débiteurs	8	3 751	3 265
Impôts et assimilés		531	115
Autres créances et emplois assimilés		-	-
Disponibilités et assimilés			
Placements et autres actifs financiers courants	9	48	147
Trésorerie	10	3 135	5 761
Total actifs courants		48 786	43 932
Total actifs		55 387	48 593

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2018
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2018

Bilan consolidé
Passif

<i>(en millions de DZD)</i>	Note	31/12/2018	31/12/2017
Capitaux propres			
Capital émis		5 104	5 104
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves- Réserves consolidés (1)		7 194	8 242
Ecart de réévaluation		-	-
Ecart d'équivalence (1)		-	-
Résultat net- Résultat net du groupe (1)		7 525	6 499
Autres capitaux propres- Report à nouveau		13 246	8 266
Part de la société consolidante (1)		32 872	27 942
Part des minoritaires (1)		197	170
Total Capitaux propres		33 069	28 111
Passifs non courants			
Emprunts et dettes financières	11	223	368
Impôts (différés et provisionnés)	12	304	151
Autres dettes non courantes		-	-
Provisions et produits constatés d'avance	13	19	19
Total passifs non courants		546	538
Passifs courants			
Fournisseurs et comptes rattachés	14	17 299	15 086
Impôts		627	477
Autres dettes	15	3 047	2 421
Trésorerie passif	16	799	1 959
Total passifs courants		21 772	19 944
Total passifs et capitaux propres		55 387	48 593

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2018
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2018

Tableaux des flux de trésorerie consolidés

<i>(en millions de DZD)</i>	31/12/2018	31/12/2017
Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles	3 640	1 655
Résultat net de l'exercice	7 525	6 499
Dotations aux amortissements	498	429
Dotations aux provisions et pertes de valeurs	221	(112)
Variation impôts différés	57	(23)
Plus ou Moins value de cession	(124)	(2)
Marge brute d'autofinancement	8 178	6 790
Variation du Besoin en Fonds de Roulement	(4 538)	(5 135)
- <i>Variation de l'actif courant</i>	(6 735)	(9 927)
- <i>Variation du passif courant</i>	2 197	4 792
Flux de trésorerie prévenant des opérations d'investissement	(2 253)	(665)
Décaissements sur acquisition d'immobilisations	(1 692)	(785)
Encaissements sur cessions d'immobilisations	159	6
Variation des Titres de participation	-	-
Incidence des variations de périmètre	(572)	-
Créances rattachées à des participations	-	-
Variation des placements (DAT)	(148)	114
* <i>Souscription placements</i>	(105)	-
* <i>Remboursement placements (partie à court terme)</i>	-	147
* <i>Différence de cours sur DAT</i>	(43)	(33)
* <i>Bons de Trésor</i>	-	-
Flux de trésorerie provenant des opérations de financement	(2 953)	(2 153)
Variation des dettes à long terme	(50)	(269)
Variation des dettes à court terme	-	-
Variation Intérêts courus non échus (compte 518)	-	-
Emprunts	-	300
Remboursement Emprunts	(125)	(283)
Subvention reçue	-	-
Compte courant d'associés	(226)	(216)
Augmentation de capital	12	-
Variation prêts et autres actifs financiers non courants	(11)	(0)
Dividendes payés	(2 553)	(1 685)
Variation de trésorerie	(1 566)	(1 162)
Trésorerie d'ouverture	3 950	5 112
Trésorerie de clôture	2 383	3 950
Variation de trésorerie	(1 566)	(1 162)

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2018
 États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2018

Tableau de variation des capitaux propres consolidés

<i>(en millions de DZD)</i>	31/12/2017	Distribution de dividendes	Résultat de la période	Variation du périmètre de consolidation	31/12/2018
Capitaux propres					
Capital émis	5 104	-	-	-	5 104
Réserves & reports à nouveau	16 508	3 945	-	(14)	20 439
Résultat net du Groupe	6 499	(6 499)	7 525	-	7 525
Part de la société consolidante (1)	27 942	(2 552)	7 482	-	32 872
Part des minoritaires (1)	170	(1)	43	(14)	197
Total Capitaux propres	28 111	(2 553)	7 525	(14)	33 069

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2019
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2019

Actif					
en millions de DZD	Note	31/12/2019	12/31/2018	Var	%
Actifs non courants					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif	1	445	445	-	-
Immobilisations incorporelles	2.1	156	170	(14)	(8,4%)
Immobilisations corporelles	2.2				
Terrains		1 508	1 508	-	-
Bâtiments		576	627	(51)	(8,2%)
Autres immobilisations corporelles		3 216	2 186	1 030	47,1%
Immobilisations en concession		-	-	-	n/a
Immobilisations en cours	3	2 042	945	1 397	147,8%
Immobilisations financières	4				
Titres mis en équivalence		-	-	-	n/a
Autres participations et créances rattachées		5	5	-	-
Autres titres immobilisés		-	50	(50)	(100,0%)
Prêts et autres actifs financiers non courants		331	331	0	0,1%
Impôts différés actif	5	332	333	49	14,7%
Total actifs non courants		8 961	6 600	2 361	35,8%
Actifs courants					
Stocks et encours	6	21 438	21 187	3 251	15,3%
Créances et emplois assimilés					
Clients	7	22 566	20 135	2 530	12,6%
Autres débiteurs	8	5 291	3 751	1 540	41,1%
Impôts et assimilés		1 258	531	727	137,1%
Autres créances et emplois assimilés		-	-	-	n/a
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants	9	540	48	492	1 034,9%
Trésorerie	10	3 540	3 135	411	13,1%
Total actifs courants		57 738	48 786	8 952	18,3%
Total actifs		66 700	55 387	11 313	20,4%

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2019
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2019

Passif					
(en millions de DZD)	Note	31/12/2019	12/31/2018	Var	%
Capitaux propres					
Capital émis		5 104	5 104	-	-
Capital non appelé		-	-	-	n/a
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)		9 521	7 194	2 328	32,4%
Ecart de réévaluation		-	-	-	n/a
Ecart d'équivalence (1)		-	-	-	n/a
Résultat net - Résultat net du groupe (1)		7 604	7 525	80	1,1%
Autres capitaux propres - Report à nouveau		15 507	13 246	2 261	17,1%
Part de la société consolidante (1)		37 494	32 872	4 622	14,1%
Part des minoritaires (1)		244	197	47	23,7%
Total Capitaux propres		37 737	33 069	4 669	14,1%
Passifs non courants					
Emprunts et dettes financières	11	3 505	223	3 282	1 468,8%
Impôts (différés et provisionnés)	12	647	304	344	113,3%
Autres dettes non courantes		-	-	-	n/a
Provisions et produits constatés d'avance	13	1	19	(18)	(93,5%)
Total passifs non courants		4 154	546	3 607	660,2%
Passifs courants					
Fournisseurs et comptes rattachés	14	19 169	17 299	1 869	10,8%
Impôts		1 347	627	720	114,8%
Autres dettes	15	3 481	3 047	435	14,3%
Trésorerie passif	16	812	799	13	1,6%
Total passifs courants		24 809	21 772	3 037	13,9%
Total passifs et capitaux propres		66 700	55 387	11 313	20,4%

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2019
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2019

Compte de résultat					
(en millions de DZD)	Note	31/12/2019	12/31/2018	Var	%
Ventes et produits annexes	17	67 038	63 055	4 783	7,6%
Variation stocks produits finis et en cours		(172)	477	(650)	(136,1%)
Production immobilisée		-	-	-	n/a
Subventions d'exploitation		-	-	-	n/a
Production de l'exercice		67 666	63 532	4 133	6,5%
Achats consommés		(51 115)	(48 315)	(2 800)	5,8%
Services extérieurs et autres consommations	18	(2 064)	(2 024)	(62)	3,1%
Consommation de l'exercice		(53 201)	(50 339)	(2 862)	5,7%
Valeur ajoutée		14 464	13 193	1 271	9,6%
Charges de personnel	19	(3 448)	(3 004)	(444)	14,8%
Impôts, taxes et versements assimilés	20	(1 123)	(1 107)	(16)	1,5%
Excédent brut d'exploitation		9 893	9 082	811	8,9%
Autres produits opérationnels	21	271	663	(392)	(59,2%)
Autres charges opérationnelles	22	(87)	(170)	81	(47,6%)
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	23	(1 844)	(1 598)	(246)	15,4%
Reprise sur pertes de valeur et provisions		1 171	859	312	36,3%
Résultat opérationnel		9 401	8 835	566	6,4%
Produits financiers		320	547	(427)	(78,0%)
Charges financières		(127)	(290)	162	(55,6%)
Résultat financier	24	(97)	256	(265)	(103,4%)
Résultat ordinaire avant impôt		9 392	9 092	301	3,3%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	25	(1 493)	(1 509)	16	(1,1%)
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		(295)	(57)	(237)	413,4%
Résultat net des activités ordinaires		7 604	7 525	80	1,1%
Éléments extraordinaires (produits)		-	-	-	n/a
Éléments extraordinaires (charges)		-	-	-	n/a
Résultat extraordinaire		-	-	-	n/a
Résultat net de l'exercice		7 604	7 525	80	1,1%
Dont Part du Groupe		7 557	7 482		
Part des minoritaires		48	43		
Bénéfice par action, part du Groupe (DZD)		296	293		