الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة البليدة 2

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة

العنوان:

دور جودة التقارير المالية في التخفيف من تأثير سياسة توزيع الأرباح على القرارات الاستثمارية
دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي

أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه علوم في العلوم المالية والمحاسبة

تخصص محاسبة وتدقيق

إعداد الطالبة

يمينة عبدلي

إشراف الأستاذ الدكتور

هلال درحمون

السنة الجامعية 2023/2022

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة البليدة 2

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة

العنوان:

دور جودة التقارير المالية في التخفيف من تأثير سياسة توزيع الأرباح على القرارات الاستثمارية
دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي

أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه علوم في العلوم المالية والمحاسبة

تخصص محاسبة وتدقيق

إعداد الطالبة

يمينة عبدلي

أمام اللّجنة المشكلة من:

اللقب والاسم	الرتبة	الجامعة الأصلية	الصفة
العرابي حمزة	أستاذ التعليم العالي	جامعة البليدة 2	رئيسًا
درحمون هلال	أستاذ التعليم العالي	جامعة البليدة 2	مشرفاً ومقررًا
سعداوي موسى	أستاذ التعليم العالي	جامعة المدية	عضواً مناقشاً
القينعي عز الدين	أستاذ التعليم العالي	جامعة البليدة 2	عضواً مناقشاً
شبوطي حكيم	أستاذ التعليم العالي	جامعة المدية	عضواً مناقشاً
فيلالي حمزة	أستاذ محاضر أ	جامعة الجزائر 3	عضواً مناقشاً

السنة الجامعية 2023/2022

الإهداء

إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله.....

إلى إخوتي وأخواتي....

إلى صديقاتي: بتول، أمينة، وسيلة، مريم، وايمان

شكر وتقدير

الحمد لله كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه والصلاة والسلام على خاتم الأنبياء وإمام المرسلين وأشرف الخلق أجمعين سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم وعلى آله وصحبه أجمعين ومن تبعه بإحسان إلى يوم الدين.

وبعد.....،،،

يطيب لي بعد حمد الله وشكره التقدم بخالص عبارات العرفان والتقدير إلى الأستاذ الدكتور ***هلال درحمون*** *على كل ما قدمه من نصح وتوجيه خلال إعداد هذا العمل.*

كما لا يفوتني أن أتقدم بشكري لكل أعضاء لجنة المناقشة الموقرين على قبولهم مناقشة هذا العمل كل باسمه..

جزيل الشكر أيضا موصول إلى كل من ساهم في انجازي لهذا العمل من قريب أو بعيد.

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد دور جودة التقارير المالية في الخفض من تأثير سياسة توزيع الأرباح على القرارات الاستثمارية وذلك على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، حيث تم استبعاد الشركات المتعلقة بالقطاع المالي نظرا لخصوصيتها وكذا شركات القطاع الخدماتي وهذا خلال الفترة (2011-2018)، حيث تشكلت عينة الدراسة من اثنين وستين (62) شركة مساهمة عامة صناعية موزعة على عشرة قطاعات صناعية فرعية.

وللإجابة على إشكالية الدراسة واختبار صحة الفرضيات الموضوعة فقد تم إجراء اختبارات إحصائية لمتغيرات الدراسة باستخدام برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية في نسخته 25 (SPSS v25)، حيث تم قياس القرار الاستثماري بالتغير في إجمالي الأصول الثابتة كما تم قياس توزيعات الأرباح بقيمة التوزيعات النقدية السنوية في حين تم قياس متغير جودة التقارير المالية ببواقي نموذج المستحقات الاختيارية.

وبعد إجراء جملة من الاختبارات الإحصائية تركزت في طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) فقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لقرار توزيع الأرباح على القرارات الاستثمارية في شركات العينة فسرت بدرجة التنافس على حجم الأرباح المحتجزة في الشركة كمصدر تمويل داخلي،كما أظهرت الدراسة وجود أثر ايجابي لجودة التقارير المالية على التأثير السلبي للتوزيعات على القرارات الاستثمارية في الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في السوق،وذلك من خلال تقليل فجوة عدم الثقة بين الشركة والمستثمرين وبالتالي تخفيض تكلفة رأس المال وهو ما يمنح الشركة مرونة في اتخاذ قراراتها المالية بالتوزيع أو الاستثمار.

وعليه فقد أوصت الدراسة بضرورة العمل على تكريس آليات للرفع من جودة التقارير المالية لما لها من مزايا تعود إيجابا على الشركات المدرجة وعلى كفاءة السوق المالية ككل، كما أوصت بوضع معايير موحدة تقيس هذه الجودة حتى يتمكن مستخدمو المعلومات المحاسبية من اتخاذ القرارات المناسبة انطلاقا من معرفتهم بمستوى جودة المخرجات المحاسبية للشركات المدرجة.

الكلمات المفتاحية: سياسة توزيع الأرباح، القرارات الاستثمارية، جودة التقارير المالية، سوق عمان للأوراق المالية.

Abstract:

The study aimed to determine the role of financial reports quality on reducing the impact of dividends policy on investment decision, a sample of62 industrial companies listed in Amman Stock Exchange were used, where the companies of the financial sector excluded due to their specific characteristic as was the service sector during the period (2011-2018).

In order to test the hypotheses, statistical tests were conducted using (SPSS v25) dividends are measured by the ordinary cash dividend, Investments by change in total fixed assets, and financial reporting quality by the discretionary accruals.

The study found that dividends had a significant negative impact on investment decisions, but it also shownthatthe financial reporting quality can mitigate this effect; this is done by lowering the cost of capital, which enables the company to easily decide whether to distribute earnings or to reinvest them.

Based on the findings, the study recommended that mechanisms of financial reporting quality should be devoted due to the positive impact on listed companies and on the efficiency of the financial markets. The study recommended also the necessity of developing unified standard that gauge this quality, so that users of financial reports can base their decision on thorough understanding of the level of such report.

Keywords: Dividend Policy, Investment decisions, Financial Reporting Quality, Amman Stock Exchange

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

قائمة المحتويات	الصفحة
شكر وتقدير	–
الإهداء	–
بالعربيةالملخص	–
الملخص باللغة الأجنبية	–
فهرس المحتويات	III–I
قائمة الجداول	IV
قائمة الأشكال	V
قائمة المختصرات	VI
قائمة الملاحق	VII
مقدمة	أ–ك
الفصل الأول: مدخل إلى جودة التقارير المالية.	
تمهيد	2
المبحث الأول:عناصر الإطار الفكري للمحاسبة ومخرجاتها	3
المطلب الأول:الإطار الفكري للمحاسبة	3
المطلب الثاني: مفهوم التقارير المالية وأنواعها	13
المطلب الثالث:عرض القوائم المالية	23
المبحث الثاني: جودة التقارير المالية وآليات قياسها	29
المطلب الأول: مفهوم جودة التقارير المالية	29
المطلب الثاني: الخصائص النوعية للمعلومات المالية المفيدة	31
المطلب الثالث: مداخل قياس جودة التقارير المالية	42
المبحث الثالث:جوانب الجودة في اعداد التقارير المالية	50
المطلب الأول: الجوانب الفنية والتطبيقية لإعداد التقارير المالية	50
المطلب الثاني: الجوانب الإعلامية الإفصاح المحاسبي	56
المطلب الثالث: الجوانب الأخلاقية لإعداد التقارير المالية	65
خلاصة	69

الفصل الثاني: مدخل إلى القرارات المالية وصناعة القرار الاستثماري	
تمهيد	**72**
المبحث الأول: مدخل إلى اتخاذ القرار	**73**
المطلب الأول: مفهوم عملية اتخاذ القرار والعوامل المؤثرة فيها	**73**
المطلب الثاني: خصائص وخطوات اتخاذ القرار	**76**
المطلب الثالث: أنواع القرارات	**80**
المبحث الثاني:مدخل إلى القرار الاستثماري	**85**
المطلب الأول: تعريف قرار الاستثمار وخصائصه	**85**
المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في القرارات الاستثمارية وأنواعها	**90**
المطلب الثالث: مدخل إلى الاستثمارات الرأسمالية وخصائصها	**100**
المطلب الرابع: آليات تقييم القرارات الاستثمارية الرأسمالية	**103**
المبحث الثالث: القرار الاستثماري في ظل ظروف التمويل السائدة في الشركة	**110**
المطلب الأول: ماهية الهيكل التمويلي وأساسيات تحديده	**111**
المطلب الثاني: نظريات هيكل التمويل	**125**
المطلب الثالث: قياس تكلفة مصادر التمويل وأثرها على القرار الاستثماري	**130**
خلاصة	**137**
الفصل الثالث:تحليل سياسة توزيع الأرباح والقرارات الاستثمارية في ظل جودة التقارير المالية	
تمهيد	**139**
المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح والعوامل المؤثرة فيها	**141**
المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح	**141**
المطلب الثاني:العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح	**144**
المطلب الثالث: أشكال توزيعات الأرباح وإجراءاتها	**151**
المطلب الرابع:نماذج توزيع الأرباح	**162**
المبحث الثاني: المقاربات النظرية المفسرة لتوزيع الأرباح	**165**
المطلب الأول: مدخل إلى كفاءة السوق المالية	**165**
المطلب الثاني: المقاربات النظرية في ظل فرضيات السوق الكفء	**169**
المطلب الثالث: المقاربات النظرية في ظل اختلال فرضيات السوق الكفء	**174**

المبحث الثالث: أثر توزيعات الأرباح على القرار الاستثماري في ظل جودة التقارير المالية	**183**
المطلب الأول: تداخل القرارات المالية في الشركة	**184**
المطلب الثاني: أثر توزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية في الشركة	**187**
المطلب الثالث:أثر جودة التقارير المالية في تعديل أثر التوزيعات على القرارات الاستثمارية	**188**
خلاصة	**192**
الفصل الرابع: أثر جودة التقارير المالية على توزيعات الأرباح والقرار الاستثماري في الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية	
تمهيد	**194**
المبحث الأول: لمحة عن سوق عمان للأوراق المالية	**195**
المطلب الأول: نشأة وتطور سوق عمان للأوراق المالية	**195**
المطلب الثاني: الإصلاحات الهيكلية لسوق رأس المال في الأردن	**196**
المطلب الثالث. تقسيمات سوق عمان للأوراق المالية وقطاعاتها وآفاقها	**201**
المبحث الثاني: منهجية الدراسة التطبيقية وعرض نموذجها	**208**
المطلب الأول: مصادر جمع المعلومات	**208**
المطلب الثاني: مجتمع وعينة الدراسة	**209**
المطلب الثالث: نموذج ومتغيرات الدراسة	**212**
المطلب الرابع: الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة	**220**
المبحث الثالث: تحليل البيانات وتفسير النتائج	**222**
المطلب الأول: التحليل الوصفي للمتغيرات	**222**
المطلب الثاني: صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي	**227**
المطلب الثالث: تحليل نتائج اختبار الفرضيات	**232**
خلاصة	**243**
الخاتمة	**244**
قائمة المراجع	**252**
قائمة الملاحق	**269**

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
(2-1)	محددات الهيكل التمويلي وتأثيرها على الرفع المالي	114
(3-1)	نماذج وضعيات للقرارات المالية في الشركة	185
(4-1)	التوزيع القطاعي لعينة الدراسة	211
(4-2)	المتغيرات الضابطة وطرق قياسها	218
(4-3)	نسبة الرفع المالي لشركات العينة	223
(4-4)	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة	225
(4-5)	مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة	229
(4-6)	نتائج اختبار معامل تضخم التباين VIF	230
(4-7)	نسب توزيعات الأرباح لسنوات الدراسة	232
(4-8)	قرار توزيع الأرباح في شركات العينة	233
(4-9)	نموذج الانحدار الخطي لأثر التوزيع على القرار الاستثماري	234
(4-10)	نتائج الدلالة الإحصائية لنموذج الدراسة	236
(4-11)	تحليل نموذج الانحدار المفسر لأثر تفاعل المتغيرات المستقلة على قرار الاستثمار	237
(4-12)	نتائج الانحدار للعائد على الاستثمار ونسبة الرفع المالي	239
13-4)	جدول ملخص لنتائج اختبار الفروض الخاصة بالدراسة	241
(4-14)	نتائج اختبار فرضات الدراسة	242

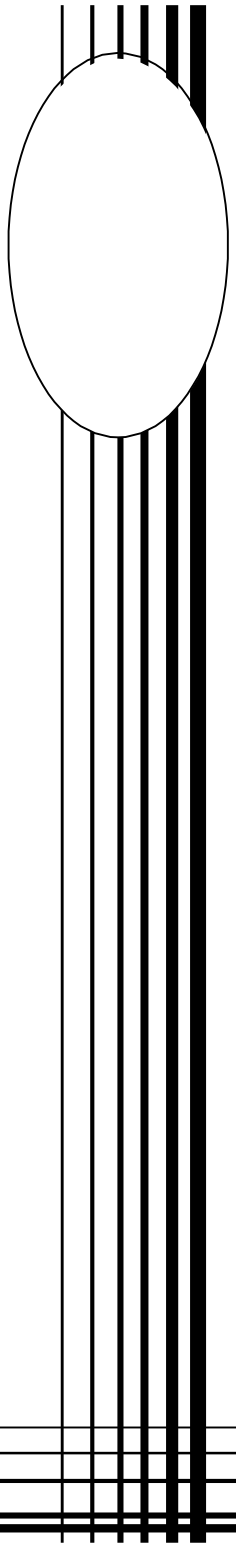
قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
(1-1)	تداخل احتياجات مستخدمي المعلومات المحاسبية	18
(2-1)	المنفعة الحدية للمعلومات	39
(3-1)	التسلسل الهرمي لجودة المعلومات المحاسبية	42
(1-2)	العلاقة بين تقسيمات القرارات الإدارية	83
(2-2)	المستوى الأمثل للديون وفق نظرية التبادل	126
(1-3)	توزيعات الأرباح وأثرها على سعر السهم	176
(2-3)	توزيعات الأرباح وأثرها على تكلفة الأموال الخاصة	176
(1-4)	المساهمة القطاعية لقيمة التداول لسنة 2018	202
(2-4)	نموذج الدراسة	214

قائمة المختصرات والملاحق

تعريف المختصرات

المختصرات	المعنى باللّغة الأصلية	الترجمة للعربية
IASB	International Accounting Standards Board	مجلس معايير المحاسبة الدولية
IASC	International Accounting Standards committee	لجنة معايير المحاسبة الدولية
FASB	Financial Accounting Standard Board	مجلس معايير المحاسبة المالية
ASOBAT	A Statement of Basic Accounting Theory	بيان النظرية الأساسية للمحاسبة
MM	Modigliani and Miller Theorem	نظرية موديلياني وميلر
FRQ	Financial Reporting Quality	جودة التقارير المالية
Divid	Dividends	توزيع الأرباح
Invest	Investment Decision	القرار الاستثماري
Leverage	Financial Leverage	الرفع المالي
Industry	Industry	قطاع الشركة



مقدمة

تعد قيمة الشركة قائمة على القرارات المالية الإستراتيجية والتي تتضمن ثلاثة قرارات رئيسية تتعلق بكل من التمويل بالدين وبالأسهم، والاستثمار وكذا توزيع الأرباح، فبافتراض مثالية السوق المالية أين تتجانس المعلومات بين إدارة الشركة والمستثمرين وتنعدم الضرائب وكذا التكاليف على العمليات يرى كل من موديلياني وميلر أن لا وجود لعلاقة بين الهيكل التمويلي للشركة وقيمتها، فالاستثمارات بما تتضمنه من تدفقات نقدية تشغيلية مستقبلية هي المحدد لقيمة الشركة لذا يجب أن تمنح الأولوية وأن قرار توزيع الأرباح لا يؤثر على القرار الاستثماري وبالتالي لا يؤثر على قيمتها، حيث برهنا على أن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على أسعار الأسهم ولا على تكلفة التمويل، إذ اعتبرا أن قيمة الشركة مرتبطة بالدخل المتأتي عن تشغيل الأصول وليس على طرق تقسيمه على شكل أرباح للمساهمين أو كأرباح مدورة وذلك مع فرض أن كل من المستثمر وكذا إدارة الشركة يملكون نفس المعلومات المتعلقة بالأرباح المستقبلية وكذا بالتوزيعات.

غير أنه وفي ظل غياب سوق مالية مثالية بهذه المعايير في عالمنا نتيجة لما يسوده من ضرائب وتكاليف إصدار ووكالة وكذا تكاليف مبادلات وعدم تماثل في المعلومات بين إدارة الشركات وفئة المستثمرين، فقد اعتبر عديد الباحثين الاقتصاديين أن قرار الاستثمار يرتبط ارتباطا وثيقا بقرار توزيع الأرباح.

يعد اتخاذ أي قرار سواء تعلق بالاستثمار أو بتوزيع الأرباح يكون مقترنا عادة بحجم التمويل الذاتي والمتمثل في عنصر الأرباح المحتجزة، حيث تلجأ الشركات إلى احتجاز أرباحها بغية تجنب احتمال عدم إمكانية الحصول على مصادر خارجية لتمويل استثماراتها المستقبلية وتجنبا لمختلف التكاليف التي قد تنجم عن المصادر الخارجية للتمويل مقارنة بالتمويل الذاتي فكل قرار يخص الأرباح في الشركات يجب أن ينصب في إطار سياستها في التوزيع وبما يتوافق وأهدافها الموضوعة، فإذا قررت الشركة توزيع الأرباح سيقلل من حجم التمويل المخصص للاستثمار وهو ما يخلق غالبا تضاربا بين هذين القرارين الماليين في الشركات وهو ما يدفع بهذه الأخيرة أحيانا إلى التخلي عن المشاريع الاستثمارية ولو كانت ذات قيمة لغرض توزيع الأرباح، وأحيانا أخرى يتعداه إلى الخفض من حجم الاستثمار المتوقع للرّفع من الأرباح الموزعة على اعتبار أن سياسة التوزيع في الشركة تتأثر مع مختلف القرارات المالية فيها وأن التغيير غير المدروس فيها قد يؤثر سلبا على قيمة الشركة.

فهذا التضارب حول التمويل الذاتي هو ناجم في الأصل عن تباين المعلومات بين إدارة الشركة وكذا المستثمرين باعتبارهم سيطالبون بعلاوة لشراء الأسهم للتعويض عن الخسائر المحتملة عن التمويل وهو ما يزيد من تكلفة الحصول على التمويل بنوعيه.

فالمستثمرون يعتمدون كغيرهم من المستخدمين على التقارير المالية لاتخاذ مختلف قراراتهم الاستثمارية باعتبارها المخرج النهائي الذي يعكس العمليات التشغيلية للشركات، غير أن التلاعب في التقارير المالية الذي شهدته كبريات الشركات في العالم في فترات زمنية مختلفة والتي أرجعها الكثير إلى التحايل في استخدام المعايير المحاسبية وطرق تحديد الأرباح والاهتلاكات واثبات الإيرادات، والتي تتقدمها الفضائح الاقتصادية التي شهدها العالم مطلع 2000 من حوادث إفلاس كشركة Enron والتي قامت بالإفصاح عن أرباح وهمية لتغطية خسائرها، وشركة World Com كمثال آخر بعد اكتشاف مخالفات محاسبية فيها،بالإضافة إلى ما تليهما من أزمات اقتصادية والتي تتقدمها أزمة الرهن العقاري التي اعتبرها عديد الباحثين على أنها لم تكن إلا تجاوزات لمبادئ محاسبية إذ توسعت البنوك في الاقتراض لأكثر من 60 ضعف حجم رؤوس أموالها مخالفة بذلك اتفاقية بازل للرقابة على البنوك،بالإضافة إلى تجاوزها لمبدأ محاسبي غاية في الأهمية وهو مبدأ الحيطة والحذر القائم على وجوب الاعتراف بالخسائر المحتملة وتكوين احتياطي ديون مشكوك في تحصيلها لمواجهة هذه الخسائر، والذي خلق فجوة عدم ثقة بين الشركات والمستثمرين نتيجة عدم التماثل في المعلومات بين المسيرين والمستثمرين كل هذا دفع إلى الاهتمام أكثر بمفهوم الجودة في المخرجات المحاسبية حيث أصبحت هذه النقطة بمثابة مصدر قلق للمستثمرين الحاليين وحتى المستقبليين، ففجوة الثقة التي خلقت بين الشركات والمستثمرين سببها عدم الموثوقية في المخرجات المحاسبية ومدى جودتها من عدمه.

فتعبر جودة التقارير المالية على درجة الدقة التي تعكس بها المعلومات التي تتضمنها التقارير المالية مختلف العمليات التشغيلية للشركة حيث تسمح بتخفيض تباين المعلومات بين المسير والمستثمرين من خلال تقديم معلومات موثوقة وملائمة عنها وبذلك فهي تزيد من ثقة المستثمرين في المعلومات وبالتالي تخفض من عدم الثقة بين المسير والمستثمر، الأمر الذي يجعل الشركات التي تتمتع بجودة في تقاريرها المالية تملك فرصة أكبر للتمويل الخارجي وبأقل التكاليف مقارنة بشركات تنخفض فيها الجودة، وهو ما يعني أن النوع الأول قد يكون أقل عرضة للتضارب بين

قراراتها المالية بما فيها قراري توزيع الأرباح والاستثمار مقارنة بالشركات الأقل جودة في التقارير المالية.

1-إشكالية الدراسة:

يعد التباين في المعلومات بين إدارة الشركة والمستثمرين عن قيمتها وعن أصولها وكذا مشاريعها الاستثمارية يضعف من إمكانية حصول الشركة على التمويل الخارجي بنوعيه وهو ما يخلق نوعا من التضارب بين القرارات المالية في الشركة والمتعلقة بكل من قرار توزيع الأرباح والقرارات الاستثمارية حول أولوية تخصيص التمويل الداخلي (الذاتي) المعتمد على الأرباح المحتجزة فقد أشارت الدراسات إلى أن الشركات تميل إلى الخفض من استثماراتها المستقبلية للمحافظة على نفس سياستها في التوزيع تجنبا لأي رد فعل عكسي من السوق المالية نتيجة الخفض في التوزيعات أو حجزها. لهذا فقد أصبح البحث عن الكيفية التي يتم فيها خلق توافق بين قرار توزيع الأرباح وقرار الاستثمار دون التأثير على قيمة المؤسسة سلبا أمرا ضروريا، ولأن ما يمنع الشركة من اللجوء إلى التمويل الخارجي في هذه الحالة هو إما عدم حصولها على حجم التمويل المرغوب فيه أو نظرا لارتفاع تكلفته، ولأن جودة التقارير المالية تساهم في تخفيض التباين بين مختلف الأطراف فكان لزاما البحث عن الدور الذي قد تلعبه جودة المخرجات المحاسبية في حل هذه الجزئية، وهو ما يدفعنا لطرح التساؤل التالي:

ما دور جودة التقارير المالية في الخفض من تأثير سياسة توزيع الأرباح على القرارات الاستثمارية ؟

ولتوضيح وتبسيط إشكالية الدراسة أكثر فإننا نطرح الأسئلة الفرعية التالية:

- هل هناك فرق في سياسة توزيع الأرباح المتبعة في الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية؟
- هل هناك أثر لتوزيع الأرباح على القرارات الاستثمارية في الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية؟
- هل يختلف تأثير توزيع الأرباح على القرار الاستثماري باختلاف القطاع الصناعي الفرعي للشركة؟

- هل تسمح جودة التقارير المالية بخفض أثر توزيع الأرباح على القرارات الاستثمارية في الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية؟

2-فرضيات الدراسة

بناء على ما سبق فإن الدراسة تحاول اختبار صحة الفرضيات التالية:

- **الفرضية الأولى:**

تتبع الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية نفس السياسة التوزيعية للأرباح.

- **الفرضية الثانية:**

هناك أثر ذو دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية في الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية عند مستوى الدلالة ($p\leq0.05$).

- **الفرضية الثالثة:**

هناك أثر ذو دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح علىالقرارات الاستثمارية للشركات المساهمة الصناعية العامة المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية يختلف باختلاف نوع القطاع الصناعي الفرعي للشركة.

- **الفرضية الرابعة:**

هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لجودة التقارير المالية على تأثير سياسة توزيع الأرباح على القرارات الاستثمارية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية عند مستوى الدلالة ($p\leq0.05$).

3-أهداف الدراسة:

على ضوء الإشكالية المطروحة فإن هذه الدراسة تهدف إلى اختبار مدىتأثير جودة التقارير المالية على كل من قرار توزيع الأرباح والقرارات الاستثمارية في الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، وبشيء من التفصيل يمكن إدراج أهداف الدراسة على النحو التالي:

- التعرف على مختلف العوامل المؤثرة في تحديد سياسة توزيع الأرباح المتبعة في الشركات؛
- تحديد ودراسة مدى تداخل كل من قراري توزيع الأرباح والقرارات الاستثمارية في الشركة؛
- معرفة الآليات والمؤشرات المستخدمة في قياس جودة التقارير المالية؛
- إيضاح مختلف المبررات التي تجعل جودة التقارير المالية ضمن أولويات الشركات المدرجة وذلك من خلال إبراز أهميتها بالنسبة للمستثمر الذي يشكل ركيزة أساسية لاستمرارية الشركات وتوسعها وتحديد دورها في معالجة فجوة الثقة بين الطرفين؛
- التأكيد على القيمة الاقتصادية لجودة التقارير المالية بخفضها لمشكل عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة وباقي المستخدمين لمخرجاتها المحاسبية؛
- حث السوق المالية على تكريس آليات تلزم الشركات على الرفع من جودة مخرجاتها المحاسبية باعتبارها مصدر المعلومات الرئيسي لمتخذي القرارات في السوق.

4-أهمية الدراسة:

يمكن تجزئة أهمية الدراسة إلى :

الأهمية العلمية : أين تحاول الدراسة أن تلقي مزيدا من الضوء على موضوع لم يأخذ النصيب الأوفر من الاهتمام في الأدبيات المحاسبية العربية كما هو الحال في الأدبيات الغربية وبذلك فيمكن لهذه الدراسة توجيه الدراسات المستقبلية، لتناول مختلف الموضوعات ضمن الإطار العام للدراسة الحالية.

الأهمية العملية: والتي تنبع من أهمية عناصر الموضوع والتي تتركز في فكرة أن ابراز مساهمة جودة التقارير المالية في تخفيف التأثير السلبي للقرارات المالية فيما بينها،سيعزز من أهمية مفهوم جودة التقارير المالية وسيزيد من حرص الشركات على الاهتمام بجودة مخرجاتهاعلى اعتبار أن هذا سيقلص من درجة التباين في المعلومات بين الشركة والمستثمرين، وهو الأمر الذي

سيكسب الشركة العديد من المزايا تتعلق أساسا بسهولة الحصول على التمويل الخارجي أو الحصول عليه بتكاليف تكون أقل، فلطالما شكلت مسألة البحث والحصول على معلومات ملائمة وموثوق فيها القضية الأولى بالنسبة للمستثمرين إذ أن نجاعة قراراتهم المتخذة مرتبط بشكل كبير بمدى صلابة القاعدة المعلوماتية التي بنيت على أساسها هذه القرارات. وهو الأمر الذي يعزز من ضرورة وجود درجة كافية من التمثيل الصادق والملاءمة في المعلومات النى تفصح عنها الشركات.

5- مبررات اختيار الموضوع :

إن اتخاذ القرار يشكل واحدا من أهم الركائز التي تحدد نجاح الشركة في ظل التحديات والتعقيدات الكبيرة والمنافسة التي تشهدها الشركات،ولأن القرار المالي هو أكثر القرارات أهمية نظرا لحساسيته ولتأثيره المباشر على أداء الشركات فإن اتخاذه يعد أمرا معقدا لأنه قد ينطوي أحيانا على تداخل البعض من قراراته وتعارضها وهو الأمر الوارد بين كل من القرار الاستثماري وقرار توزيع الأرباح، حيث أن اتخاذ قرار بشأن أحدهما يؤثر في القرار الآخر وذلك بالنظر لقيمة الأرباح المحققة والتي تمثل مصدرا تمويليا لكليهما، فالرغبة في معرفة آليات اختيار القرار الأنجع بينهما على المدى الطويل أهي ممكنة ؟ وهل فعليا من الممكن أن يتلاشى هذا التداخل بفكرة كسب ثقة المستثمرين من خلال خلق مفهوم للجودة في مخرجاتها المحاسبية؟ بالإضافة إلى التعرف إلى جودة التقارير المالية نظريا وفحص مستواها وواقعها في الشركات المدرجة في واحد من أنشط الأسواق المالية العربية.

6-المنهج المستخدم :

لتغطية أهداف الدراسة تم استخدام دمج بين منهجين تضمن الجزء الأول للدراسة استخدام **المنهج الوصفي** وذلك بتقديم عرض تفصيلي لمتغيرات الدراسة ووصفها والإحاطة بجوانب العلاقة النظرية بين هذه المتغيرات، في حين تم استخدام **المنهج التحليلي** في الجزء الثاني للدراسة والمتعلق بالجانب التطبيقي من خلال تحليل العلاقة بين كل من قرار توزيع الأرباح والقرار الاستثماري في الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية،ومن ثم تحليل تأثير جودة التقارير المالية على طبيعة العلاقة بين هذين المتغيرين وذلك باستخدام عينة من 62 شركة وتحليل بياناتها باستخدام برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS)

7-حدود الدراسة:

وتتضمن الحدود التالية:

الحدود الزمنية: فتشمل فترة الدراسة تحليل بيانات التقارير المالية للشركات المدرجة خلال الفترة الممتدة من سنة (2011 إلى 2018).

الحدود المكانية: فقد اقتصرت الدراسة على عينة من الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية والتي بلغ عددها 62 شركة موزعة على عشرة قطاعات صناعية فرعية.

8-صعوبات الدراسة:

إن من بين أهم الصعوبات التي واجهت الدراسة هي:

- غياب التقارير المالية التي تخص بعض الشركات المدرجة أو توفرها ولكن بشكل غير كامل لسنوات قبل 2010 دفع بنا إلى خفض السلسلة الزمنية للدراسة لتقتصر على الفترة (20182011)؛
- عدم وجود بيئة محلية مناسبة لاختبار فرضيات الدراسة لما يشوبها من سرية وامتناع عن تقديم المعلومات اللازمة من جهة، ومن جهة أخرى غياب سوق مالية نشطة تسمح بقياس مختلف المفاهيم المتعلقة بالجودة واختبار صحة الفرضيات، بالإضافة إلى إجراء دراسة مقارنة معها ونتائج الدراسة في أسواق مالية عربية مغايرة؛
- عدم توفر بعض المتغيرات في التقارير المالية المنشورة نتيجة كون البعض منها غير مكتملة قلص عدد المتغيرات الضابطة المستخدمة في الدراسة.

9-الدراسات السابقة:

لقد تناولت العديد من الدراسات جودة التقارير المالية بمختلف مفاهيمها ونماذج قياسها بالإضافة إلى علاقتها مع مختلف المتغيرات الداخلية للشركة، غير أنها افتقرت إلى دراسة طبيعة تأثيرها على كل القرارات المالية ونخص بالذكر كل من قراري الاستثمار وتوزيع الأرباح مجتمعة.

سيتم في هذا الجزء عرض الدراسات السابقة المستخدمة بناء على طبيعة محتواها حيث تم تقسيمها إلى ثلاث مجموعات أو محاور،تتضمن المجموعة الأولى الدراسات التي تناولت مفهوم جودة التقارير المالية وآليات قياسها، وبعدها تم عرض المجموعة الثانية والتي تحوي أهم الدراسات

الخاصة بطبيعة العلاقة بين القرار الاستثماري وقرار توزيع الأرباح في الشركات والتي أجريت في أسواق مالية متفاوتة الكفاءة، وآخر مجموعة والتي تناولت الربط بين متغيرات الدراسة ومن ثم عرض وإبراز القيمة المضافة لهذه الدراسة مع كل ما قدم سابقا:

أولا: الدراسات التي تناولت جودة التقارير المالية:

-دراسة FerdyBeest et.al **(2009)**: Quality of Financial Reporting : Measuring Qualitative Characteristics

هدفت الدراسة إلى بناء نموذج مركب لتقييم شامل لجودة التقارير المالية من حيث الخصائص النوعية الأساسية المتمثلة في كل من الملاءمة والتمثيل الصادق والخصائص الثانوية المتضمنة قابلية الفهم، وقابلية المقارنة والتحقق بالإضافة إلى خاصية التوقيت كما هو محدد في الاطار المفاهيمي للإبلاغ المالي لكل من مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB) ومجلس معايير المحاسبة الدولية(IASB).

ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام عينة من 231 تقرير مالي لشركات مدرجة في سوق الأوراق المالية لكل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا وهولندا خلال السنتين 2005 و2007، حيث قام الباحثون بوضع مؤشر مكون من 21 عنصر لفحص مدى تلبية هذه التقارير المالية للخصائص النوعية بشكل منفصل وبتوليفة.وبعد إجراء الاختبارات الإحصائية أشارت النتائج إلى نجاعة وصلاحية النموذج المستخدم في الدراسة لتقييم جودة التقارير المالية، كما توصلت إلى أن أداة القياس المستخدمة تساهم في تحقيق متطلبات كل من مجلس المعايير المحاسبة الدولية ومجلس معايير المحاسبة المالية بجعل الخصائص النوعية قابلة للقياس عمليا.

-دراسة Cheung et.al **(2010)** An HistoricalReview of Quality in Financial Reporting in Australia

هدفت هذه الدراسة إلى عرض نبذة تاريخية عن جودة الإبلاغ المالي في أستراليا، وهذا لمعرفة مدى صحة فكرة أن انتهاج أستراليا لمعايير الإبلاغ المالية الدولية سيحسن من جودة الإبلاغ المالي فيها، ولتحقيق الغرض قام الباحث بإجراء فحص لكيفية تطور كل من خصائص الجودة الأساسية والثانوية خلال الفترة (1962004).

وقد توصلت الدراسة إلى أن مفهوم الجودة مرتبط بأربع خصائص تمثلت في كل من الملاءمة والموثوقية وقابلية المقارنة وقابلية الفهم، بالرغم من أن تعريف هذه المفاهيم كان محل نقاش على

مدى (40) أربعين سنة، كما اعتبرت الدراسة أن المعنى الدقيق لهذه الخصائص مازال يطرح تساؤلا بالرغم من اعتمادها سنة 2004 كخصائص نوعية للمعلومات المحاسبية من قبل مجلس المعايير المحاسبية الأسترالي (AASB).

-**دراسة** مختار ادريس أبو بكر آدم **(2016)**:معايير إعداد التقارير المالية الدولية وجودة المعلومات المحاسبية ودورهما في الحد من ممارسات إدارة الأرباح:دراسة تطبيقية على عينة من المصارف:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر تطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية في إنتاج معلومات ذات كفاءة عالية وذلك على عينة من المصارف التجارية المدرجة في سوق الأوراق المالية بالخرطوم.

حيث توصلت الدراسة إلى أن اهتمام الإدارة بالتقارير من حيث أرقام الربح المحاسبي أكثر من اهتمامها بتقديم معلومات عادلة عن المنشأة، حيث تستخدم مختلف أساليب إدارة الأرباح للتأثير على الأرقام.

في الأخير قدم الباحث جملة من التوصيات تركزت على ضرورة إعادة النظر في معايير المحاسبة السودانية لجعلها أكثر قدرة على مواجهة ممارسات إدارة الأرباح من قبل المصارف والشركات الاقتصادية على حد سواء وهو الأمر الذي يسمح بالرفع من جودة التقارير المالية فيها.

ثانيا:الدراسات التي تناولت العلاقة بين كل من قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح، بحيث اختيرت الدراسات بما يضمن تنوع في فترة الدراسة بالإضافة إلى التنوع في البيئة الاقتصادية التي تنشط فيها السوق المالية محل الدراسة.

-**دراسة** Mougoue B **(2008)** An Empirical re-Examination of the Dividend investment Relation.

هدفت الدراسة إلى البحث عن العلاقة السببية الخطية وغير الخطية بين توزيعات الأرباح والاستثمار حيث استخدمت الدراسة بيانات من عينة تتضمن 417 شركة أمريكية حيث تم استثناء الشركات الأجنبية بسبب ممارستها المحاسبية التي قد تشوه طبيعة القرارات المالية. وكذا تم استبعاد الشركات الخدمية بسبب انخفاض استثماراتها الرأسمالية خلال الفترة (1962-2004)، حيث تحصل الباحث على سلسلة زمنية من 43 سنة لكل شركة.

ولتحقيق هدف الدراسة قام الباحث بقياس الاستثمار بقيمة الإنفاق الاستثماري في حين مثل توزيع الأرباح المبلغ النقدي الموزع للمساهمين.

وقد أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة خطية بين توزيع الأرباح والاستثمار بما يعني فصل بين القرارين في حين أن نتائج اختبار السببية غير الخطية تعارضت مع هذا الفصل إذ أشارت إلى وجود علاقة قوية ثنائية الاتجاه بين قرار توزيع الأرباح والاستثمار.

وقد أشارت الدراسة إلى أن العلاقة السببية غير الخطية قد تكون نتيجة أن إدارة الشركة تقوم بتحديد مستويات إنفاقها الرأسمالي وتوزيعاتها النقدية على المساهمين بما يتوافق مع بعضها ومع الأرباح المحققة.

-دراسة Sanju et.al **(2011)** Are Dividend and Investment DecisionsSeparable ?

هدفت الدراسة إلى فحص مدى ارتباط كل من قراري توزيع الأرباح والقرارات الاستثمارية باستخدام عينة من الشركات المدرجة في البورصة تنتمي إلى 8 قطاعات مختلفة اختيرت على أساس توفر مؤشراتها القطاعية في سوق الأوراق المالية وذلك خلال الفترة (19952008). ولتحقيق هدف الدراسة تم قياس متغير توزيع الأرباح بقيمة التوزيعات النقدية السنوية التي أجرتها الشركات، في حين تم قياس الاستثمار باستخدام التغير في إجمالي الأصول الثابتة. ولقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سببية بين توزيع الأرباح والقرار الاستثماري في الشركات محل الدراسة وتوصلت بذلك إلى عدم إمكانية فصل قرارات الشركة فيما يخص كل من توزيع الأرباح والاستثمار وأنها قرارات مرتبطة.

-دراسة Subramaniam et.al **(2011)** Investment Opportunity Set and Dividend Policy in Malaysia : Some Evidence on the Role of Ethnicity and Family Control

هدفت هذه الدراسة إلى فحص العلاقة بين فرص الاستثمار وسياسة توزيع الأرباح ومدى تأثير الملكية على طبيعة هذه العلاقة في الأسواق الناشئة وذلك باستخدام عينة من 300 شركة تمثل أكبر الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة (2004 إلى 2006).

أظهرت الدراسة وجود علاقة سلبية قوية ذات دلالة إحصائية بين فرص النمو وتوزيع الأرباح إذ أن الشركات ذات النمو المرتفع تدفع أرباح أقل والشركات ذات النمو المنخفض تدفع أرباح أعلى، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين الشركات العائلية وتوزيع الأرباح وهو ما يعني أن الشركات العائلية يتم فيها توزيع أرباح أقل مقارنة بالشركات غير العائلية.

-**دراسة.**Ardestani ,et al **"(2013)** Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia

هدفت هذه الدراسة إلى فحص أثر الفرص الاستثمارية وتمويل الشركات على سياسة توزيع الأرباح في القطاع الصناعي،حيث شملت عينة الدراسة 62 شركة مدرجة في بورصة ماليزيا وهذا خلال الفترة (2006 إلى 2008). بالنسبة لقياس متغيرات الدراسة فقد تم قياس فرص الاستثمار بـــTobin's q بينما تم قياس المتغير المستقل الثاني تمويل الشركات بالرافعة المالية واستحقاق الديون.

توصلت نتائج الدراسة إلى أن لفرص النمو واستحقاقية الديون علاقة ذات دلالة إحصائية وتوزيع الأرباح في الشركات محل الدراسة.

كما أظهرت نتائج الدراسة أنه وبارتفاع الفرص الاستثمارية أمام الشركات تقوم هذه الأخيرة بقطع مدفوعات من أجل الحفاظ على الموارد المالية المتاحة لإعادة استثمارها في فرص مستقبلية.

ثالثا:الدراسات التي تناولت موضوع جودة التقارير المالية وطبيعة ارتباطها بمتغيرات الدراسة والتي تنوعت بين دراسات عربية وأجنبية.

-**دراسة** Biddel and Hilary **(2006)** "Accountingquality and firmlevel capital investment"

هدفت الدراسة إلى فحص كيفية ارتباط جودة المحاسبة مع مستوى كفاءة الاستثمارات الرأسمالية ولتحقيق غرض الدراسة استخدم الباحث بيانات من 34 دولة للفترة (19932004) لدراسة العلاقة بين الدول بينما أجرى مقارنة للعلاقة بين المتغيرين في كل من الولايات المتحدة الأمريكية واليابان باستخدام بيانات للشركات الصناعية العامة فقط، حيث استبعدت الشركات في القطاع المالي حيث أرجع الباحث اختياره للبلدين نتيجة كونهما من أكبر الدول الاقتصادية في العالم مع وفرة التمويل الخارجي المتاح للشركات من جهة، وكذا توفرها على عدد كبير ومتنوع من الشركات ببيانات سلاسل زمنية طويلة والتي تسمح بتقدير خصائص المؤسسة بمستوى معقول من الثقة.

حيث تم قياس جودة المحاسبة بأربع مقاييس: اندفاعية الأرباح، وتجنب الخسارة، تمهيد الدخل وأخيرا بالتوقيت.

توصلت الدراسة إلى أنه وبوجود جودة في المحاسبة تزداد كفاءة الاستثمار وذلك بسبب انخفاض عدم تماثل المعلومات، بالإضافة إلى ذلك فقد خلصت الدراسة إلى أن هذه العلاقة كانت أكثر أثرا في الدول التي تعتمد على التمويل من خلال أسواق رأس المال.

-**دراسة** علام محمد موسى حمدان **(2014)**"العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثرها بصعوبات التمويل الخارجي**"**.

هدفت هذه الدراسة إلى بحث العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح على عينة من 175 شركة مساهمة عامة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية موزعة على سبعة قطاعات اقتصادية حيث غطت العينة ما نسبته (86%) من الشركات المدرجة في السوق وذلك خلال الفترة (2008ـ2014).

قام الباحث بقياس متغير الحاكمية المؤسسية باستخدام أربع خصائص مثالية للحاكمية والتي وضعتها منظمة (ISS) وباستخدام اختبارات معلمية وغير معلمية.

خلصت الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية بين الحاكمية المؤسسية وسياسة توزيع الأرباح، حيث تدعم هذه النتيجة أن توزيعات الأرباح تأتي نتيجة لجودة الحاكمية المؤسسية، كما أن نتائج الدراسة أظهرت أن صعوبات التمويل الخارجي لا تؤثر على طبيعة العلاقة بينهما.

-**دراسة** عماد سعد محمد الصائغ، حميدة محمد عبد المجيد **(2015)** " قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات المصرية"

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرار الاستثماري وتحديد أهم العوامل المؤثرة على العلاقة بينهما، ولتحقيق غرض الدراسة تم جمع معلومات من عينة تحوي 21 شركة غير مالية مقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة (1998ـ2013).

حيث توصلت الدراسة إلى وجود معدل منخفض للجودة في التقارير المالية للشركات المصرية بالإضافة إلى وجود مستوى منخفض من الاستثمار حيث أن الشركات التي عرفت زيادة في خفض الاستثمار أكبر من تلك التي رفعت من معدلاته، أما فيما يخص العلاقة بين المتغيرين فقد توصلت الدراسة إلى أن ارتفاع جودة التقارير المالية يؤدي إلى انخفاض مستوى التراجع في الاستثمار وتزايده في الشركات محل الدراسة.

-**دراسة** محمد عبد الحميد محمد **(2020)** ""أثر جودة التقارير المالية على العلاقة بين القرارات الاستثمارية وتوزيعات الأرباح -دراسة تطبيقية"" :

هدفت الدراسة إلى فحص أثر جودة التقارير المالية على العلاقة بين توزيعات الأرباح والقرارات الاستثمارية في الشركات المدرجة في البورصة المصرية، حيث استخدمت لتحقيق الهدف 184 مشاهدة تتعلق بسنتي 2017 و 2018، وباستخدام جملة من الاختبارات الإحصائية، كما توصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي معنوي لتوزيعات الأرباح على القرار الاستثماري مقاسا بحجم الاستثمار الداخلي في شركات العينة، كما توصلت لأثر سلبي معنوي للتفاعل بين جودة التقارير المالية وتوزيعات الأرباح على القرار الاستثماري.

-**دراسة**Li Lin and Huashen**(2012)**

The Impact of Corporate Governance on the Relation between Investment Opportunity and Dividends policy an Endogenous Switching Model Approach

بحثت هذه الدراسة عن دور حوكمة الشركات في العلاقة بين الفرص الاستثمارية وتوزيع الأرباح، ولتحقيق أغراض الدراسة تم اختيار عينة من الشركات المدرجة في سوق تايوان المالية خلال الفترة (2000 -2009) حيث قسمت هذه الشركات إلى مجموعتين بناء على مستوى حوكمتها، حيث تضمنت المجموعة الأولى من العينة الشركات التي تتميز بنظام حوكمة قوي بينما تحوي المجموعة الثانية الشركات التي تتميز حوكمتها بالضعف بالاعتماد على أربعه عوامل لتوزيع الشركات على المجموعتين.

وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سلبية بين فرص الاستثمار وتوزيع الأرباح في الشركات التي تتمتع بحوكمة جيدة، في حين كانت العلاقة ايجابية بالنسبة للشركات التي تتمتع بضعف الحوكمة فيها، كما أشارت الدراسة إلى أن نتائج الاختبارات الإحصائية كانت مغايرة عند التغيير في العامل المستخدم في تقسيم توزيع الشركات على المجموعتين أي في تغيير عامل قياس متغير الحوكمة.

توصلت الدراسة أيضا إلى أن الشركات التي تتمتع بحوكمة ضعيفة ولديها فرص استثمارية كبيرة تقوم باستخدام توزيعات الأرباح لبناء سمعة جيدة لدى المستثمرين.

دراسة Ramalingegowda et.al **(2013)**

The Role of Financial Reporting quality in mitigating the constraining effect of Dividends policy on investment decision

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد دور جودة الإبلاغ المالي في خفض تأثير الأرباح الموزعة على القرارات الاستثمارية المتعلقة بالبحث والتطوير، ولتحقيق أغراض الدراسة فقد تم استخدام عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة (19942010).

وقد خلصت الدراسة إلى أن التقارير المالية العالية الجودة تخفف من التأثير السلبي لسياسة توزيع الأرباح على القرارات الاستثمارية، وبالتالي تجنب الشركة التخلي عن مشروعات استثمارية مربحة لسداد التوزيعات النقدية، كما توصلت الدراسة أيضا إلى أن حجم التأثير الخاص بجودة الإبلاغ المالي يختلف باختلاف طبيعة الاستثمار بين استثمار مالي وآخر يتعلق بالبحث والتطوير.

القيمة المضافة للدراسة:

من خلال الدراسات السابقة المعروضة يتضح أن هناك افتقار للدراسات التي تناولت طبيعة تأثير جودة التقارير المالية على كل من القرارات الاستثمارية وتوزيع الأرباح معا، حيث ركزت أغلبها على دراسة تأثير جودة المعلومات المحاسبية على القرارات الاستثمارية وأغفلت قرار توزيع الأرباح، لذلك فالموضوع بحاجة إلى بحث خصوصا على المستوى العربي، من خلال تحديد الدور الذي تلعبه جودة التقارير المالية في نجاعة القرارات المالية المختلفة في الشركات.

أما بالنسبة للدراسات الأجنبية المقدمة وإن تناولت الموضوع بكثير من التفصيل إلا أنها قد قدمت نتائجها بناء على عينات من شركات مدرجة في أسواق مالية تتسم بالكفاءة وذلك في ظل اقتصاد متقدم،في حين أن الدراسة الحالية تهدف إلى البحث عن العلاقة بين هذه المتغيرات في سوق من الأسواق المالية العربية الناشئة ومدى تطابق أو اختلاف النتائج المتوصل إليها في ظل اقتصاديات نامية تتسم أسواقها المالية بمستوى أقل كفاءة إذا ما قورن بمستوى الكفاءة في الدول المتقدمة.

10-خطة الدراسة وهيكلها:

لتحقيق أهداف الدراسة واختبار صحة الفرضيات تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول،تغطي الثلاثة فصول الأولى الجانب النظري للدراسة أما الفصل الأخير فيمثل الفصل التطبيقي لها والذي يتضمن الجانب التحليلي للدراسة وما تضمنه من نتائج لاختبار الفرضيات وأهم توصيات.

وبذلك فقد جاء هيكل العرض وفق ما يلي:

الفصل الأول: مدخل إلى جودة التقارير المالية

يأتي هذا الفصل ليناقش ماهية جودة التقارير المالية حيث يتم التعرف فيه على مختلف المفاهيم المتعلقة بجودة التقارير المالية بدء بعرض الإطار الفكري الذي تبنى عليه المحاسبة، ومن ثم تقديم شرح مفصل لمفهوم الجودة في المخرجات المحاسبية والمتمثلة في التقارير المالية والتعريف بأهم مستخدمي هذه المخرجات، ومن ثم الحديث عن مداخل قياس هذه الجودة التي اعتمدها الباحثون والتي توزعت ما بين مداخل كمية وأخرى نوعية، ليختتم الفصل بعرض للجوانب المتعلقة بجودة التقارير المالية والتي ضمت جوانب رئيسية تتعلق بكل من الجوانب الإعلامية المتمثلة في الإفصاح المحاسبي والجوانب الأخلاقية والتي ترتبط بكل من معد التقارير المالية والمدقق لها وأخيرا الجوانب الفنية لها.

الفصل الثاني: مدخل إلى القرارات المالية وصناعة القرار الاستثماري

جاء هذا الفصل ليناقش مختلف القرارات المالية في الشركة حيث يتضمن في مبحثه الأول أساسيات عملية اتخاذ القرار وأطرافها وأنواع القرارات الإدارية، بينما يتضمن المبحث الثاني منها لمفاهيم المتعلقة بالقرارات الاستثمارية وكذا العوامل المؤثرة في هذا النوع من القرارات بالإضافة إلى مختلف التبويبات للمشاريع الاستثمارية ومؤشرات تقييمها، في حين يختتم الفصل بمدخل للقرار التمويلي كمؤثر ومحدد للقرارات الاستثمارية في الشركات.

الفصل الثالث: تحليل سياسة توزيع الأرباح والقرار الاستثماري في ظل جودة التقارير المالية

ويتضمن هذا الفصل ثلاثة مباحث يتناول المبحث الأول منها الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح،حيث يتم التعرض فيه إلى التعريفات التي قدمت لسياسة توزيع الأرباح وكذا مختلف العوامل المؤثرة على هذه السياسة في الشركات، وكذا أشكال التوزيعات والإجراءات التي تتبعها الشركات للقيام بعملية التوزيع للأرباح.

أما مبحثه الثاني فيخصص لعرض مختلف النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح وهذا في ظل فرضيات السوق الكفء وفي ظل اختلال هذه الفرضيات، حيث يستهل المبحث بعرض لمفهوم الكفاءة في السوق المالية ومستويات تصنيفها وشروط كل صنف، ليتم بعدها عرض مفصل للنظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل كفاءة السوق وفي عدمها.

يختتم الفصل بمبحث ثالث تضمن البحث في طبيعة العلاقة بين القرار الاستثماري وتوزيعات الأرباح في الشركات بالاعتماد على مختلف النظريات الموضوعة والدراسات ليتم بعدها عرض أثر جودة التقارير المالية في طبيعة العلاقة بين القرارين من خلال تأثير هذه الأخيرة على تكلفة التمويل في الشركات.

الفصل الرابع: اثر جودة التقارير المالية على توزيعات الأرباح والقرار الاستثماري في الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية.

يتناول هذا الفصل الجانب التطبيقي للدراسة المخصص للإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار الفرضيات، حيث يتضمن في البداية لمحة عن سوق عمان للأوراق المالية، ومن ثم يتم تقديم منهجية العمل التطبيقي بعرض لمجتمع وعينة الدراسة وكذا النموذج المطبق لاختبار فرضيات الدراسة وشرح تفصيلي لمتغيراته وطرق قياسها.

في حين يخصص المبحث الثاني منه إلى الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات المجمعة عن عينة الدراسة من خلال الاعتماد على برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS) ليختتم الفصل بمبحث أخير يتضمن مجمل ما تم التوصل إليه من نتائج تتعلق باختبار فرضيات الدراسة والتي تنصب في تحديد دور جودة التقارير المالية في التخفيف من تأثير سياسة توزيع الأرباح على القرارات الاستثمارية في الشركات الصناعية المدرجة في السوق المالية.

الفصل الأول

مدخل إلى جودة التقارير المالية

تمهيد

في سنة2021 أدت تصريحات ايلون ماسك مالك شركة تسلا للسيارات حول تطبيق هاتفي (signal) إلى ارتفاع بـ 1100% في أسهم شركة تحمل نفس اسم التطبيق في ظرف يومين فقط، حيث توجه المستثمرون إلى الاستثمار في أسهما ظنا منهم أنها الشركة المقصودة صاحبة التطبيق وهو ما دفعها للرد على أنها لاتمت بأي صلة لشركة signal، إن هذا التطور التكنولوجي الذي يشهده العالم اليوم وما أفرزه من سرعة في التواصل وجه الأنظار إلى الأهمية التي تلعبها المعلومة وسرعة ايصالها في التغيير القياسي والسريع للموازين حتى في الجانب الاستثماري، وكيف أنها أصبحت تخلق فرقا وميزة تنافسية بين الشركات، والتي أصبحت هي الأخرى تولي اهتماما شديدا بها نظرا لحجم المنافسة الذي يشهده عالم الأعمال، والذي أفرز صراعا بينها لكسب ثقة الجمهور والمستثمرين لضمان مكانة الشركة في السوق وضمان استمراريتها.

فتوفير الشركات للمعلومات للمحاسبية للمستخدمين لاتخاذ قراراتهم لم يعد العنصر الأهم الذي تطالب به الهيئات المهنية المحاسبية، وإنما أصبح مطلب المصداقية والدقة وأن تتمتع هذه المعلومات بجملة من الخصائص النوعية مطلبا أساسيا،يتفق عليه كافة مستخدمي التقارير المالية وان اختلفت احتياجاتهم منهذه المعلومات.

ولأن منظور الجودة في كل المجالات واسع فإن جانبها المحاسبي أيضا ليس الأقل تعقيدا، فاختلاف الآراء فيها حول مفهوم الجودة وكذا حول آليات قياس هذه الجودة في المعلومات بين مؤيد لقياس كمي وآخر لقياس نوعي زاد من درجة التعقيد فيها، ولغرض تبيان هذه الاختلافات في الطرح فقد ارتأينا في هذا الفصل عرض مختلف المفاهيم المتعلقة بالجودة بداية بعرض لأهم التعريفات التي خص بها هذا المفهوم ومن ثمة آليات قياسه من وجهات نظر متعددة وختاما التطرق إلى جوانب الجودة والتي توزعت بين جوانب إعلامية وأخرى أخلاقية وذلك وفق الترتيب التالي:

المبحث الأول:عناصر الإطار الفكري للمحاسبة ومخرجاتها

المبحث الثاني:ماهية جودة التقارير المالية وآليات قياسها

المبحث الثالث:جوانب الجودة في إعداد التقارير المالية

المبحث الأول: عناصر الإطار الفكري للمحاسبة ومخرجاتها

إن التعقيد والتنوع الذي تعرفه المعاملات الاقتصادية اليوم نتيجة لمواكبة التطور التكنولوجي الحاصل، كرس من زيادة الأهمية التي تشغلهامهنة المحاسبةوالتي تعمل على تبسيط هذه التعقيدات الخاصة بالعمليات في جملة من التقارير المالية التي تسهل فهم هذه النشاطات وقياس أدائها.

إن هذه التقارير المالية المعدة تشكل مصدر المعلومات الرئيسي للمستخدمين فهي الأساس الذي يتم وفقه اتخاذ القرارات وهو الأمر الذي جعل طرق اعدادها وعرضها ومحتواها وخصائص المعلومات التي تتضمنها محط الاهتمام، فقد وضعت العديد من الهيئات المحاسبية المهنية اطارا فكرياخاصا يلخص هذه الآليات بالطريقة التي تجعل مخرجات العمل المحاسبي أكثر دقة واتساقا وواقعية.

المطلب الأول: الإطار الفكري للمحاسبة

قبل التعرض إلى جودة التقارير المالية وأساليب قياسهاكان لزاما عرض الأساسيات التي يبنى عليها العمل المحاسبي والتي تساعد المحاسبين على أداء مهامهم بالتقليل من الحكم الشخصي واستبعاد تعدد البدائل المحاسبية وذلك من خلال تقديم مفهوم للإطار الفكري للمحاسبة من وجهة نظر بعض الهيئات المهنية المحاسبية، ومن ثم عرض العناصر التي تشكل هذا الإطار الفكري.

الفرع الأول: مفهوم الإطار الفكري

يقصد بالإطار الفكري عموما "بيان المبادئ النظرية المقبولة قبولا عامًا"، بينما في المجال المحاسبي والذي يتعلق بتوفير معلومات مفيدة للمستخدمين،فالإطار المفاهيمي هنا يشكل الأساس النظري لتحديد الأحداث التي يجب حسابها وكيفية الاعتراف بها وقياسها وكذا كيفية الافصاح عنها؛[1]

[1]International GAAP,**Generally Accepted Accounting Practices under International Financial Reporting Standards**, John Wiley and Sons Ltd, Global Edition 14, UK, 2019, PP40-41.

كما يعرف الإطار الفكري على أنه " يشكل نظاماً من الأهداف والسياسات المترابطة التي تصف طبيعة ووظيفة وحدود المحاسبة المالية".[1]

فالإطار الفكري هو نظام متكامل يشكل مرجعا للممارسات المحاسبية العملية ومرجعا لتقييم هذه الممارسات.

الفرع الثاني: عناصر الإطار الفكري للمحاسبة

إن هيكل الإطار الفكري للمحاسبة الملائم والمبسط ينبغي أن يتكون من مجموعة أركان أو مستويات حددتها مختلف الهيئات المهنية المحاسبية الدولية والتي وإن اختلفت فإن أغلبها إنصبت في الأركان التالية[2]:

- أهداف المحاسبة؛
- المفاهيم المحاسبية؛
- الفروض المحاسبية؛
- المبادئ المحاسبية؛

وفيما يلي عرض تفصيلي لهذه الأركان الأربعة وعناصرها وفق ما نصت عليه مختلف الهيئات المحاسبية.

أولا: الأهداف المحاسبية

تعد الأهداف نقطة البداية في بناء الفكر المحاسبي،حيث أن المحاسبة بمخرجاتها من قوائم مالية وتقارير تهدف في الأساس إلى توفير معلومات تكون من وجهة نظرمجلس معايير المحاسبة المالية[3] FASB:

- مفيدة لمتخذي القرارات الاستثمارية والقرارات الائتمانية؛
- مفيدة للمستثمرين والدائنين والمستخدمين الآخرين في تقدير درجة عدم التأكد المصاحبة للتدفقات النقدية المستقبلية؛

---

[1] أمين السيد أحمد لطفي، **نظرية المحاسبة منظورالتوافق الدولي**، الدار الجامعية،القاهرة، 2007، ص 180.

[2] أحمد محمد نور، شحاتة السيد شحاتة، **مبادئ المحاسبة المالية**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2008، ص 64.

[3] دونالد كييسو، جري ويجانت، تعريب أحمد حامد حجاج،**المحاسبة المتوسطة**، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009، ص67.

- توفير معلومات تتعلق بكل من الموارد الاقتصادية والالتزامات والتغيرات في كل منها.

في حين أنها تهدف وفق الإطار الفكري لمجلس المعايير المحاسبية الدولية IASB إلى:

- تقديم معلومات عن المركز المالي وتغيراته والتي تكون مفيدة لفئة كبيرة من المستخدمين لاتخاذ قراراتهم الاقتصادية المناسبة.

إن تحديد الأهداف يسمح بالربط بين حاجيات المستخدمين والمعايير المحاسبية الموضوعة وهو ما يُنتج معلومات تغطي مختلف احتياجات المستخدمين.

ثانيا: المفاهيم المحاسبية

إن المفهوم المحاسبي هو عبارة عن فكرة ذهنية مترجمة أو معبر عنها في صورة لفظ[1]. حيث تمثل المفاهيم المحاسبية مجموعة متجانسة من الأفكار الأساسية التي تحدد لنا ماهية العناصر أو الظواهر موضوع الدراسة.[2]

إن الهدف من تحديد المفهوم هو إرساء معنى محدد لعنصر معين عن طريق استخلاص خصائصه الجوهرية وعلاقته بالعناصر الأخرى إذ يمكن استخدامه أساسًا لتحديد البنود التي تقع في نطاقه والتي تقع خارجه.[3]

إن المفاهيم يجب أن تتضمن خاصيتين أساسيتين:[4]

- **أن تكون عملية:** ويعني أن تكون خصائص المفهوم قابلة للقياس، فقد يعبرمثلاً دخل الفرد عن مقدار الاشباع النفسي أو المعنوي الذي يحصل عليه خلال فترة زمنية، فبالرغم من سلامة المفهوم إلا أنه غير عملي لكونه غير قابل للقياس.
- **أن تكون اجرائية:** بمعنى أن يشمل المفهوم على مضمون يوضح اجراءات تحديده.

ومما يجب الاشارة إليه أن المفاهيم غير ثابتة بصفة مطلقة وإنما قد تتغيربما يتوافق والتطور الحاصل في البيئة المحيطة.

---

[1] حسين بلعجوز، **نظام المعلومات المحاسبي ودوره في اتخاد القرارات الانتاجية**، مؤسسة الثقافة الجامعية، الاسكندرية، 2009،ص 151.

[2] قاسم محسن الحبيطي، ماهر علي الشمام، **المحاسبةهل هي مبادئ ومفاهيم أم قواعد وأحكام من منظور دولي**، تنمية الرافدين، المجلد 34،العدد 108، 2012، ص 227.

[3] وليد ناجي الحيالي، **نظرية المحاسبة**، منشورات الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، 2007، ص39.

[4] **المرجع نفسه** ، ص ص 39-40.

تتوفر المحاسبة على عدد من المفاهيم تقسم وفق ما يلي[1]:

1- مفاهيم خاصة بالوحدة المحاسبية: ومن بين ما تتضمنه نجد: أصحاب المشروع، الشخصية المعنوية...الخ

2- **مفاهيم خاصة بالقوائم المالية:** وتشمل المفاهيم المتعلقة بكل من قائمة المركز المالي، وقائمة الدخل، وقائمة التدفقات النقدية، وقائمة تغيرات أموال الخزينة.

3- **مفاهيم خاصة بعناصر القوائم المالية:** وتشمل مفهوم العناصر التي تمثل كل من الأصول، والخصوم، وحقوق الملكية،والايرادات والمصروفات،والأرباح والخسائر والتي جاءت تعاريفها وفق الإطار الفكري المحاسبي الدولي الصادر في 2003 كمايلي:[2]

3-1 الأصول: وتعني موارد اقتصادية تتحكم بها الوحدة المحاسبية نتيجة لأحداث في الماضي والتي يُتوقع أن تخلق منافع مستقبلية لها.

3-2 الخصوم: فتمثل القيمة الحالية للالتزامات المستقبلية لأحداث في الماضي أو التسويات المتوقعة في المستقبل والتي تنتج عنها تدفقات خارجية لموارد الوحدة.

3-3 حقوق الملكية: وتمثل حقوق الملكية صافي أصول المؤسسة بعد خصم كافة خصومها والتزاماتها.

3-4 الايرادات والمصروفات: وتعني الايرادات زيادة المنافع الاقتصادية للوحدة المحاسبية خلال فترة زمنية محددة بينما تشكل المصروفات نقصا فيها خلال فترة زمنية معينة.

3-5 الأرباح والخسائر: تشكل الأرباح زيادة في حقوق أصحاب رأس المال الناتجة عن عمليات الشركة مع غيرها من الوحدات ومن الأحداث الأخرى التي قد تتأثر بها الشركة خلال فترة زمنية معينة، بينما تشكل الخسائر النقص في حقوق أصحاب رأس المال.

4- مفاهيم خاصة بجودة المعلومات المحاسبية:

وتشمل المفاهيم الخاصة بجودة المعلومات المحاسبية جملة من المفاهيم المتعلقة بالخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية التي تجعلها ذات منفعة للمستخدمين.

---

[1] علي عبد الله شاهين، **النظرية المحاسبية إطار فكري وتحليلي وتطبيقي**، مكتبة آفاق للطباعة والنشر، غزة، 2011، ص 25.

[2] عبد الرحمن بن ابراهيم الحمد، **نظرية المحاسبة**، الطبعة الأولى، بدون ناشر، الرياض، 2009، ص 321.

ثالثا:الفروض المحاسبية

تشكل الفروض المحاسبية ايضاحات ذاتية الاثبات تعرض البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والقانونية التي يجب أن تعمل فيها المحاسبة وهي مشتقة من الأهداف المحاسبية.[1] حيث تمثل مسلمات مقبولة عموما.

لقد تم اعتماد فروض أساسية يستند عليها المحاسب أثناء القيام بأعماله المحاسبيةوذلك خلال فترة تطوير المبادئالمحاسبية، والتي يمكن عرضها في النقاط التالية:

1-فرض الوحدة المحاسبية:

يقصد بمفهوم الوحدة المحاسبية أن للمؤسسة شخصية معنوية ذات ذمة مالية مستقلة ومنفصلة عن أصحابها وملاكها وهذا من المنظور القانوني،في حين أنها من منظور محاسبي تمثل وحدة التحاسب، حيث تمسك دفاتر وسجلات خاصة بكل وحدة محاسبية على حدا حتى لو كان أصحابها يملكون وحدات أخرى تمارس نفس النشاط.[2] وبذلك تكون الأنشطة الاقتصادية للوحدة منفصلة عن أنشطة صاحب المشروع الاقتصادية.

إن فرض الوحدة المحاسبية يكرس أن رأس المال هو حق الملاك قبل الشركة[3]، وأن:[4]

- لا تسجل المعاملات الخاصة بالملاك وإنما فقط المعاملات التجارية الخاصة بالشركة؛
- يتم التعامل مع رأس المال على أنه التزام على الشركة والذي يجب أن يكون مدينا بها لأصحابها؛
- يمكن تطبيق هذا الفرض على الشركة بأكملها كوحدة واحدة أو على أقسام مختلفة في الشركة.

---

[1]أمين السيد أحمد لطفي، **مرجع سابق**،ص 184.

[2]أحمد هاني حماد بحيري، أحمد صلاح عطية، **مبادئ المحاسبة المالية مدخل لمساندة ودعم اتخاذ القرار**، بدون ناشر، مصر، 2006، ص ص 21-22.

[3]محمد سامي راضي، **مبادئ المحاسبة المالية**، الجزء الأول، مصر، الدار الجامعية، 2011، ص 44.

[4]Rajasekaran V, Lalitha R, **Financial Accounting**, Pearson Education, India, 2011, P 17.

2-فرض الاستمرارية:

وبمقتضى هذا الفرض يُتعامل مع الشركة على أنها مستمرة في أعمالها ولن يتم تصفيتها في القريب العاجل،[1]غير أن هذا الفرض لا يعني أن الشركة ستظل موجودة بصفة دائمة ولكنه يعني أنها ستظل قائمة لمدة كافية لتنفيذ الخطط الحالية ولمقابلة التزاماتها التعاقدية.[2]

إن هذا الفرض يترتب عنه تبرير العديد من المبادئ المحاسبية الهامة مثل قياس الأصول بتكلفتها التاريخية.[3]

3-فرض الدورية:

ويعني أن حياة المشروع تقسم إلى فترات زمنية محددة حيث يتم ربط كل عملية من العمليات التي تقوم بها الشركة بالفترة أو الفترات الملائمة التي تخصها، أي تخصيص العمليات تخصيصًا زمنيا ملائما،[4] فعمليا لا يمكن الانتظار حتى نهاية حياة المشروع لمعرفة نتيجة الأعمال لذا اصطلح على أن تكون هناك فترة محددة تعبر عن سنة مالية تقاس في نهايتها نتيجة أعمال الشركة ومركزها المالي.

إن هذا القياس الدوري لنتائج الأعمال ناتج عن اعتبارات عديدة منها:[5]

-أهمية تقييم أعمال الوحدة وتقييم أداء العاملين فيها والقائمين على إدارتها؛

-ضرورة توزيع جزء من الأرباح على المساهمين في الشركة كعائد على مساهماتهم في الشركة.

4-فرض وحدة النقد:

يقوم هذا الفرض على أن النقود هي أداة القياس التي يُعتمد عليها لقياس وإثبات العمليات المالية في السجلات المحاسبية،[1] فهذا الفرض يقصي المعلومات التي لا يمكن قياسها نقدا من عملية التسجيل المحاسبي.

---

[1] أحمد صلاح عطية، **مبادئ المحاسبة المالية نظام معلومات لخدمة متخذي القرارات**، الدار الجامعية، مصر، 2010، ص 19.

[2] أحمد محمد نور، شحاتة السيد شحاتة،**مرجع سابق**، ص 71.

[3] أحمد صلاح عطية، **مرجع سابق**، ص19.

[4] أحمد محمد نور، شحاتة السيد شحاتة، **مرجع سابق**، ص 73.

[5] أحمد هاني حماد البحيري، أحمد صلاح عطية، **مرجع سابق**، ص 23.

تلزم المادة رقم 10 من القانون رقم 08-156 كل كيان باحترام فرضية الوحدة النقدية وأن لا تدرج في الحسابات إلا المعاملات والأحداث التي يمكن تقويمها نقدا، غير أنه يمكن أن يشار إلى المعلومات غير القابلة للتحديد الكمي والتي يمكن أن يكون لها أثر مالي في الملاحق الخاصة بالكشوف المالية.

وانطلاقا مما سبق يمكن الإشارة إلى أن الفروض المذكورة تمثل في مجموعها الأسس أو الركائز التي يتم بناء عليها اشتقاق المبادئ المحاسبية من جهة وإعداد وعرض القوائم المالية من جهة أخرى.

رابعا: المبادئ المحاسبية

هناك مجموعة من المبادئ المحاسبية التي تُتبع في تحديد وقياس وتسجيل الأحداث الاقتصاديةأي أن الأنشطة والمراحل التي تنطويها المحاسبة تحكمها مبادئ محاسبية مقبولة قبولا عاما،حيث تمثل المبادئمن الناحية المحاسبية أساسا علميا تم استخدامه في الخبرة العملية وتم قبوله بصورة عامة على اعتبار أن المبادئ هي أصول أو أسس سليمة تؤدي إلى تحقيق الأغراض المطلوبة،[2]فالمبادئ ليست قوانين جامدة بل هي مرنة بما يكفل تعديلها وتطويرها لتتماشى مع التطورات الحاصلة في المعاملات الاقتصادية.

إن جملة هذه المبادئ المحاسبية تتلخص فيما يلي:

1- التكلفة التاريخية:

وبمقتضى هذا المبدأ يتم تقييم الأصول والالتزامات بالتكلفة الفعلية التي تحملتها الشركة للحصول على الموارد الإنتاجية وتهيئتها للاستعمال ضمن الغرض الرئيسي لها،[3]حيث يسمح أساس القياس هذا بسهولة التحقق من القيم المسجلة لتوفر المستندات وأدلة الاثبات المؤكدة لها.

ويعد هذا المبدأ على صلة بكل من مبدأ الموضوعية، وفرض الاستمرارية، فإثبات الأصول والالتزامات بالتكلفة التاريخية يعزز موضوعية البيانات المحاسبية، أما افتراض استمرارية الشركة إلى مالا نهاية يعزز التكلفة التاريخية كأسلوب قياس عوض استخدام مدخل التكلفة الجارية.[1]

---

[1] محمد مطر، **التأصيل النظري للممارسات المهنية المحاسبية في مجالات القياس والعرض والافصاح**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2004، ص 50.

[2] حسين بلعجوز، **مرجع سابق**، ص 156.

[3] أحمد صلاح عطية، **مرجع سابق**، ص 19.

2-تحقق أو الاعتراف بالإيرادات:

عادة ما يواجه الشركات سؤال عن زمن الاعتراف بالإيراد، فالاعتراف بالإيرادات يحدث عند تحققه أو اكتسابه أو عندما يكون قابلا للتحقيق، حيث تحقق الشركات عائدات عندما تتبادل المنتجات (السلع والخدمات) أو أصول أخرى مقابل النقد أو مطالبات نقدية، بينما تكون قابلة للتحقق عندما تصبح الأصول المستلمة أو المحتفظ بها قابلة للتحول إلى نقد أو شبه نقد.[2]

3-مقابلة الإيرادات بالمصروفات:

ويعني هذا المبدأ مقابلة الايرادات المحققة خلال الدورة المحاسبية بالمصروفات المنفقة لتحقيقها حيث يتبع المحاسبون في الاعتراف بالمصروفات قاعدة مسايرة النفقات للإيراد.

غير أنه وفي بعض الحالات قد يكون من الصعب مقابلة المصروفات بنوع معين من الإيراداتلفترة محاسبية محددة، لذا على المحاسب أن يتبع بشأنها سياسة أسلوب المقابلة المنطقية المنظمة[3]. والتي تقوم على تقريب العلاقة بين المصروفات والايرادات اعتمادا على افتراض أن هناك علاقة بين العائد المستلم ونفقات الحصول عليه.

كما أن هناك بعض المصروفات (أو الخسائر) التي يمكن أن يتم تحميلها مباشرة على إيرادات الفترة المحاسبية التي حدثت فيها نظرا لعدم وجود منفعة مستقبلية لها أو أنه ليس لها علاقة مباشرة بإيرادات الفترة المحاسبية.[4]

4- الموضوعية:

يعد هذا المبدأ ركنا أساسيا في تنفيذعملية القياس المحاسبي، إذ بموجبه تتحدد طبيعة ونوعية المستند الذي يتم بناء عليه تسجيل العمليات المالية في السجلات المحاسبية، كما يوفر المبدأ عنصر الحيادية في القياس وذلك إلى الحد الذي يقلص من تأثير الاجتهاد الشخصي إلى أدنى درجة.[5] إن مبدأ الموضوعية في المحاسبة يقضي أن تستند البيانات المحاسبية المسجلة في

---

[1] محمد مطر، **مرجع سابق**، ص 53.

[2]DonaldKieso, Jerry Weygandt, Terry warfield,**Intermediate Accounting**, 13thEdition, Wiley, USA,P43.

[3]محمد سامي راضي، **مرجع سابق**، ص48.

[4]**المرجع نفسه**، ص 49.

[5]محمد مطر، **مرجع سابق**، ص 55.

الدفاتر على أدلة موضوعية وملموسة يمكن الرجوع إليها عند الحاجة للتأكد من صحة البيانات، كما يجب أن تستند الإجراءات المحاسبية المتبعة في تسجيل البيانات ومعالجتها على المبادئ والمعايير المحاسبية المتعارف عليها.[1]

5-الإفصاح الكامل:

يشير مبدأ الإفصاح المحاسبي الكاملإلى أن تتضمن القوائم المالية المنشورة وإيضاحاتها مختلف المعلومات المالية الكافية المتعلقة بالمركز المالي للشركة ونتائج أعمالها وكذا تدفقاتها وبالقدر الذي يُمكن المستخدمين من اتخاذ القرارات،[2]حيث يشكل مبدأ الإفصاح المحاسبي أهمية تنبع من أهمية الوظيفة الإعلامية للمحاسبة، وهو ما جعله محل الاهتمام حيث كان ومازال لب العديد من الدراسات والأبحاث في الأدب المحاسبي باعتبار أن الجدل مازال قائما حول قيمة متطلبات الإفصاح المحاسبي بالنسبة لمختلف الفئات من المستخدمين.

6-الأهمية النسبية:

يعد تحديد مستوى أهمية بند أو عنصر أمرا عمليا وليس علميا، حيث لا يمكن أن توضع قواعد جامدة مثبتة علمية لتحديد أهمية العنصر أو البند، فما هو مهم في زمن أو قطاع معين قد يكون غير ذلك في زمن وقطاع آخر، فعادة ما يُترك تحديد مستوى الأهمية النسبية قياسا أو افصاحا للجهات المشرعة لمعيار المحاسبة، وكذا للحكم الشخصي لمعد القوائم المالية ومراقبيها.[3]

ووفق هذا المبدأ فينبغي تسجيل تلك العناصر التي يكون لها تأثير وفق ما تنص عليه المعايير في حين يمكن اهمال استخدام المعيار على العناصر التي لا تشكل أي تأثير على المخرجات المحاسبية.

---

[1]مختار علي أبو زريدة، **مبادئ علم المحاسبة الحديثة**، دار الكتب الوطنية، بنغازي، 2008، ص 45.

[2]عبد الوهاب نصر علي،**مبادئ المحاسبة المالية وفق المعايير المحاسبية الدولية**، الجزء الأول، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 29.

[3]عبد الرحمن بن إبراهيم الحمد، **مرجع سابق**، ص 123.

7-التحفظ المحاسبي:

يشكل التحفظ المحاسبي أحد أهم وأقدم المبادئ المحاسبية والذي يعرف على أنه الممارسة المحاسبية التي تنطوي على توقع الخسائر قبل أن تتحقق ولا تعترف بالمكاسب إلا عند تحققها[1] يواجه المحاسب في الغالب وضعيات يكون فيها مخيرا بين عدة طرق للقياس فوفقا لمفهوم التحفظ المحاسبي، يجب على المحاسب اختيار طريقة القياس التي لها أقل تأثير ايجابي على صافي الدخل والمركز المالي في الفترة الحالية، على أن تكون كل طريقة مختارة للقياس مدعمة بالتبريرات المناسبة لذلك.[2]

مما يجب الإشارة إليه أن الجدل مازال قائما في تصنيف التحفظ المحاسبي بين من يعتبرونه مبدأ محاسبيا وبين من يصنفونه كقيد من القيود المحددة للمعلومات المحاسبية.

بعد العرض الخاص بالإطار الفكري للمحاسبة يتضح على أنه نظام مترابط يتوقفعلىمجموعة من العناصرتتمثل في كل من الأهداف المحاسبية، والمفاهيم والفروض والمبادئ المحاسبية التي تقوم عليها المحاسبة المالية إذ أن وجوده مدعمبمجموعة من الأسباب والتي يمكن حصرها فيما يلي:

-منفعة المعلومات:

فحتى تكون المعلومات مفيدة يجب أن يُستند في اعدادها على هيكل ثابت من الأهداف والمفاهيم؛

-اتساق المعايير والقواعد:

إن وضع معايير وقواعد بناءً على أسس واضحة وثابتة سيخلق بين هذه المعايير والقواعد اتساقا؛

---

[1]Mostafa Harakeh, **Information Assymetry, Accounting Standard and Accounting Conservatism**, Phd thesis, Alliance Manchester Business School, England, 2017, P 155.

[2]Charles Gibson, **Financial Reporting and Analysis, Using Financial Accounting Information**, 11th edtion, South Western, USA,2009, P14.

-حل المشاكل المحاسبية الطارئة:

حيث يمَكن الرجوع إليه من حل مختلف المشكلات المحاسبية الطارئة وبسرعة أكبر.[1]

يضيف بعض الباحثين إلى الأركان أو العناصر الأربعة السابقةعنصرا آخرا هو " الطرق والاجراءات المحاسبية" والتي تمثل مختلف الاجراءات التي تحكم المهنيين في ممارساتهم إذ تمثل محصلة للعناصر السابقة.[2]حيث يتضمن مثلاً الإطار الفكري للمحاسبة الصادر عن FASB مستويات يشكل فيها هذا المستوى المستوى الأخير والذي يعتبره كخلاصة لاسقاط المستويات السابقة على الجانب التطبيقي أو العملي للمحاسبة.

المطلب الثاني: مفهوم التقارير المالية وأشكالها

يسمح احترام الإطار الفكري للعمل المحاسبي باعداد مخرجات محاسبية مفيدة ومتناسقة وموثوقة لاتخاذ مختلف القرارات الاقتصادية.

تختلف هذه المخرجات المحاسبية منقطاع اقتصادي إلى آخر غير أن الاتفاق فيها مرتبط بالقوائم المالية أين تُلزم القوانين والأنظمة الشركات على إصدار مجموعة من القوائم المالية التى تفصح فيها عن مختلف عملياتها خلال السنة المالية، باعتبارها كوسيلة لتوفير معلومات تمكن مستخدميها من الاطلاع على نتيجة نشاط الشركة وأدائها ومن ثم اتخاذ القرارات بناءً عليها.

وللتفصيل أكثر في محتوى هذه المخرجات المحاسبية من تقارير مالية فإننا سنخصص هذا المطلب لعرض أنواع هذه التقارير المالية وأهم العناصر التي تشكلها.

الفرع الأول: تعريف التقارير المالية

تعد التقارير المالية وسيلة النظم المحاسبية في عرض ونشر نتائج الشركة للأطراف المهتمة.[3] إذ يعرف التقرير المالي على أنه أي تصنيف للمعلومات التي تتضمن مجموعة متكاملة من القوائم المالية كما هو الحال في التقرير السنوي لحملة الأسهم أو تلك التقارير المودعة لدى هيئة بورصة الأوراق المالية.[4]

---

[1] أمين السيد أحمد لطفي، **مرجع سابق**، ص 185.

[2] محمد مطر، **مرجع سابق** ، ص 57.

[3] يوحنا آل آدم، صالح رزق، **المحاسبة المالية، أصول وخصوم وقوائم مالية**، دار حامد للنشر، عمان، 2000، ص 724.

[4] طارق عبد العال حماد، **التقارير المالية**، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 437.

وبذلك فالتقارير المالية تمثل الإطار العام والأوسع الذي يضم في مجمله كل من القوائم المالية والمعلومات غير المالية التي لا يمكن الإفصاح عنها ضمن هذه القوائم، وبذلك فقد تحتوي هذه التقارير أيضا على تقارير مجلس الإدارة وتقارير تخص التنبؤات المالية والأخبار ذات الصلة بالشركة ومختلف التأثيرات التي قد تحدثها الشركة على البيئة المحيطة.[1]

بخلاف القوائم المالية فالتقارير المالية لها العديد من الأشكال فقد تكون في شكل خطاب رئيس مجلس الإدارة، أو في شكل تنبؤات الإدارة بخصوص نشاط الشركة الحالي والمستقبلي.[2]

وعلى ضوء ما سبق يتضح أن التقارير المالية تشكل مخرجات للمحاسبة المالية تمكن مختلف مستخدميها من معرفة الوضعية المالية للشركات، حيث تكون هذه التقارير في شكل قوائم مالية تعرض في صلبها معلومات مالية أو قد تكون غير ذلك في شكل تقارير لمجلس الادارة أو في شكل تقارير تعرض جملة من التنبؤات المالية أو أي أحداث ذات الصلة بالشركة.

الفرع الثاني: أهداف التقارير المالية

تتضمن الأهداف الرئيسية لإعداد التقارير المالية وفق ما جاء به مجلس معايير المحاسبة المالية FASB مايلي:[3]

- توفير المعلومات التي تفيد المستثمرين الحاليين والمرتقبين، والدائنين الحاليين والمرتقبين وغيرهم من مستخدمي التقارير المالية في ترشيد القرارات الاستثمارية والقرارات الائتمانية بالإضافة إلى باقي القرارات الاقتصادية الأخرى؛
- توفير المعلومات الملائمة التي تساعد المستثمرين الحاليين والمرتقبين وكذا الدائنين في تقدير حجم وتوقيت ودرجة التأكد من التدفقات النقدية المستقبلية، إذ أن هذه المعلومات ضرورية في تقييم قدرة الخزينة على توليد تدفقات نقدية وبالتالي توفير عوائد مستقبلية لهم؛

---

[1] مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، **تحليل القوائم المالية**، دار السيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 28.

[2] كمال الدين الدهراوي، **تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار**، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2006، ص 14.

[3] FASB, **Financial Accounting Series** available on http://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1218220340119&acceptedDisclaimer=true, Accessed: 20/05/2017.

- توفير معلومات عن الموارد الاقتصادية للمؤسسة والتزاماتها وكذا مختلف العمليات والأحداث التي من شأنها التغيير في هذه الموارد والالتزامات وهو الأمر الذي يسمح لمستخدمي التقارير المالية من تحديد درجة القوة المالية للمؤسسة من جهة وتقييم سيولتها ومرونتها من جهة أخرى.

وبذلك فإن التقارير المالية تهدف إلى توفير معلومات مالية وغير مالية تمكن المستخدمين بمختلف فئاتهم من ترشيد قراراتهم الاقتصادية المختلفة.

الفرع الثالث: مستخدمو التقارير المالية

أشرنا سابقا إلى أن الهدف الرئيسي للمحاسبة هو إيصال وتوفير المعلومات المتعلقة بنشاط الشركة في شكل تقارير مالية تستخدم من قبل العديد من الأطراف المهتمة من داخل وخارج الشركة، حيث تحتاج كل فئةمن المستخدمين إلى نوع محدد من المعلومات والتي تكون مفيدة له في اتخاذ قراراته، فما هو مناسب من معلومات لمستخدم قد لا يكون كذلك بالنسبة لمستخدم آخر.

وعليه في هذا الجزء من الدراسة سنأتي على ذكر أهم الأطراف المستخدمة للتقارير المالية التي تصدرها الشركات مع عرض احتياجاتكل فئة من هذه المعلومات.

أولا: المستخدمون من الجهات الخارجية

وتضم هذهالفئة من المستخدمين كل من:

1-المساهمون والمستثمرون:

تعد هذه الفئة من أهم مستخدمي التقارير المالية للشركات حيث تتخذ قراراتهابالاعتماد عليها والتي تكون اما قرارات ذات استثمارية أو رقابية أو كلاهما معا، فالقرار الاستثماري يتعلق باختيار محفظة مالية تتلاءم مع المستثمر من حيث العائد والمخاطرة، في حين أن القرار الرقابي يتمثل في متابعة توجهات الادارة وقراراتها ومدى نجاعة هذه القرارات في تحقيق الأهداف الموضوعة.[1]

[1] أحمد السيد، **مدى أهمية المعلومات المحاسبية للمستثمرين، منهج مقترح لتطوير الافصاح المحاسبي لتنشيط سوق المال المصري**، مجلة البحوثالتجارية، جامعة حلوان، مصر،2005، ص 106.

2-المقرضون الحاليون والمرتقبون:

وتحتاج هذه الفئة إلى التقارير المالية كونها المصدر الأساسي للمعلومات التي تساعد على فهم أوضاع الشركة من حيث الائتمان، والضمانات، ومعدل العائد، وشروط السداد، وتواريخ الاستحقاق، أي تقييم مدى قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية مستقبلية تضمن حقوقهم مستقبلا.[1]

تشكل الفئات السابقة الذكر (مساهمين ومستثمرين وكذا الدائنين) أهم فئة من المستخدمين التي ركزت عليها FASB باعتبار أنها المصدر التمويلي الفعال الذي يضمن توسع الشركات واستمراريتها مستقبلا.

3-الموردون:

تستفيد هذه الفئة من المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات الخاصة بالتوريد للشركة وتقييم مدى امكانيتها على سداد مستحقاتها المالية الحالية أو المستقبلية[2].

4-العملاء:

ويهتم العملاء على الخصوص بالمعلومات المتعلقة باستمرارية الشركة والتي تساعد على التنبؤ بوضع الشركة المستقبلي،وقدرتها علىالاستمرارية وبالتالي قدرتهاعلى تحقيق احتياجاتهم، ومعرفة مدى امكانية مواصلةالمعاملات التجارية بين الطرفين.[3]

5-الأجهزة الحكومية:

حيث تعتمد الأجهزة الحكومية على المعلومات المحاسبية الخاصة بالشركات إما لدواعي ضريبية أو لتخطيط وتوجيه النشاطات الاقتصادية أولأغراض الرقابة والمتابعة المالية والاقتصادية والاجتماعية لنشاط الوحدات الاقتصادية،[4] بالإضافة إلى الاطلاع على مدى التزامها بالقوانين الموضوعة.

---

[1] علي عبد الله شاهين، **مرجع سابق**، ص 96.

[2] محمد سامي راضي، **مرجع سابق**، ص 31.

[3] أحمد حلمي جمعة، **نظرية المحاسبة المالية (النموذج الدولي الجديد)**، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 35.

[4] مختار علي أبو زريدة، **مرجع سابق**، ص 22.

6-الجمهور:

وتضم هذه الفئة من المستخدمين الخبراء والباحثين والمستشارين الماليين والاقتصاديين، والذين وإن اختلفت أهدافهم فحاجتهم إلى المعلومات المحاسبية ضرورية، إذ يحتاج البعض منهم الحصول على معلومات تتعلق بالاتجاهات والتطورات التي تعرفها الشركة، بالاضافة إلى معلومات حول مدى تنوع أنشطتها ودورها التنموي والاجتماعي.

تعد احتياجات هذه الفئة في كثير من الأحيان غير مباشرة تقوم على تمثيل الفئات الأخرى من المستخدمين.[1]

ثانيا: المستخدمون من داخل الشركة

وتضم هذه الفئة المستخدمين الذين يمثلون مستوى من مستويات الشركة والذين يمكن عرضهم فيما يأتي:

1-إدارة الشركة:

وتهتم بالحصول على مختلف المعلومات لتخطيط وتنظيم وتوجيه موارد الشركة، وكذا للحكم على مدى كفاءتها في تسييرها خلال الفترة المالية، وكذا إجراء مقارنة لأدائها مع أداء الشركات من نفس القطاع.[2]

2-المستخدمون العاملون:

ويمثلون الأفراد الذين يمثل جهدهم العضلي أو الذهني عنصرا من عناصر الإنتاج، وتحتاج هذه الفئة المعلومات المحاسبية لمعرفة الوضع المالي للشركة للاطمئنان على حقوقهم ومستقبلهم الوظيفي، وحجم أجورهم مستقبلا.

ثالثا: الهيئات المهنية

تضم هذه الفئة مجموعة المحاسبين المسؤولين عن تنظيم مهنة المحاسبة، حيث تهتم هذه الفئة من المستخدمين بالمعلومات المحاسبية المتعلقة بالشركات، لتحسين هذه المخرجات من حيث مراجعة الإجراءات والمعايير المحاسبية الموضوعة للتطبيق، وكذا متابعة تطور المعاملات التجارية والاقتصادية لمواجهة مختلف المشكلات المحاسبية التي قد تنجم عن هذه المعاملات.

---

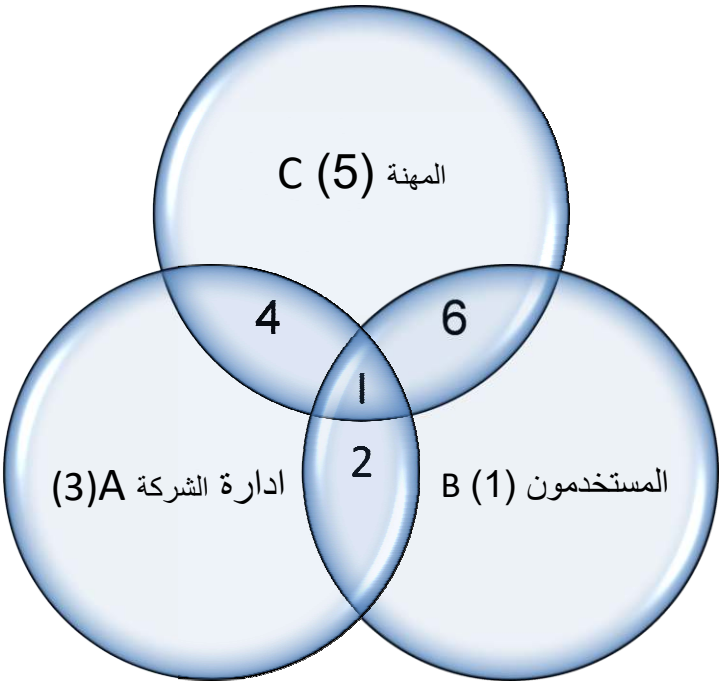
[1] محمد أبو نصار، جمعة حميدات، **معايير المحاسبة والإبلاغ المالي الدولية، الجوانب النظرية والعلمية**، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2009، ص04.

[2] **المرجع نفسه**، ص 05.

يتضح مما سبق أن لكل فئة من المستخدمين مجالا من الافصاحات يولون الاهتمام به يختلف من فئة لأخرى بناء على طبيعة العلاقة والهدف الذي يربطها بالشركة محل الإفصاح، غير أن هذا لا ينفي وجود تداخل في الاحتياجات بين الفئات الثلاثة المذكورة.

ولتقديم تفصيل أكثر، يوضح الشكل الموالي التداخل بين احتياجات مستخدمي التقارير المالية من المعلومات وذلك لثلاث فئات من المستخدمين تمثل على الخصوص كل من الهيئات المهنية، وإدارة الشركة وباقي المستخدمين الخارجيين.

الشكل رقم (1-1): تداخل احتياجات مستخدمي المعلومات المحاسبية



المصدر: وحيد محمود رمو، أهمية المعلومات المحاسبية ومقومات تطوير المحاسبة لخدمة التنمية الاقتصادية في الدول النامية إشارة خاصة للعراق، **دراسات العلوم الإدارية**، المجلد 26، العدد 2، 2000، ص ص 172-174.

حيث تم تمثيل حاجات المستخدمين من معلومات كما يلي:[1]

- تمثل الدائرة **(B)** ما يحتاجه المستخدمون الخارجيون من معلومات، في حين الدائرة (A) توضح المعلومات التي تقوم الإدارة بتحضيرها والافصاح عنها، بينما الدائرة (C) فهي تمثل المعلومات التي تكون الهيئات المهنية قادرة على إخضاعها للقياس والمراجعة وفق للمبادئ المحاسبية المقبولة قبولا عاما، تتقاطع الدوائر فيما بينها مشكلة احتياجات مشتركة ممثلة بأرقام نأتي علىذكرها فيما يلي:
- تمثل المساحة (I) المعلومات التي يحتاجها المستخدمون لقراراتهم الاقتصادية، والتيمن الممكن أن تكون منشورة ومفصح عنها في التقارير المالية من قبل ادارة الشركة، بحيث لاتعترض هذه الأخيرة على عرضها كما يمكن للهيئات المهنية اخضاعها لمعايير القياس والافصاح؛
- **المساحة رقم (2)** تمثل المعلومات المطلوبة من المستخدمين لفائدتها في اتخاذ قراراتهم الاقتصادية والتي تحتاجها الإدارة، في حين أن الفئات المهنية لم تتمكن من إخضاع تلك المعلومات لمعايير الإفصاح والقياس، إما بسبب عدم التأكد أو عدم توفر المعايير الموضوعية لقياسها كما هو الحال في التنبؤات المالية؛
- تمثل **المساحة (1)** المعلومات المطلوبة من المستخدم الخارجي، ولكن تمتنع كل من الهيئات المهنية وكذا الإدارة على تقديمها والتي تعكس إحدى المشاكل التي تؤثر في الحد من المعلومات المحاسبية وتمثل ضعف المعرفة بحاجة المستخدم الخارجي؛
- **المساحة رقم (6):** وتمثل المعلومات التي يرغب المستخدم الخارجي في الحصول عليها، والتي يمكن إخضاعها لمعايير القياس والإفصاح إلا أن الإدارة لاترغب في الإفصاح عنها، فقد يكون عدم الإفصاح ناتجاعن عدة أسباب قد تتعلق مثلا بالمحافظة على المركز التنافسي للشركة أو تجنبا لتكاليف أخرى.

فانطلاقا من الشكل، يتضح وجود تداخل في نوع احتياجات المستخدمين من المعلومات المحاسبية مشار إليه بالمساحة (I)،غير أن هذا التداخل بسيط إذا ما قورن بحجم الاختلافات في

[1] وحيد محمود رمو، **أهمية المعلومات المحاسبية ومقومات تطوير المحاسبة لخدمة التنمية الاقتصادية في الدول النامية اشارة خاصة العراق**، دراسات العلوم الادارية، المجلد 26، العدد 2، 2000، ص ص172-174.

الاحتياجات من المعلومات المحاسبية، والذي ما هو إلا اختلاف للأهداف وتعارض في المصالح بين كل من الادارة والمستخدم الخارجي والهيئات المهنية، فالمستخدمون عموما يحتاجون إلى معلومات مالية أو وصفية غير مالية قد تكون حالية أو مستقبلية متعلقة بالتنبؤات، وهو ما يتعارض مع مصلحة الإدارة في الحفاظ على معلومات قد ترى في الإفصاح عنها ونشرها خرقا لقدرتها التنافسية، ومكانتها في السوق، أو عبئا إضافيا يضر من مصلحتها، في حين أن الهيئات المهنية تكرس فكرة الإفصاح عن المعلومات التي تحقق إمكانية اخضاعها لمعايير القياس والافصاح المقبولة عموما.

وللتقليل من هذه الاختلافات الملاحظة فقد تم اقتراح ثلاثة حلول يكفل من خلالها تحديد كمية وشكل المعلومات المحاسبية التي يجب أن تتضمنها التقارير المالية،حيث كان أنجعها أن يكون ما تقدمه الإدارة والهيئات المهنية من معلومات مفيدا للمستخدمين، بالطريقة التي تمكنهم من اتخاذ القرارات المناسبة والرشيدة، وبالرجوع للشكل السابق (1-1) فتمثيل الحل يرتكز على أن تبقى الدائرة B ثابتة بينما تدور كل من الدائرتينA وC حولها.[1]

الفرع الرابع: أنواع التقارير المالية

تتخذ التقارير المالية عدة أنواع تتعدد بتعدد الغرض من التقرير، فقد تتعلق بتقارير لفترة ماضية كتقارير الحسابات الختامية للشركة والمتمثلة في القوائم المالية، أوتقارير أخرى وصفية قد تتضمن مثلا تقرير مجلس الإدارة، وتقرير المدقق الخارجي أو قد تتعلق بالمستقبل كتقارير الموازنات التقديرية.

فالتقارير المالية لا تتضمن القوائم المالية فقط حتى وإنشكلت هذه الأخيرة الجزء المحوري للتقرير المالي، فالمعلومات الواجب إيصالها للمستخدمين عن طريق التقارير المالية تتخذ أشكالا أخرى مختلفة، وتتعلق بموضوعات عدة، حيث أشار FASB إلى أن التقارير المالية تمثل جميع وسائل توصيل المعلومات للمستخدمين المباشرة وغير المباشرة منها والمستخرجة من النظام المحاسبي للشركة.

ففي السابق كانت القوائم المالية تعبر عن الأحداث الاقتصادية وكانت كافية للتعبير عنها غيرأنه ومع تعقد المعاملات الاقتصادية والتأثير المتبادل الذي قد يخلق بين الشركات والبيئة المحيطة من

[1] وحيد محمود رمو، **مرجع سابق**، ص 174.

جهة وكذا لتعدد الطرق المحاسبية المخصصة لمعالجة هذه الأحداث من جهة أخرى جعلت من الصعب على المستخدم الإحاطة بالطرق المستخدمة في اعداد هذه القوائم أو الإحاطة بالدور الذي تلعبه الشركة في محيطها القطاعي والاقتصادي وحتى الاجتماعي.

وبذلك تتضمن التقارير المالية في شكلها ما يأتي:

أولا:القوائم المالية

تعد القوائم المالية الجزء الأهم في التقارير المالية وذلك لما تحتويه من معلومات قد تؤثر مباشرة في قرارات مستخدميها،فهي بمثابة نقطة اتصال بين الشركة وفئات المستخدمين، والتي لابد أن تعكس وبموثوقية الوضعية المالية للشركة وأدائها وذلك خلال فترة مالية محددة.

ثانيا: تقرير المدقق الخارجي

تحتوي التقارير المالية أيضا على تقرير المدقق الخارجي الذي يعد الخطوة الأهم في التأكيد على مصداقية القوائم المالية المدققة، حيث يكون هذا التقرير نتاج المراجعة التي يقوم بها المدقق الخارجي على القوائم المالية، حيث ينحصر التقرير في إبداء نوعين من الآراء:

– رأي نظيف أو تقرير نظيف مع فقرة تفسيرية،

–الخروج عن التقرير النظيف من خلال: رأي متحفظ أو رأي سلبي، أوبالامتناع عن إبداء الرأي[1]وذلك حول مدى صدق تمثيل العمليات التي تمت خلال الفترة المعنية، وأنه قد تم إعداد هذه القوائم وعرضها وفق للمبادئ المحاسبية المتعارف عليها.

فبذلك يسمح تقرير المدقق الخارجي بالكشف عن نوع المعلومات التالية[2]:

- التأثير المادي الناجم عن استخدام طرق محاسبية غير تلك المقبولة قبولا عاما؛
- التأثير المادي للتغيير والانتقال من استخدام طريقة محاسبية لأخرى.

[1]KSubramanyam,JohnWild,**Financial Statement Analysis**, Mc Graw hill,10th Edition, USA, 2009,P 73.

[2]EldonsHendrekson,Michael Van Breda, **Accounting Theory**, 5th Edition, Irwin, Boston, P 859.

ثالثا: تقرير مجلس الإدارة

يتضمن تقرير مجلس الادارة معلومات نوعية تتعلق بأهداف الشركة الاستراتيجية ومدى تحققها من خلال ابراز بعض المؤشرات التي تربط بين الوضعية الحالية والهدف محل التحقيق،كما يحتوي أيضا مختلف الخطط التوسعية والمشاريع المستقبلية إن وجدت، حيث أشار **FASB** "أن الادارة تعلم عن الشركة وشؤونها أكثر مما يعرفه المستثمرونأو المستخدمون الخارجيون، وبامكانها الرفع من منفعة المعلومات من خلال عرض الأحداث أوالمعاملات الاقتصادية أو الظروف التي قد تؤثر على الشركة، وعرض درجة التأثير المالي لهذه الظروف عليها"،[1]وبذلك يعد تقرير مجلس الادارة من أهم التقارير التي تعدها الشركات، باعتبار أنه يحتوي معلومات قد تفيد في الاطلاع على استراتيجيات الشركة وتوجهاتها المستقبلية بالإضافة إلى التأثير البيئي أو الاجتماعي لأعمال الشركة.

رابعا: تقارير مالية أخرى

بالاضافة إلى أشكال التقارير المالية التي تم عرضها سالفا، هناك تقارير مالية أخرى نأتي على ذكرها اختصارا:

1-تقارير مالية مرحلية أو مؤقتة:

وهي تقارير مالية تكون ربع أو نصف سنوية، تحوي معلومات مختصرة عن الشركة تخص فترة زمنية أقصر، حيث ترتكز أهميتها في وقتية المعلومات، وكمثال عليها نجد ما تلزم به هيئة الأوراق المالية الأمريكية SEC الشركات المدرجة من عرض تقارير مالية ربع سنوية تسمى بـ 10-Q على أن يدرج الربع الأخيرمن السنة مباشرة في التقرير المالي النهائي 10-k.[2]

تجدر الاشارة إلى أن معظم الشركات المدرجة تصدر معلومات ربع سنوية تكون في الغالب مكثفة للغاية وهو ما قد يحد من قيمتها ونفعيتها في كثير من الأحيان.

2-تقارير قطاعية:

تنشط الشركات في قطاعات اقتصادية مختلفة، تتفاوت فيها درجة الربحية والمخاطرة لهذا فإن التحليل الجيد للشركة يتطلب توفر معلومات مالية تخص نوع القطاع الذي تنتمي إليه،

[1]Eldons Hendrekson, Michael Van Breda, **OP CIT**, P 859.

[2]K Subramanyam,John Wild, **OP CIT**, P 68.

بالاضافة إلى المخاطر التي تصاحب هذا النوع من النشاط وهو ما قد توفره التقارير القطاعية التي تصدرها الشركات.

واستخلاصا لما سبق فإن التقارير المالية تحتوي تقارير أساسية تتمثل في القوائم المالية، وأخرى إضافية يرتبط اعدادها بظروف وموضوعات معينة وتكون اختيارية، إذ للشركة حرية الإفصاح عنها من عدمه.

المطلب الثالث: عرض وتقديم القوائم المالية

تتعدد الأحداث والمعاملات الاقتصادية التي تسجلها الشركات دوريا في سجلاتها المحاسبية والتي يتم عرضها لجمهور المستخدمين في شكل قوائم مالية ملخصة لكل هذه العمليات والأحداث، والتي تكون بمثابة نقطة اتصال بين الشركة والفئات المستخدمة لهذه القوائم لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية أو الائتمانية بناء عليها، إن هذه القوائم المالية تعد الزامية الاعداد في الشركات وبصفة دورية ومنتظمة.

الفرع الأول: تعريف القوائم المالية

تعرف القوائم المالية على أنها كشوف وجداول مالية تعكس المرحلة الأخيرة في الدورة المحاسبية والتي يتم فيها بيان الأعمال بالاستعانة بنتائج تجميع وتبويب وتلخيص البيانات المحاسبية؛[1]

كما تعرف على أنها تقديم عرض مالي هيكلي للمركز المالي للشركة والعمليات التي تقوم بها بالإضافة إلى توضيح النتائج المترتبة عن قيام الإدارة بأداء المهام الموكلة إليها وإدارة الموارد المتاحة؛[2]

فهي بذلك تمثل الأداة الرئيسية التي من خلالها تتواصل الشركة مع خارجها من المستخدمين، حيث توفر هذه القوائم تاريخ الشركة بالصيغة النقدية أو الكمية.[3]

وانطلاقا مما سبق يمكن تعريف القوائم المالية على أنها ملخص لمختلف الوقائع والأحداث الاقتصادية التي ترتبط بالشركة في شكل نقدي مايسمح للأطراف المستخدمة لهذه القوائم المالية من الاطلاع على نتائج الشركة واتخاذ القرارات المناسبة.

---

[1] محمد أبو نصار، جمعة حميدات، **مرجع سابق**، ص22.

[2] طارق عبد العال حماد، **مرجع سابق**، ص 225.

[3] Donald Kiezo,Jerry weygandt, Terry Warfield, **Op Cit**,P 38.

وتتضمن القوائم المالية أربعة قوائم أساسية بالإضافة إلى الملاحق والتي تعد بمثابة توضيحات للبنود التي تتضمنها هذه القوائم، وهو ما نص عليه المعيار المحاسبي الدولي الأول IAS1الموسوم بـــــ: عرض القوائم الماليةوالذي أشار على أنها تتضمن كل من:

- قائمة المركز المالي؛
- قائمة الدخل؛
- قائمة التدفقات النقدية؛
- وقائمة التغيرات في حقوق الملكية.

حيث تشكل هذه القوائم المالية أهم مصادر المعلومات للمستخدمين نظرا للأسباب التالية[1]:

- تتضمن القوائم المالية أكثر المعلومات مصداقية نظرا لخضوع تلك القوائم للمراجعة والتدقيق من قبل مراجع خارجي مستقل؛
- انخفاض تكلفة الحصول على معلومات القوائم المالية مقارنة بالمصادر الأخرى لها؛
- تعد القوائم المالية من أكثر مصادر المعلومات ملاءمةً لاتخاذ القرارات من حيث توقيت إصدارها فقد تكون ربع أو نصف سنوية أو سنوية.

الفرع الثاني: عرض القوائم المالية

سنعرض في هذا الجزء من الدراسة القوائم المالية وما تحتويه كل قائمة مالية من بنود وعناصر.

أولاً: قائمة المركز المالي

تعرف قائمة المركز المالي أو الميزانية على أنها قائمة توضح الوضع المالي للشركة في لحظة زمنية معينة فتظهر ما تمتلكه الشركة من موجودات وما يستحق عليها من ديون اتجاه الغير–مطلوبات وكذلك ما يستحق عليها اتجاه الملاك–حق الملكية.[2] وتتضمن الميزانية جانبين،جانب يحتوي الموارد الاقتصادية المراقبة من قبل الشركة وهو ما يسمى بالأصول، حيث تمثل هذه الموارد استثمارات يتوقع أن تولد أرباحا مستقبلية من خلال نشاطات الشركة التشغيلية،

[1]أحمد السيد، **مرجع سابق**، ص 110.

[2]رضوان حلوه حنان وآخرون، **أسس المحاسبة المالية**، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص 89.

أما الجانب الثاني فيتضمن مصادر هذه الموارد أو الالتزامات الخاصة بالشركة وتمثل جانب الخصوم.[1]

وبالرغم مما تقدمه الميزانية من عرض للمعلومات المتعلقة بالوضعية المالية للمؤسسة غير أنها تفتقر من بعض الجوانب كونها:[2]

-يتم إدراج معظم الموجودات والمطلوبات بالتكلفة التاريخية، ونتيجة لذلك فإن المعلومات الواردة في الميزانية تكون أقل مصداقية مما لو عُرض البعض منها بالقيمة العادلة؛

-تستخدم الشركة التقديرات والأحكام في تحديد العديد من بنود الميزانية؛

-تغفل الميزانية عرض بعض البنود ذات القيمة المالية نظرا لعدم موضوعية تسجيلها، كالموارد البشرية والشهرة المولدة داخليا والتي يتم الاعتراف بها عند البيع وليس قبل ذلك.

ثانيًا: قائمة الدخل

يشار إلى قائمة الدخل أحيانا بقائمة الربح أو حسابات النتائج وهو التقرير الذي يقيس نجاح عمليات الشركة لفترة زمنية معينة، فهذه القائمة تقيس الأداء المالي للشركة بين تاريخين للميزانية، حيث تدرج ضمن القائمة إيرادات الشركة المحققة ونفقاتها خلال الفترة المالية وهوما يسمح لمستخدمي المعلومات المحاسبية بـــ:[3]

-تقييم الأداء السابق للشركة، ففحص الإيرادات والمصروفات يسمح بتقييم أداء الشركة من جهة ويسمح بمقارنته مع أداء الشركات المنافسة؛

-توفير أساس للتنبؤ بالمستقبل فالمعلومات المتوفرة عن الأداء السابق للشركة يساعد على تحديد توجهات الشركة والتي وإن استمرت فستوفر معلومات عن الأداء المستقبلي.

وبالرغم مما تقدمه قائمة الدخل غير أنها تتأثر بـــ:

- ترتبط قيم بعض عناصرها ترتبط وقد تختلف باختلاف الطرق المحاسبية المتبعة في القياس والتي من بينها طرق تقييم المخزونات أو طرق الاهتلاك المتبعة؛

-قيم البعض من عناصرها تتأثر بتقديرات الإدارة وأحكامها كأقساط الاهتلاك التي يقوم تحديدها على العمر الإنتاجي للتثبيتات وعلى قيمتها المتبقية الذي يتطلب تحديدهما استخدام التقدير.

---

[1] K Subramanyam, John Wild, **Op Cit,** P 19.

[2] Donald kiezo, Jerryweygandt, Terry Warfield, **Op Cit,** P 179.

[3] Donald Kiezo, Jerryweygandt, Terry Warfield, **Op Cit, P**132.

ثالثا:قائمة التدفقات النقدية

عادة لا تساوي الأرباح التدفقات النقدية الصافية إلا على مدى عمر الشركة،[1] فهذا الفرق ناجم عن الاختلاف بين أساس الاستحقاق الذي تحدَد الأرباح بناءً عليه وبين الأساس النقدي الذي يتم وفقه تحديد صافي التدفقات النقدية، فالإيرادات تقع عند بيع السلع وتقديم الخدمات بغض النظر عن حدوث التدفق النقدي أم لا، كما أنه يتم مقابلة النفقات لهذه الإيرادات أيضا بغض النظر عن حدوث التدفق النقدي من عدمه.

وعلى هذا الأساس فقد جاءت قائمة التدفقات النقدية لتكمل القائمتين السابقتين المعدتين وفق مبدأ الاستحقاق، حيث تعرض هذه القائمة التغيرات الخاصة التي تحدث على مدار الفترة المحاسبية في عناصر كل من الأصول والخصوم وحقوق الملكية شريطة حصول التدفق النقدي.[2] ولذلك تعد قائمة التدفقات النقدية من أهم القوائم المالية نظرا لأهميتها البالغة في الادارة الجيدة للنقدية لضمان استمرار الشركة وتحسين أدائها.

يتضمن هيكل قائمة التدفقات النقدية ثلاثة أنشطة رئيسية: الأنشطة التشغيلية، والأنشطة الاستثمارية وأخيرا الأنشطة التمويلية وقد عرف المعيار المحاسبي الدولي رقم 07 (IAS 7) متعلق بقائمة التدفقات النقدية تلك النشاطات كما يلي:[3]

1- **النشاطات التشغيلية:**

وتشكل النشاطات التشغيلية النشاطات الرئيسية لتوليد الايراد في الشركة، والتي لا تعتبرمن ضمن النشاطات الاستثمارية أو التمويلية، لذا فإن التدفقات التشغيلية تشمل النقد المستلم من العملاء والنقد المدفوع للموردين والموظفين؛

2- **النشاطات الاستثمارية:**

هي النشاطات المتمثلة في امتلاك الأصول طويلة الأجل أو التنازل عنها وغيرها من الاستثمارات التي لا تدخل ضمن البنود التي تعادل النقدية؛

---

[1] K Subramanyam, John Wild, **Op Cit**, P 20.

[2] محمد مطر، **مبادئ المحاسبة المالية**، الجزء الأول، دار وائل للنشر، الأردن، 2007، ص 50.

[3] IAS7,Statementof Cash flow, available on iasplus.com /en/standards/ias/ias7, Accessed :14/05/2017.

3- **النشاطات التمويلية:**

وهي تلك النشاطات التي تنتج عنها تغيرات في حجم ومكونات ملكية رأس المال، وعمليات الاقتراض التي تقوم بها الشركة.

أشار المعيار نفسهأنه وبالنسبة لــ:

- الفوائد والأرباح الموزعة أو المستلمة يمكن ادراجها في النشاطات التشغيلية أو الاستثمارية أو التمويلية شريطة الثبات في تصنيفها من دورة محاسبية إلى أخرى؛
- عادة يتم تصنيف التدفقات النقدية الناتجة عن الضرائب على الدخل على أنها تشغيلية إلا إذا كان من الممكن تحديدها بأنشطة التمويل أو الاستثمار.

إن عرض قائمة التدفقات النقدية يجب أن يتم وفق إحدى الطريقتين:

- **الطريقة المباشرة:**

حيث يتم بموجبها الإفصاح مباشرة عن الفئات الرئيسية المختلفة لإجمالي النقدية المحصلة (المقبوضة) وإجمالي النقدية المدفوعة، إذ تقدم هذه الطريقة معلومات إضافية لا تتواجد في كل من الميزانية وحسابات النتائج.

- **الطريقة غير المباشرة:**

تنطلق هذه الطريقة من رقم صافي الربح (خسارة) حيث تقوم بتعديله بآثار العمليات ذات الطبيعة غير النقدية، وبأية مبالغ مؤجلة أو مستحقة عن مقبوضات أو مدفوعات نقدية تشغيلية في الماضي أو المستقبل، وكذلك ببنود الدخل أو المصروفات المتعلقة بالتدفقات النقدية التمويليةوالاستثمارية.[1] وتعد الطريقة غير المباشرة من أكثر الطرق شيوعا في الاستخدام العملي نظرا لسهولة إعدادها فهي تركز على الفرق بين صافي الربح وصافي التدفقات النقدية من العمليات.

[1] حسين القاضي، مأمون حمدان، **المحاسبة الدولية ومعاييرها**، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2012، ص 363.

رابعا: قائمة التغير في حقوق الملكية

تبين هذه القائمة مبالغ ومصادر التغيرات في حقوق المساهمين من عمليات رأس المال مع أصحاب المنشأة في تاريخ معينعادة ما يكون نهاية السنة المالية.[1] والتي يجب أن تتضمن وفق المعيار المحاسبي الدولي ما يلي:

- صافي الربح؛
- بنود الدخل والمصاريف للفترة؛
- أثر التغير في السياسات المحاسبية وتصحيح الأخطاء وفق ما هو مطلوب في المعيار المحاسبي الدولي الثامن (08)؛
- العمليات الرأسمالية مع المالكين؛
- رصيد الأرباح المحتجزة في بداية ونهاية الفترة؛
- تقييم محتويات قائمة التغير في الملكية بين الفئات المختلفة من حملة الأسهم بحيث يظهر التغير لكل فئة من رأس المال ورأس المال الإضافي والاحتياطات.

خامسا: الإيضاحات المرفقة بالقوائم المالية

تعتبر الإيضاحات المرفقة بالقوائم المالية جزء لا يتجزأ منها، والتي تتضمن معلومات إضافية لما تم عرضه في القوائم المالية الأساسية، إذ أنها تعد المرجع في فهم هذه القوائم وتوضح المعلومات التي يصعب إدراجها في تلك القوائم،وبحسب المعيار المحاسبي الدولي IAS1 فإن الإيضاحات تساهم في تحقيق ما يلي:

- تقديم معلومات عن الأسس والسياسات المحاسبيةالمستخدمة من قبل الشركات في إعداد القوائم المالية؛
- الإفصاح عن أي معلومات تتطلبها معايير الإبلاغ المالية الدولية والتي لم تظهر في كل من قائمة الدخل، وقائمة الميزانية، وقائمة التدفقات النقدية والتغير في حقوق الملكية.

يؤكد المعيار نفسه على أهمية أسلوب عرض الإيضاحات المرفقة للقوائم المالية، فألزم تقديمها بأسلوب منتظم طالما كان ذلك ممكنا أو عمليا، كما أوجب الربط المرجعي بين كل بند في صلب القوائم المالية مع أية معلومات ذات صلة مرتبطة بها في الإيضاحات المرفقة بالقوائم المالية.[1]

[1] نعيم دهمش وآخرون، **مبادئ المحاسبة**، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2004، ص 36.

إن القوائم المالية الأساسية المشار إليها تعكس تأثير مختلف المعاملات والأحداث الاقتصادية على الشركة، حيث ترتبط مخرجات كل قائمة مالية مع القوائم الأخرى ولا يمكن تحليل قائمة مالية بمعزل عن القوائم المالية الأخرى، فتحديد ودراسة الوضعية المالية بصورة كاملة للشركة يتطلب فحص جميع هذه القوائم المالية معا.

وانطلاقا مما سبق يمكن الإشارة إلى أن القوائم المالية الأساسية تشكل المصدر الأول للمعلومات الذي يعتمد عليه المستخدمون في اتخاذ مختلف قراراتهم، وهو ما يجعل نجاعة القرار المتخذ مرتبطة بدرجة كبيرة بمدى موثوقية ومصداقية المعلومات المعتمد عليها كقاعدة للقرار، وهو الأمر الذي يلزم أن تكون المعلومات المفصح عنها كذلك.

[1]علي حسن الدوغجي، **حوكمة الشركات وأهميتها في تفعيل جودة ونزاهة التقارير المالية**، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 2، العدد 7، 2009، ص 10.

المبحث الثاني: جودة التقارير المالية وآليات قياسها

أفرزت الأزمات المالية التي عرفتها سنوات 2001 و2008 أزمة ثقة بين الشركات وفئات المستثمرين نتيجة افصاح بعض الشركات عن معلومات مضللة ولا تعكس الواقع الاقتصادي لها وما تبع ذلك من خسائر مست هذه الفئة أفقدته الثقة في السوق المالية ككل.

هذا الأمر دفع بالهيئات المهنية لتسليط الضوء على نوعية المعلومات المحاسبية التي تفصح عنها الشركات والبحث في مدى موثوقيتها لغرض تقليص فجوة عدم الثقة بين الشركات ومستخدمي مخرجاتها المحاسبية، فأصبح مفهوم جودة المعلومات المحاسبية واحدا من أكثر المفاهيم تداولا في البيئة المحاسبية أين توالت المنشورات التي حاولت تقديم مفاهيم للجودة في التقارير المالية وخصائص المعلومات الأكثر تعبيرا عن هذا المفهوم وذلك من قبل مختلف الهيئات المهنية الدولية وكذا الباحثين.

وعلى هذا فقد ارتأينا في هذا الجزء من الدراسة طرح أهم الأساسيات التي تتعلق بجودة التقارير المالية من عرض لأهم التعريفات وصولا إلى الخصائص التي تمثل هذه الجودة ليُختتم المبحث بأكثر آليات القياس استخداما للجودة في التقارير المالية.

المطلب الأول: مفهوم جودة التقارير المالية

تهدف الجودة كمفهوم إلى تكريس عنصر التميز فيما تقدمه الوحدة الاقتصادية حتى تفي باحتياجات المستخدم بما يتلاءم وتطلعاته الحالية والمستقبلية من خدمات ومنتجات، وبما أن التقارير المالية بدورها تعتبر مخرجا إعلاميا تعده الشركة لخدمة مستخدميها من مختلف الفئات فهو أيضا يجب أن يتسم بدرجة من التميز في إعداده، غير أن هذا التميز عرف اختلافا في تقديمه من باحث لآخر،فالبعض اعتبره دقة في المعلومات المحاسبية التي تتضمنها ومدى موثوقيتها، في حين اعتبرها البعض الآخر ما هي إلا جودة في الإفصاح عن المعلومات المحاسبية أو جودة في قيم الأرباح المعلن عنها.

الفرع الأول: تعريف جودة التقارير المالية

لقد تعددت التعاريف التي خص بها مفهوم جودة التقارير المالية وذلك باختلاف معد ومستخدم هذه التقارير غير أننا سنحاول حصر بعض التعاريف فيما يلي:

تعني الجودة في التقارير المالية التمثيل الصادق المعلومات المحاسبية التي تتضمنها وما تحققه من منفعة للمستخدمين، فلتحقيق ذلك يجب أن تخلو من التحريف والتضليل وأن تعد في ضوء مجموعة من المعايير القانونية والرقابية والمهنية والفنية، بما يحقق الهدف من استخدامها؛[1]

فجودة التقارير المالية تكمن في قدرة المعلومات التي تحتويها في إضافة قيمة لمتخذي القرارات الاقتصادية، وذلك بتزويدهم بالمعلومات التي تحفزهم على اتخاذ القرارات التي تحقق أهدافهم، وتخفض من درجة عدم التأكد المصاحب لهذا النوع من القرارات؛[2]

تشير الجودة في المعلومات أيضا إلى درجة الدقة التي تجعل التقارير المالية ذات قدرة على نقل معلومات إلى مستخدمي التقارير المالية عن عمليات الشركة بالشكل الذي يمكنهم من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، والمساعدة في إتمام التعاقدات المختلفة؛[3]

أما حسب **FASB** فما هي إلا انعكاس لمجموعة من الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية بما فيها المصداقية كخاصية أساسية بالإضافة إلى مجموعة أخرى من خصائص الجودة تضم الملاءمة، والدقة، والحيادية وقابلية المقارنة والتغذية العكسية بالإضافة إلى التوقيت المناسب.

وباستقراءالتعاريف المقدمة سابقا نجد أن جودة التقارير المالية ماهي إلا جودة المعلومات التي تحتويها مقاسة بمدى دقتها من جهة ومدى تأثيرها على قرارات مستخدمي هذه التقارير ما يعني درجة المنفعة التي تقدمها للمستخدمين.

ومما يجب الإشارة إليه أنه يتم استخدام عدة مصطلحات أو مفاهيم للتعبير عن جودة التقارير المالية منها جودة المحاسبة، أوجودة الافصاح.

---

[1] عبد اللطيف خليل محمد، **دور المحاسب الإداري في إطار حوكمة الشركات**، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة بنها، العدد 2، 2003، ص 16.

[2] علي حسين الدوغجي، **مرجع سابق**، ص7.

[3] عماد سعد محمد الصايغ، حميدة محمد عبد المجيد، **قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية**، مجلة المراجعة والمحاسبة، جامعة الأزهر، المجلد 03، العدد 1، 2015، ص 5.

الفرع الثاني: أهمية جودة التقارير المالية

يسمح الرفع من جودة التقارير المالية التي تفصح عنها الشركات بـ :[1]

- تخفيض عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة وفئة المساهمين، وبالتالي زيادة قدرة المساهمين على مراقبة أنشطة الشركة؛
- التخلص من مختلف المشاكل المرتبطة بكفاءة الاستثماربما فيها تخفيض الأثر السلبي للقيود التمويلية على الاستثمار وتخفيض تكلفة التمويل؛
- كما تظهر أهمية جودة التقارير المالية عند اتمام عمليات الاندماج والاستحواذ فقد أشارت الدراسات إلى أن انخفاض جودة التقارير المالية قد تؤدي إلى إعادة التفاوض بشأن الاتفاقيات، وزيادة احتمال اعادة اصدار القوائم المالية، وارتفاع تكلفة الدين وتكلفة رأس المال.

المطلب الثاني:الخصائص النوعية للمعلومات المالية المفيدة

في كل مرة يشار إلى مفهوم جودة المعلومات المحاسبية يشار معها إلى القدرة على التأثير في قرارات المستخدمين بمعنى درجة نفعيتها، حيث جاء في الدراسة التي قدمتها الجمعية الأمريكية والتي تعدأول تحول بحثي اتجاه النفعية بعنوان بيان النظرية الأساسية للمحاسبة ASOBATأين قدمت أربع صفات لجودة المعلومات المحاسبية هي الملاءمة، والقابلية للتحقق، والتحرر من التحيز، والقابلية للقياس الكمي،[2]مشيرة بذلك إلى أن هذه الخصائصتمثل الخصائص النوعية التي يجب توافرها في المعلومات المقدمة في القوائم المالية حتى تصبح مفيدة للمستخدمين، كما ورد في الإطار الفكري الصادر عن IASB أربعة خصائص نوعية للمعلومات المحاسبية وثلاثة قيود.

[1]حازم محفوظ التويجي، **أثر الخصائص التشغيلية للشركات على جودة تقاريرها المالية– دراسة تطبيقية على الشركات العائلية المقيدة بالبورصة المصرية**، مجلة الفكر المحاسبي، جامعة عين شمس، المجلد 22، العدد،04، 2018، ص 7.

[2]علي عبد الله شاهين، **مرجع سابق**، ص 110.

الفرع الأول: الخصائص الأساسية للمعلومات المحاسبية

تتضمن الخصائص الأساسية ما يأتي:

أولا: الملاءمة Relevance

تكون المعلومات المالية ملائمة إذا كانت قادرة على إحداث فرق في القرارات التي يتخذها المستخدمون، ويمكن أنتكون المعلومات قادرة على إحداث فرقفيقرار معين حتى وإن اختار بعض المستخدمون عدم الاستفادة منها.

حيث عرفت الملاءمة على أنها الخاصية التي تتصف بها المعلومات ذات الصلة أو الارتباط بالقرار المزمع اتخاذه، أي أنها تؤثر على القرار المتخذ من مستخدم المعلومات.[1]

وحتى تكون المعلومات قادرة على إحداث تغييرات يجب أن تنطوي على الخصائص الفرعية التالية: [2]

1-القيمة التنبؤية للمعلومات Predictive value:

حتى تكون المعلومات المحاسبيةملائمة يتعين تميزها بقدرة تنبؤية بالأحداث، بمعنى قدرتها على مساعدة متخذ القرار في احتمال الوصول إلى تنبؤات صادقة عن النتائج المتوقعة في المستقبل،

فالقيمة التنبؤية لا تعني أن المعلومة هي التانبؤ ولكنها تشير إلى أنها قد تكون أداة لتحديد المعلومات التي تشكل مدخلات في نموذج التنبؤ[3].

2-القيمة الاسترجاعية للمعلوماتFeedback value:

يقصد بها مساعدة مستخدم المعلومات في تقييم مدى صحة التوقعات السابقة من حيث تعزيزها وتثبيتها أو تقييم نتائج القرارات التي بنيتعلى هذه التوقعات، فالوقوف على نتائج الماضي وتقييم اتجاهاته سوف يكون مفيدا في التنبؤ بالمستقبل،[4] فالمعلومات إذن تقدم تغذية عكسية عن الأعمال التاريخية والتي تساعد على تأكيد أو تصحيح التوقعات الأولية.

---

[1]رضوان حلوه حنان وآخرون،**مرجع سابق**، ص 52.

[2]أحمد حلمي جمعة، **معاييرالتقارير المالية الدولية**، دار الصفاء للنشر والطباعة، الأردن، 2015، ص 98.

[3]Steven Bragg**, Interpretation and Application of Generally Accepted Accounting Principles**, John Wiley and Sons, USA, 2010, p 18.

[4]علي عبد الله شاهين، **مرجع سابق**، ص 113.

وبذلك حتى تكون المعلومات ملائمة لابد أن تكون ذات قيمة تنبؤية أو ذات قيمة استرجاعية أو كلاهما معا، فالمعلومات يمكن أن تحدث فرقا في القرارات من خلال تحسين قدرة متخذ القرار على التنبؤ أو من خلال تأكيد أو تصحيح توقعاته السابقة، وهما في الغالب الأمرين اللذين تحققهما معا لأن معرفة نتائج ومخرجات قرارات مأخوذة سابقا سيحسن بشكل عام من قدرة متخذ القرار على التنبؤ بنتائجإجراءات مماثلة في المستقبل،فبدون معرفة الماضي يكون أساس التنبؤ مفقودا وبدون وجود هدف مستقبلي تكون المعلومات الخاصة بالماضي عقيمة.

فالقيمة التنبؤية تعني القيمة كمدخل في العملية التنبؤية وليس التنبؤ في حد ذاته، فجودة المعلومات هي التي تساعد مستخدميها في زيادة احتمال التنبؤ بمخرجات الأحداث الماضية والحالية بشكل صحيح.

3-التوقيت المناسب للمعلوماتTimeliness :

ويقصد بالتوقيت المناسب أن تكون المعلومات متاحة لصانع القرار قبل أن تفقد قدرتها في التأثير على القرارات، فالمعلومات غير المتوفرة عند الحاجة إليها أو تلك التي تصبح متاحةبعد فترة من اتخاذ القرار تكون بدون جدوى .ولهذا فإن خاصية التوقيت ترتبط بجانبين هما:[1]

- **الأول:**

دورية التقارير وتعبر عن الفترة التي يلزم إعداد التقارير عنها، ومن هنا ظهرتالحاجة إلى تقديم تقارير مرحلية مؤقتة عن فترات دورية قصيرة تكون ربع أو نصف سنوية؛

- **الثاني:**

المدة التي تنقضي بين نهاية الدورة المالية التي تعد عنها التقارير وبين تاريخ نشر تلك التقارير وإتاحتها للتداول والتي عادة ما تكون الأربعة أشهر الأولى بعد مضي السنة المالية المعنية.

ما يجب الإشارة إليه أن نشر تقارير مرحلية مثلا ربع سنوية -وهو الأمر الملزم للشركات المدرجة في بعض الأسواق المالية والذييتطلب مراعاة عاملين أساسيين عند التحليل:[2]

---

[1] طلال محمود علي الحجاوي، محمد آل فتح الله،**الشفافية في الافصاح عن المعلومات المحاسبية**، الطبعة الأولى، دار الأيام ، الأردن، 2017، ص ص 134-135.

[2] K Subramayam, John Wild, **Op Cit**, P 69.

- **الموسمية:** عند فحص اتجاه التغير لابد من الأخذ بعين الاعتبار عامل الموسمية، فشركات التجزئة مثلا تحقق أغلب عوائدها وأرباحها خلال الربع الرابع من السنة المالية.
- **التسويات:** تقوم الشركات في الغالب بإجراء تسويات في الربع الأخير من السنة المالية أغلبها تكون متعلقة بالسنة المالية ككل،وهو ما يجعل هذه المعلومات الفصلية أقل موثوقية لأغراض التحليل.

وعلى ضوء ما سبق يمكن اعتبار خاصية الملاءمة من أهم الخصائص النوعية الأساسية للمعلومات لأنها ترتبط مباشرة بنفعية المعلومات في اتخاذ القرار.

ثانيا: الموثوقية Reliability

عرف **FASB** الموثوقية على أنها خاصية المعلومات في التأكيد على كونها خالية من الأخطاء والتحيز بدرجة معقولة، وأنها تمثل بصدق ما تزعم تمثيله، لذلك يفضل من يستخدمون المعلومات المستمدة من المحاسبة المالية أن تكون هذه المعلومات على درجة عالية من الأمانة، إذ أن هذه الخاصية هي التي تبرر ثقتهم في تلك المعلومات باعتبارها تمثيلا صادقا عن المركز المالي للشركة.[1]

ولتحقق خاصية الموثوقية لابد من توافر الخصائص النوعية الفرعية التالية:

1-الحيادية Neutrality:

الوصف الحيادي هو الوصف الذي يخلو من التحيز في اختيار أو عرض المعلومات المالية، ولايكون الوصف الحيادي متحيزا أو ينطوي على محاباة، أو متلاعب به بطريقة أخرى لزيادة احتمالية استلام المعلومات المالية من قبل المستخدمين بشكل مواتي أو غير مواتي.

فالمعلومات الحيادية لا تعني معلومات بدون غرض أو دون تأثير على السلوكوإنما تعني عدم التحيز في إعدادها لخدمة مستخدم دون آخر.[2] وبذلك فالحياد يعني تجنب انتقاء المعلومات المفصح عنها حتى تخدم فئة معينة من المستخدمين دون غيرها أو أن تخدم قرار معين.

---

[1] عبد القادرقرادي، الطاهر جمعات، **المحاسبة ونظام المعلومات المحاسبي**، مطبعة بن سالم، الجزائر، 2010، ص 60.

[2] أحمد حلمي جمعة، **معايير التقاريرالمالية الدولية**، مرجع سابق، ص 100.

2-التمثيل الصادق Representational Faithfulness

إن التمثيل الصادق هو التوافق بين القياس والوصف والظواهر التي تمثلها، ويقصد بالظواهر التي يتم تمثيلها في المحاسبة بالموارد الاقتصادية والالتزامات، ومختلف العمليات والأحداث التي تخلق تغيرا فيها.

وتتطلب خاصية التمثيل الصادق الابتعاد كلية عن التحيز في عملية القياس والتحرر من التحيزمن قبل القائم به حتى تمثل الأرقام المحاسبية الأحداث فعليا.[1]

إن غالبية المعلومات المالية عرضة لبعض المخاطر من كونها لا ترقى إلى التمثيل الصادق الذي يفهم أنها تصوره، وقد لا يكون هذا عائدا إلى التحيز فيها، ولكن إلى الصعوبات الملازمة والمتأصلة في التعرف على العمليات المالية، والأحداث الأخرى التي يصعب قياسها، أوفي صعوبة تصميم واستخدام وسائل قياس وعرض لإيصال الرسائل التي تنسجم مع تلك العمليات المالية والأحداث.[2]

3-قابلية التأكد أو التحقق من المعلومات Verifiability

وتعني قابلية التأكد القدرة على الوصول إلى نفس النتائج من قبل أكثر من مستخدم، إذا ما تم اعتماد نفس الطرق والأساليب المستخدمة في قياس المعلومات المحاسبية.[3]

الفرع الثاني:الخصائص الثانوية للمعلومات المحاسبية

تمثل الخصائص الثانوية الخصائص التي تكمل الخصائص الرئيسية للمعلومات، فالمعلومات عن الشركة تكون أكثر فائدة إذا تمكن متخذو القرار من مقارنتها مع معلومات مماثله في شركات أخرى، أو مع معلومات مماثلة لنفس الشركة في فترات محاسبية مختلفة وهو ما يتطلب أن تتضمن الخصائص التالية:[4]

---

[1] محمد عبد ربه محمد، **طريقك إلى البورصة**، الدار الجامعية للنشروالتوزيع، الاسكندرية، 2000، ص 138.

[2] طارق عبد العال حماد، **موسوعة المعايير المحاسبية**، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 80.

[3] أحمد حكمت الراوي،**نظم المعلومات المحاسبية والمنظمةنظري مع حالات دراسية**، ، مكتب دار الثقافة للنشر والتوزيع، 2000، ص 110.

[4] DonaldKiezo,Jerryweygandt, TerryWarfield,**Op Cit**, P38.

أولا: الثبات Consistancy

يقصد بالثبات تطبيق الشركة لنفس المعالجة المحاسبية لأحداث متشابهة من فترة محاسبية لأخرى، غير أن فكرة الثبات لا تعني أن الشركة غير قادرة على التحول من طريقة محاسبية لأخرى، إذ يمكن للشركات استخدام طريقة محاسبية غير تلك المستخدمة في المعالجة شريطة أن تكون الطريقة المتبناة أفضل من سابقتها، وإن حدث ذلك فيجب الإفصاح عن طبيعة وأثر هذا التغيير المحاسبي ومبرر حصوله.

ثانيا: قابلية المقارنة Comparability

تعتبر المعلومات التي يتم قياسها وعرضها بطريقة متشابهة في شركات مختلفة معلومات قابلة للمقارنة، فالمقارنة تمكن مستخدمي القوائم المالية من تحديد أوجه الاختلاف والتشابه في الأحداث الاقتصادية بين الشركات. فأي بيانات تفتقد هذه الميزة لا يمكن الاعتماد عليها في اتخاذ القرار.

وبذلك فعملية المقارنة تقتضي الثبات في استخدام السياسات المحاسبية من فترة لأخرى، أي الاتساق في تطبيق تلك السياسات وكذلك الثبات في أسلوب عرض القوائم المالية من فترة لأخرى فلا يسمح للشركة بتغيير السياسات المحاسبية إلا في ظروف محدودة تحقق خاصية الملاءمة

والموثوقية أو كمتطلب لتشريع محلي أو متطلب لمعيار دولي.[1]

إن هذه المقارنة تسمح بـــــ:

- **إجراء مقارنة بين نتائج سنوات مختلفة لنفس الوحدة:** وهو ما يكون قابلا للتنفيذإذا توفرت الشروط التالية:[2]

- إمكانية مقارنة ما يحتويه كل رقم، بمعنىإمكانية مقارنة بنود متعددة تم تجميدها في مقدار واحد مع مراعاة تجميع نفس البنود في مقدار واحد من فترة لأخرى؛

[1] محمد أبو نصار، جمعة حميدات، **مرجع سابق**، ص 10.

[2] أكرم يحي الشامي، **أثر الخصائص النوعية المحاسبية على جودة التقارير المالية للبنوكالتجارية العاملة في الجمهورية اليمنية**، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، عمان، 2009، ص 45.

- إمكانية المقارنة بوحدة نقدية متجانسة، أي أن الوحدات النقدية المستخدمة في أي مجموعة متناسقة مع القوائم المالية لفترة زمنية معينة يجب أن تتطابق مع الوحدة المستخدمة في فترة زمنية أخرى، لذا يجب إعادة تصوير القوائم المالية للفترات الزمنية السابقة إذا اختلفت القوة الشرائية –بصورة جوهرية مع تلك المستخدمة في إعداد تلك القوائم؛
- الإفصاح عن التغيرات في الظروف التي تؤثر على الشركة أو في طبيعة الأحداث التي تؤثر على المركز المالي لها من فترة زمنية لأخرى.

- **إجراء مقارنة بين الوحدات المحاسبية المختلفة:**حيث يمكن إجراء هذه المقارنة بتحقق الشروط السابقة الذكروالتي تخص اجراء المقارنة بين نتائج السنوات لنفس الوحدة وتحقق ما يلي:

- إلغاء الطرق البديلة للقياس أو الإفصاح عن الأحداث المماثلة في جوهرها؛
- الإفصاح عن السياسات المحاسبية المتبعة من قبل الوحدات المحاسبية المختلفة.

ثالثا: قابلية المعلومات للفهم Understandability

وتعني قابلية المعلومات الواردة في القوائم المالية للفهم المباشر من قبل المستخدمين، وحتى تكون كذلك لابد من تبويب وتصنيف وعرض المعلومات بوضوح واتساق.

ترتبط هذه الخاصية بالمستخدم وهذا بافتراض أن لدى المستخدم مستوى معقول من المعرفة بالنشاطات الاقتصادية والمحاسبة، كما له الرغبة في الاطلاع على المعلومات بقدر معقول من العناية، على أنلا يتم استبعاد معلومات حول مسائل معقدة واغفالها بحجة صعوبة فهمها من قبل البعض إذا كانت ملائمة لحاجات متخذ القرار.[1]

الفرع الثالث:قيود الخصائص النوعية

من الممكن أن تتعارض الخصائص النوعية بينها كالتعارض بين التوقيت الملائم وبين القدرة التنبؤية للمعلومات، حيث أن السرعة في إعداد المعلومات قد تكون على حساب الدقة والاكتمال كما قد يحدث تعارض بين ملاءمة المعلومات والموثوقية فيها كمثال إتباع أساس التكلفة التاريخية في القياس المحاسبي والذي يسمح بتمتع المعلومات الناتجة بدرجة عالية من الموثوقية

[1] أحمد محمد نور، شحاتة السيد شحاتة،**مرجع سابق**، ص 52.

لخلوها من التحيز، إلا أنها ستتمتع بدرجة منخفضة من الملاءمة بالنسبة لمستخدمي التقارير المالية،على اعتبار أن قيم العناصر المقاسة بها ستتغير بمرور الزمن.

ولهذا كله وجب مراعاة توفر الحد الأدنى من الخصائص المذكورة في المعلومات المحاسبية، فليس كل المعلومات الملائمة أو الموثوقة معلومات مفيدة لأنها قد لا تكون ذات أهمية نسبية أو قد تتجاوز تكلفة الحصول عليها عائدها المتوقع لذا يجب إخضاع الخصائص النوعية إلى قيود معينة يتم التفصيل فيها فيما يأتي[1]:

أولا: المقارنة بين تكلفة المعلومة والمنفعة المتوقعة منها

تعتبر هذه الخاصية قيد عام للتأكد من أن المنافع المتولدة عن المعلومات تزيد عن التكاليف الخاصة بإمدادها. فالمعلومات كالسلع لابد أن تتجاوز قيمة منفعتها تكلفتها حتى يكون مرغوبا فيها، فعندما طُلب من الشركات ضرورة الإفصاح عن المعلومات القطاعية عارضت البعض منها ذلك نظرا لارتفاع تكاليف إعدادها من جهة وكذا لحجم تكاليفها غيرالمباشرة المتمثلة في الضرر المحتمل بالمركز التنافسي لها من جهة أخرى.[2]

يتوجب على معد المعلومات المحاسبية الالتزام بإحداث مقارنة بين تكلفة المعلومة ومنفعتها حتى لا تتحمل الشركة تكاليف إضافية.

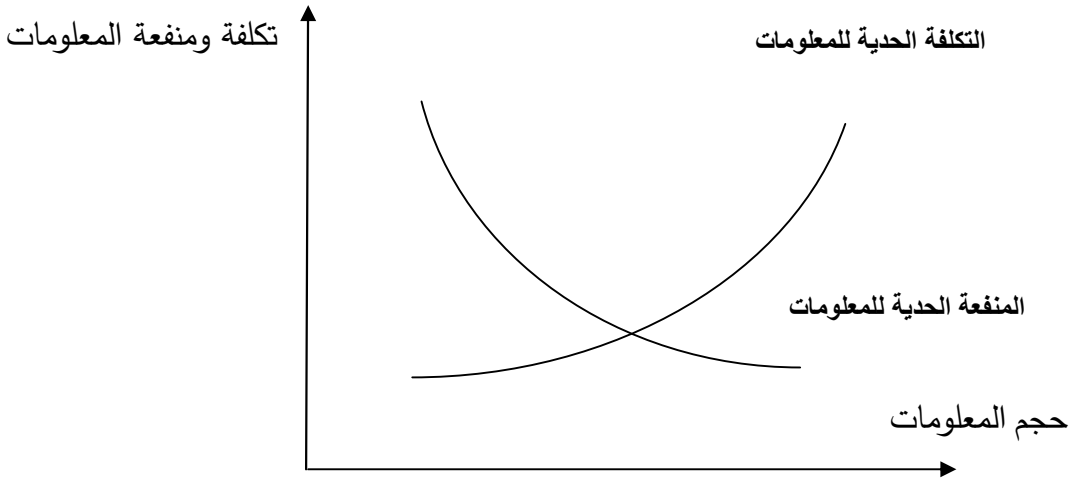
ما يشار إليه في هذا السياق أيضا أن تكلفة المعلومات وإن تضمنت تكلفة تخزين وتجميع ومراجعة وكذا نشر وافصاح غير أن قياسها بدقة ومنافعها يعد غاية في الصعوبة وهو ما يصعب من تحليل العلاقة تكلفة – منفعة للمعلومات.

يمثل الشكل الموالي توضيحا لتكلفة المعلومات ونفعيتهافي ظلتغير حجم المعلومات.

[1] علي عبد الله شاهين، **مرجع سابق**، ص ص 116-117.

[2] كمال الدين الدهراوي،**مرجع سابق**، ص 36.

الشكل رقم (2-1): المنفعة الحدية للمعلومات



المصدر: أمين السيد أحمد لطفي، **النظرية المحاسبية منظور التوافق الدولي**، الدار الجامعية، القاهرة، 2007، ص 47.

يتضح من الشكل أن التكلفة الحدية للمعلومات تتزايد بازدياد حجم المعلومات في حين أن المنفعة الحدية لها تميل إلى الانخفاض كلما تم التوسع في حجم المعلومات، باعتبار أن هذا الأخير قد يزيد من صعوبة وتعقيد عملية اتخاذ القرار.

كما يبرز الشكل أيضا أنه وعند حجم معلومات معين تتساوى التكلفة الحدية للمعلومات والمنفعة الناتجة عن استخدامها وبمجرد تجاوز هذه النقطة أو العتبة يصبح الحصول على هذه المعلومات أمرا سلبيا حيث تتجاوز تكلفة الحصول عليها المنفعة الناتجة عنها.

ثانيا: الأهمية النسبية Materiality

يمكن اعتبار عنصر ما على أنه مهم نسبيا إذا وجد سبب للاعتقاد على أن معرفة هذا العنصر يؤثر على قرارات المستثمر الواعي.[1] فالأهمية النسبية تعني أن تكون المعلومات مصدرا مهما في اتخاذ القرارات وأن إهمالها يؤدي إلى خلل فيه. كما عرفت على أنها حجم الحذف أو

[1] Esther Cheung,Elaine Evans, Sue Wright,**An Historical Review of Quality in Financial Reporting in Australia**, Pacific Accounting Review, Vol.22, issue 2, 2010, P 151.

الخطأ في المعلومات المحاسبية التي تجعل من المحتمل أن يتغير حكم متخذ القرار ويتأثر بهذا الخطأ أو الحذف[1].

عدل IASB في 31 أكتوبر 2018 من تعريف الأهمية النسبية حيث اعتبر أن المعلومات تكون ذات أهمية نسبية أو جوهرية " إذا كان من المتوقع بشكل معقول أن يؤثر حذفها أو تحريفها أو حجبها على القرارات التي يتخذها المستخدمون الرئيسيون للبيانات المالية ذات الغرض العام"، حيث أضاف التعديل الجديد كلمة حجب أو تعتيم بالرغم أن حذف المعلومات له نفس تأثير الحجب.[2]

كما عرفت أيضا على أنها وجود نقطة توازن بين فاعلية صنع القرار وكمية المعلومات التي يجب توافرها، حيث يجب أنلا تتعدى كمية المعلومات هذه النقطة لأن زيادة المعلومات عن الحجم الحقيقي المطلوب سيؤثر على صنع القرار.[3]

انطلاقا مما سبق يتضح أن الأهمية النسبية هي مفهوم نسبي يتعلق تحديده بأهمية العنصر ومدى تأثيره على متخذ القرار، فعموما قيمة المعلومات تقاس بقيمة التغير في سلوك القرار الناتج عن الحصول عليها.

في الأخير نضيف أن وجودمثل هذه الخصائص النوعية في المعلومات المحاسبية غير كافي لاتخاذ القرار المناسب، فالأمر أيضا بحاجة إلى عوامل تتعلق بمتخذ القرار أو مستخدم هذه المعلومات نفسه والتي قد تؤثر في كيفية استخدامه لها،وتتمثل هذه العوامل في:

- تراجع قدرة متخذ القرار بسبب زيادة عبئ المعلومات فهو لديه قدرة محدودة في معالجة المتوفر أمامه من معلومات؛
- الاستخدام الانتقائي للمعلومات حيث يتم انتقاء المعلومات التي تؤيد موقفا سابقا لديه؛
- عوامل تتعلق بنقص الخبرة والمعرفة في اتخاذ القرار.

---

[1]Randal Elder, Mark Beasley, Alvin Arens, **Auditing and Assurance Services**, 13th Edition, Pearson,USA, 2010, P 250.

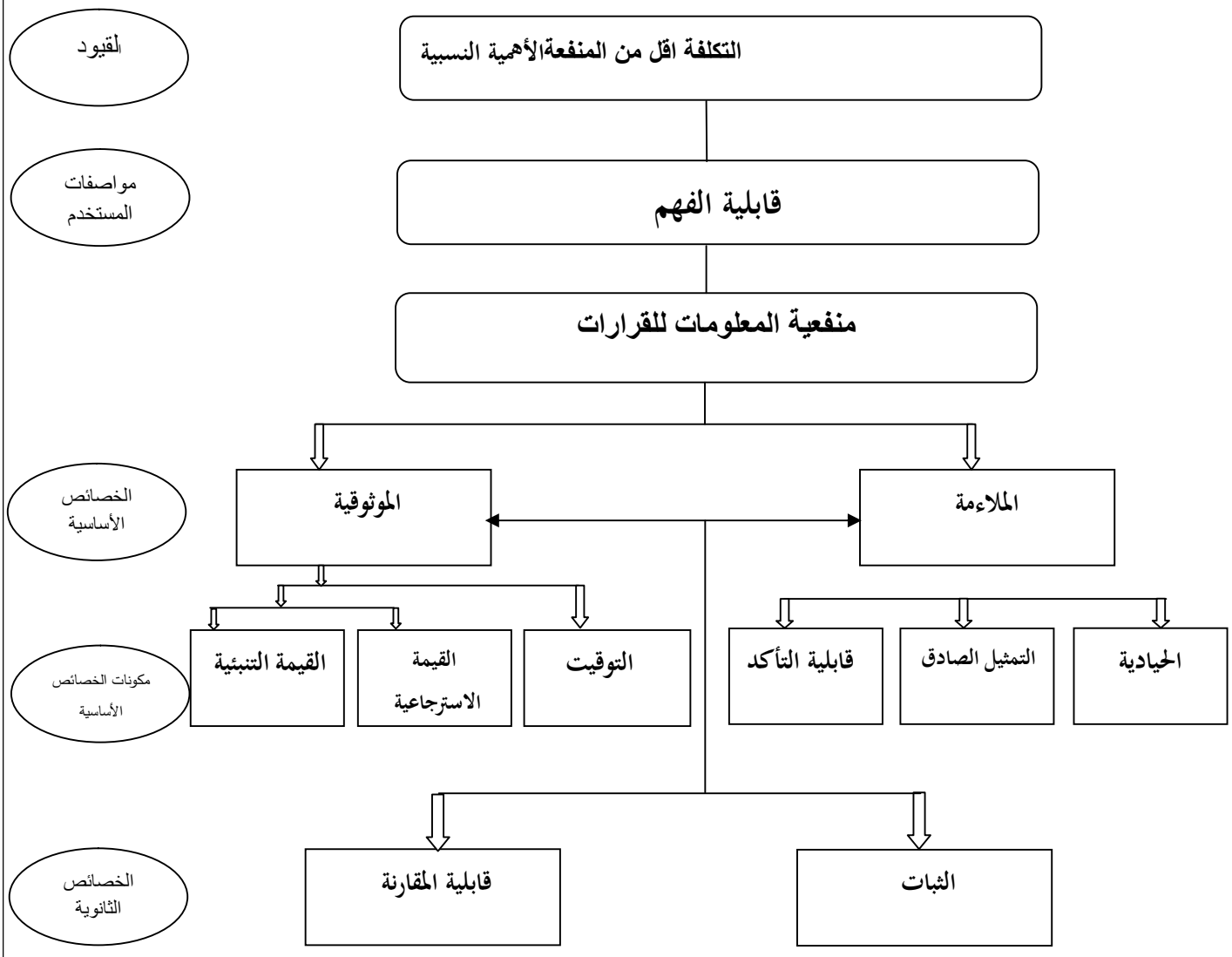
[2] IASB FinalisesAmendments to IAS1 and IAS8 regarding the Definition of Materiality available on: https://www.iasplus.com/en/news/2018/10/definition-of-material, Accessed 15/01/2019.

[3]أحمد حلمي جمعة، **نظم المعلومات المحاسبية، مدخل تطبيقي معاصر**، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 10.

واستقراءا لما سبق يمكن اعتبار أن جودة التقارير المالية تتعلق بجملة من الخصائص النوعية منها ما هو أساسي وأولي وأخرى ثانوية مكملة على أن تحكم هذه الخصائص قيود بالطريقة التي تسهم بأن تكون المنفعة المحصلة من هذه المعلومات في أقصاها.

وفيما يلي يوضح الشكل رقم (3-1) تلخيصا لمجموعة الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية الرئيسية والثانوية مع الاشارة إلى قيدي الأهمية النسبية والعلاقة تكلفة –منفعة.

الشكل رقم (3-1): التسلسل الهرمي لجودة المعلومات المحاسبية



المصدر: Donald.Kiezo, Jerry Waygandt, Terry Warfield**, Accounting Intermediate**, 13th Edition, Pearson, USA, 2010, P 35.

المطلب الثالث: مداخل قياس جودة التقارير المالية

عرفت جودة المعلومات المحاسبية عدة مؤشرات للقياس استخدمت في الدراسات،حيث ارتكز قياسها على مؤشرات نوعية ارتبطت مباشرة بمفهوم جودة التقارير المالية من خلال التركيز على جملة الخصائص النوعية، في حين أن الجزء الآخر اعتمد على مداخل أخرى كمية تركزت أساسا في كل من مدخل جودة الأرباح، ومدخل جودة الاستحقاق، وأخيرا مدخل التحفظ المحاسبي. وبناء عليه سنستعرض فيما يلي مختلف المؤشراتالمستخدمة في القياس وذلك وفق الترتيب التالي:

الفرع الأول: مدخل جودة الربح

تظهر قائمة الدخل نتائج العمليات التي تقوم بها الشركات، ولأن الدخل كقيمة كمية يتأثر بالطرق المحاسبية المتبعة، فقد تختار شركة تقييم مخزوناتها وفق طريقة معينة في حين قد تختار شركة أخرى طريقة مغايرة في التقييم للمخزونات، فبتماثل الشركتين في كل المتغيرات فإن دخلهما سيكون مختلفا، فوجود مثل هذه الخيارات يفسح المجال أمام إدارة الشركة للتلاعببالمخرجات المحاسبية المتمثلة أساسا في القوائم المالية،من خلال التحكم في قيمة الربح المعلن عنه من أجل تحقيق أهداف معينة كالرفع فيه لزيادة مكافئاتها، أو لتلبية توقعات سوق رأس المال، أو الخفض منه لتخفيض الأعباء الضريبية، ونتيجة لهذا فقد " تزايد اهتمام المستثمرين بجودة الأرباح في العقد الأخير بعد أن أعلنت عدة شركات عالمية عن أرباح غير دائمة كجزء من تقاريرها الربع السنوية حيث أصبح المستثمرون أكثر حذرا بالنسبة إلى صافي الربح الذي تفصح عنه الشركات"[1] ونظرا لما يمثله عنصر الأرباح من أهمية فقد استخدمه العديد من الباحثين لفحص مدى جودة المعلومات المحاسبية.

أولا: تعريف جودة الأرباح

يختلف تعريف جودة الأرباح باختلاف أهداف مستخدمي التقارير المالية فقد يعتبر الدائنون أن الأرباح تكون ذات جودة عندما يتم تحويلها بسرعة إلى تدفقات نقدية، في حين قد يرى آخرون أن الأرباح تكون ذات جودة عندما تعكس أداء الإدارة وتكون أقل تأثرا بأهداف متخذ القرار.[2]

---

[1] علام محمد حمدان وآخرون، **دور لجان التدقيق في استمرارية الأرباح كدليل على جودتها**، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 08، العدد 03، 2012، ص 413.

[2] Elisa Menicucci, **Earnings Quality, Definition, Measures and Financial Reporting**, Springer Nature, 2019, P 07.

تعرف جودة الأرباح على أنها قدرة الأرباح المعلن عنها على عكس الأداء الحالي والمستقبلي للشركة، وهوما يعني استمراريتهاعلى المدى الطويل وبالتالي اعطائها مؤشرًا جيداً عن الأرباح المستقبلية.[1]

كما تعرف على أنها الدرجة التي تعبر فيها أرباح الشركة الحالية عن العمليات التشغيلية الأساسية للشركة.[2]

ومما سبق يمكن تعريف جودة الأرباح في أحد جوانبها على أنها مدى صدق وعدالة الأرباح المفصح عنها من قبل الشركة في عكسها للأرباح الفعلية المحققة، باعتبار أن التعريفات الخاصة بها تختلف حيث أرجع الباحثون الاختلاف فيها إلى أن استخدامات المعلومات المحاسبية تتوزع على قرارات مختلفة ترتبط بنوعية المستخدم.

ولابد أن نشير إلى أن مستوى جودة الأرباح قد يتراجع لعوامل عدة تتركز في ممارسات الشركة لإدارة الأرباح وهو ما ينتج عنه اختلاف الربح المحاسبي المفصح عنه عن الربح المحقق فعلا، أو بارتفاع قيمة المستحقات فيه مسببا بذلك تزايد الفجوة بين قيمة الربح وصافي التدفقات النقدية.

ثانيا: قياس جودة الأرباح

هناك عدم اتفاق بين الباحثين حول نموذج موحد لقياس جودة الأرباح، حيث تعددت المقاييس واختلفت باختلاف جانب الأرباح الذي استخدم في القياس، فنجد من اعتمد على استمرارية الأرباح، ومنهم من اعتمد على القدرة التنبؤية، وآخرون على توقيت الاعتراف بالأرباح والخسائر، وفيما يلي ملخص لأهم المقاييس التي يعتمد عليها في قياس جودة الأرباح.

1-استمرارية الأرباح:

تقاس جودة الأرباح أحيانا باستمرارية الأرباح، حيث أن جودة الأرباح تعني استمرارية التدفقات النقدية أكثر من استمرارية المستحقات.[3] وبعبارة أخرى مدى ارتباط الأرباح بالتدفقات

---

[1]Hermanns S, **Financial Information and Earnings Quality: a Literature Review** Working Paper, Institute Notre-Dame, Belgium,2006, P 04.

[2]**Ibid.**

[3]علام محمد حمدان وآخرون، **مرجع سابق**، ص 418.

النقدية وقدرتها على الاستمرارية في المستقبل، حيث طور Richardson سنة 2005 نموذج لقياس جودة الأرباح من خلال تقسيم الأرباح إلى تدفقات نقدية ومستحقات وفق النموذج التالي:[1]

$[TACC_{i,t}] = \Delta WC + \Delta NCO + \Delta FIN$ حيث :

$[TACC_{i,t}]$: القيمة المطلقة لإجمالي المستحقات للشركة I في الزمن t

Δ WC : التغير في صافي رأس المال العامل

Δ NCO : التغير في صافي الأصول التشغيلية غير المتداولة

Δ FIN : التغير في الأصول المالية

فتساوي طرفي المعادلة يعني ارتفاع في جودة الأرباح أما اختلاف الطرفين يعني وجود ممارسة لإدارة الأرباح، وبالتالي انخفاض في جودة الأرباح المعلن عنها في الشركة وبذلك انخفاض في جودة التقارير المالية.

2-توقيت الاعتراف بالأرباح والخسائر:

يعتبر المؤيدون لهذا المدخل أن التأخر في الاعتراف بالإيرادات والمصروفات أو الأرباح والخسائر يضعف من جودة الأرباح، ومن ثم من جودة المعلومات المحاسبية ككل."فالشركات يمكنها تسجيل ايراد لم يستحق أو تأجيل مصروف مستحق لسنوات لاحقة وذلك بهدف تعظيم الأرباح من خلال بعض الممارسات والتي نذكر البعض منها فيما يأتي[2]:

- حجز مبلغ معين على أنه مبيعات حالية عندما يمتد تقديم هذه الخدمات لأكثر من سنة مالية؛
- ارسال شحنة للموزع في الربع الأخير من السنة وتقييدها على أنها مبيعات؛
- تأجيل المصروفات من خلال تحميلها على عدد من السنوات بدلا من ادراجها في السنة التي حدثت فيها.

فباستخدام واحدة من هذه المعالجات أو غيرها تمكن الشركة من ادارة أرباحها والتحكم فيها بما يتناسب وأهدافها.

---

[1] عبد الناصر ابراهيم نور، حنان العواودة، **إدارة الأرباح وأثرها على جودة الأرباح المحاسبية دراسة اختبارية على الشركات الصناعية**،المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 13، العدد 2، 2017، ص 168.

[2] سمير موسى زيتون، **العلاقة بين كل من المستحقات والتدفقات النقدية التشغيلية والدخل من جهة وجودة المعلومات المحاسبية من جهة أخرى بالشركات الصناعية**، أطروحة دكتوراه، كلية الاقتصاد، جامعة عمان العربية، 2013، ص 39.

أما بالنسبة لطريقة القياس فيقوم استخدام هذا القياس للجودة على وضع نموذج بالخصائص التي تضمن جودة الأرباح على أن كل خاصية تعطى درجة معينة، وكلما كانت مجموع الدرجات التي تحرزها الشركة أعلى كلما سجلت لها جودة أرباح أفضل.

الفرع الثاني: مدخل جودة الاستحقاقات

يعتبر مدخل جودة الاستحقاق من أهم مداخل قياس جودة التقارير المالية المستخدم في الدراسات والأبحاث، حيث يقوم هذا المدخل على عنصر الاستحقاقات المحاسبية وحجم تفسيرها لتحقق الأرباح من جهة والتدفقات النقدية التشغيلية في الشركة من جهة أخرى.

أولا: تعريف الاستحقاقات

تعرف المستحقات الكلية على أنها الفرق بين الدخل والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والتي تتضمن جزأين:

1- **مستحقات غير تقديرية أو غير اختيارية:** وتمثل العناصر التي لا يتوافر بدائل لتحديد قيمتها وبالتالي لا تتدخل الادارة في قياسها.

2- **مستحقات تقديرية أو اختيارية:**تعبر المستحقات الاختيارية عن المعالجات المحاسبية التي تكون ناتجة عن خيارات الإدارة انطلاقا من حكمها الشخصي في وضع مختلف التخمينات والتقديرات المحاسبية كتقدير العمر الانتاجي للأصول الثابتة، الاهتلاكات، وطرق تقييم المخزونات واختيار توقيت الاعتراف بالايرادات والمصروفات. وهذا النوع من المستحقات يمكن استخدامه كوسيلة للتلاعب بأرباح الشركات المفصح عنها.

وبذلك فتمثل حسابات الاستحقاق الجزء غير النقدي الظاهر في قائمة الدخل الناتج عن تطبيق مبدأ الاستحقاق (AccrualBase) في اعدادها وفي المحاسبة ككل.

أما جودة الاستحقاقات أو المستحقات فتعني المدى الذي تعكس فيه الاستحقاقات المحاسبية تحقق كل من الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية في الشركة.

ثانيا: مؤشرات القياس لمدخل جودة الاستحقاق

ويتم اعتماد النماذج التالية في قياس جودة التقارير المالية:

1-استمرارية حسابات الاستحقاق:

يتم قياس استمرارية حسابات الاستحقاق من خلال المعادلة التالية[1]:

$$O_I=\alpha_0+\alpha_1 Accru_{it-1}+\alpha_2 OCF_{it-1}+\varepsilon_{it}$$

حيث تمثل :

I: الشركة المعنية، t: السنة المعنية

O_I: الدخل التشغيلي بعد الاستهلاك ويتم استخدام صافي الربح قبل الضرائب لحساب هذا المتغير

Accru:صافي الربح التشغيلي مخصوما منه التدفقات النقدية التشغيلية

OCF: التدفقات النقدية التشغيلية

ε: تمثل البواقي أو حد الخطأ في معادلة الانحدار

2-حسابات الاستحقاق الاختيارية:

يقوم مدخل حسابات الاستحقاق الاختيارية كقياس لجودة التقارير المالية على خلو الأرباح من مختلف ممارسات إدارة الأرباح التي قد تقوم بها الادارة للتلاعب في قيم الأرباح المفصح عنها، وذلك بالاعتماد على نسبة المستحقات الاختيارية المستخرجة من اجمالي المستحقات لتحديد وجود أو غياب لإدارة الأرباح.[2]

ويتم قياس حسابات الاستحقاق الاختيارية من خلال المعادلة:

$$TA_{I,t}=\alpha_0+\alpha_1(1/Assets\ it-1)+\alpha_2\Delta Rev_{it}+\alpha_3 PPE_{it}+\varepsilon_{it}$$

حيث تمثل :

TA: اجمالي حسابات الاستحقاق ويحسب بالفرق بين الدخل التشغيلي والتدفق النقدي التشغيلي

Assets : مجموع الأصول

---

[1]عماد سعد محمد الصائغ، حميدة محمد عبد المجيد، **مرجع سابق**، ص21.

[2]فداء عدنان عبيد، يونس عباس أكبر، **جودة الأرباح وتأثيرها على القوائم المالية**، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 48، 2016، ص 254.

ΔRev: التغير في الايرادات

PPE: مجموع الأصول الثابتة

ε:تمثل قيمة بواقي معادلة الانحدار وتمثل جودة التقارير المالية.

3-الايرادات الاختيارية:

حيث تتمثل الايرادت الاختيارية في الفرق بين التغير الفعلي والتغير المتوقع في حسابات القبض وتقاس الايرادات الاختيارية من خلال عدة نماذج، غير أن أكثرها دقة في نظر الباحثين نموذج كل من McNichols و Stubben[1]:

$$\Delta AR_{l,t}=\alpha_0+\alpha_1\Delta Rev_{l,t}+\alpha_2 OCF_{it-1}+\varepsilon_{it}$$

حيث تمثل:

ΔAR: التغير السنوي في حساب المقبوضات

ΔRev: التغير السنوي في الايرادات

OCF: التدفق النقدي التشغيلي

ε: تمثل قيمة المستحقات الاختيارية.

تجدر الاشارة إلى أن النماذج القائمة على فكرة الاستحقاق هي الأكثر استخداما في الدراسات لقياس جودة المعلومات المحاسبية.

الفرع الثالث: مدخل التحفظ المحاسبي

يسمح التحفظ المحاسبي من تخفيض تفاؤل الإدارة وميلها نحو المبالغة عند اعداد القوائم المالية، إذ أنه"الأساس المستخدم في الابلاغ عن بعض الأصول بتكلفة الشراء أو القيمة العادلة أيهما أقل"[2]، وبذلك ينعكس "التحفظ المحاسبي في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، والتي تكون عادة أكبر من الواحد"، فالنسبة الأكبر من الواحد تعني أن القيمة الدفترية أقل من القيمة

[1]Feng Chen, Ole Kristian Hope, Quinguan Li, **Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of private Firms in Emerging Markets**, The Accounting Review, Vol 86, Issue 4, 2011, P 16.

[2]Weil Roman, Katherine Schipper, Jennifer Francis, **Financial Accounting**, Cengage Learning ,2014, P 120.

السوقية وهو ما يعبر عن تكريس التحفظ المحاسبي كمبدأ في النظام المحاسبي ما يشير إلى زيادة جودة التقارير المالية.

يستخدم التحفظ المحاسبي في كثير من الحالات رادعا لتخفيض حالة عدم التأكد من الاحتمالات والتقديرات المتعلقة بالاحتيال والتظليل في القوائم المالية، وهو ما يسهم في زيادة مصداقية التقارير المالية المفصح عنها ومستوى ملاءمة المعلومات،[1] وبالرغم من ذلك، فقد وجهت عديد الانتقادات إلى هذا المبدأ إذ يصف FASB التحفظ المحاسبي على أنه " رد فعل حذر على عدم اليقين" حيث يركز المجلس على أن تكون المعلومات المالية محايدة غير متحيزة بالتحفظ، لذا تشهد السنوات الأخيرة توجه المعايير المحاسبية الأمريكية نحو تحويل المعايير بعيدا عن محاسبة التكلفة التاريخية والتي تمثل خاصية للتحفظ نحو محاسبة القيمة العادلة.[2] وهو الأمر الذي يلاقي بالمقابل عديد الانتقادات التي ترتبط حول عدم موضوعية القيمة العادلة نظرا لعدم قابلية التأكد فيها من جهة، ولأن التحفظ المحاسبي يعد مبدأ أساسيا في المحاسبة يستخدم كفاصل عند الحاجة للاختيار بين الطرق والإجراءات المحاسبية.

بعد عرض مختلف مؤشرات قياس جودة التقارير المالية المستخدمة والتي توصل إليها الباحثون يتضح أنه لايوجد مؤشر واحد متفق عليه في القياس، غير أن أغلب المؤشرات ترتكز على عنصر المستحقات من خلال مدى عكسه للتدفقات النقدية الفعلية، كما أن اختيار طريقة القياس في الغالب ترتبط بمدى توفر البيانات اللازمة للقياس، باعتبار أن البعض من هذه المقاييس يتطلب استخدامه توافر بيانات لسلاسل زمنية طويلة للشركات محل الفحص.

المبحث الثالث:جوانب الجودة في إعداد التقارير المالية

[1] ناظم شعلات جبار، **قياس مستوى التحفظ المحاسبي في الشركات المساهمة العراقية وأثارها على جودة الابلاغ المالي في التقارير المالية**، مجلة المثنى للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 7، العدد 02، 2017، ص127.

[2] Julia Nasev, **Conditional and Unconditional Conservatism Implications for Accounting Based Valuation and Riskey Projects**, Gabler, Germaney, 2014, P 01

إن توفر الخصائص النوعية في المعلومات المحاسبية يجعل المخرجات المحاسبية للشركات تتمتع بدرجة جودة عالية تمكن متخذ القرار من تصويب قراراته وترشيدها، غير أن توفر هذه الخصائص النوعية مرتبط بجملة من القيود والمحددات تتعلق بضرورة المفاضلة بين تكلفة الحصول على المعلومة ودرجة نفعتيها وكذا بأهميتها النسبية هذه الأخيرة التي تعد مفهوماً نسبياً يتعلق بدرجة التأثير على متخذ القرار والذي قد يختلف من وجهة نظر معدٍ للمعلومات إلى آخر ومن شركة لأخرى وهو الأمر الذي يصعب من الحكم على مدى تمتع المعلومات التي تحويها التقارير المالية بالخصائص النوعية، لهذا فقد دعت الهيئات المهنية المحاسبية على أن يلتزم معدوا التقارير المالية بالمعايير المحاسبية للاعتراف والقياس في اعداد هذه التقارير على أن تتضمن هذه الأخيرة حجما معينا أدنى من المعلومات الواجب الافصاح عنها تكون بمثابة المرجع في الحكم على مدى توفر الخصائص النوعية للمعلومات وهو ما يشكل اجمالا جوانب الجودة في اعداد التقارير المالية وهو ما سيكون محور الدراسة فيما يأتي:

المطلب الأول:الجوانب الفنية والتطبيقية للجودة في التقارير المالية

تتمثل جوانب الجودة في المعلومات المحاسبية والتي تتعلق بالجوانب التطبيقية والفنية في جملة المعايير المحاسبية، حيث أن هذه الأخيرة هي التي تحدد المعايير المتبعة في ضبط العملية المحاسبية من حيثقضايا التحديد والاعتراف والقياس للعمليات والأحداث الاقتصادية المؤثرة في الشركة، فوجود مثل هذه المعايير الضابطة يخفف من الاجتهاد الشخصي للادارة في اختيار السياسات المحاسبية وما قد يصاحبه من تحيز وعدم موضوعية في العرض والقياس حيث يشكل المفهوم الأخير الركيزة الأساسية للمحاسبة، فقبل أن يتم قياس العملية المحاسبية لا بد من تحديدها والاعتراف بها على أنها حدث مالي قابل للقياس النقدي.

فقد تواجه القوائم المالية انتقادات كثيرة تتعلق بعملية القياس المحاسبي والتي تحد من مصداقية المعلومات المحاسبية الناتجة ومن جودتها بالرغم من المحاولات العديدة لوضع معايير تخفف من هذه الانتقادات[1]،

[1]طلال الحجاوي، سالم الزوبعي، **القياس المحاسبي ومحدداته**، دار اليازوزي، عمان، 2019، ص 23.

فجودة المعلومات المحاسبية ترتبط بجودة عملية القياس المحاسبي للأحداث الاقتصادية وعلى هذا الأساس سنحاول في هذا الجزء من الدراسة عرض مفهوم القياس المحاسبي ومن ثم ابراز تأثير هذه العملية على جودة ومصداقية التقارير المالية.

الفرع الأول: مدخل إلى القياس المحاسبي:

يعد القياس المحاسبي ركيزة المحاسبة إذ يشكل وظيفة أساسية فيها، والذي يتحدد من خلاله قرارات مختلف الفئات من المستخدمين.

أولا: مفهوم القياس المحاسبي

يعرف القياس المحاسبي على أنه تحديد كمي للقيم المحاسبية باستخدام وحدات قياس مالية أو وحدات أخرى للحقائق والوقائع الاقتصادية المرتبطة بالمجال المحاسبي للشركة وتبويب أثرها بعد تحديده وتلخيصه.[1]

فالقياس المحاسبي هو التعبير الكمي والنقدي للظواهر، والأحداث، والوقائع المالية والاقتصادية الخاصة بوحدة معينة وعرضها في صورة نافعة وواضحة.[2]

فوظيفة القياس المحاسبي تنصب على قياس موارد واستخدامات الشركة وما ينجم عنها من عمليات إنفاق وخلق منافع وقيم مادية وسلعية وخدمات.[3]

واستقراءً بما سبق يمكن القول أن القياس المحاسبي هو عملية التعبير الكمي عن مختلف الأحداث والعمليات الاقتصادية الخاصة بالشركة.

يشير Most إلى أهمية القياس المحاسبي بالقول أن الشيء الذي لا يمكن قياسه لا يمكن أن تعرف الشيء الكثير عنه وبالتالي لا يمكن إدارته.[4] فالقياس المحاسبي يسمح بترجمة مختلف المعاملات والأحداث الاقتصادية في شكل أرقام وقيم تمكن من الفهم والاحاطة بطبيعة المعاملات،

---

[1] محمد مطر، موسى السويطي، **التأصيل النظري للممارسات المهنية المحاسبية في مجالات القياس، العرض والإفصاح**، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر،عمان، 2008، ص 131.

[2] أحمد حلمي جمعة، **المدخل السلوكي في المحاسبة المالية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 154.

[3] بكر إبراهيم محمود، **الإفصاح الإعلامي وأثره على وظيفة القياس المحاسبي في العراق**، مجلة الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العدد 71، 2008، ص 7.

[4] **المرجع نفسه**، ص8.

وبذلك ترتكز أهمية القياس المحاسبي في تأثيره المباشرعلى نتائج المعلومات المحاسبية والتي يتم الاعتماد عليها من طرف مختلف الفئات في عملية اتخاذ القرار.

ثانيا:أركان القياس المحاسبي:

يتضمن القياس المحاسبيأربعةأركانتتمثل في:[1]

- الخاصية محل القياس؛
- المقياس المناسب للخاصية محل القياس؛
- وحدة القياس المناسبة للخاصية محل القياس؛
- الشخص القائم بعملية القياس؛

وفيما يلي شرح لهذه الأركان[2] :

1-الخاصية محل القياس:وتمثل الحدث الاقتصادي التاريخي الذي يؤثر على المركز المالي للشركة أو ما قد يكون له آثار متوقعة عليه.

2-المقياس المناسب للخاصية محل القياس: فيعتمد اختيار المقياس المناسب على الخاصية المحددة محل القياس فإذا كانت الخاصية هي القيمة فإن المقياس هو وحدة النقد.

3-وحدة القياس المميزة للخاصية محل القياس: هنا يتم التركيز على تحديد نوع وحدة القياس، فإذا كان المقياس المناسب هو النقد فإن وحدة القياس هي وحدة النقد الممثلة للقيمة: دينار، أو دولار، أو يورو

4-الشخص القائم بعملية القياس: يركز هذا الركن على القائم بعملية القياس، والذي يشكل ركنا رئيسيا فيها خصوصا عندما يكون للتقديرات والحكم الشخصي الدور الأساسي في عملية القياس.

الفرع الثاني: القياس المحاسبي وأثره على الجودة في اعداد التقارير المالية

يرى Hindrekson أن القياس المحاسبي يجب أن يوجه إلى عرض معلومات ملائمة للمستخدمين غير أن هذا القياس المحاسبي قد يكون مقيدا بما تفرضه الظروف البيئية المحيطة بعملية القياس.[3] وهو الأمر الذي يؤثر سلبا على نواتج ومخرجات القياس ومن ثم على درجة الجودة في القوائم

---

[1] محمد مطر، **التأصيل النظري للممارسات المهنية المحاسبية في مجالات القياس، العرض والإفصاح**،مرجع سابق، ص 15.

[2] طلال الحجاوي، سالم الزوبعي، **مرجع سابق**،صص 39-40.

[3] **المرجع نفسه**، ص 33.

المالية المعدة، فقد تتطلب عملية القياس المحاسبي لبعض الأحداث الاقتصادية مثلاً استخدام التقديرات والاجتهادات في تحديد قيمها الأمر الذي قد يكون محل تلاعب أو تحيز وهو ما يضلل مستخدم القوائم المالية وبالتالي يفقدخاصية المصداقية فيها.

ولأن القياس يقوم على أركان رئيسية فإن التحيز أو الخلل في القياس قد يكون نتيجة التحيز في أحد أركانه السابقة الذكر وذلك وفق الآليات التالية:

أولا: تحيز قواعد القياس المحاسبي:

ويتضمن تحيز قواعد القياس المحاسبي التحيز الذي تتسبب فيه كل من المفاهيم والمبادئ والفروض والأعراف التي تحكم عملية القياس، ولعل من أهم مظاهره التقارير المحاسبية المعدة في فترات التضخم والانكماش وفق لمبدأ التكلفة التاريخية دون أي تعديل، وهو ما يخلق تضليلا يقلل من التمثيل الصادق للمعلومات في القوائم المالية لأن قيمة وحدة النقد تغيرت، وأن مبدأ مقابلة الإيرادات بالتكاليف ليس مطبقا لأن الإيرادات تصبح ذات قوة شرائية جارية بينما قد تكون بعض التكاليف مقاسة بوحدة نقدية ذات قوة شرائية تاريخية.[1]

لذا ولضمان توفر الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية بشكل عام وخاصية الموثوقية بشكل خاص، تم طرح عديد البدائل لقياس البنود المحاسبية بالإضافة إلى التكلفة التاريخية كالقيمة العادلة غير أنه ونظرا لعدم وجود تأصيل علمي وهو أحد نقاط الضعف في المحاسبة فإن الاتجاه السائد من منظري المحاسبة هو اعتماد تطبيق واحد من هذه البدائل. [2]

يجب الإشارة إلى أن حقيقة التكلفة التاريخية للأصل التي تمثل الواقع الفعلي للحدث وقت وقوعه –لحظة التبادل–ليست هي موضع شك في دقتها وصحتها لحظة الاكتساب أو التملك

[1] محمد مطر، **التأصيل النظري للممارسات المهنية المحاسبية في مجالات القياس، العرض والإفصاح**، مرجع سابق، ص ص 138–139.

[2] Ziad Alsaidat, Ali AlGhazzawi, NemerSalihat, **Accounting Measurement: Islamic Perspective Versus Financial Accounting Perspective**, Interdisciplinary Journal of Contemporary Research, Vol 6, No2, 2014, P 363.

كونها تمثل القيمة العادلة للأصل وقت التبادل وإنما يظهر التشكيك في سلامة المبدأ بعد التملك أو وقوع الحدث.[1]

ينطوي القياس المحاسبي على جملة من المحددات والقيود التي تتعلق بقواعد القياس والتي تؤثر على طبيعة المعلومات المحاسبية الناتجة بالطريقة التي قد تجعل متخذ القرار نفسه أمام اختيار قرارين مختلفين بتغيير بسيط في قاعدة القياس وهو ما يعني تراجع في جودة المعلومات المحاسبية وفيما يلي تفصيل لهذه النواقص الخاصة بالقياس المحاسبي[2]:

- استخدام بدائل متعددة للمعالجة يؤدي تطبيقها إلى الوصول إلى نتائج مختلفة، لذا يكون متخذ القرار أمام معلومات تقود إلى نتائج نشاط مختلفة وهو الأمر الذي يعد مضلل لمتخذ القرار.
- تعدد أساليب القياس المحاسبي التي اقرتها معايير الابلاغ المالية الدولية IFRS حيث تضمنت عدة قيم في معايير مختلفة كصافي القيمة البيعية، وصافي القيمة القابلة للتحقق والقيمة العادلة بالاضافة إلى طريقة التكلفة التاريخية التي تُبنى على فرض ثبات قيمة الأصل رغم تقلبات أسعار هذه الأصول.
- تضمُن القياس المحاسبي على التقديرات المحاسبية وما قد ينجر عن الاختلاف في أسس وضع هذه التقديرات من شخص لآخر بالاضافة إلى تفعيل الحكم الشخصي في بعض الحالات كتحديد الأهمية النسبية.
- غياب بعض عناصر وبنود القوائم المالية لأن الأعراف المحاسبية لا تجيز الاعتراف بها مثل الموارد البشرية والشهرة المولدة داخليا.

---

[1] خضير ماجد علاوي، **القياس والإفصاح المحاسبي لصافي الأصول المحاسبية باستعمال مبدأ القيمة العادلة بالتطبيق على شركة بغداد لانتاج المواد الانشائية**،مجلة جامعة بابل للعلوم الصرفة والتطبيقية، المجلد 02، العدد 06 ، 2014، ص 1643.

[2] طلال حجاوي، سالم الزوبعي، **مرجع سابق**، ص ص 24-25.

ثانيا: تحيز القائم بالقياس المحاسبي:

ويقصد به كل تحيز مرتبطة أسبابه بالقائم بعملية القياس على أساس افتراض أن نظام القياس المحاسبي يتمتع بدرجة من الموضوعية، لكن المحاسب سيستخدمه في عملية القياس بطريقة خاطئة تؤدي إلى نشوء تحيز يرتبط بالمحاسب نفسه.[1]

ثالثا: تحيز قواعد القياس والقائم بالقياس معا:

ويعرف أيضا بالتحيز المشترك وهو التحيز الناشئ عن قواعد القياس والقائم به، كأن يقوم محاسب لا يتصف بالموضوعية باستخدام قاعدة لا تتصف هي الأخرى بالموضوعية الكاملة، فتحيز القياس الناجم عن القاعدة المتحيزة تتضاعف أثاره على بياناته المحاسبيةبفعل التحيز الإضافي الذي يسببه المحاسب المتحيز بسوء استخدامه للقاعدة المحاسبية.

إن هذا التحيز في القياس المحاسبي وما يتبعه من آثار على خصائص المعلومات المحاسبية جعل مختلف الهيئات المحاسبية تعمل على وضع معايير تنظم عملية القياس تضمن من خلالها اتساق هذه الأخيرة والخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية ومن بين أهم هذه المعايير ما قدمته جمعية المحاسبة الأمريكية (AAA) حين طالبت بضرورة الالتزام بالموضوعية في عملية القياس للأحداث والوقائع الاقتصادية وذلك بالابتعاد الكلي عن التحيز وتجنب التقديرات والحكم الشخصي قدر الإمكان ما يجعل نتائج عملية القياس نفسها حتى ولو تم تغيير القائم بعملية القياس، كما أكدت على ضرورة امكانية وقابلية التحقق من خلال استناد عملية القياس على مصادر موثوقة فيها تمثل أدلة اثبات يمكن في خضمها التأكد من صحة المعلومات موضوع القياس.

إن الاستناد على هذا النوع من المعايير الضابطة لعملية القياس المحاسبية وما يرتبط بها يدعم جودة القوائم المالية من خلال رفع التحيز أو التلاعب الذي قد تعمد إليه الإدارة لتحقيق توجهاتها في الشركة من خلال اختيار قواعد قياس غير موضوعية.

---

[1] باخجه عبد الله محمد طالب، **تأثير أساليب المحاسبة الإبداعية في جودة المعلومات المحاسبية في ظل المعايير المحاسبية الدولية، دراسة استطلاعية**، رسالة ماجستير في المحاسبة ، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة السليمانية، العراق، 2013، ص 60.

المطلب الثاني:الجوانب الاعلامية لجودة التقارير المالية

تعد الشركات تقاريرها المالية بغية اشباع حاجات المستخدمين من المعلومات المحاسبية التي تسمح لهم باتخاذ القرار فهي بذلك تشكل منتجا اعلاميا يتم الإفصاح عنه للمستخدمين فكلما كان هذا الافصاح عن المعلومات كافيا وفي التوقيت المناسب كلما ارتفعت معه درجة نفعية المعلومات وبالتالي جودتها، وهو ما يؤثر ايجابا على قرارات المستثمرين وعلى السوق المالية التي تنشط فيها هذه الشركات، وعلى العكس من ذلك فضعف نظام الافصاح عن المعلومات المحاسبية الكافية وما يتخلله من حجب للمعلومات التي يحتاجها المستخدمون سيساهم في ظهور سلوكيات لا أخلاقية تؤثر سلباً على قرارات المستخدمين والشركة بالدرجة الأولى ومن ثم على السوق المالية ككل[1]

ولأن جودة التقارير المالية ترتبط بقدرة المعلومات المفصح عنها في التأثير على قرارات المستخدمين فقد كان لزاما البحث في نوع وكمية المعلومات الواجب الإفصاح عنها من قبل الشركات والتي تسمح بتحقيق أعلى درجة نفعية.

وبغية الاجابة عن هذا سيخصص هذا الجزء من الدراسة لمتطلبات الافصاح

الفرع الأول:تعريف الإفصاح المحاسبيوأنواعه.

سنعرض فيما يأتي مفهوم الافصاح المحاسبي

أولا: تعريف الإفصاح المحاسبي

عرف الإفصاح المحاسبي على أنه عملية إظهار وتقديم المعلومات الضرورية عن الوحدات الاقتصادية للأطراف التي لها مصالح حالية أو مستقبلية، وهذا يعني أن تعرض المعلومات بلغة مفهومة للمستخدم الواعي دون لبس أو تضليل[2]، على أن يتمعرض كل المعلومات التي قد تؤثر في موقف متخذ القرار المتعلق بالوحدة المحاسبية؛[3]

---

[1] محمد الفاتح المغربي، **حوكمة الشركات**، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، مصر، 2020، ص162.

[2] محمد المبروك أبو زيد، **المحاسبة الدولية وانعكاساتها على الدول العربية**، دار ايتراك للطباعة والنشر، مصر، 2005، ص 577.

[3] محمد سمير الشاهد، **قواعد وإعداد وتصوير القوائم المالية للبنوك وفقا للمعايير الدولية**، منشورات اتحاد المصارف العربية، مصر، 2000، ص 429.

كما عرف الإفصاح المحاسبي عموما على أنه إرفاقإيضاحات بالقوائم المالية تتناول تفصيل المعلومات الخاصة بالبنود الواردة في صلب القوائم المالية وخارجها، وذلك بهدف أن لا تكون القوائم المالية للشركة مضللة، كما قد تشمل معلومات تخص الطرق المحاسبية المستخدمة، والأحداث اللاحقة لتاريخ القوائم، وتحليلات الإدارة للأحداث السابقة وتنبؤاتها المستقبلية.[1]

فالإفصاح المحاسبي لم يعد مقتصرا على مجرد إبلاغ وعرض لنتائج القياس المحاسبي وتفسيرها وإنماأصبح ينطوي على عرض معلومات كمية ووصفية وكذلك حقيقية أو تقديرية والتي لها تأثير ملحوظ على متخذ القرار وهذا ما يتطلب[2]:

-الإفصاح بدرجة كافية من التفصيل بحيث تبدو المعلومات واضحة ومفيدة؛

-الإفصاح بشكل خالي من التفاصيل غير الضرورية.

ويمكن تصنيف المعلومات الواجب الإفصاح عنها في الآتي:

ثانيا: أهمية الإفصاح المحاسبي

بالإضافة إلى ما يحققه الإفصاح المحاسبي كجانب اعلامي من خلال رفع الغموض عن مستخدمي القوائم المالية،فإنه أيضا يشكل أداة أساسية لنجاح أي سوق مالية فبتوفره تقل فجوة الثقة بين الشركات والمتعاملين في السوق المالية من خلال مواجهة مشكلة عدم تماثل المعلومات في السوق وهو ما يسمح بتحقيق جملة من الأهداف والتي يمكن حصرها في:[3]

– تحقيق العدالة بين المستثمرين وغيرهم من مستخدمي التقارير المالية الأمر الذي يقلل من فرص المتاجرة بناءً على المعلومات الداخلية ويكون تحقيق العدالة من خلال تفويت الفرصة على المستثمرين ذوي المعلومات الداخلية من تحقيق أرباح على حساب باقي المستثمرين

---

[1] محمدالشريف، **قياس متطلبات العرض والإفصاح العام وتقييم مدى توافرها في التقارير المالية للشركات المساهمة وفي معيارالعرضوالإفصاح العام في المملكة العربية السعودية**، مجلة الإدارة العامة، العدد 61، 2000، ص 124.

[2] زينب عباس حميدي، **الآثار الاقتصادية لعدم الإفصاح عن الأحداث اللاحقة لتاريخ الميزانية دراسة تحليلية في الشركة العامة للتجهيزات الزراعية**، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 70،2009 ، ص 5.

[3] حسين علي خشارمة، **مستوى الإفصاح في البيانات المالية للبنوك والشركات المالية المشابهة المدمجة في الأردن دراسة ميدانية**، مجلة جامعة النجاح للبحث، المجلد 17، العدد 01، الامارات، 2003، ص 97.

– الإقبال على شراء أسهم الشركات التي تفصح أكثر من غيرها لأن المستثمر غالبا لا يفضل المخاطرة الناتجة عن نقص المعلومات وهذا بافتراض تساوي جميع الفرص الأخرى ذات العلاقة بقرار الاستثمار.

– المساهمة في الحفاظ على استقرار أسعار الأسهم حيث أن نقص المعلومات يؤدي إلى زيادة التذبذبات في أسعارها حيث تفسح المجال لعمليات المضاربة في السوق المالية.

وتكريسا لأهمية المعلومات المحاسبية والافصاح عنهافقد أولى المشرع الأردني أهمية للافصاح المحاسبي من خلال تضمينه في مواد قانون الشركاتوقانون الأوراق المالية وقانون مهنة تدقيق الحسابات بمتطلبات تتعلق بالافصاح عن المعلومات المحاسبية وعرضها وتنظيمها، بالاضافة إلى ذلك فقد تضمنت المعايير المحاسبية ومعايير التدقيق لسنة 2004 والصادرة بالاستناد إلى كل من أحكام المادة (12/ف) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002 ما يلي:

- تحديد نوعية المعلومات والتقارير التي يجب على الشركات المساهمة اللإفصاح عنها سواء عند الادراج او فيما يتعلق بالبيانات الدورية عند حدوث أمور جوهرية؛
- ضرورة الاعلان عن البيانات السنوية خلال فترة لا تتجاوز ثلاثة أشهر من نهاية السنة المالية؛
- إلزام جميع الجهات الخاضعة لرقابة هيئة الأوراق المالية بتطبيق المعايير المحاسبية الدولية
- ضرورة تزويد هيئة الأوراق المالية بمختلف الأحداث الجوهرية التي من المحتمل أن يكون لها تأثير على ربحية الشركة أو مركزها المالي.

الفرع الثاني: أنواع الإفصاح المحاسبي:

تتعدد أنواع الإفصاح المحاسبي وتختلف باختلاف أسس التصنيف منها ما يتعلق بالهدف منه وبعضها يصنف وفقا لكمية المعلومات وأخرى بدرجة الإلزامية فيه وهو ما سنتطرق لهفيما يأتي:

أولاً: من حيث هدف الإفصاح

يمكن تصنيف الإفصاح المحاسبي وفقا لأهدافه إلى ما يلي:

1-الإفصاح الوقائي: حيث يهدف هذا الإفصاحإلى حماية المجتمع المالي وبصفة خاصة المستثمر العادي الذي له قدرة محدودة على استخدام المعلومات المالية.

2-الإفصاح الإعلامي أو التثقيفي: لقد ظهر هذا النوع من الإفصاح نتيجة لأهمية خاصية الملاءمة ضمن الخصائص النوعية الأساسية للمعلومات المحاسبية، والتي نشأ عنهاالتحول نحو المطالبة بالإفصاحعن مختلف المعلومات التي قد تكون ملائمة لاتخاذ القرارات كالمعلومات المتعلقة بأثر تغيرات مستويات الأسعار،وبإعداد التقارير المرحلية،والإفصاح عن التنبؤات المالية، واعداد التقارير القطاعية.

ثانيا:من حيث كمية المعلومات

ويصنف الافصاح المحاسبي وفق كمية المعلومات إلى:

1-الإفصاح التام

لا يعني الإفصاح التام عرض كل التفاصيل من أحداث وعمليات دون تمييز وذلك لسببين:

- أن إنتاج المعلومات يحتاج إلى تكلفة باعتبار أن المعلومات سلعة اقتصادية ذات قيمة، وعلى ذلك يحكم إنتاج المعلومات أن تكون منفعتها أكبر من تكلفة إعدادها.

- أن كثرة التفاصيل غير المهمة تعمل على تخفيض القدرة على الاستيعاب.[1] وبذلك فقد تكون مضللة للمستخدمين.

[1] محمد عبد الله المهندي، وليد زكرياء الصيام، **أثر الافصاح المحاسبي في التقارير المالي السنوية المنشورة على أسعار الأسهم**، دراسات العلوم الادارية، المجلد 34، العدد 02، 2007، ص 260.

2-الإفصاح العادل:

يركز الإفصاح العادل على تقديم المعلومات التي تفي باحتياجات الأطراف المعنية على قدم المساواة وبالتالي ينطوي هذا النوع على جانب أخلاقي.[1]

3-الإفصاح الكافي أو الملائم:

إن مفهوم الإفصاح الكافي أو الملائم يمكن مناقشته بالإجابة على: ما الذي يجب الإفصاح عنه؟ لمن يتم الإفصاح؟، وكيف يجب أن يتم هذا الإفصاح؟

فمفهوم الإفصاح الملائم يقوم علىفكرة أن التقارير المالية يجب أن تفصح عن كل ما من شأنه أن يجعلها غير مضللة وفي هذا السياق ينصح باستخدام القاعدة القائلة "عندما يراودك الشك أفصح"

حيث يقصد بالإفصاح الكافي ضرورة الإفصاحعن حد أدنى من المعلومات الواجب إظهارها في القوائم المالية لجعلها غير مظللة، فهو بذلك يهدف إلى تزويد جميع الفئات بالمعلومات التي تعد مفيدة لإتخاذ القرارات، إذ أن قيام الشركات بنشر معلومات تفصيلية كثيرة دون أن يكون لها معنى ودلالة سيؤدي إلى ضياع المعلومات المهمة والمفيدة ويجعل مستخدمي المعلومات في وضعية مضللة.[2]

ثالثا: منحيث درجة الإلزام

وينطوي هذا التصنيف للافصاح على كل من:

1-الافصاح الإلزامي أو الإجباري:

ويقصد بالإفصاح الإلزامي ذلك الإفصاح الذي تتطلبه المعايير المهنية والقوانين والأنظمة المعمول بها في دولة ما،إذ تقوم عدة جهات مهنية ورقابية وحكومية بإلزام الشركات بالإفصاح عن المعلومات في تقاريرها المالية.[3]

---

[1] رشا حماد، **قياس أثر الإفصاح الاختياري في جودة التقارير المالية دراسة ميدانية في بورصة عمان**، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 10، العدد 4، 2014، ص 274.

[2] محمد عبد الله المهند، وليد زكرياء الصيام، **مرجع سابق**، ص 260.

[3] رشا حماد، **مرجع سابق**، ص 674.

2-الإفصاح الاختياري

يمثل الإفصاح الاختياريالافصاحالذي لم تُلزم بها الشركات صراحة من قبل الهيئات المسؤولة عن التنظيم المحاسبيكهيئات الأوراق المالية.

وفي هذا الإطار فقد أشار FASB على أن الكثير من الشركات الرائدة في العالم تفصح عن كمية واسعة من المعلومات والتي تبدو مفيدة في التواصل مع المستثمرين، كما أشار نفس التقرير إلى أن أهمية الإفصاح الاختياري في تزايد مستمر نتيجة تزايد سرعة وتيرة التغيرات في بيئة الأعمال.[1]

وفي سياق ما سبق وفي خضم هذه الأنواع المتفاوتة من الإفصاح المحاسبي فقد تكرر الحديث عن فكرة الافصاح المناسب فمن الأمور المهمة الواجب ملاحظتها أثناء مناقشة معيار الإفصاح المناسب هو وجود مستويين من الإفصاح، المستوى المثالي للإفصاح (**the Ideal level of Disclosure**) والمستوى المتاح أو الممكن(**the Attainablelevel of disclosure**)

فمن الناحية النظرية البحتة يمكن وضع العوامل والاعتبارات التي تحدد المستوى المثالي للإفصاح إلا أن ما يجب فهمه أن هذا المستوى لا يمكن توفيره من ناحية واقعية وهذا نظرا لعدم الإلمام الكامل بطبيعة النماذج المختلفة للقرارات التي تعتبر البيانات المحاسبية بمثابة المدخلات لها، وكذلك عدم الإلمام أيضا بمدى حساسية هذه القرارات للبدائل المختلفة من المعلومات المحاسبية هذا بالإضافة إلى التفاوت الكبير الحاصل في استجابة متخذي تلك القرارات لأنماط المعلومات التي توفرها لهم بموجب بدائل مختلفة من نظم القياس المحاسبي والتي تكون غالبا مصداقيتها محل تساؤل بسبب خضوع هذه النظم للعديد من القيود الخاصة بالفروض والأعراف المحاسبية التي تحكم جمع وقياس مخرجات هذه النظم.

[1]Improving Business Reporting: Insight into Enhancing Voluntary Disclosure, available on:http://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage&cid=1176156460184, Accessed:23/08/2019.

وانطلاقا من المعطيات المشار إليها فيربط معظم الباحثين معيار الإفصاح المناسب بمعيار الإفصاح الواقعي أو المتاح والممكن.[1]

الفرع الثالث: المقومات الأساسية للإفصاح عن المعلومات المحاسبية:

يرتكز الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في القوائم المالية على جملة من المقومات يمكن عرضها في النقاط التالية:

- تحديد المستخدم المستهدف من المعلومات المحاسبية؛
- تحديد الأغراض التي تستخدم فيها المعلومات المحاسبية؛
- تحديد طبيعة ونوع المعلومات المحاسبية التي يجب الإفصاح عنها؛
- توقيت الإفصاح عن المعلومات المحاسبية.

أولا: المستخدم المستهدف للمعلومات المحاسبية

تكون مخرجات الشركات من معلومات محاسبية محط أنظار العديد من فئات المستخدمين المهتمين بشؤونها سواء داخليين أو خارجيين من دائنين، وأجهزة حكومية ومحللين كل حسب غرضه، ونظرا لهذا التعدد في المستخدمين وتعدد طرق استخدامهم للمعلومات المحاسبية ومعالجتها فقد طُرحت عدة تساؤلات عن طبيعة الإفصاح المناسب الذي يخدم كل هذه الفئات خصوصا في ظل اختلاف مستوى الكفاءة في تفسير المعلومات المحاسبية الواردة في التقارير المالية، هو الأمر الذي دفع الباحثين إلى اختيار مستخدم مستهدف يتم اختيار أبعاد الإفصاح وفقا له.

فاقترح البعض على أن يكون المستخدم المستهدف المستثمر العادي ذو المهارة المحدودة لأنه هو الأكثر استخداما للبيانات المالية من بين جميع الفئات المستخدمة لتلك البيانات في حين اعتبر البعض الأخر أن المستثمر العادي يكون في معظم الأحيان غير مؤهل لفهم المعلومات المحاسبية على عكس المحلل المالي الذي يجب أن يكون هو المستخدم المستهدف.[2]

وبذلك فقد استقر الرأي النهائي في عالم المهنة على جعل المستخدم المستهدف للمعلومات المحاسبية ممثلا في مجموعة من الفئات التي يحتمل استخدامها للتقارير المالية ولكن مع

---

[1] محمد مطر، **تقييم مستوى الإفصاح الفعلي في القوائم المالية المنشورة للشركات المساهمة العامة الأردنية في ضوء قواعد الإفصاح المنصوص عليها في أصول المحاسبة الدولية**، دراسات العلوم الإنسانية، المجلد 20، العدد 02، الجامعة الأردنية، 2000، ص 118.

[2] **المرجع نفسه**، ص 120.

إبداءعناية أكبر نحو احتياجات ثلاث فئات رئيسية وفق ترتيب الأولويات والفئات المقصودة هي الملاك الحاليون، والملاك المحتملون وأخيرا فئة الدائنين.

ثانيا: أغراض استخدام المعلومات المحاسبية

تعد الأهمية النسبية بمثابة المعيار الكمي الذي يحدد كمية المعلومات المحاسبية الواجب الإفصاح عنها، في حين أن الملاءمة هي المعيار النوعي الذي يحدد نوع هذه المعلومات لذا تتطلب هذه الخصائص وجود صلة بين طريقة إعداد المعلومات المحاسبية والإفصاح عنها من جهة والغرض الرئيسي لاستخدام هذه المعلومات من جهة أخرى.[1]

ثالثا: تحديد طبيعة المعلومات المحاسبية الواجب الإفصاح عنها

تشمل التقارير المالية السنوية عادة المعلومات المحاسبية بالإضافة إلى الملاحظات والإيضاحات المرفقة التي تعد جزءا لايتجزأ من القوائم المالية غير أن هناك اتجاها نحو زيادة حجم المعلومات المفصح عنها عموما والإفصاح عن معلومات أخرى لم تكن تتضمنها القوائم المالية التقليدية والتركيز على المعلومات التي تحتاج درجة كبيرة من الخبرة والكفاءة في استخدامها ومن أمثلة هذه المعلومات أثر التغيرات في مستويات الأسعار على القوائم المالية، إعداد تقارير مرحلية وأخرى قطاعية بالإضافة إلى معلومات عن المحاسبة الاجتماعية.[2]

يعد التوسع في الإفصاح المحاسبي الحل العملي لمشكلة عدم إمكانية تحديد احتياجات مستخدمي التقارير المالية من معلومات نظرا لتعدد مستخدمي مخرجات المحاسبة للشركات واختلاف احتياجاتهم.

رابعا: توقيت الإفصاح عن المعلومات المحاسبية:

لكي يكون للإفصاح قيمة وفعاليةلابد أن يكون في التوقيت المناسب حتى لا تفقد هذه المعلومات قيمتها وأهميتها، فالتوقيت المناسب يقتضي إيصال المعلومات في وقت مبكر بصورة كافية تمكن من استخدامها في اتخاذ القرارات الاقتصادية. فالحصول على المعلومة المناسبة لاتخاذ القرار ولكن في التوقيت غير المناسب يكون غير مجدي.

---

[1] محمد مجيد سليم، محمد رفيق عثامنة، **الأهمية النسبية لبنود الإفصاح المحاسبي في قرارات الإقراض المصرفي**، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد 10، العدد الثاني، 2007، ص 195.

[2] أمين السيد أحمد لطفي، **تخطيط الأرباح باستخدام نماذج محاكاة المنشأة**، الدار الجامعية للنشر والطباعة، مصر، 2006، ص 105.

الفرع الرابع: الإفصاح المحاسبي ودوره في الرفع من جودة التقارير المالية

يتضح من العرض السابق أن الإفصاح يلعب دورا مهما في الرفع من جودة التقارير المالية من خلال تكريس خاصتي الملاءمة والموثوقية للمعلومات المحاسبية، فهو يدعم خاصية الملاءمة من حيث أحد خصائصها الفرعية والمتثلة في التوقيت المناسب من خلال فكرة أن يتم الإفصاح عن المعلومات في قوائم مالية مرحلية ومتفاوتة الفترات الزمنية فبالاضافة إلى القوائم المالية السنوية يكون الإفصاح أيضأ في قوائم مالية ربع أو نصف سنوية وهو مايعني توفر المعلومات لمستخدميها في التوقيت المناسب دون انتظار نهاية السنة المالية.

يدعم الإفصاح أيضا خاصية الموثوقية التي تقوم على عرض كل المعلومات المتعلقة بالأحداث الاقتصادية التي قد تؤثر على المركز المالي للشركة وتجنب حذفها أو حجبها وهو الأمر الذي تتناوله العديد من المعايير المحاسبية الدولية للابلاغ المالي وفي مقدمتها المعيار المحاسبي الدولي الأول والذي ينص على أن تعرض المعلومات المحاسبية بشكل عادل الأداء المالي والتدفقات النقدية للشركة كما أضاف أن اختيار الطرق المحاسبية يجب أن يستند على الطريقة الأكثر ملاءمة وموثوقية في العرض والأكثرتعبيرا عن الواقع.

بالإضافة إلى هذه الخصائص يدعم الإفصاح باقي الخصائص النوعية كقابلية الفهم من خلال الافصاحات الإضافية المرافقة للقوائم المالية المعدة والتي تهدف إلى جعلها مقروءة وسهلة الفهم لكل فئة من فئات المستخدمين عندما لا تكون المتطلباتوفق المعايير كافية لبلورة آثار هذه العمليات على المركز المالي للشركة.

تعد القوائم المالية التي تصدرها الشركات وتفصح عنها المصدر الأول للمعلومات للمستثمرين وهو ما يخلق فرص متكافئة بينهم، غير أنه ومتى ما تم الإخلال بمبدأ الشفافية والإفصاح عن طريق تسريب بعض المعلومات لأشخاص معنيين قبل إعلانها للكافة، أو الامتناع عن الإفصاح عن طريق حجب بعض المعلومات المهمة التي تؤثر في وضع الشركة المالي وفي قيمتها عن طريق استئثار فئة معينة بالمعلومة دون غيرها من فئات المستثمرين في السوق

وتحقيقهم من وراء ذلك أرباحا طائلة لا يحققها الآخرون،ما يؤدي إلى زعزعة الثقة بالسوق المالية وارتفاع المخاطرة فيه.[1]

فهذه من السلبيات التي قد تنجر عن الإفصاح غير الملائم سواء نوعيا أو زمنيا وهو ما يكرس من الأهمية التي يشغلها الإفصاح كمتغير اعلامي إضافي للرفع من نفعية المعلومات المحاسبية.

المطلب الثالث: الجوانب الاخلاقية لكل من المحاسب والمدقق

يعتبر المحاسب مشغل النظام المحاسبي في الشركة فهو المسؤول أمام الإدارة والمساهمين في الشركة عن إعداد معلومات محاسبية موثوقة وذات مصداقية يعتمد عليها في اتخاذ مختلف القرارات، هذه المعلومات التي تكون محل مراجعة وتدقيق من طرف شخص مستقل عن الشركة حيث يبدي هذا الأخير رأيه حول مدى سلامة القوائم المالية المدققة من التحريف والتضليل ما يزيد من ثقة أصحاب المصالح في هذه المعلومات، ومن هنا يتجلى الأثر الذي قد يحدثه كل من المحاسب كمعد للمعلومة والمدقق الخارجي كمراقب على جودتها إذا لم يلتزم كل منهما بالجانب الأخلاقي والمهني وهو الأمر الذي ينعكس سلبا على جودة المعلومات المحاسبية ما يفقد الثقة في القوائم المالية للشركة.

الفرع الأول: الجانب الأخلاقي للمحاسب كجانب لجودة التقارير المالية

قبل الحديث عن الأثر الذي قد يلعبه الجانب الأخلاقي للمحاسب في جودة القوائم المالية تجدر الاشارة إلى أن مصادر أخلاقيات أي مهنة بما فيها المحاسبة يمكن أن تستمد من مصادر ثلاثة هي:[2]

- القوانين والتشريعات فتتحدد سلوكيات الأفراد والمنظمات والقيم الأخلاقية من خلال التطبيق السليم لهذه القوانين والتشريعات؛
- العمليات التربوية والاجتماعية التي تستند على القيم المتبادلة بين الأفراد؛
- المعتقدات الشخصية للفرد (الدينية والعرفية) التي تحدد سلوكه.

---

[1] محمد بن ناصر البجاد، **جريمة الإفصاح عن المعلومات الداخلية في نظام السوق المالية السعودية، دراسة تحليلية**، دورية الإدارة العامة، المجلد 47، العدد 04، 2007، ص 558.

[2] صدام محمد محمود وآخرون، **أثر المعايير الأخلاقية للمحاسب الاداري في جودة التقارير المالية، دراسة حالة على عينة من المحاسبين**، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 04، العدد7، 2011، ص 408.

إن أخلاقيات المحاسب تؤثر على سلوكياته في أداء الأعمال وهو ما يؤثر بدوره على الأعمال التي يؤديها من تحديد وقياس واعتراف بالأحداث الاقتصادية، الأمر الذي يجعل المعلومات المحاسبية المنتجة والتي تشكل المادة الأولية لمتخذ القرار والمستخدمين بصفة عامة محل تساؤل عن مستوى جودتها.

فالالتزام بهذه الأخلاقيات قد يؤثر ايجابا على مدى جودة المعلومات المحاسبية وبالتالي جودة التقارير المالية التي تحويها في حين أن الاخلال بهذه الأخلاقيات من عدم موضوعية وتغليب المصلحة الشخصية سيؤثر سلبا على جودة المعلومات المحاسبية من خلال من خلال الاخلال بكل من الملاءمة والموثوقية كأهم خاصيتين نوعيتين لجودة المعلومة.

فالكفاءة التي يتمتع فيها المحاسب تمكنه من توفير المعلومة في الوقت المناسب وهو ما يحقق جودة المعلومات المحاسبية في حين ان انخفاض هذه الكفاءة سيؤدي إلى تأخر في تقديم المعلومات وهو ما يفقدها قدرتها التأثيرية على القرار ومن ثم جودتها[1]

الفرع الثاني: الجانب الأخلاقي للمدقق الخارجي كجانب لجودة التقارير المالية:

يمثل المدقق الخارجي مدقق الحسابات المستقل والمتحصل على إجازة لمزاولة مهنة التدقيق بمقتضى القانون والأنظمة الصادرة، والذي يختص بإبداء رأي حول القوائم المالية المدققة للشركات. عرفت مهنة التدقيق الخارجي في العقد الماضي عدة أزمات نتيجة للتلاعبات التي سجلت في كبريات الشركات وما تبعها من انهيار لبعض مكاتب التدقيق الدولية والتي دفعت بالبحث عن مدى مصداقية التقرير الذي يعده المدقق الخارجي عن صدق وموثوقية التقارير المالية المدققة للشركات

أولا: تعريف المدقق الخارجي

يشكل التدقيق الخارجي بمثابة ضمان على مدى جودة المعلومات المحاسبية التي تتضمنها التقارير المالية المدققة حيث يتمحور دوره في الكشف عن الأخطاء المقصودة وغير المقصودة وحالات التضليل الواردة فيها وعلى التأكيد أن هذه التقارير أعدت وفق المعايير المحاسبية المتعارف عليها وهو ما يسمح لمختلف فئات المستخدمين من اتخاذ قراراتهم بكل موثوقية.

[1] صدام محمد محمود وآخرون، **مرجع سابق**، ص 417.

عرفت المادة 22 من القانون 10-01 المتعلق بتنظيم ممارسة مهنة المحاسبة محافظ الحسابات كل شخص يمارس بصفة عادية باسمه الخاص وتحت مسؤوليته، مهمة المصادقة على صحة حسابات الشركات والهيئات وانتظامها ومطابقتها لأحكام التشريع المعمول به.

ثانيا: مهام المدقق الخارجي

يقوم محافظ الحسابات بالمهام التالية وهذا حسب ماجاء في المادة 23 من القانون 10-01

- يشهد بأن الحسابات السنوية منتظمة وصحيحة ومطابقة تماما لنتائج عمليات السنة ونفس الأمر بالنسبة للوضعية المالية وممتلكات الشركات والهيئات؛
- يفحص صحة الحسابات السنوية ومطابقتها للمعلومات الواردة في تقرير التسيير المسلم من المسيريين للمساهمين أو الشركاء أو حاملي الحصص؛
- يبدي رأيه في شكل تقرير خاص حول اجراءات الرقابة الداخلية المصادق عليها من مجلس الادارة؛
- يقدر شروط ابرام الاتفاقيات بين الشركة والمؤسسات او االهيئات التابعة لها أو بين المؤسسات أو الهيئات التي تكون فيها للقائمين بالادارة أو المسيرين للشركة المعنية مصالح مباشرة أو غير مباشرة.

ثالثا: أثر المدقق الخارجي في الرفع من جودة القوائم المالية:

لقد أجريت العديد من الدراسات حول أثر جودة التدقيق الخارجي على جودة التقارير المالية حيث أظهرت أن التدقيق ذو الجودة العالية يكون أكثر فعالية في تقييد حرية الادارة التقديرية بشأن المسائل المحاسبية من عمليات التدقيق ذات الجودة الأقل،[1] وبذلك فهو يساهم في خفض تلاعب الادارة في مخرجاتها المحاسبية وبالتالي يرفع من جودة التقارير المالية ويجعلها أكثر ثقة لمستخدميها.

ولأن عملية التدقيق تعتمد في أغلب مراحلها على الحكم الشخصي للمدقق فإنها مرتبطة ضمنيا بسلوكياته وجانبه الأخلاقي، فإلتزام المدقق بسلوكيات أخلاقيات المهنة التي حددتها مختلف

[1]Johanna Miettinen, **The Effect of Audit Quality on the Relationship Between Audit Committee Effectiveness and Finanacial Reporting Quality**, Phd Thesis in Accounting , University of Vaasan, Finland,2008,P 53.

مواثيق الهيئات المهنية وذلك في ظل بيئة من الحياد والاستقلال التام يدعم مصداقية تقريره وبالتالي الرفع من موثوقية المخرجات المحاسبية المدققة.

وانطلاقا مما سبق عرضه يتضح أن جودة التقارير المالية لا ترتبط فقط بالمرحلة الأولية لإعداد المعلومات المحاسبية وفق المعايير المتعارف عليها ولكنها ترتبط بجوانب أخرى تتعلق بمعِد هذه المعلومات والمراجع لها وتمتد أيضا إلى طرق الإفصاح عنها وتوقيت هذا الإفصاح إلى أصحاب المصلحة.

وختاما نرى أيضا أن جوانب الجودة في التقارير المالية ترتبط في صلبها بالمعايير المحاسبية التي تحكم العمل المحاسبي ككل فوجود معايير محاسبية جيدة يسمح تطبيقها بالقياس المناسب للأحداث والوقائع الاقتصادية ومن ثم الإفصاح الكافي والوافي عنها وهو ما يعني مخرجات ذات مصداقية خالية من التحيز أو التلاعب أو الأحكام الشخصية في حين أن تطبيق معايير محاسبية غير مضبوطة ومحددة المعالم سيتولد عنها مخرجات غير موثوقة يغلب عليها الحكم الشخصي وما يتبعه من تلاعبات وغش في الأرقام المعلنة فتوافرمعايير محاسبية جيدة مع توافر سلوكيات واخلاقيات معد هذه المخرجات من محاسبين ومن يسهرون على تدقيق هذه المخرجات وابداء الرأي في مصداقيتها سيرفع من جودة المعلومات المحاسبية ومن ثم في التقارير المالية التي تحويها ككل.

خلاصة

تقوم المحاسبة على أربعة أركان رئيسية: المفاهيم والفروض المحاسبية والأهداف والمبادئ تشكل إطارا متكاملا يسمح بحل مختلف المشكلات التي قد تواجه الشركات نتيجة التطور والتغير الذي تشهده المعاملات الاقتصادية. حيث تعد مختلف المخرجات المحاسبية وفق هذا الإطار الموضوع والتي يكمن أهمها في القوائم المالية التي تعدها الشركات الزاما والمتمثلة في قائمة المركز المالي وحسابات النتائج وقائمة التدفقات النقدية وجدول تغيرات الأموال الخاصة بالإضافة إلى الملحق الذي يضم الإيضاحات التي تتعلق بالسياسات المتبعة من قبل الشركة. إن هذه القوائم يتم فيها تلخيص مختلف العمليات التي عرفتها الشركة بشكل نقدي وهذا لسنة مالية تتوافق عادة مع السنة المدنية بالاضافة إلى ملحق يتم فيه وصف مختلف السياسات المحاسبية التي تتبعها الشركة في إعداد قوائمها المالية

إن هذه المخرجات تشكل المصدر الرئيسي للمعلومات لمختلف المستخدمين سواء من داخل الشركة أو خارجها ويعتبر الكثير أن الفئة المستهدفة في الغالب لهذه القوائم هي فئة المستثمرين والذين يتخذون قراراتهم الاستثمارية والائتمانية بناءً عليها وهو الأمر الذي يتطلب أن تكون هذه المخرجات ملائمة وتتمتع بدرجة موثوقية عاليةوالتي تشكل في مضمونها مفهوم الجودة في المعلومات المحاسبية.

ارتبطت جودة المعلومات المحاسبية في أغلب التعريفات بخاصية الموثوقية والملاءمة التي يجب أن تميز المعلومات المحاسبية المفصح عنها ودرجة نفعيتها لمتخذ القرار وهذا في ظل مجموعة من القيود تختصر في الأهمية النسبية وعدم تجاوز تكلفة المعلومات المنافع المرتبطة بها، ولغرض قياس مدى جودة المعلومات المحاسبية في الشركات فقد قدم الباحثون مجموعة من النماذج بنيت أغلبها على مدخل الاستحقاقات.

فتمتع المخرجات المحاسبية بالخصائص النوعية من موثوقية ملائمة يحده عدة جوانب متصلة أساسا بإعداد هذه المخرجات، حيث تتوزع هذه الجوانب إلى جوانب فنية تتلخص عي عملية الاعتراف والقياس المحاسبي حيث أن أي تحيز في هذه العملية سيؤثر سلبا على جودة المعلومات المحاسبية وبالتالي على القرارات المتخذة غير أن اعداد هذه المخرجات وفق متطلبات القياس التي تحددها الهيئات المهنية يعد غير كافيا إذا لم يتم الإفصاح عنها لمستخدميها بالكيفية

والتوقيت المناسب وهو ما يشكل الجانب الإعلامي للجودة فعملية الإفصاح المحاسبي وإن تمت على أكمل وجه فإنها تحقق عدالة بين المستخدمين فتكون فرص تحقيق الربح متاحة للجميع.

الفصل الثاني:

القرار الاستثماري وعلاقته بالقرار التمويلي في الشركة

تمهيد

يرى العديد من الباحثين أن هيكل الإستراتيجية المالية يقوم على ثلاثة قرارات رئيسية مرتبطة فيما بينها تتمثل في كل من قرار التمويل والاستثمار وقرار توزيع الأرباح، فقرار التمويل يتضمن البحث عن هيكل رأس المال الأمثل، بينما يقوم القرار الاستثماري على تخصيص رأس المال في مواجهة واستغلال الفرص الاستثمارية المتاحة للشركة واختيار الأنجع منها بما يسمح تعظيم قيمة الشركة، في حين أن قرار توزيع الأرباح يهتم بنسبة الأرباح التي يجب أن توزع على المساهمين والنسبة التي يعاد احتجازها لإعادة استثمارها من جديد كمصدر تمويل داخلياً و لإعادة توزيعها للمساهمين في وقت لاحق على أن يكون القرار المتخذ منصبا في تحقيق إستراتيجية الشركة.

يشكل القرار الاستثماري القرار المالي الأهم في هذه الإستراتيجية باعتباره مصدر الاستمرارية للشركة بما يحققه من تدفقات نقدية حالية ومستقبلية، والتي تتحدد بناء على طبيعة قرار الاستثمار كان قصير أو متوسط أو طويل الأجل، وذلك شريطة أن يتخذ القرار بكفاءة وفاعلية.

إن اتخاذ القرار الاستثماري يعد عملية في غاية التعقيد والصعوبة خصوصا إذا ما تعلق الأمر بالاستثمارات الرأسمالية، أين يكون مبلغ الإنفاق فيها كبيرا جدا مما يتطلب البحث عن مصادر تمويلية إضافية تخفض تكاليف التمويل إلى أدنى درجة وهو ما يجعل الشركة أمام خيارين أولهما تمويل من مصدر خارجي والذي تكون تكلفته في الغالب مرتفعة جدا، وثانيهما مصدر تمويلي داخلي يتمثل في عنصر الربح المحتجز والذي يمثل مصدرا تمويليا استثماريا أقل تكلفة مقارنة بالمصادر التمويلية الخارجية، غير أن التعقيد كامن في كونه وفي الوقت ذاته مصدرا للتوزيعات على المساهمين في الشركة، فهذا التداخل بين القرارات المالية بالنظر للتأثيرات المباشرة وغير المباشرة بينها أصبح يشكل تعقيدا في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية في الشركات بالخصوص تلك التي تواجه صعوبة في التمويل الخارجي نتيجة حجمها أو وضعيتها المالية او لعوامل أخرى.

لهذا فقد ارتأينا في هذا الفصل من الدراسة تقديم عرض عن عملية اتخاذ القرار الاستثماري والعوامل المؤثرة فيها، ومن ثم عرض وتوضيح طبيعة ارتباطه بالقرار التمويلي في الشركة.

المبحث الأول: مدخل إلى عملية اتخاذ القرار

يواجه الإداري العديد من القضايا اليومية التي يحتاج إلى اتخاذ قرار بشأنها، والتي قد تتفاوت درجة أهميتها من واحدة إلى أخرى بناءً على درجة أهمية مخرجات القرار المتخذ، وفي كثير من الأحيان ما تكون القرارات المتعلقة بالجانب المالي الأكثر تعقيدا وصعوبة وذلك لتعلقها بمتغيرات عديدة، فقد تكون مثلا الموارد المتاحة للشركة كافية ولا تتوافر في الوقت المناسب، وإن توافرت الموارد في التوقيت المناسب قد لا تكون كافية لتحقيق النتيجة المطلوبة، فهذا الأمر يزيد من صعوبة عملية اتخاذ القرار في الشركة، إذ لا تقتصر الصعوبة على هذا فقط ففي كثير من الأحيان ما يحدث تداخل في اتخاذ القرار بين العديد من الأنشطة، والوظائف الإدارية الأخرى.

وقبل الشروع في الحديث عن مختلف القرارات المالية بما فيها القرار الاستثماري كان لزاما عرض مدخل إلى عملية اتخاذ القرار من حيث المفهوم والعوامل المؤثرة في هذه العملية.

المطلب الأول: مفهوم عملية اتخاذ القرار وعناصرها

"يعد اتخاذ القرار العملية الحرجة في الإدارة"،[1]إذ أن هذه العملية تعكس مختلف الاستراتيجيات التي تنتهجها الشركة لتحقيق أهدافها، فنجاح الإدارة باختيار القرار الصائب والأمثل ينعكس بشكل إيجابي على أداء الشركة ككل.

الفرع الأول: تعريف عملية اتخاذ القرار

لقد جعل الاقتصادي الأمريكي Herbert Simon والحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد اتخاذ القرار مرادفا للإدارة، إذ اعتبر أن نشاط اتخاذ القرار من أكثر الأنشطة التي يمارسها المديرون في الشركات وأكثرها استغراقا لوقتهم،[2]حيث تقوم نظريته للقرار على الاختيار بين البدائل لحل المشكلات التي تواجه أهداف التنظيم.

يعرف اتخاذ القرار أيضا على" أنه العملية التي تشتمل على الاختيار بين البدائل المتاحة وذلك بالمقارنة بين تكاليف ومنافع البدائل المتوفرة".[3]ما يعني هنا أن اتخاذ القرار مرتبط بأسس تتعلق بتكلفة البديل وعائده؛

---

[1]دريد كامل آل شبيب، **الاستثمار والتحليل الاستثماري**، دار اليازوزي، الأردن، 2009، ص 29.

[2]عادل الرشيد،**اتخاذ القرار في منظمات الأعمال الصناعية الأردنية غير المدرجة في في دليل سوق عمان المالي، دراسة استكشافية**، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 27، العدد 01، 2000، ص 187.

[3]أحمد نور، أحمد حسين علي، **مبادئ المحاسبة الإدارية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص127.

كما يعرف اتخاذ القرار على أنه" الاختيار المدرك والواعي، والقائم على أساس التحقق والحساب في اختيار البديل المناسب من بين البدائل المتاحة في مواجهة موقف معين حاضرا أو مستقبلا"؛[1]

أشار البعض إلى وجود فرق بين عملية صنع القرار واتخاذه، فعملية صنع القرار تقوم على تحديد المشكلة ومن ثم تحديد مختلف البدائل المتوفرة لإيجاد حل، فهي بذلك تشكل مجموع الخطوات المتتالية التي تنطلق من تحديد المشكلة والتي تنتهي عند حلها، أما عملية اتخاذ القرار فتمثل ناتج العملية الأولى أو بمعنى آخر تشكل آخر خطوات صنع القرار.[2]

يتضح من خلال التعاريف السابقة أن اتخاذ القرار يقوم على الاختيار أو المفاضلة بين مجموعة من البدائل المتوفرة لحل مشكلة أو موقف معين، على أن يكون هذا الاختيار مبنياً على أسس علمية وليس عشوائيا، فعملية اتخاذ القرار تتطلب استخدام الكثير من المهارات كالتحليل والاستقراء والاستنباط لاختيار البديل الذي يعظم المنافع أو يقلل التكلفة.

انطلاقا مما سبق أيضا يتجلى أن عملية اتخاذ القرار تتمتع بجملة من الخصائص والتي يمكن استخراج بعضها من التعاريف السابقة والتي نوجزها فيما يلي:

أولا: التأثر بالظروف المحيطة

إن عملية اتخاذ القرار تتأثر بالدرجة الأولى بمتخذ القرار من حيث خبرته ومهاراته وبسلوكه وبالدرجة الثانية بالظروف المحيطة به، وما قد يواجهه من قيود تؤثر على سلوكه في الاختيار.

ثانيا:امتداده من الماضي إلى المستقبل

إن عملية اتخاذ القرار تتعلق بوضع حلول لمشاكل حالية أو مستقبلية بناء على معلومات قد تكون مستمدة من الماضي أو الحاضر، كما أن مخرجات هذا القرار قد تغطي فترات حالية وأخرى مستقبلية.

بالإضافة إلى هذه الخصائص المستخلصة من التعاريف نجد أيضا: [3]

---

[1] مؤيد عبد الحسين فضل،**المنهج الكمي في اتخاذ القرارات الإدارية المثلى**، دار اليازوزي، عمان، 2011، ص 22.

[2] حسن طعمة، **نظرية اتخاذ القرارات أسلوب كمي تحليلي**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 20.

[3] يوسف حسين عاشور، **مقدمة في بحوث العمليات**، الطبعة الثالثة، مكتبة الأمل التجارية، فلسطين، 2001، ص 246.

ثالثا: صفة العمومية

وتعني العمومية في هذا الجانب أن خطوات وإجراءات عملية اتخاذ القرارات تكون متشابهة بغض النظر عن طبيعة القرار المتخذ حتى وان اختلفت في الظروف والمنهج.

رابعا:الشمولية

وذلك من حيث ضرورة توفر القدرة على اتخاذ القرار لدى كل من يشغلون المناصب الإدارية بصرف النظر عن المستوى التنظيمي سواء كان إدارة عليا أو غير ذلك.

خامسا:التأثر بالمجهود الجماعي

غالبا ما يظهر متخذ القرار على أنه شخص واحد في حين أن عملية اتخاذ القرار فعليا منصبة على معلومات مستقاة من مصادر مختلفة تكون نتاج مجهودات لفئات مختلفة من السلم الإداري.

سادسا:القابلية للترشيد

وتعني القابلية للترشيد أن القرار المتخذ يمكن أن يكون قابلا للتطوير والرفع من كفاءته مستقبلا وذلك بناءً على زيادة خبرة متخذ القرار ونتيجة لتطوير مهاراته مع الوقت، فالقرار مهما كان متخذه لا يمكن أن يكون قرار كامل الرشد، لذا فالإداري الناجح هو من يسعى بالوصول في قراراته إلى أعلى مستويات الرشد.

سابعا:الاستمرارية

وتعني الاستمرارية كخاصية لعملية اتخاذ القرار بأنها عملية مستمرة تنتقل من مرحلة إلى أخرى إلى غاية تحقيقها للأهداف الموضوعة، بحيث تكون هذه المراحل مترابطة ومتداخلة فيما بينها.

الفرع الثاني: عناصر اتخاذ القرار

إن اتخاذ القرار مرتبط بسلسلة من العناصر التي يجب أن يولي متخذ القرار لها الاهتمام حتى يكون القرار المتخذ صائبا ويخدم الأهداف الموضوعة.

لقد أشار كل من Wikson وAlexis إلى وجود ستة عناصر لاتخاذ لقرار تكمن في[1] :

أولا: بيئة أو مناخ القرار

تعني بيئة القرار تلك المؤثرات الداخلية والخارجية التي من الممكن أن تؤثر على متخذ القرار في الاختيار كحجم الموارد المتاحة له.

[1] أحمد محمود محمد خلف، **دور نظام المعلومات الإدارية في دعم اتخاذ القرارات الإدارية في المنشآت التجارية**، الطبعة الأولى، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، 2016، ص ص 73-74.

ثانيا:أطراف القرار

وتتضمن هذه الفئة الأفراد الذين يقومون فعليا بالاختيار بين البدائل المتاحةوتشمل صانع القرار ومتخذ القرار والمتأثر بالقرار.

ثالثا: أهداف ودوافع القرار

وهي مجموعة الأهداف التي يطمح متخذ القرار إلى تحقيقها من وراء اختيار البديل المناسب، فعملية اتخاذ القرار تنطلق من وضع قائمة بالأهداف المراد تحقيقها أو الوصول إليها.

رابعا: بدائل ملائمة لاتخاذ القرار

الأكيد أن اتخاذ القرار يتطلب الاختيار بين بديلين ملائمين على الأقل حيث تمثل ملاءمة البديل قدرته على حل المشكلة وقابلية تنفيذه وتطبيقه في الواقع.[1]

خامسا: ترتيب البدائل

يجب أن يكون هناك نظام لترتيب البدائل المتاحة لحل المشكل، بحيث يكون هذا الترتيب تنازليا من الأكثر أهمية فالأقل ثم الأقل، وقد يكون هذا النظام شخصيا كأن يكون مبنيا على خبرة متخذ القرار أو موضوعيا أو خليط بين الجانبين.

سادسا:اختيار البدائل

ويمثل اختيار البديل العنصر الأخير في موقف القرار، أين يتم الاختيار الحقيقي بين البدائل المتاحة.

وعلى ذلك يمكن النظر إلى عناصر اتخاذ القرار على أنها مرتبطة ببعضها، فبناء على مشكلة قائمة أو موقف معين يتطلب حلا يقوم متخذ القرار بالاعتماد على المعلومات المتوفرة بتحديد البدائل المتاحة والظروف المحيطة باختيار كل بديل، وبناءً على خبراته المكتسبة يقوم باختيار البديل الملائم الذي يحقق أهداف التنظيم الموضوعة والذي يسمح بحل المشكلة.

المطلب الثاني: خطوات صناعة القرار والعوامل المؤثرة فيه

يتفق غالبية الباحثين على وجود مجموعة من الخطوات الواجبة الإتباع في عملية صناعة القرار حتى يكون بالدقة والفعالية في تحقيق الأهداف الموضوعة أو في حل المشكلات، على أن إتباع مثل هذه الخطوات قد لا ينفي تأثير بعض العوامل والمتغيرات في عملية صنعه.

[1] احمد محمود محمد خلف، **مرجع سابق**، ص 74.

الفرع الأول: خطوات صناعة القرار

إن عملية صناعة القرار عموما تتم وفق لجملة من الخطوات يمكن تلخيصها فيما يلي:

أولا: تحديد المشكلة

يعد تحديد المشكلة أو تحديد الأهداف أول خطوة في عملية اتخاذ القرار، فلا يتم اتخاذ القرارات من فراغ ولكنها تؤخذ لمواجهة مشاكل أو مواقف معينة.[1] ومن الأمور المهمة عند تحديد المشكلة ضرورة أن يتم:[2]

- تحديد طبيعة الموقف الذي خلق المشكلة،أي البحث عن الأسباب التي أدت إلى ظهور المشكلة ويستحسن أن يتم ذلك من قبل الأفراد الذين تعترضهم في الغالب؛
- تحديد درجة أهمية المشكلة، وتعني أن يتم تحديد درجة خطورة المشكلة والآثار المترتبة عن عدم حلها وذلك خصوصا في ظل محدودية الموارد، أين سيكون من الصعب حل كل المشكلات التي قد تواجه المنظمة؛
- تحديد الوقت الملائم للحل واتخاذ القرار المناسب.

بعد التحديد الجيد لطبيعة المشكلة يتم جمع مختلف المعلومات المتعلقة بها.

ثانيا: جمع وتحليل المعلومات حول المشكلة

إن فهم حقيقة المشكلة واقتراح البدائل المناسبة لحلها يتطلب جمع البيانات والمعلومات ذات الصلة بالمشكلة محل القرار، فاتخاذ القرار الفعال يكون مبنيا على قدرة متخذ القرار في الحصول على أكبر قدر ممكن من المعلومات المحايدة والملائمة زمنيا من مصادرها المختلفة.[3]

ثالثا: تحديد البدائل

بعد تحديد المشكلة والمعطيات التي تتعلق بها، يتوجه متخذ القرار إلى البحث عن البدائل والحلول المتاحة لحل هذه المشكلة، على أن يعطي هذه المرحلة الوقت اللاّزم الذي يمكنه من تحديد مختلف البدائل الممكنة والقابلة للتطبيق.

إن عدد الحلول ونوعها يتوقف على مجموعة من العوامل أهمها:[1]

---

[1] رضوان محمود عبد الفتاح، **صناعة القرارات الإدارية بين النظرية والتطبيق**، المجموعة العربية للتدريب والنشر، مصر، 2012، ص13.

[2] نوال عبد الكريم الأشهب، **اتخاذ القرارات الإدارية أنواعها ومراحلها**، دار أمجد للنشر، عمان، 2014، ص 06.

[3] محمود حسن الهواسي، حيدر شاكر البرزنجي، **مبادئ علم الإدارة الحديثة**، دار الكتب، مصر، 2014، ص 42.

-وضع المنظمة وإمكاناتها المادية؛

-الوقت المتاح لمتخذ القرار؛

-قدرة متخذ القرار على التفكير الابتكاري الذي يرتكز على التصور والتوقع وخلق الأفكار.

رابعا: تحليل كل بديل (تقييم البدائل)

بعد تحديد البدائل يقوم متخذ القرار بعملية التقييم من خلال تحديد نتيجة كل بديل وأيهما أقرب إلى تحقيق الهدف،[2] حيثيتم التعرف في هذه المرحلة على نقاط القوة ونقاط الضعف لكل بديل والتكاليف المترتبة عن كل بديل وعوائده.

خامسا: اختيار أفضل بديل

بعد التحليل والتقييم لكل بديل من البدائل بناء على مزاياه وسلبياته، يتم اختيار أفضل بديل حيث يكون هذا الاختيار مرتبط بالخيار الذي يحقق أفضل النتائج المتوقعة في حل المشكلة، ويمكن الاستناد إلى بعض المعايير في الاختيار نوجزها فيما يأتي:[3]

- **الخطر والعائد:** لابد من مقارنة الأخطار التي قد يتحملها أطراف القرار عن كل بديل مع المكاسب والعوائد المتوقعة منه.
- **الوفرة في الجهد:** وهنا يتم التركيز على الجهد اللازم لتحقيق النتائج فأفضل حل هو ذلك الذي يوفر أكبر العوائد بأقل جهد ممكن.
- **الموارد المتاحة وقيودها:** إن اختيار البديل لابد أن يكون مقيدا بحجم الموارد والإمكانات المتاحة لتحقيقه، على أن يضمن هذا البديل استغلالها الأمثل.

إن هذه المرحلة ليست أقل صعوبة عن باقي الخطوات السابقة لأن عملية الاختيار قد يؤثر عليها سلوك متخذ القرار، فقد يولي البعض الاهتمام بالاعتبارات الاقتصادية أو المالية بينما يميل البعض الآخر إلى القيم الإنسانية، ومما لاشك فيه أن القرار الرشيد هو ما يأخذ بكل هذه الاعتبارات في الحسبان.[4]

---

[1] نوال عبد الكريم الأشهب، **مرجع سابق**، ص 07.

[2] فؤاد يوسف الجبوري وآخرون، **إدارة الأزمات والكترونية اتخاذ القرار**، مجلة جامعة بابل، المجلد 19، العدد 01، 2011، ص 04.

[3] رضوان محمود عبد الفتاح، **مرجع سابق**، ص 13.

[4] عبد العزيز النجار، **الإدارة الذكية**، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2008، ص 60.

يعتقد العديد أن مرحلة اتخاذ القرار تتوقف بمجرد اختيار البديل الأمثل، ولكن في الحقيقة أن عملية صناعة القرار تنتهي خطواتها بمرحلة جعله موضع التنفيذ والرقابة عليه.

سادسا: تنفيذ القرار

إنه من غير المجدي إنفاق المال والجهد لاتخاذ قرارات جيدة إذا لم يكن هناك ضمانات لتطبيق هذه القرارات المتخذة، لهذا فبعد اتخاذ أي قرار لابد من توفير إجراءات لضمان أو محاولة ضمان أن ما خطط له سوف ينفذ.[1]

سابعا: مراقبة آثار القرارات المتخذة

إن اتخاذ القرارات السليمة والجيدة تتطلب رصد آثار القرارات عن قرب وهذا لسببين:[2]

1- من المفيد جدا تقييم موثوقية التنبؤات التي تم على أساسها اتخاذ القرار، فإذا ثبت أن التوقعات كانت سيئة فيجب على متخذي القرار البحث عن إمكانية تحسين هذه الموثوقية باستخدام تقنيات مختلفة،فهذه الممارسة تسمح على الأقل بتحسين نوع القرارات المتخذة مستقبلا؛

2- إذا ثبت أن القرار المتخذ سيئ لأي سبب غير متوقع كالتغييرات في البيئة المحيطة فعملية المراقبة والمتابعة الموالية لاتخاذ القرار تسمح بكشف ذلك، وهو ما يمَكن من الحد من التأثيرات السلبية المترتبة عن القرار المتخذ.

الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في اتخاذ القرار

إن عملية اتخاذ القرار تتأثر بجملة من العوامل التي قد ترتبط إجمالا إما بمتخذ القرار أو بخصائص المنظمة أو بالبيئة المحيطة به، وهو ما سنحاول إبرازه من خلال ما يأتي.

أولا: بالنسبة لمتخذ القرار

يشكل متخذ القرار واحد من أهم العوامل التي قد تؤثر في مجريات عملية اتخاذ القرار، حيث تتأثر هذه الأخيرة بـــــ:

- الخصائص والصفات الشخصية التي يتمتع بها، فسلوكه في اتخاذ القرار قد يرتبط بنظرته إلى عناصر كالحذر والمجازفة والتسرع والعقلانية؛

---

[1] Eddie McLaney, **Business Finance Theory and Practice**, 8th Edition, Pearson, UK,2009, P 21.

[2] **Ebid.**

- أيضا قد يتأثر قراره بخبرته المسبقة في هذا النوع من القرارات، كما قد يتأثر بالأهداف الشخصية له والتي قد تتفق أو تختلف عن تلك الأهداف الخاصة بالمنظمة؛
- الحكم الشخصي في بعض القرارات التي ترتبط بعوامل لا يمكن قياسها كمًا، فاختلاف نظرة الأفراد إلى بعض المسائل يؤدي إلى اختلاف سلوكهم اتجاهها.

ثانيا: بالنسبة للمنظمة

ويندرج ضمن هذه العوامل:[1]

- كبر حجم المنظمات وتعقدها في التركيب؛
- تعدد الأهداف التي تسعى الشركات لتحقيقها والتي قد تتعارض بينها أحيانا؛
- زيادة عدد البدائل التي يجب بحثها عند اتخاذ القرار ومدى توفر المعلومات المرتبطة بهذه البدائل.

ثالثا: بالنسبة للبيئة المحيطة

ويقصد بالبيئة المحيطة مختلف الظروف الاقتصادية والقانونية والمالية والسياسية وحتى الاجتماعية التي تعمل في ظلها الشركة أو المنظمة فكل هذه العوامل تؤثر في عملية اتخاذ القرار.

المطلب الثالث:أنواع القرارات وصعوبات اتخاذها

هناك أنواع مختلفة من القرارات التي يتعين على المديرين اتخاذها في إطار العمل اليومي للمنظمة والتي قد يتطلب البعض منها استخدام أساليب كمية،في حين البعض الآخر قد يكون روتيني وقد يتطلب الحكم الشخصي والتخمين فقط، فاختيار أحد هذه الأساليب لاتخاذ القرار يرتبط بالتصنيف الخاص بالقرار وكذا بالمستوى الإداري المسؤول عن اتخاذه، وهو ما يعكس تعدد أنواع القرارات وتنوع تصنيفها هذا التنوع الذي يتبعه تنوع في درجة الخطورة والصعوبة في اتخاذها.

الفرع الأول: أنواع القرارات الإدارية

تتعدد القرارات الإدارية وتتنوع بتنوع معايير تصنيفها وفيما يلي سنتناول أهم هذه التصنيفات:

أولا:وفق مجال العمل الإداري

يتم وفق هذا المعيار تقسيم القرارات الإدارية بالاعتماد على مجال العمل والنشاط فنجد:

[1] محمد فهمي حسين، **بحوث العمليات ودورها في اتخاذ القرارات**، مجلة الإدارة العامة، بدون سنة ، ص 27.

1- **قرارات خاصة بالتمويل:** وهي القرارات التي تتعلق بالكيفية التي يتم اعتمادها للحصول على الموارد المالية.

2- **قرارات خاصة بالإنتاج:** وهي قرارات تتعلق بالخطة الإنتاجية، حجم الإنتاج، جودة الإنتاج

3- قرارات خاصة بالأفراد: حيث يهتم هذا النوع من القرارات بشؤون الأفراد كالتعيين والتحويل وما يتبع هذا النوع من العمليات.

4- **قرارات خاصة بالتسويق:**هي بطبيعتها قرارات ترتبط بتحديد سعر المنتج، كيفية التوزيع، مكان التوزيع.

5- **قرارات خاصة بالشراء والتخزين:**وهي قرارات ترتبط بعمليتي الشراء والتخزين لمختلف الموارد اللازمة لتحقيق أهداف الشركة.

وبذلك فإن لكل نشاط في الشركة جملة من القرارات التي تندرج في إطاره.

ثانيا:وفق المستوى الإداري لمتخذ القرار

يصنف القرار هنا اعتمادا على المستوى الإداري الذي يتواجد فيه متخذ القرار، فقد يكون القرار صادرا عن أحد المستويات التالية:

1- قرارات تتخذها الإدارة العليا؛

2-قرارات تتخذها الإدارة التنفيذية؛

3- قرارات تتخذها الإدارة المباشرة.

فالقرارات التي تتخذ في المستويات الإدارية العليا غالبا ما تتعلق بالنهايات أو الأهداف أو الطرق التي تحققها، أما القرارات التي تتخذ في المستويات الإدارية الوسطى فتتعلق بتجزئة الأهداف إلى أهداف فرعية، حيث تظهر في هذه المرحلة المشاكل الفنية والاقتصادية المتعلقة بالعمل أما في المستويات الإدارية السفلى فتتعلق القرارات بالتنفيذ المباشر للعمل.[1]

[1]عبد العزيز النجار، **مرجع سابق**، ص ص 76-77.

ثالثا: وفق إمكانية برمجة القرار:

وينقسم القرار وفق هذا المعيار إلى:

1- **قرارات مبرمجة:**

يتسم القرار المبرمج بأنه قرار روتيني وعام ويمكن احتسابه ويتم التفاوض والمساومة عليه حيث تكون بنية القرار إجرائية ومتنبأ بها، وهو قرار يرتبط بالمستويات الإدارية الدنيا. فالقرار المبرمج يمكن هيكلته بوضع تفصيل لطرق معالجة مختلف المشاكل الروتينية.

2- **قرارات غير مبرمجة:**

هو قرار يبني على الاجتهاد، يكون إبداعيا وخلاقا وإيحائيا، وتتصف بنية هذا القرار على أنها بنية غير منظمة ومعقدة نظرا لعدم كفاية المعلومات التي يبنى عليها القرار.[1] فظروف القرار غير المبرمج تكون غير مؤكدة وهو الأمر الذي تتسم به معظم القرارات الإستراتيجية.[2] إن هذا النوع من القرارات يكون مهما للمنظمة كما أنه يترك للفصل فيه من قبل الإدارة العليا.

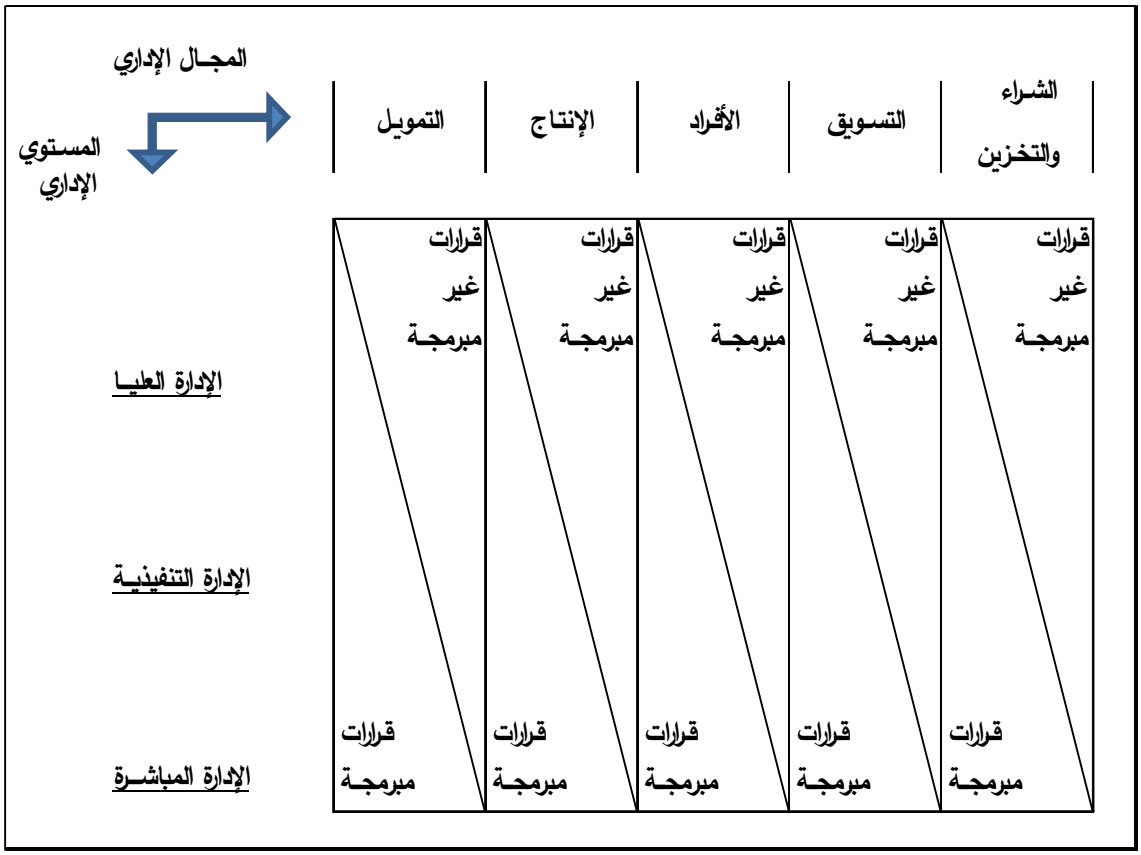
بالإضافة إلى التصنيفات السابقة هناك تصنيفات أخرى بناء على الهدف، والمدى، والمنافسة والخطورة وأسس أخرى مختلفة.

إن التصنيفات أعلاه لأنواع القرارات الإدارية وان اختلفت في معيار التقسيم، إلا أنها تتداخل فيما بينها فقد يتسم القرار بأكثر من خاصية ما يعني إدراجه في أكثر من نوع، وهو الأمر الذي سنحاول إبرازه من خلال الشكل الموالي رقم (1-2) الموسوم بـــ العلاقة بين تقسيمات القرارات الإدارية.

[1] عادل الرشيد، **مرجع سابق**، ص 189.

[2] مؤيد عبد الحسين الفضل، **مرجع سابق**، ص 26.

الشكل رقم (1-2) العلاقة بين تقسيمات القرارات



المصدر: محمد فهمي حسين، **بحوث العمليات ودورها في اتخاذ القرارات**، مجلة الإدارة العامة، بدون سنة، ص 38.

فالملاحظ من الشكل أن القرارات المتخذة من قبل الإدارة العليا في مجملها هي قرارات غير مبرمجة، بينما القرارات التي تتخذ على مستوى الإدارة التنفيذية تكون عبارة عن مزيج من قرارات مبرمجة وغير مبرمجة، في حين أن القرارات التي تتخذ على مستوى الإدارة المباشرة تكون في غالبيتها قرارات مبرمجة.

الفرع الثاني: صعوبات اتخاذ القرار

إن من أكثر الصعوبات التي تواجه متخذ القرار ما يلي:[1]

- نقص البيانات المتاحة عند اتخاذ القرار، إذ غالبا ما يشكل الافتقار لها عدم تحقيق القرار الفعال في المعالجة المطلوبة؛

[1] محمود حسن الهواسي، حيدر شاكر البرزنجي، **مرجع سابق**، ص 45.

- صعوبة تحديد المشكلة المراد معالجتها ولا سيما إذا اتسمت هذه المشكلة بتداخل المتغيرات التي يتعذر معها تحديد الأسباب التي أدت لحدوثها؛
- صعوبة تحديد البدائل المتاحة بدقة أو صعوبة تحديد المنافع والسلبيات المرتبطة بكل بديل متوفر؛
- ترتبط عملية اتخاذ القرار بالسرعة أحيانا ولذلك فإن عدم توفر الوقت اللازم لمتخذ القرار لتحديد المشكلة، فضلا عن عدم وفرة المعلومات قد يجعل من الصعوبة اتخاذ القرار الأصح الذي غالبا ما يكون الوقت المتاح حاسما في اتخاذه.

وفي الأخير وكخلاصة لما سبق عرضه يمكن الإشارة إلى أن عملية صنع القرار تمر بعدة خطوات ممنهجة تدعم اختيار القرار الأنسب لتحقيق الأهداف الموضوعة، غير أن هذه العملية قد تتأثر بعدة عوامل تتعلق بسلوك متخذ القرار نفسه كما قد تتأثر بالظروف المحيطة التي قد تؤثر في البديل المختار لتحقيق الهدف، وزيادة على هذا التعقيد المتأصل في أي قرار قد تعرف القرارات المالية وعلى الخصوص منها القرار الاستثماري تعقيدات أخرى يتعلق البعض منها بالتداخل بينها والقرارات المالية الأخرى في الشركة وهو الأمر الذي سنحاول عرضه وبالتفصيل في ما يأتي من دراسة.

المبحث الثاني: القرار الاستثماري وتصنيفاته ومؤشرات تقييمه.

يعتبر قرار الاستثمار واحدا من أهم القرارات المالية التي تتخذها الإدارة في الشركات، والتي تهدف من خلاله إلى خلق فرص نمو والحفاظ على مكانتها التنافسية في السوق، حيث يتطلب اتخاذ مثل هذا القرار دراسة معمقة وتفصيلية نظرا لما له من تأثير على عوائدها الحالية والمستقبلية، وبذلك يشكل قرار الاستثمار جانبا من الإستراتيجية المالية للشركة والتي تقوم على توفير التمويل الذي تحتاجه الشركة بطريقة مثلى،ومن ثم إدارة وتوظيف تلك الأموال داخل الشركة من خلال عملية الاستثمار.

لتحديد هذه الإستراتيجية سيخصص هذا المبحث لدراسة القرار الاستثماري من خلال التعرف على مفهومه وعلى أهم العوامل التي تؤثر في اتخاذه في الشركات وفق الترتيب أدناه:

المطلب الأول: تعريف قرار الاستثمار وخصائصه.

المطلب الثاني: أنواع القرارات الاستثمارية والعوامل المؤثرة فيها.

المطلب الثالث: مقومات القرار الاستثماري.

المطلب الأول: تعريف قرار الاستثمار وخصائصه

إن نجاح الشركة مرتبط بمدى نجاعة قراراتها المتخذة والتي ترتبط بضمان استمراريتها في النشاط من خلال ضمان تدفقات نقدية مستقبلية وهو الأمر الذي يتعلق بالقرارات الاستثمارية.

الفرع الأول: تعريف القرار الاستثماري

قبل الحديث عن تعريف القرار الاستثماري كان لابد من تقديم عرض بسيط لمفهوم الاستثمار

أولا: تعريف الاستثمار

لقد تعددت التعاريف التي خص بها مفهوم الاستثمار واختلفت من حيث شكل الاستثمار ونوعه وهدفه غير أنها اتفقت على كونه:

هو استخدام رأس المال في تمويل نشاط معين قصد تحقيق ربح مستقبلي، بحيث يكون الاستثمار مقبولا إذا تطابق مع المعايير المعمول بها أو حقق الأرباح المنتظرة؛[1]

[1] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2006، ص 310.

كما يقصد بالاستثمار التضحية بمنفعة حالية يمكن تحقيقها من إشباع استهلاك حالي، وذلك قصد الحصول على منفعة مستقبلية يمكن تحقيقها من إشباع استهلاك مستقبلي؛ [1]

فالاستثمار بذلك هو "توظيف الأموال المتاحة (المؤكدة) في أصول متنوعة للحصول على تدفقات مالية أكبر في المستقبل (غير مؤكدة) تمثل تعويضات يحصل عليها المستثمر بدلا عن استخدام أمواله من قبل مستثمرين آخرين".[2]

ومما سبق يتضح أن الاستثمار هو إنفاق المال آنيا لتحقيق عوائد على فترات زمنية في المستقبل غير مؤكدة.

ثانيا:مفهوم القرارات الاستثمارية

يعرف القرار الاستثماري على أنه عملية اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الاختيار.[3]فهو أحد القرارات الأكثر أهمية وخطورة للمشروع وذلك لأنه يحتوي على ارتباط مالي كبير ولا يمكن الرجوع عنه إلا بخسارة؛[4]

في حين يعرفه البعض على أنه عملية تخصيص مجموعة من الموارد في الوقت الحاضر على أمل تحقيق عوائد سوف تتحقق على مدار عدة فترات زمنية؛ [5]

فهو بذلك القرار الذي يتضمن تخصيص قدر معلوم من أموال الشركة في الوقت الحالي على مدار فترة زمنية طويلة بهدف تحقيق أرباح مستقبلية حيث يكون عرضة لدرجة مختلفة من الخطر وعدم التأكد.[6]

---

[1]كاظم جاسم العيساوي، **دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات**، دار المناهج، عمان، 2001، ص 16.

[2] دريد كامل آل شبيب، **الاستثمار والتحليل الاستثماري**، مرجع سابق، ص 09.

[3]عبد الحميد عبد المطلب، **دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية**، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2000، ص 43.

[4] J Weston, E Brigham, **Managerial Finance**, Holt Sounders, England, 1981, P 298.

[5]أمين السيد أحمد لطفي، **تقييم المشروعات الاستثمارية باستخدام مونت كارلو للمحاكاة**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 21.

[6]عبد العال هاشم أبو خشية، **مفاهيم وخصائص القرارات الاستثمارية والعوامل المؤثرة فيها والتبويبات المختلفة لها**، مجلة الإدارة والاقتصاد، المجلد 40، العدد 110، 2017، ص 02.

كما عرف على أنه القرار الذي يتخذه المستثمر وذلك بالنظر إلى ثلاث أسئلة رئيسية:

- ✓ ما القرار؟what action: بيع أو شراء أو عدم اتخاذ أي إجراء فحتى هذا الأخير يعد قرار اذا مغزى،فعملية صنع القرار ما هي إلا عملية عقلية إدراكية ينتج عنها مسار لفعل ما من عدة سيناريوهات والتي تنتج القرار النهائي ويمكن أن تكون المخرجات على شكل فعل أو مجرد رأي عن ذلك الخيار؛[1]
- ✓ ماذا يخص القرار؟ which investment: تحديد نوع الاستثمار الذي يتم اتخاذ إجراء فيه؛
- ✓ متىWhen؟ : التوقيت المناسب لإجراء الاستثمار أو المدة الزمنية لعدم اتخاذ أي إجراء معين يخصه.[2]

وعلى هذا الأساس فإن قرار الاستثمار هو قرار يتعلق باختيار البديل الاستثماري الأمثل الذي يحقق عوائد أكبر على أن يكون هذا الاختيار نتاج مجموعة من دراسات الجدوى التفصيلية.

وبناء على ما سبق يتضح أن الاستثمار كعملية يرتبط بعوائد مستقبلية متوقعة وهو ما يضع المستثمر أمام ثلاث وضعيات عند اتخاذه:

- **حالة التأكد:** وتعبر عن الظرف المثاليللمستثمر لاتخاذ القرار وذلك لمعرفته بالبدائل المتاحة والظروف المحيطة والنتائج المترتبة عن اختيار كل بديل.
- **حالة المخاطرة:**هي الحالة التي يكون فيها متخذ القرار على علم بالمعلومات الجزئية وغير الكاملة عند تقدير احتمال تحقق النتائج.
- **حالة عدم التأكد:** وهي حالة عدم توفر المعلومات عن الاحتمالات والبدائل ونتائجها، حيث يعتمد هنا في اتخاذ القرار على طبيعة التخمينات التي بموجبها يتم تقدير العوائد المستقبلية، وفي هذه الحالة يوضح Frankknight أنه " وفي ظل عدم التأكد يصبح أداء

[1]أوس صباح غنى، سلمان عبد الله الطيار، **تطوير ميكانيكية استعمال المعلومات المحاسبية في صناعة القرار الاستثماري**، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، العدد 16، 2014، بدون صفحة.

[2]Stewart Zobian, **Investment Decision Modelling,** Financial Analysts Journal, Vol 22, No 3, P 151.

الأعمال جزء ثانويا في الحياة، وتصبح المشكلة الحقيقية هي اتخاذ قرار عن المطلوب عمله وكيف يتم هذا العمل."[1]

الفرع الثاني: أهداف القرار الاستثماري

يقوم القرار الاستثماري على تحقيق أهداف محددة للمستثمر، فإذا كان الهدف من الاستثمار غير واضح فإن القرار الاستثماري قد يكون خاطئ، إن أهداف القرار الاستثماري بالنسبة للشركات أو الأفراد ينصب في نفس الاعتبارات بفارق يتحدد بحجم رأس المال المستثمر، وبذلك فإن المستثمر يهدف من خلال قراره الاستثماري إلى تحقيق جملة من الأهداف يكمن أهمها في:[2]

- **المحافظة على رأس المال المستثمر:**

فكل مستثمر يهتم بالحفاظ على رأس ماله بالدرجة الأولى، فهو يسعى إلى عدم تبديد ثروته من خلال توجيه استثماراته وفق ذلك.

- **تحقيق أقصى عائد ممكن:**

إن العائد الذي يحققه المستثمر يشكل أحد أهم المعايير التي يتخذ بموجبها قراره بالاستثمار في مشروع دون آخر فيقع خياره على المشروع الذي يحقق أكبر قدر من العوائد.

- **تعظيم القيمة السوقية للأسهم:**

يعد تعظيم القيمة السوقية من المعايير المهمة للحكم على أداء الشركات، إذ أن ارتفاع القيمة السوقية لأسهمها يشير إلى المكانة الجيدة للشركة في السوق، ويقصد بهذا الهدف ارتفاع القيمة السوقية للأسهم العادية عند البيع عن قيمتها الاسمية،وهو ما يسمح للمساهمين الحاليين بتحقيق أرباح رأسمالية، في حين أن المساهمين الجدد يرتقبون ارتفاعا آخر لأسعار الأسهم مستقبلا معظمين بذلك عوائدهم وهذا وفقا لتنبؤاتهم عن المستقبل.[3]

---

[1] عبد العزيز النجار، **مرجع سابق**، ص 63.

[2] محمد الفاتح المغربي، **إدارة التمويل المصرفي**، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، مصر،2020، ص ص 143-144.

[3] **المرجع نفسه**، ص 145.

الفرع الثالث: خصائص القرار الاستثماري

يتمتع القرار الاستثماري بجملة من الخصائص التي تميزه عن باقي القرارات المالية والتي تدرج في ثلاث تصنيفات نأتي على ذكرها فيما يأتي:

أولا: الخصائص المرتبطة بالبعد الزمني

إن القرار الاستثماري يتم فيه التضحية بأموال متاحة في الوقت الحالي للحصول على تدفقات نقدية مستقبلية ما يعني أنه قرار مرتبط بالزمن، فعوائد القرار لا يتم تحصيلها في نفس الفترة الزمنية التي تم فيها الإنفاق الاستثماري، وإنما بعد فترات زمنية لاحقة وهو الأمر الذي يوجب الإحاطة بمفهوم القيمة الزمنية للنقود.

وعلى هذا الأساس يمكن استخلاص النقاط التالية[1]:

-تخطيط قرار الاستثمار هو تخطيط طويل الأجل؛

-يرتبط قرار الاستثمار بالأجل الطويل إذ أن عوائده ومنافعه تكون في فترات موالية لتاريخ الإنفاق الاستثماري.

ثانيا: الخصائص المرتبطة بظروف القرار الاستثماري

يعد القرار الاستثماري من أصعب وأعقد القرارات المالية لما يحيط اتخاذه من ظروف خاصة يكون من الصعب جدا على المستثمر الإحاطة بها جميعا تتقدمها ظروف المخاطرة وعدم التأكد.

وبذلك يمكن تلخيص أهم الخصائص المرتبطة بظروف القرار الاستثماري في النقاط التالية:

- يحوي قرار الاستثمار عنصر المخاطرة وعدم التأكد نتيجة أن العوائد أو التدفقات النقدية المتوقعة تتعلق بفترات زمنية مستقبلية؛
- يصعب بعد الشروع في تنفيذ الاستثمار التخلي أو العدول عنه بسبب ضخامة حجم الأموال التي تم إنفاقها في مرحلة الإعداد خصوصا عندما يتعلق الأمر بالاستثمارات الرأسمالية؛
- تعتبر تكلفة الخطأ المترتبة عن الاختيار غير الصائب للاستثمار عالية حيث يتطلب الأمر فترة طويلة لإرجاع الوضع إلى ما كان عليه سابقا وما يترتب على ذلك من آثار.[2]

---

[1] عبد العال هاشم أبو خشبة، **مفاهيم وخصائص القرارات الاستثمارية والعوامل المؤثرة فيها والتبويبات المختلفة لها**، مجلة الإداري، العدد 47، 1991، ص 232.

[2] عبد الغفار حنفي، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2007، ص 263.

ثالثا: الخصائص المرتبطة بالهيكل التمويلي

يشكل تمويل المشاريع الاستثمارية واحد من أهم جوانب اتخاذ القرار الاستثماري باعتبار أن تكلفة التمويل تدرج ضمن التكاليف الإجمالية للاستثمار، والتي يتم مقارنتها مع العوائد المتوقعة منه، ولأن تكاليف التمويل تختلف باختلاف نوع ومصدر التمويل المستخدم، وأن حجم الأموال التي يتطلبها الاستثمار غالبا ما تكون ضخمة جدا، فهذا ما يستدعي القيام بدراسة معمقة وتفصيلية لاختيار المصدر التمويلي لما له من تأثير حالي ومستقبلي على الشركة.

ومن هنا يتضح أن القرار الاستثماري يرتبط بخصائص تتعلق بالجانب التمويلي للشركة تلخص في النقاط التالية:

–يقوم القرار الاستثماري على توفير موارد اقتصادية ضخمة خصوصا إذا كان الاستثمار رأسمالي

– إن اتخاذ قرار الاستثمار يؤدي إلى إغراق جزء من أموال الشركة في أصول ثابتة وهو ما قد يتطلب استخدام الأرباح المحتجزة في التمويل كمصدر داخلي بالإضافة إلى البحث عن مصادر تمويل جديدة؛

– إن اتخاذ قرار بالاستثمار في مشروع معين يحمل الشركة تكلفة الفرصة البديلة.

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في القرارات الاستثمارية وأنواعها

إن اتخاذ أي قرار يتأثر بمتخذ القرار وبمتغيرات البيئة المحيطة به، والقرار الاستثماري كأحد أهم هذه القرارات يخضع اتخاذه هو الآخر لجملة من المتغيرات والعوامل التي قد تؤثر على درجة تحقيقه للعوائد المتوقعة، وذلك على اعتبار أن القرار مرتبط بالمستقبل وعوائده مبنية على التوقعات والتنبؤات، إن هذه العوامل قد تتفاوت من قرار استثماري لآخر وذلك بالنظر إلى التصنيفات والأنواع المختلفة التي قد تدرج فيها القرارات الاستثمارية.

سنحاول في هذا المطلب تقديم أهم العوامل التي أثبت ارتباطها بقرار الاستثمار عمليا ومن ثم تصنيف هذه القرارات بناء على جملة من الأسس الموضوعة.

الفرع الأول: العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري

تتعدد العوامل التي قد تؤثر على اتخاذ القرار الاستثماري والتي يجب تؤخذ في الحسبان عند تقييم المشروع الاستثماري وهذا بغض النظر عن جدوى المشروع محل الدراسة.

أولا :الظروف الاقتصادية

إن العملية الاستثمارية تتأثر سلبا أو إيجابا بظروف النشاط الاقتصادي والذي قد تسوده فترات رواج تتخللها فترات كساد ضمن ما يعرف بالدورة الاقتصادية، ففي الفترات التي تعرف رواجا اقتصاديا قد تتغير عادات وسلوكات المستهلكين، وهو ما يدفع بالمستثمرين لدراسة فرص استثمارية في مشروعات جديدة أو إجراء توسعات لمشاريع قائمة لتغطية هذه التغيرات المصاحبة للطلب. في حين أنه وفي فترات الانكماش الاقتصادي الذي يسوده ركود اقتصادي فيفضل المستثمرون الامتناع على إنفاق المزيد من الأموال في مشاريع استثمارية.[1]

ولأنه من الصعب التنبؤ بفترات الكساد والرواج بشكل أكيد فلن يكون هناك تأكد مطلق بنجاعة القرار الاستثماري المتخذ، خصوصا الطويل الأجل إذا ما تغيرت الظروف الاقتصادية بعد فترة الإنفاق الاستثماري أو في فترات تحصيل العوائد.

ثانيا:مصادر التمويل

من أهم العوامل التي قد تؤثر على اتخاذ قرار الاستثمار هو تحديد مصادر التمويل اللازمة، إذ تتعدد هذه المصادر وتتوزع بين ما هو تمويل ذاتي أو داخلي المتمثل في قيم الأرباح المحتجزة في الشركة ومنها ما هو تمويل خارجي، والذي يتم عن طريق الاقتراض أو عن طريق إصدار سندات أو طرح أسهم للاكتتاب العام، فالمستثمر محتوم بمدى توافر الحد الأدنى من الإمكانات اللازمة لنجاح فكرة الاستثمار،[2]فاختيار بديل استثمار يدون آخر مرتبط بكيفية تمويل هذا البديل فتكلفة التمويل المحتملة ستضاف إلى مجموع التكاليف التي على أساسها يتم تقييم البديل إما بالقبول أو الرفض.

ثالثا:الفرص البديلة

تعرف الفرصة البديلة على أنها "أقصى ما يجب الحصول عليه من السلع والخدمات والطاقة الإنتاجية إذا ما تم تخصيصها للاستخدامات البديلة"، فتكلفة الفرصة البديلة تقوم على النظرة الاقتصادية بأن لكل مورد اقتصادي منفعة تستمد قيمتها من إشباع لحاجات متعددة وأن

[1]هواري معراج وآخرون، **القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية**، دار كنوز المعرفة العلمية، عمان2014، ص ص 58-59.

[2]عبد العال هاشم أبو خشبة، **مرجع سابق**،**2017**، ص ص 239-240.

استخدامه لتحقيق فرصة أو إشباع معين يعني التضحية بالفرص الأخرى البديلة، لذا يجب أن تؤخذ تكلفة الفرصة البديلة في الاعتبار عند اتخاذ القرار الاستثماري.

إن القاعدة الأساسية في تقييم المشروعات الاستثمارية هي استخدام صافي التدفقات النقدية في حين يرى البعض ضرورة أن تشمل أيضا التدفقات النقدية التي حرم المستثمر منها نتيجة لتنفيذ المشروع الاستثماري المقترح محل التقييم، إذ لابد من الأخذ بتكلفة الفرصة البديلة في الحسبان عند تحديد تكاليف الاستثمار أو تكاليف التشغيل حتى يتم التقييم على أسس سليمة وصائبة.

رابعا:أسعار الفائدة

يرتبط الإنفاق الاستثماري بالاقتراض كأحد المصادر التمويلية التي تلجأ إليها الشركات، حيث يشكل سعر الفائدة المقابل المدفوع لقاء عملية الاقتراض أي أن سعر الفائدة عن القروض الممنوحة للمستثمرين تعبر عن نفقة اقتراض النقود، فسعر الفائدة يمكن أن يكون مؤثرا حقيقيا في مستوى الاستثمار فالطلب على القروض لأغراض استثمارية يتناسب عكسيا مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.[1]

خامسا: التشريعات الضريبية

تعمل التشريعات الضريبية المتعلقة بالاستثمار أحيانا على توجيه الاستثمار نحو أنشطة معينة بما يتماشى والسياسة العامة للدولة.[2]

فقد تمنح الدولة امتيازات جبائية لأنشطة استثمارية معينة دون غيرها قد تصل حد الإعفاء الكامل ولفترات زمنية محددة قد تكون طويلة وهذا لمجموعة من الضرائب التي يخضع لها المكلفون في إطار هذه الأنشطة وهو ما قد يؤثر على توجه المستثمر حيث قد يفضل هذا الأخير الاستثمار في هذا النوع من النشاطات والتي تمكنه من الحصول على وفورات ضريبية من خلال الاستفادة من هذه الامتيازات الجبائية الممنوحة.

سادسا:التضخم

يشكل تعظيم العائد الهدف الأساسي من اتخاذ القرار الاستثماري فكلما ارتفع العائد الخاص بالاستثمار كلما كان القرار ناجحا، إن هذا العائد قد يتأثر بعدة عوامل بما فيها التضخم والذي يعبر

[1] هواري معراج وآخرون، **مرجع سابق**،ص 60.

[2] **المرجع نفسه**، ص 63.

عن تراجع أو تغير القدرة الشرائية لوحدة النقد خصوصًا إذا ارتبط الاستثمار بفترات زمنيةطويلة وكان الاستثمار رأسماليا حيث:

-يكون الاستثمار ذو السيولة العالية (المدخرات النقدية، الأسهم، السندات) أكثر عرضة للتضخم مقارنة بالاستثمارات الحقيقية (العقارات) لأن أسعارها ترتفع بارتفاع المستوى العام للأسعار؛

-كما أن الاستثمارات طويلة الأجل ذات العائد الثابت تتأثر أكثر من غيرها، فمع تزايد الفترة تتناقص معدلات العائد على الاستثمار بسبب تزايد معدلات التضخم.

بالإضافة إلى هذا فإن القرار الاستثماري الرأسمالي يتأثر من خلال تأثر ربحية المشاريع الاستثمارية فنتيجة للتضخم ترتفع تكلفة رأس المال وبالتالي انخفاض التدفقات النقدية أو قيمة العوائد المحصلة[1].

وإجمالا، يمكن القول أن القرار الاستثماري يتأثر بعامل التضخم ما قد يترتب عنه اختيارات لبدائل خاطئة للمشاريع الاستثمارية إذا لم يؤخذ عامل التضخم بعين الاعتبار في عملية تقييم البدائل الاستثمارية.

سابعا: التوجهات الاستثمارية للإدارة

قد تؤثر توجهات الإدارة ومواصفاتها الشخصية على اتخاذ مختلف القرارات المالية في الشركة بما فيها القرارات الاستثمارية، فنظرة الإدارة وحساسيتها لعاملي العائد والمخاطرة يؤثر على طبيعة القرار الاستثماري المتخذ، فقد تُخلق قرارات استثمارية مختلفة من إدارة شركات مشابهة في النشاط وفي نفس الظروف الاستثمارية. فلقد أشارت العديد من الدراسات مثلا إلى أن الثقة المفرطة كخاصية نفسية للمديرين هي حاضرة وبقوة في جميع مراحل صنع القرارات في الشركة بما فيها الاستثمارية منها.[2]

وبناء على ما سبق يتضح أن إجراء دراسة معمقة وتفصيلية للبدائل الاستثمارية المتاحة لا يعني بالضرورة سلامة القرار المتخذ إذا ما تم تجاهل العوامل السابقة الذكر والتي من الممكن أن تؤثر في أي مرحلة من مراحل صنع القرار الاستثماري.

---

[1] صالح طاهر الزرقان، **العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة على عوائد الأسهم: النظرية والتطبيق**، دار جليس الزمان، الأردن،2010 ، ص 53.

[2] Halim Smii, Mondher Kouki, Hayet Soltan, **Managerial Overconfidence and Investment Decision: Empirical Validation in the Tunisian Context**, International Journal of Finance and Banking Research, Vol7, Issue 04, 2021,P 92.

الفرع الثاني: أنواع القرارات الاستثمارية

يواجه متخذ القرار جملة من المعطيات التي تحدد نوعية وطبيعة القرار الاستثماري الذي يجب أن يتخذه، فالقرار الاستثماري يقوم على اختيار البديل الذي يسمح بتعظيم العوائد وتخفيض التكاليف وذلك من بين بدائل قد تكون متعددة كما قد تكون واحدة فيقتصر بذلك القرار على قبول البديل أو رفضه، ولهذا فقرار الاستثمار في توجهه قد يختلف بناءً على عدد البدائل المتاحة باختيار بديل واحد أو أكثر من بديل، كما قد يختلف باختلاف درجة مخاطرة الاستثمار والتي تتوزع بين قرارات في ظل ظروف تأكد أو مخاطرة أو في ظل عدم تأكد، أو بالاعتماد على نوع التحليل الذي يتطلبه الاستثمار والمرتبط أساسا بالزمن بالإضافة إلى العديد من الأسس الأخرى.

هذه العناصر أو الأسس هي من تسمح بإدراج القرار الاستثماري ضمن نوع معين دون آخر من القرارات الاستثمارية وهو الأمر الذي سوف نعرضه في هذا الجزء من الدراسة.

أولا: وفق عدد البدائل المتاحة:

حيث تصنف قرارات الاستثمار وفقا لعدد البدائل المتاحة إلى[1]:

1. **قرار تحديد أولويات الاستثمار:** وتمثل تلك القرارات التي تشكل فيما بينها بدائل محتملة أو ممكنة لتحقيق نفس الأهداف على أن يتم ترتيبها تبعا للأولويات، فعلى متخذ القرار الاستثماري هنا اختيار بديل واحد فقط على الأقل في المرحلة الحالية على أن يتم تأجيل تنفيذ باقي القرارات الأخرى إلى وقت لاحق.
2. **قرار قبول أو رفض الاستثمار:** في هذا النوع على متخذ القرار الاستثماري أن يقبل الاستثمار في نشاط أو مجال معين أو أن يقوم برفضه، ففرصة الاختيار أمامه محدودة جدا.
3. **قرارات الاستثمار المانعة تبادليا:** هنا يكون أمام متخذ القرار فرص متعددة، وإذا ما اختار منها بديل في أي مجال أو نشاط معين فإنه لن يتمكن من اختيار بديل آخر، فاختيار بديل يعني الاستغناء كليا عن البدائل الأخرى المتوفرة.

[1] عبد الحميد عبد المطلب، **السياسات الاقتصادية على مستوى المشروع تحليل جزئي**، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003، ص ص 201 -202.

ثانيا: وفقا لدرجة المخاطرة:

إن القرار الاستثماري يرتبط بعنصر المخاطرة فيصنف وفقا إلى:[1]

1- قرارات الاستثمار في ظل التأكد:

حيث يمكن أن تُتخذ القرارات في ظل ظروف التأكد عندما تنعدم المخاطرة أو تقترب من الصفر، وبذلك تتم عملية اتخاذ القرار الاستثماري بسهولة ودون تعقيد، إذ تتوفر معلومات كافية وتامة عن الأوضاع المحتملة مستقبلا.

2- قرارات الاستثمار في ظل المخاطرة:

ويعني أن القرار يتم اتخاذه في ظل وجود درجة معينة من المخاطرة قد تكون عالية أو منخفضة، وهذه الوضعية هي التي يتم في إطارها اتخاذ معظم القرارات الاستثمارية في الواقع العملي، حيث يتم دراسة القرار في ظل الحالات الطبيعية المحتمل حدوثها خلال الفترة الزمنية المستقبلية، وذلك مع تحديد احتمال حدوث كل حالة والبدائل المتاحة والمنفعة المتوقعة من كل بديل،ومن ثم اختيار البديل الأمثل.

3- قرارات الاستثمار في حالة عدم التأكد:

في هذه الظروف يتعذر وضع توزيع احتمالي موضوعي للتدفقات النقدية المتوقعة مستقبلا نتيجة لعدة عوامل منها عدم توافر المعلومات التاريخية لمتخذ القرار، بالاضافة إلى ما يميز قرارات الاستثمار في ظل هذه الظروف أنها تبنى بالاعتماد على الخبرات الشخصية وهو ما يشار إليه بـ التوزيع الاحتمالي الشخصي[2].

ثالثا: وفق الأبعاد الزمنية أو العمر الاقتصادي:

يوفر الاستثمار بشكل عام أرباحا على مدى فترة من الزمن يعبر عنها بالعمر الاقتصادي، حيث يتحدد العمر الاقتصادي للأصل بـــــــــــ:

- التدهور المادي؛
- التقادم؛
- درجة المنافسة في السوق للمنتج.

---

[1] عبد الحميد عبد المطلب، **دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية**، مرجع سابق، ص ص 44-45.

[2] محمد ساحل، **التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية**، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، 2019، ص 29.

فإذا كان الاستثمار يحقق تدفقات نقدية تقتصر على الفترة الحالية –خلال سنة واحدة من إنشاء الاستثمار–فإن الاستثمار يعد قصير الأجل، بينما إذا تجاوزت فترة الحصول على تدفقات نقدية الفترة الحالية فإن الاستثمار يعد طويل الأجل على أن يشار إلى نفقاته بالنفقات الرأسمالية.

1- قرارات الاستثمار القصيرة الأجل:

وهي قرارات تتعلق باستثمارات لفترة زمنية تكون في حدود السنة حيث ترتبط هذه القرارات بالاستثمار في الموجودات أو الأصول المتداولة للشركات حيث تتسم هذه الاستثمارات بالسرعة في التحول إلى نقد.

2- **قرارات الاستثمار طويلة الأجل:**

تتعلق هذه القرارات بالاستثمارات الرأسمالية والمتمثلة في الموجودات أو الأصول الثابتة، حيث أن ما يميز هذا النوع من القرارات ضخامة مبالغ الاستثمار فيها وكذا العوائد التي تتوزع على فترات طويلة وهو ما يجعلها من أخطر وأصعب القرارات المالية.

يتم تقسيم الاستثمار بناءً على العمر الاقتصادي للمشروع بين طويل أو قصير الأجل لسببين رئيسين:[1]

- القرارات المتعلقة بالأصول طويلة الأجل تكون مبنية على توقعات التدفقات النقدية المستقبلية وبالتالي يراعى فيها القيمة الزمنية للنقود.
- لا تدخل الأصول طويلة الأجل في احتياجات التشغيل اليومية للشركة في حين أن القرارات المتعلقة بالاستثمار قصير الأجل أو الأصول المتداولة فهي متعلقة بالعمليات التشغيلية اليومية.

الفرع الثالث: مقومات القرار الاستثماري:

يرى Alan Sarainka أن القرار الاستثماري هو قرار حاسم يفشل فيه الكثير من المستثمرين أكثر من النجاح فيه، حيث أرجع ذلك لسببين رئيسيين، أولهما أن معظم المستثمرين يفتقرون إلى خطة استثمارية مدروسة بعناية وثانيهما أن قراراتهم خاضعة في الأغلب لتغير

[1]Frank Fabozzi ,Pamela Peterson, **Capital Management, Financial Management and Investment Management**, John Wiley and Sons, New Jersey, 2009, P 455.

العواطف أكثر من الانضباط في التفكير المنطقي[1]، ومنه ليكون القرار الاستثماري ناجحا لابد أن يستند على مجموعة من الأسس والتي يمكن حصرها في ثلاث مقومات نعرضها بالتفصيل وفق الترتيب الآتي:

- **اعتماد إستراتيجية ملائمة؛**
- **الاسترشاد بالأسس العلمية لاتخاذ القرار؛**
- **مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة.**

أولا: الإستراتيجية الملائمة

فالإستراتيجية الملائمة تتوقف بشكل أساسي على أولويات المستثمر اتجاه ثلاثة عناصر رئيسية تتعلق بكل من الربحية، والسيولة، والأمان، فالربحية تتأثر من خلال معدل العائد المتوقع من الاستثمار، بينما السيولة والأمان يُعبَر عنهما بالمخاطرة التي تكون مقبولة في ضوء العائد المتوقع من الاستثمار.[2]

وبناءً على أولويات المستثمرين اتجاه العائد والمخاطرة يتم تصنيفهم إلى[3]:

1-المستثمر المحايد:

وهو المستثمر الذي يفضل الاستثمارات ذات المخاطرة المنخفضة والتي تسمح له بالمحافظة على استثماره الأصلي، لذا يفضل هذا النوع من المستثمرين الأوراق المالية متدنية المخاطرة كسندات الحكومة وسندات الشركات المعروفة.

2-المستثمر المتجنب للمخاطرة:

وهو المستثمر الذي يكره المخاطرة فيفضل العوائد المنخفضة ذات المخاطر المعروفة بدل العوائد المرتفعة عالية المخاطرة.

---

[1]Alan Skrainka, **Principle Based Investing a Sensible Guide of Investment Success**, First Edition, Design Publishing,2014,USA,P 05.

[2]طلال كداوي، **تقييم القرارات الاستثمارية**، دار اليازوزي للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 17.

[3]أرشد التميمي، **الأسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم لأدوات**، دار اليازوزي للنشر والتوزيع، عمان، 2019، ص 136.

3-المستثمر المغامر أو الباحث عن المخاطرة:

وهو المستثمر الذي يكون على استعداد لتحمل مخاطر عالية للحصول على عوائد أكبر[1]. ويعتبر هذا النوع من المستثمرين ضروريا للسوق المالية بما يقدمه من تحريك وتنشيط لها ومن خلال توفيره السيولة للشركات الحديثة النشأة أو للشركات ذات التكنولوجيا العالية بالإضافة إلى الشركات في قطاع الصناعات المبتكرة.[2]

ثانيا: الاسترشاد بالأسس العلمية لاتخاذ قرار الاستثمار

ويعني هذا المقوم أن يكون القرار رشيدا وحتى يكون كذلك فعلى متخذ القرار أن يوظف المنهج العلمي بالإضافة إلى اعتماد عدد من المعايير كأساس لاتخاذ القرار ومن أهمها: [3]

1-مبدأ تعدد الخيارات (البدائل الاستثمارية):

يستمد هذا المبدأ أصوله من حقيقة أن الفوائض النقدية المتوفرة لدى المستثمر تتسم بالندرة في حين أن الفرص الاستثمارية المتنافسة على هذه الفوائض كثيرة، لذلك يفرض على متخذ القرار الاستثماري الاختيار المناسب من خلال إجراء مفاضلة تمكنه من اختيار الأداة الاستثمارية التي تتفق وإستراتيجيته في الاستثمار.[4]

2-مبدأ الخبرة والتأهيل:

وهذا يعني أن قرار الاستثمار بما يتضمنه من حيثيات وما يستلزمه من إمكانات فنية وعلمية لإجراء مفاضلة بين البدائل يتطلب خبرة ودراية وهو ما قد لا يتوافر لدى كل المستثمرين، لذا فإن الأمر قد يتطلب أحيانا الاستعانة بمشورة وخبرة المختصين والمحللين الماليين لاتخاذ القرارات الاستثمارية المختلفة.

---

[1] https://www.investor.gov/introduction-investing/getting-started/assessing-your-risk-tolerance,Accessed :15/03/2018.

[2] أرشد التميمي، **مرجع سابق**، ص 136.

[3] طلال كداوي، **مرجع سابق**، ص ص 18-19.

[4] محمد ساحل، **مرجع سابق**، ص 30.

3-مبدأ التنويع أو توزيع المخاطر الاستثمارية:

إن فكرة التنويع ظهرت مع هاري ماركويتز(1952) وذلك من خلال فكرة " لا تضع كل البيض في سلة واحدة" والذي يمثل أحد سياسات إدارة المخاطر ويعني توزيع الأموال المستثمرة في أكثر من أداة استثمارية بهدف تخفيض آثار حدة التقلبات التي قد تحصل في الأنشطة الاقتصادية.[1]

كما أشار أيضا إلى ضرورة الابتعاد عن التنويع الساذج، الذي يقوم على مبدأ التعدد بجمع الأدوات الاستثمارية بصورة عشوائية والاتجاه نحو التنويع الجيد الذي يدخل معامل الارتباط بين الأدوات المختارة كأساس لعملية التنويع، فالتعدد قد يكون تنويعا عند الإدراك الدقيق للمستثمر لطبيعة كل أصل ومدى اختلاف مصادر المخاطر التي يتعرض لها كل أصل استثماري.[2]

ثالثا: مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة:

الأكيد أن المستثمر يربط قراره الاستثماري بمتغيرين أساسيين هما العائد المتوقع من الاستثمار وكذا درجة المخاطرة المصاحبة له، فعلى متخذ القرار أن يتنبأ بالعائد ودرجة احتمال تحقق هذا العائد وفي ضوء تقدير درجة احتمال تحقق العائد تتحدد درجة المخاطرة فهذه الأخيرة تقاس باحتمال تحقق العائد المتوقع.[3]

وعلى هذا فعند اتخاذ القرار على المستثمر القيام بمبادلة بين عنصري العائد والمخاطرة، فيتحمل درجة كبيرة من المخاطرة لقاء الحصول على عائد أكبر أو أن يتحمل درجة أقل من المخاطرة مقابل عائد أقل.

إن إجراء هذه المقارنة بين العائد والمخاطرة يكون لاتخاذ القرار الاستثماري الذي يحقق له:[4]

- أعلى عائد عند مستوى ثابت من المخاطرة؛
- أقل مخاطرة عند مستوى ثابت من العائد.

---

[1] **المرجع نفسه**، ص 31.

[2] درويد كامل آل شبيب، **الاستثمار والتحليل الاستثماري**، مرجع سابق، ص 252.

[3] طلال كداوي، **مرجع سابق**، ص 20.

[4] حمزة محمود الزبيدي، **الاستثمار في الأوراق المالية**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 58.

المطلب الثالث:مدخل إلى الاستثمارات الرأسمالية وخصائصها

يعد الاستثمار الرأسمالي هو اتخاذ قرار يرتبط باقتناء الأصول والموجودات الثابتة، إذ أن هذا القرار يختلف عن الإنفاق التشغيلي في كونه إنفاق طويل الأجل، فالعوائد المترتبة عنه ليست آنية ولكنها تمتد إلى فترات زمنية مستقبلية، حيث تسعى الشركة من خلاله إلى تحقيق استراتيجية نمو طويلة الأجل تهدف من خلالها إلى تعظيم قيمتها وتعظيم ثروة المساهمين.

وبغية الإلمام بمختلف المفاهيم المتعلقة بالاستثمار الرأسمالي، فقد خُصص هذا الجزء من الدراسة للتعريف بالاستثمار الرأسمالي وخصائصه ومن ثم التعرف على تصنيفات الاستثمارات الرأسمالية على أن يتم في الأخير التطرق لمعايير تقييم هذا النوع من الاستثمارات.

الفرع الأول: مفهوم الاستثمار الرأسمالي

يقصد بالاستثمار الرأسمالي استثمار الشركة في أصولها، حيث يعبر مصطلح رأس المال عن الأموال المستخدمة في تمويل هذه الأصول[1].

يعبر الاستثمار الرأسمالي عن استحواذ الشركة على الأصول الرأسمالية أو الأصول الثابتة كالآلات والمعدات، والتي من المتوقع أن تكون منتجة لفترات زمنية طويلة تزيد عن فترة محاسبية واحدة.[2]

يشار إلى الاستثمار الرأسمالي أيضا بالإنفاق الرأسمالي والذي يعد استثمار الأموال في أصول تستخدمها الشركة لفترات زمنية طويلة،ما يربط المكاسب والعوائد المتعلقة بها بفترات زمنية مستقبلية[3]، وهذا بالرغم من أن الإنفاق الخاص بها قد يحدث في الفترة الحالية.

وبذلك فإن الاستثمار الرأسمالي هو مجموع الأموال المستثمرة في الموجودات الثابتة أي تلك الاستثمارات التي ترتبط آثارها ونتائجها بأكثر من فترة محاسبية.

تجدر الإشارة إلى أن الاستثمار الرأسمالي يعد قرارا غاية في التعقيد والصعوبة للأسباب التالية:[4]

- يترتب على اتخاذ قرار الاستثمار الرأسمالي أعباء مالية ضخمة ولفترات زمنية طويلة؛

---

[1]Frank Fabozzi, Pamela Peterson, **Op Cit**, P 449.

[2]Ajay Tyagi, **Capital Investment and Financing for Beginners**, Horizons Books, USA, 2017, P1.

[3]عبد الغفار حنفي، **مرجع سابق**، ص 197.

[4]دريد كامل آل شبيب، **إدارة مالية الشركات المتقدمة**، دار اليازوزي، عمان، 2016، ص 66.

- ارتفاع درجة مخاطر الاستثمار الرأسمالي نظرا لارتباط عوائده على التوقعات بالمستقبل غير الأكيد، فهي بذلك قد تخضع لظروف سياسية أو اقتصادية أو اجتماعية لا يمكن التحكم فيها؛
- صعوبة الرجوع عن الاستثمار أو تغييره بعد التنفيذ بسبب حجم الأموال المستثمرة، وما قد يتبع ذلك من خسائر في حال فشل المشروع.

الفرع الثاني: تصنيفات الاستثمارات الرأسمالية

لا يقتصر الاستثمار الرأسمالي على اقتناء أصول ثابتة تكون موجهة للإنتاج مباشرة وإنما تشمل أنواع عدة قد تصنف بناء على عدة معايير فمنها ما هو متعلق بالعمر الاقتصادي، ومنها ما هو متعلق بدرجة المخاطرة، وآخر بالهدف حيث سنعرض فيما يلي مختلف التصنيفات وفق للمعيار الأخير وهو ما يفرز الأنواع التالية:[1]

أولا: الاستثمارات الاستبدالية

تعني الاستثمارات الاستبدالية استبدال أصل جديد محل أصل قديم كإحلال آلات بآلات جديدة تكون أكثر كفاءة.[2] إن تقييم الاستثمارات الاستبدالية يتطلب إجراء مقارنة بين قيمة الشركة بالاستثمار البديل وقيمتها بدونه، حيث تسمح هذه المقارنة بالبحث عن تكلفة الفرصة البديلة المتمثلة في تحديد الوضع الذي ستكون عليه التدفقات النقدية لو أن الشركة بقيت بنفس الأصل القديم.

إن المخاطر الناجمة عن هذا النوع من الاستثمارات تكون صغيرة جدا على اعتبار أن:

- تقوم الشركة باستبدال الأصول التي تنشط فعليا وتحقق تدفقات نقدية؛
- كما أن الشركة تقلل نسبة المخاطرة لأنها تتمتع بالخبرة التي تخص إدارة هذا النوع من الاستثمارات.[3]

---

[1]Frank Fabozzi, Pamela Peterson, **Op Cit**, P 456.

[2]دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، **مرجع سابق**، ص 61.

[3]Frank Fabozzi, Pamela Peterson, **Op Cit**, P 456.

ثانيا: الاستثمارات التوسعية

تتعلق الاستثمارات التوسعية بإضافة خطوط إنتاج أو آلات جديدة بهدف توسيع الطاقة الإنتاجية وهو ما قد يرفع من الكفاءة إذا ما كانت خطوط الإنتاج والآلات الجديدة أكثر تطورا وإنتاجية من الموجودة لدى الشركة.[1]

إن التوسع في المنتج الحالي أو في السوق المستهدف يعني زيادة في حجم الأعمال التجارية، فإذا شرعت الشركة في هذا النوع من الاستثمار فهذا يعني أنها تعرف زيادة النمو في الطلب[2].

إن هذا النوع من الاستثمارات الرأسمالية لا يغير كثيرا في خطر أعمال الشركة –خطر صغير جدا– فالشركة تبقى أساسا في نفس خط الأعمال بإنتاج نفس السلع والخدمات.

ثالثا:الاستثمارات الابتكارية:

يقصد بالاستثمارات الابتكارية تلك الاستثمارات التي تؤدي إلى ابتكار منتجات جديدة أو استعمال طرق إنتاجية تسمح بتحسين السلع المنتجة، من خلال إضافة خصائص جديدة عليها تختلف عن خصائصها القديمة[3].

إن مثل هذه الاستثمارات الرأسمالية ينشأ عنها زيادة في خطر أعمال الشركة نظرا:

- لدخولها أسواق سلع مازالت جديدة لا تملك الشركة الخبرة الكافية في إدارتها؛
- أو أنها تحت الاختبار ولم تحدد طبيعة الطلب عليها.

رابعا:الاستثمارات الإلزامية حكوميا:

قد تفرض الحكومات على الشركات في الصناعات الثقيلة كوسائل النقل والمواد الكيماوية وكل الصناعات التي تتطلب حجمًا كبيرا من الأصول في العمليات الإنتاجية مشاريع إجبارية، فعلى سبيل المثال لا الحصر تلزم الوكالات الحكومية مثل وكالة الصحة والسلامة المهنية في الولايات المتحدة الأمريكية بعض الشركات التي يخلق نشاطها أضرارا على البيئة متطلبات لمواجهة هذه الأضرار، كتركيب معدات خاصة بالتخلص من نفاياتها أو بوضع معدات لمراقبة نسبة التلوث

---

[1]محمد أيمن عزت الميداني، **الإدارة التمويلية في الشركات**،الطبعة الثالثة، مكتبة العبيكان، الرياض، 1999، ص 352.

[2]Ajay Tyagi, **OP Cit**, P 23.

[3]دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة،**مرجع سابق**، ص 62.

في نشاطها، أو بتغيير نشاطها، فهنا الشركة لا تملك أي خيار في الرفض ويجب عليها الاستثمار في هذه المعدات بغض النظر إذا ما كانت سترفع من قيمة الشركة أو لا.[1]

المطلب الرابع:آليات تقييم القرارات الاستثمارية الرأسمالية

تتوزع طرق تقييم الاستثمارات الرأسمالية على أسلوبين، أسلوب يعتمد على التقدير الشخصي وأسلوب آخر موضوعي ينطوي على طرق كمية ورياضية للتقييم،فيبنى المدخل الشخصي على أحكام الأفراد مباشرة في اتخاذ القرار بينما المدخل الموضوعي يبنى على ترجمة العوامل الخاصة بكل اقتراح إلى تقديرات كمية للمكاسب والتكاليف التي تعبر عن للقيمة الاستثمارية للبدائل.[2]

ومن أهم الطرق الكمية المتبعة في التقييم نجد:

- طريقة فترة الاسترداد؛
- طريقة العائد على الاستثمار؛
- صافي القيمة الحالية؛
- طريقة معدل العائد الداخلي.

الفرع الأول: طريقة فترة الاسترداد

تعد طريقة فترة الاسترداد من أكثر الطرق المستخدمة في قياس وتقييم المشاريع الاستثمارية عندما تكون درجة المخاطرة للمشاريع الاستثمارية المتاحة عالية جدًا.

أولا: تعريف طريقة فترة الاسترداد

تعتمد هذه الطريقة على الفترة اللازمة لتحقيق تدفقات نقدية مساوية لحجم لإنفاق الرأسمالي. فاحتساب فترة الاسترداد يتطلب إجراء مقارنة بين المبلغ المستثمر وكذا التدفقات النقدية المتأتية خلال سنوات عمر المشروع.[3]حيث يتوقف قبول المشروع أو رفضه على نتيجة المقارنة بين فترة الاسترداد للمشروع وفترة القطع فإذا كانت فترة الاسترداد أقصر من فترة القطع يعتبر المشروع

---

[1]Frank Fabozzi, Pamela Peterson, **Op Cit**, P 456.

[2]جميل أحمد توفيق، **أساسيات الادارة المالية**،الطبعة الأولى،دار النهضة العربية للنشر والتوزيع، لبنان ،1987، ص 202.

[3]طاهر حردان، **أساسيات الاستثمار**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 174.

مقبولا أما إذا كانت فترة الاسترداد أطول من فترة القطع فيرفض المشروع[1]. مما تجدر الإشارة إليه أن هذه الطريقة لا ترتبط بهدف تعظيم ثروة المساهمين، فهي تعزز قبول المشاريع القصيرة الأجل أي السيولة بدلا من زيادة ثروة المساهمين.

وتحسب فترة الاسترداد بالعلاقة:

$$\textbf{فترة الاسترداد} = \frac{\text{التكاليف الأولية الاستثمارية}}{\text{صافي التدفقات النقدية}}$$

ثانيا: مزايا وعيوب الطريقة في التقييم

تتمتع فترة الاسترداد كطريقة في تقييم الاستثمارات الرأسمالية بجملة من المزايا أوجزها مؤيدوها في النقاط التالية:[2]

- إن الشركات التي تواجه مشكلة عجز في النقدية لابد وأن تهتم بسرعة استرداد أموالها حتى تتمكن من استغلالها في استخدامات أخرى،
- تتميز طريقة فترة الاسترداد بالبساطة وسهولة الاستخدام خصوصا إذا ما كانت الشركة تتخذ عددا كبيرا من القرارات المتعلقة باستثمارات صغيرة.
- إن استخدامها يرجع إلى أن المشروعات التي تسترد أموالها بسرعة تحقق إيرادات مرتفعة للأسهم.

في حين أن من أهم نقائصها نجد: ؛

- تتجاهل هذه الطريقة التدفق النقدي المحقق بعد فترة الاسترداد، فبالنظر إلى وجود مشروعات ذات طبيعة طويلة الأجل استخدام هذه الطريقة في التقييم قد يسبب اختيارات خاطئة باعتباره متحيزا ضد هذه المشروعات؛
- لا توجد قاعدة لتحديد فترة القطع التي يعتمد عليها في قبول المشروع أو رفضه؛
- اهمال عنصر المخاطرة وذلك باحتساب فترة الاسترداد للمشاريع بالكيفية ذاتها دون الأخذ في الاعتبار لمستويات المخاطرة المختلفة للمشاريع محل التقييم؛

[1] محمد عبد الفتاح الصيرفي، **دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات**، دار الفكر للنشر والطباعة،عمان، 2008، ص 274.

[2] محمد صالح الحناوي وآخرون، **أساسيات الإدارة المالية**، مكتبة الاقتصاد، الإسكندرية، 2019، ص ص 196-197.

- لا تأخذ طريقة فترة الاسترداد بالقيمة الزمنية للنقود في الاعتبار حيث تقوم على تجميع التدفقات النقدية دون خصمها.

الفرع الثاني: طريقة العائد على الاستثمار

يعتبر العائد على الاستثمار (ROI) من أهم أدوات قياس الربحية للمشاريع الاستثمارية أو للمفاضلة بينها.

أولا: تعريف العائد على الاستثمار

وتسمى أيضا بالطريقة المحاسبية نظرا لأنها تقدم إجابة يمكن مقارنتها مع النتائج التي ستنعكس في السجلات الدفترية، فهي لا تقوم على أساس التدفقات النقدية الداخلة والخارجة للمشروع وإنما على أساس محاسبي.

يمكن تعريف العائد على الاستثمار على أنه النسبة بين متوسط الربح السنوي بعد الضريبة للمشروع الاستثماري خلال حياته الإنتاجية وبين متوسط قيمة الاستثمار اللازم للاقتراح.[1]

وبذلك يقيس هذا العائد الربح الذي يحققه المشروع الاستثماري عن كل دينار مستثمر خلال الفترة المالية.

يعبر عن العائد على الاستثمار بالعلاقة:

$$\text{العائد على الاستثمار} = \frac{\text{الربحصافي}}{\text{الاستثمارتكلفة}}$$

ثانيا: مزايا وعيوب طريقة العائد على الاستثمار

تتمتع طريقة العائد بالاستثمار بمزايا تتعلق أساسا بسهولة فهمها وتفسير نتائجها كما أنها تأخذ بعين الاعتبار كل المداخيل المحققة.

غير أنه يُعاب على هذه الطريقة:

- تجاهلها للقيمة الزمنية للنقود؛
- تفشل الطريقة في المفاضلة بين الاقتراحات التي تغل عائدا متساويا على الاستثمار رغم اختلافها في نمط تحقيق صافي الربح؛
- تقوم على الأساس المحاسبي وليس النقدي وهو ما يؤدي إلى تحميل الاستثمار عناصر تكاليف ليس مسؤولا عنها، فالشركة ستتحملها حتى لو لم ينفذ الاستثمار.

[1] جميل أحمد توفيق، **مرجع سابق**، ص ص 209-210.

الفرع الثالث: صافي القيمة الحالية

تعد طريقة صافي القيمة الحالية في تقييم المشاريع الاستثمارية من الطرق التي ترتكز على عنصر تحيين التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، أي معرفة قيمة التدفقات النقدية المستقبلية في الزمن الآني أو الحالي.

أولا: تعريف طريقة صافي القيمة الحالية

يمكن تعريف صافي القيمة الحالية بأنه الفرق بين القيمة الحالية للمكاسب النقدية المتوقعة من الاقتراح الاستثماري والقيمة الحالية للاستثمار المبدئي، فإذا كان الفرق موجبًا يعني أن العائد المتوقع أكبر من معدل الخصم المستخدم (التكلفة التقديرية للأموال) وهو ما يعني قبول المشروع الاستثماري.

ولحسابها يتطلب الأمر:

-أن تقوم الإدارة باختيار معدل مناسب لخصم التدفقات النقدية بحيث يمثل هذا المعدل التكلفة التقديرية للأموال؛

-إيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة وخصمها؛

-إيجاد القيمة الحالية للاستثمار المبدئي للاقتراح والمخصوم بنفس المعدل السابق (أما في الحالة التي تدفع مباشرة فتكون القيمة مخصومة ولا تستدعي خصمها مجددًا)[1].

تحسب صافي القيمة الحالية بالعلاقة التالية:[2]

حيث:

NPV:صافي القيمة الحالية

CF: التدفق النقدي للسنة i

t :معدل التحيين ويمثل معدل المردودية الأدنى المطلوب تحقيقه من الاستثمار

n: العمر الافتراضي للاستثمار

I: تكلفة الاستثمار

[1] جميل أحمد توفيق، **مرجع سابق**، ص ص 235-236.

[2] الياس بن ساسي، يوسف قريشي، **مرجع سابق**، ص 317.

وبالنظر إلى ناتج صافي القيمة الحالية نميز ثلاث حالات للتحليل:

NPV>0: يعني أن مجموع التدفقات النقدية المحيّنة للاستثمار أكبر من تكلفته وفي هذه الحالة يقبل المشروع الاستثماري المقيم، أما في حالة المفاضلة بين مجموعة بدائل فيُختار البديل ذو صافي القيمة الحالية الأكبر.

NPV=0: وهنا تكون مجموع التدفقات النقدية المستقبلية المحيّنة للمشروع مساوية لنفقاته ما يعني عدم ربحية المشروع وعدم قبوله.

NPV<0: تشير القيمة هنا إلى عدم قدرة التدفقات النقدية المحيّنة حتى على تغطية تكاليف الاستثمار ما يعني أن المشروع الاستثمار يغير مقبول.

ثانيا: مزايا الطريقة في التقييم وحدودها

يعتبر معيار صافي القيمة الحالية من أكثر الطرق واقعية في تقييم المشاريع الاستثمارية لأنها تتضمن جملة من المزايا والتي يمكن إيجازها فيما يلي[1]:

-ترتبط مباشرة بهدف تعظيم ثروة المساهمين؛

- تعكس القيمة الزمنية للنقود، بمعنى تأخذ في الاعتبار توقيت النفقات والإيرادات الاستثمارية؛

-تأخذ في الحسبان كل المعلومات المالية الموثوقة والقابلة للقياس المتعلقة بالقرار الاستثماري؛

- تعد طريقة عملية وسهلة الاستخدام شريطة التقدير الجيد للتدفقات النقدية المتوقعة.

بالرغم مما تتمتع به طريقة صافي القيمة الحالية إلا أنها تفتقر من حيث كونها:[2]

- لا يمكن الاعتماد عليها للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المختلفة حجماً،
- لا تأخذ بعين الاعتبار التدفقات النقدية المتوقعة والمحصلة بعد نهاية العمر الافتراضي للمشروع الاستثماري؛
- لا تأخذ في الاعتبار إمكانية إعادة استثمار التدفقات النقدية السنوية المحصلة خلال مدة حياة المشروع.
- تعد الطريقة غير مجدية حين يُطرح إشكال المفاضلة بين البدائل الاستثمارية في حال اختلاف العمر الافتراضي للمشروع.

---

[1] Eddie Mclarey, **Op Cit**, P 87.

[2] الياس بن ساسي، يوسف قريشي، **مرجع سابق**، ص ص 320-321.

الفرع الرابع: طريقة معدل العائد الداخلي

تقوم طريقة حساب معدل العائد الداخلي (IRR) على فرض أنه يمكن إعادة استثمار التدفقات النقدية الناتجة عن المشروع الاستثماري بمعدل العائد الداخلي وإن لم يتحقق الفرض فإن IRR المحسوب لن يمثل العائد الحقيقي للمشروع.

أولا: تعريف معدل العائد الداخلي

يقصد بمعدل العائد الداخلي(IRR) ، المعدل الذي إذا خُصم به صافي الإيرادات المتوقعة من المشروع فإن القيمة الحالية له تكون مساوية للقيمة الحالية للنفقات الاستثمارية للمشروع تعرف هذه الطريقة أيضا بـ طريقة التدفق النقدي المخصوم.[1] فمعدل العائد الداخلي لمشروع ما هو معدل الخصم الذي يجعل صافي القيمة الحالية للمشروع مساوية للصفر والذي يمكن التعبير عنه كما يلي:

بحيث:

CF: التدفقات النقدية الداخلة للفترة الزمنية t

r : معدل الخصم

I: الإنفاق الاستثماري للمشروع

فمن المعادلة أعلاه يتم تحديد معدل العائد الداخلي فيتم قبول المشاريع المستقلة التي يفوق فيها معدل العائد الداخلي تكلفة الأموال.

بعد عرض مختلف الطرق الخاصة بتقييم المشاريع الاستثمارية ونخص بالذكر الاستثمارات الرأسمالية تجدر الإشارة إلى أن العديد من الدراسات أجريت لتحديد أكثر الطرق استخداما في تقييم الاستثمارات فأظهرت أغلبها أن فترة الاسترداد هي أكثر الطرق المستخدمة تليها طريقة العائد الداخلي حيث أرجعت اختيار هذا الأسلوب في التقييم إلى اعتمادها على الديون في تمويل هذا النوع من الاستثمارات.

[1] أحمد رمضان نعمة الله، **دراسات الجدوى ومعايير الاستثمار**، المكتبة المصرية للطباعة والنشر، مصر، 2004، ص 78.

إن أساليب التقييم السابقة الذكر هي طرق تقييم تستخدم في ظل ظروف التأكد أي بافتراض أن قبول أي مشروع استثماري لا يغير من درجة الخطر للشركة وبالتالي تثبيت عنصر الخطر غير أنه وبافتراض العكس وتغير درجة الخطورة فإن العائد الذي سيطالب به أصحاب التمويل سيتغير بالأكثر وبالتالي فالمشاريع الأكثر خطورة هي الأكثر عائدا.

المبحث الثالث: قرار الاستثمار في ظل ظروف التمويل السائدة في الشركة

إن اتخاذ قرار بالاستثمار في مشروع معين، يرتبط أيضا بتكلفة الحصول على الموارد اللازمة لتمويله، فمشروع استثماري لا يغطي عائده على الأقل تكلفة التمويل فيه يعد مشروعا مرفوضًا، حيث تتشكل تكلفة الأموال هذه من تكلفة المزيج المكون لهيكل رأس المال المستخدم بما يحتويه من قروض طويلة الأجل وحقوق الملكية التي تتضمن بدورها الأسهم العادية وقيم الأرباح المحتجزة، إذ أن هيكل التمويل يعد أحد المحددات الأساسية التي يقوم عليها القرار الاستثماري.

فالقرارات غير الصائبة بشأن هيكل التمويل يمكن أن تؤدي لرفع تكلفة رأس المال، وهذا يعني تراجع صافي القيمة الحالية للمشروعات الاستثمارية، مما يؤثر على اتخاذ قرار الاستثمار سلبًا فيُرفض المشروع الاستثماري رغم نجاعته ويقبل آخر بسبب خطأ في اختيار المصدر التمويلي المناسب، أو في تحديد تكلفته وهو ما يدعم فكرة أن القرارات الاستثمارية تتأثر بدرجة ومستوى المزيج التمويلي المستخدم.

وللتفصيل فيما سبق ولتحديد طبيعة هذا التأثير بدقة سيخصص هذا المبحث من الدراسة لعرض مصادر التمويل المتاحة للشركات، ونظريات الهيكل التمويلي الأمثل الذي وضعت على أن يختتم المبحث بطبيعة تأثير هيكل التمويل على القرار الاستثماري، وفق الترتيب:

المطلب الأول: ماهية الهيكل التمويلي وأساسيات تحديده.

المطلب الثاني: النظريات المفسرة لهيكل التمويل الأمثل.

المطلب الثالث: علاقة الهيكل التمويلي بقرارات الاستثمار.

المطلب الأول: ماهية الهيكل التمويلي وأساسيات تحديده

يتعلق قرار التمويل باختيار مصادر الأموال وتوجيهها في الشركة بالشكل الذي يعظم من قيمتها ومن ثروة المساهمين وذلك من خلال تمويل المشاريع الاستثمارية التي تشكل موردا للتدفقات النقدية المستقبلية بمزيج تمويلي منخفض التكلفة وهو ما يتطلب من إدارة الشركة دراسة تفصيلية للبحث عن هذا المزيج الأمثل الذي ينصب في تحقيق أهدافها.

الفرع الأول: تعريف الهيكل التمويلي

يعرف الهيكل التمويلي بأنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها الشركة على أموال بهدف تمويل استثماراتها وتشتمل على كافة العناصر التي تشكل جانب الخصوم؛[1]

كما عرف على أنه التركيبة التمويلية التي اعتمدت الشركة عليها في تمويل وتغذية كافة أصولها ماليا، والذي يشمل التمويل بالملكية وكذلك التمويل بالدين وهو ما يعرف بالمطلوبات وحق الملكية؛[2]

أما عن الهيكل المالي الأمثل فيعبر عن المزيج التمويلي المكون من تمويل بالملكية والتمويل بالدين والذي يجعل المعدل الموزون لتكلفة التمويل في أدنى حد ممكن ومتى تحقق ذلك تحقق معه:

- تعظيم العائد على حقوق الملكية،
- تعظيم ثروة المساهمين من خلال زيادة الفرص الاستثمارية.[3]

وباستقراء ما سبق من تعريفات يتضح أن الهيكل التمويلي يعبر عن توليفة مصادر التمويل التي تعتمدها الشركة باختلاف نوعها بين حقوق ملكية وديون وبمختلف آجالها طويلة كانت أو قصيرة الأجل.

تجدر الإشارة في هذا الإطار إلى ضرورة التفريق بين مصطلحي هيكل رأس المال Capital Structure والذي يغطي مصادر التمويل الطويلة الأجل فقط والهيكل التمويلي Financial

---

[1] محمد عبد الله شاهين، **سياسات التمويل وأثره على نجاح الشركات والمؤسسات المالية**، دار حميثرا للنشر والترجمة، مصر، 2017، ص 91.

[2] صلاح الدين محمد الإمام، عذراء خليفة حمد،**تأثير تركيبة الهيكل المالي في أسعار أسهم المصارف العراقية الخاصة**، مجلة الاقتصاد والإدارة، العدد 42، 2019، ص 86.

[3] محمد علي إبراهيم العامري، **الإدارة المالية المتقدمة**، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 161.

Structure والذي يشير إلى جانب الخصوم في الميزانية بالكامل وهو ما يمكن التعبير عنه اختصارا كما يلي:

الهيكل المالي أو التمويلي: يضم رأس المال ومجموع الديون الطويلة والقصيرة الأجل.

هيكل رأس المال: وتضم حقوق الملكية والأسهم الممتازة والقروض طويلة الأجل.

الفرع الثاني: محددات الهيكل التمويلي

لقد أجريت العديد من الدراسات لتحديد الهيكل التمويلي الأمثل الذي يجب أن تتبعه إدارة الشركة والذي يكفل لها تعظيم قيمتها وتعظيم ثروة المساهمين، وذلك من خلال وضع مجموعة من المحددات والعوامل التي قد تحكم خيار الهيكل التمويلي مع إبراز اتجاه تأثير كل محدد على الشركة، وبذلك يمكن التمييز بين ثلاث اتجاهات:

- **الاتجاه الأول:** ويركز هذا الاتجاه على العوامل التي تتعلق بالخصائص الداخلية للشركة
- **الاتجاه الثاني:**ويرتبط بالخصائص النفسية والشخصية للأفراد من خلال تفسير هيكل التمويل من وجهة نظر سلوكية.
- **الاتجاه الثالث:** يقوم هذا الاتجاه على دور العوامل الاقتصادية في هيكل التمويل انطلاقا من تأثر سياسات الشركة وقراراتها بالأوضاع والظروف الاقتصادية.[1]

وفيما يلي سنعرض أهم ما تم طرحه من محددات واتجاه التأثير لكل منها على الهيكل التمويلي المعتمد.

أولا:الربحية

لقد تعددت اتجاهات تأثير الربحية على الهيكل التمويلي وتنوعت التفسيرات المصاحبة لها وهذا باختلاف نظريات الهيكل التمويلي.

فوفقا لنظرية تسلسل مصادر التمويل فإن الأرباح المحتجزة تعد مصدر التمويل الأول ثم تليها القروض وأخيرا طرح أسهم جديدة للاكتتاب، وبذلك يصبح من المتوقع أن تتوجه الشركات التي تتمتع بدرجة ربحية عالية إلى احتجاز أرباحها كمصدر تمويل أولي، ومن ثم اعتمادها وبدرجة أقل على الأموال المقترضة وهو ما يولد علاقة سلبية بين الربحية في الشركة ونسبة الدين فيها.[2]

---

[1]عبد الكاظم محسن كوين، **العوامل الاقتصادية وتأثيرها في هيكل التمويل**، دراسات اقتصادية، العدد 40، 2019، ص 146.

[2]محمد عبد الله شاهين،**مرجع سابق**، ص 96.

وعلى العكس من ذلك ترى نظريات أخرى وجود علاقة إيجابية بين المتغيرين باعتبار أن تحقيق الشركات للأرباح يرفع من قدرتها على التمويل بالدين نظرا لانخفاض مخاطرها المالية.

ثانيا:حجم الشركة

يبقى تأثير حجم الشركة على الرفع المالي (الاستدانة) غامضا، حيث تشير بعض الدراسات إلى أن الشركات كبيرة الحجم تميل إلى التنويع في هيكلها التمويلي فضلا عن ذلك وبما أن تكاليف الإفلاس تحتوي جزءا ثابتا وآخر متغير فإن هذه التكاليف تميل إلى الارتفاع في الشركات الصغيرة الحجم وهو ما يفسر وجود علاقة عكسية بين حجم الشركة واحتمال الإفلاس وبذلك تكون العلاقة بين حجم الشركة والرفع المالي علاقة موجبة.

أشارت نظرية التسلسل الهرمي مدعمة الرأي السابق إلى أن الشركات الأكبر حجما تميل إلى إصدار الأسهم أكثر من اللجوء إلى الاستدانة ما يعكس وجود علاقة عكسية بين حجم الشركة ونسبة الرفع المالي.[1]

إن ارتفاع التكلفة المصاحبة لإصدار أسهم جديدة والتي قد تتضمن بيع الأسهم المصدرة بقيمة أقل من قيمتها العادلة نتيجة التباين في المعلومات بين الإدارة وفئة المستثمرين يجعل الأرباح المحتجزة التوجه الأول للشركات كمصدر تمويلي.

ثالثا:تركيبة الموجودات الملموسة

يؤثر هيكل الموجودات في طريقة التمويل التي تعتمدها الشركات، فالشركة التي تتميز بكثافة في أصولها العينية تفضل التمويل المقترض طويل الأجل بينما تفضل الشركات التي تتمتع برأس مال عامل كبير الاعتماد على التمويل قصير الأجل.[2]

يمكن أن تفسر الأصول أو الموجودات الثابتة على أنها مقياس لمستوى الضمان الذي تقدمه الشركة لأصحاب السندات، فارتفاع نسبته ضمن تشكيلة الأصول يعني وجود مستوى عال من الأمان حيث يمكن تصفيتها في حالة الإفلاس، في حين أن انخفاض نسبتها يقلل من نسبة الضمان الممنوحة للمقرضين في حالة الإفلاس.

---

[1] Kent Baker, GeraldMartin, **Capital Structure and Corporate Financing Decision**, John Wiley and Sons, USA, 2011, P 24.

[2] محمد علي إبراهيم العامري، **مرجع سابق**، ص 168.

وعلى الرغم من أن الأصول الثابتة أو الملموسة تجعل الدين أقل خطورة بالنسبة للشركة إلا أن تأثيرها على هيكل رأس المال مازال غير واضح.[1]

رابعا:المرونة

يمثل هذا العامل قدرة الشركة على تعديل مصادرها التمويلية تبعا للتغيرات الرئيسية الحاصلة في الحاجة إلى الأموال، حيث تسمح هذه المرونة بالحصول على أكبر عدد من البدائل التمويلية عندما تكون هناك حاجة إلى التوسع أو الانكماش في مجموع الأموال التي تستخدم.[2]

خامسا: معدلات الضرائب والوفورات الضريبية

تعتبر الفوائد على القروض من المصروفات التي يتم خصمها من الإيرادات قبل احتساب الضريبة على الدخل وهو الأمر الذي يتولد عنه وفورات ضريبية تترك أثرًا على قيمة الشركة، وبالنظر للعلاقة الموجبة بين معدل الضريبة على الدخل وقيمة الوفورات الضريبية المحققة فمن المتوقع أن تفضل الشركات التي تخضع لضرائب مرتفعة على الدخل طريقة التمويل باستخدام الدين مقارنة بالمصادر التمويلية الأخرى وهذا بالنظر إلى حجم الوفورات التي قد تحققهاجراء استخدام الديون عوض المصادر التمويلية الأخرى.[3]وبهذا فقد يختلف مصدر التمويل المستخدم في الشركة بناء على معدل الضريبة المفروض عليها.

سادسا: فرص النمو

لقد عرفت فرص النمو على أنها أصول رأسمالية تضيف قيمة للشركة ولكن لا يمكن استخدامها كضمان لقرض كما أنه لا ينتج عنها أي دخل حالي.

أما بالنظر لاتجاه تأثيرها على نسبة الدين فيرى Myers في دراسته لسنة 1977 وجود علاقة سلبية بين فرص النمو والاقتراض مفسرًا ذلك بأن مشكلة الوكالة للقروض تتزايد بالاقتراض بما فيها مشكلة تدني الاستثمار وبذلك فإن الشركات التي لديها فرص نمو فإنها تسعى لتجنب ذلك من خلال تمويل استثماراتها بالاعتماد على الملكية عوض الديون.[4]

---

[1]Kent Baker, Gerald Martin, **OP Cit**, P 24.

[2]جميل أحمد توفيق، **مرجع سابق**، ص 324.

[3]منير ابراهيم الهندي، **الادارة المالية مدخل تحليلي معاصر**، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية،2007، ص 604.

[4] إسلام عبد الجواد، كامل عاطف عبد ربه، **محددات الهيكل التمويلي في الشركات المساهمة العامة الفلسطينية**، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 15، العدد 03، 2019، ص 272.

سابعا:درجة جرأة الإدارة وتحفظها

يعد تحديد مصادر الأموال المستخدمة في التمويل مسألة تقدير وحكم شخصي للإدارة وهو ما قد يغلب عليه العوامل والمواصفات السلوكية لمتخذ القرار، هل أفراد هذه الإدارة يتمتعون بدرجة عالية من التحفظ والخوف من المخاطر أم أنهم على العكس من ذلك يفضلون المخاطرة. فالمشروعات تدار بواسطة أفراد يختلفون من حيث الخبرة والتجارب والدوافع والطموح وقد تظهر هذه الاختلافات عند تقييم الأخطار خاصةً ما يتعلق منها بالتمويل بالاقتراض،[1]فقد تقوم الإدارة الأقل تحفظا بالاعتماد في تمويلها على القروض بما تتضمنه من زيادة في درجة المخاطرة، وبذلك يكون لسلوكيات الإدارة اتجاه عنصر المخاطرة تأثير على طبيعة المزيج التمويلي المعتمد في الشركة.

ثامنا: نمط التدفق النقدي

ويقصد بنمط التدفق النقدي الفترة الزمنية التي تنقضي على الأصل الممول حتى بداية تحقيقه لتدفقات نقدية، حيث أنه وكلما طالت هذه الفترة مع ما يقابلها من تدفقات نقدية خارجة من الشركة لتسديد تكلفة تمويله كلما انعكس ذلك سلبا على السيولة في الشركة وبالتالي تتراجع القدرة معها على تشغيل الأصول الثابتة والوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل، فتصبح الشركة ملزمة على خلق توازن بين تدفقاتها الداخلة والخارجة أو مجبرة على البحث عن مصدر تمويلي آخر.[2] وبذلك يرتبط اختيار مصدر التمويل في الشركة بنمط التدفقات النقدية الناتجة عن الاستثمار محل التمويل.

واستكمالا لما سبق يلخص الجدول رقم **(1-2)** تأثير بعض أهم محددات الهيكل التمويلي على نسبة الرفع المالي في الشركات بناءً على كل من نظرية التسلسل الهرمي ونظرية المبادلة، حيث تم اختيار هذه المحددات بالنظر لتكرر استخدامها في الدراسات التي خُصت بالهيكل التمويلي.

---

[1]جميل أحمد توفيق، **مرجع سابق**، ص 332.

[2]فيصل محمود الشواورة، **مبادئ الادارة المالية إطار نظري ومحتوى علمي (التمويل، والاستثمار والتخطيط والتحليل المالي**، دار المسيرة للنشر، عمان، 2013، ص 22.

الجدول رقم (1-2): محددات الهيكل التمويلي وتأثيرها على الرفع المالي

المحدد	نظرية التسلسل الهرمي	نظرية المبادلة
الأصول العينية	-	+
حجم الشركة	-	+
الفرص الاستثمارية	-/+	-
الربحية	-	+
تقلب التدفقات النقدية	-	-

المصدر: Kent Baker, Geraled Martin**, Capital Structure and Corporate Financing Decisions,** John Wiley and Sons, USA ,2011, p23

يظهر الجدول أعلاه وجود اختلاف في اتجاه تأثير العوامل المشار إليها على نسبة الرفع المالي في الشركات وفق كل من نظرية التسلسل الهرمي ونظرية المبادلة بين المنافع والتكاليف، أين اقتصر الاتفاق على تأثير عامل مستوى تقلب التدفقات النقدية حيث ترى نظرية المبادلة أن الشركات ذات التدفقات النقدية المتقلبة تواجه تكاليف مخاطر مالية متوقعة أعلى كما أن تكاليف الوكالة المتعلقة بالديون تتزايد بازدياد التقلبات وهو ما سيخفض من احتمال أن يتم الانتفاع بكل الوفورات الضريبية؛

في حين أن نظرية التسلسل الهرمي وتدعيمًا للاتجاه السابق ترى حسب Angelo و Masulis في دراستهما أن للمستثمرين قدرة محدودة على التنبؤ بدقة بالتدفقات النقدية المستقبلية بالاعتماد على المعلومات المتاحة للشركات التي تعرف عدم استقرار في تدفقاتها النقدية لذا يعتبر السوق أن هذه الشركات مخفقة ويطالب بعلاوة على تقديم الديون كما أن الشركات ذات التدفقات النقدية المتقلبة في الغالب تعمل على الحفاظ على رافعتها المالية منخفضة. [1]

[1]Kent Baker, Gerald Martin, **Op Cit**, P 02.

وباستقراء ما سبق يتضح أن تحديد المزيج التمويلي المستخدم في الشركة قائم على عدة عوامل قد تكون داخلية تتعلق بخصائصها أو أخرى تتعلق إما بالخصائص السلوكية لمتخذي القرار فيها أو عوامل ترتبط بالظروف الاقتصادية السائدة.

الفرع الثالث: خصائص الهيكل التمويلي وعناصره

تتوفر للشركات مجموعة من المصادر التمويلية، ينفرد كل مصدر منها بخاصية أو مجموعة من الخصائص التي تميزه عن باقي المصادر التمويلية الأخرى وهو ما سنحاول إبرازه فيما يأتي من خلال شرح لهذه الخصائص ومن ثم عرض هذه المصادر التمويلية.

أولا:خصائص مصادر التمويل

تختلف مصادر التمويل التي قد تستخدمها الشركة عن بعضها بالنظر إلى جملة من الخصائص التي تميز كل مصدر تمويلي عن الآخر والتي يكمن إيضاحها فيما يلي[1]:

1-الاستحقاق: ويمثل الاستحقاق الأجل الذي يجب تسديد الديون فيه إلى أصحابها وبذلك تختلف أموال الاقتراض عن أموال المساهمين.

2-الحق في الدخل:ووفق هذه الخاصية يمكن استخراج ثلاثة مظاهر تميز كل مصدر عن الآخر:

أ-**الأولوية:**

تعني أي المصادر التمويلية التي لها الأولوية في السداد مقارنة بالمصادر التمويلية الأخرى في ظروف معينة قد تواجه الشركة كحالة الإفلاس مثلا.

ب-**التأكد:**

وتعني درجة التأكد من الحصول على الدخل أو العائد مقابل تقديم التمويل بغض النظر عن نتائج الشركةالمحققة.

ج-**مقدار الدخل:**

ويعبر عن المقدار الذي تدفعه الشركة كتكلفة مقابل استخدام مصدر التمويل، والذي إما أن يكون بمعدل ثابت أو مرتبط بالنتائج التي تحققها الشركة.

3-الإدارة والسيطرة:وتعني درجة التدخل في الإدارة والتي قد تُمنح نتيجة الاعتماد على مصدر تمويلي دون غيره.

[1]فيصل محمود الشواورة، **مرجع سابق**، ص ص 57-59.

4-الأثر على العوائد: ويقصد به أثر كل مصدر تمويلي على العوائد التي تحققها الشركة فالديون أقل أثرا في تآكل العوائد مقارنة بالتمويل بالملكية فالفوائد تمنح وفورات ضريبية للشركة.

ثانيا:عناصر الهيكل التمويلي

تكون الشركة في إطار نشاطاتها التشغيلية اليومية أو الاستثمارية المرتبطة بالأجل الطويل بحاجة إلى اتخاذ قرار يخص المصادر التمويلية الموجهة لتغطية هذه العمليات، وبالطريقة التي تمكنها من تحقيق أهدافها الإستراتيجية، وعلى هذا ستكون مخيرة بين نوعين من المصادر: مصادر تمويل بالملكية ومصادر تمويل بالدين أين يندرج ضمن كل نوع عدة عناصر تمويلية سنأتي على عرضها بالتفصيل فيما يلي:

1-التمويل بالملكية:

تلجأ الشركات إلى التمويل بالملكية من خلال إصدار أسهم عادية أو أسهم ممتازة أو اللّجوء إلى استخدام الأرباح المحتجزة يعتبر التمويل بالملكية المصدر التمويلي الأول للشركات الجديدة والناشئة.

1-1-الأسهم العادية

إن رأس مال شركة المساهمة مكون من حصص متساوية، يطلق على الحصة الواحدة منها بالسهم العادي، حيث تعرّف الأسهم العادية على أنها أداة ملكية قابلة للتداول تمنح الحق لحاملها بالحصول على عوائد غير ثابتة،فهي أسهم لا تحقق لصاحبها أية حقوق متميزة سواء في مقدار الأرباح الموزعة، أو في نصيب السهم من أصول الشركة عند التصفية حيث يحصل حاملها على ما تبقى من التصفية بعد سداد الالتزامات الخاصة بالدائنين، يسمى حائزي هذه الأسهم بحملة الأسهم العادية.[1]

للسهم العادي ستة قيم يمكن إيضاحها فيما يلي:[2]

أ-القيمة الاسمية: وهي القيمة المنصوص عليها في العقد التأسيسي للشركة والنظام الداخلي لها

ب-القيمة الدفترية: وتعبر عن القيمة التاريخية التراكمية التي تعكسها السجلات المحاسبية في الشركة، وتحسب انطلاقا من مجموع حقوق الملكية إلى عدد الأسهم المصدرة.

---

[1] حسين عطا غنيم،**دراسات في التمويل**، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005، ص 501.

[2] فيصل محمود الشواورة، **مرجع سابق**، ص ص 79-80.

ت-القيمة السوقية: وهي القيمة التي يعبر عنها سعر السهم في البورصة والتي تحدد بناءً على العرض والطلب وتكون بذلك في حالة تغير مستمر.

ث-قيمة التصفية: وهي القيمة التي يتوقعها حامل السهم في حالة تصفية الأصول الثابتة.

ج-القيمة الحقيقية: ويقصد بها القيمة التي تعبر عن العائد الذي من المتوقع أن تعطيه الأسهم مستقبلاً،والمتمثل في التوزيعات النقدية والأرباح الرأسمالية التي يحققها المساهمون وتحسب من العلاقة: العائد المتوقع إلى معدل العائد المطلوب

ح-قيمة السهم حسب العائد: وهي تعبر عن القيمة التي يكون المساهمون عندها على استعداد لدفعها مقابل حيازتهم للسهم الذي يولد العائد الذي يتطلعون إليه مقابل استثمارهم أموالهم.

ويتمتع حملة الأسهم العادية بـــ:[1]

- **الرقابة على الشركة:**

يحق لحملة الأسهم العاديين في الشركة انتخاب المدراء والذين بدورهم لهم الحق في انتخاب من يديرون العمل، ففي الشركات الصغيرة غالبا ما يكون المساهم الذي يملك أكبر نسبة ملكية في الشركة رئيسًا لمجلس الإدارة، في حين أن الشركات التي تتوزع ملكيتها على عدد كبير من المساهمين فالمدراء عادة ما يمتلكون أسهمًا ولكنها لا تمنحهم السيطرة بالتصويت وبذلك فحملة الأسهم بإمكانهم تغيير الإدارة إذا كان أداء أعضائها غير فعال.

- **حق الأولوية:**

يملك حملة الأسهم العادية الحق في شراء وبشكل تناسبي لأي أسهم إضافية تخطط الشركة لبيعها، وعادة ما يتم تضمين هذا الحق في ميثاق الشركة.

إن الغرض من هذا الحق الممنوح لحملة الأسهم العادية يتلخص فيما يلي:

- منع إدارة الشركة من إصدار عدد كبير من الأسهم الإضافية وشراء تلك الأسهم لنفسها؛
- يهدف هذا الحق إلى حماية حاملي الأسهم من تمويه القيمة للأسهم، فإذا قامت الشركة بإصدار أسهم بسعر أقل فإن القيمة السوقية الإجمالية على عدد الأسهم ستنخفض ويصبح

[1]Eugene Brigham, Joel Hoston, **Fundamentals of Financial Management**, 8th Edition, Cengage Learning, 2015, PP 303-304.

سعر السهم أقل من قيمتها القديمة مسببا خسائر للمساهمين القدامى بينما يحقق المساهمون الجدد أرباح آنية.

1-2-الأسهم الممتازة:

تعد الأسهم الممتازة ضمن بنود حقوق الملكية غير أنه عادة ما يعتبرها البعض ضمن المصادر التمويلية الهجينة إذ تدرج ضمن المصادر التمويلية الداخلية والمصادر الخارجية نظرا لاشتمالها على خصائص كل منهما حيث أنها تختلف عن الأسهم العادية في كونها تملك الأولوية في التوزيعات كما لها الأولوية في السداد في حالة التصفية على أن يتم السداد بالقيمة الاسمية للأسهم فقط، كما أن الأسهم الممتازة أيضا لها طبيعة الديون من حيث ثبات الأرباح الموزعة مع الالتزام بتسديد قيمتها الاسمية عند التصفية إلا أنها لا تعد ديون على الشركة.[1]

إن الشركات تتوجه لإصدار هذا النوع من الأسهم في الغالب لــ:

- تحقيق فرق ايجابي بين تكلفة التمويل والعائد المطلوب؛
- الحد من مخاطر السيطرة والرقابة والتدخل في الإدارة الناتجة عن استخدام الشركة لمصادر التمويل الأخرى.

1-3-الأرباح المحتجزة:

تعتبر الأرباح المحتجزة أو المدورة أو غير الموزعة الأموال المتولدة عن نشاط الشركة والتي لم يتم توزيعها، حيث تعتبر مصدرًا تمويليًا ذاتيًا للشركة حيث يمنحها الفرصة لإجراء توسعات استثمارية.

ويتمتع التمويل بالأرباح المحتجزة بجملة من المزايا:[2]

- يعتبر التمويل بالأرباح المحتجزة مصدرا متاحا للشركة؛
- سهولة الحصول على هذا التمويل إذ لا يتطلب ضمانات كالتمويل بالسندات؛
- انخفاض تكلفته مقارنة بتكلفة التمويل بالسندات والأسهم الممتازة.

يرى البعض أن الأرباح المحتجزة تمثل مصدرأ تمويليا مجاني حيث تقوم هذه النظرة على أساس وجود فصل بين الشركة وحملة أسهمها (المساهمين) وبالتالي لا تتحمل الشركة أي تكاليف عند حجز أرباحها وعدم توزيعها على المساهمين، غير أن العملية تنطوي على تكلفة من وجهة نظر

[1] حسين عطا غنيم، **مرجع سابق**، ص 504.

[2] محمد الفاتح المغربي، **تمويل ومؤسسات مالية**، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص 155.

حملة الأسهم تتمثل في تكلفة الفرصة البديلة التي تمثل العائد المحصل في حال إذا ما تم استثمار تلك الأرباح في استثمارات بديلة.

ولأن الهدف هو إدارة الشؤون المالية للشركة لصالح ملاكها فإن للأرباح المحتجزة تكلفة يجب قياسها.[1]

2-مصادر التمويل بالدين:

يمكن للشركة الحصول على التمويل اللاّزم لأنشطتها باستخدام الديون أيضا حيث يتوفر هذا التمويل على مصادر متفاوتة الأجل يتم عرضها فيما يأتي.

2-1 مصادر التمويل بالدين طويلة الأجل:

وتمثل مصادر التمويل التي يجب سدادها خلال مدة أطول من سنة، ويتضمن هذا النوع من المصادر كل من القروض المصرفية المتوسطة والطويلة الأجل بالإضافة إلى طرح سندات للاكتتاب.

2-1-1 السندات:

تمثل السندات أوراق دين طويل الأجل تصدر من قبل الشركات أو الحكومات للحصول على التمويل، تطرح على الجمهور للاكتتاب وتكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.

تمثل السندات وسيلة تمويل:

- ذات تكلفة ثابتة تتعلق بنسبة الفائدة والتي تشكل وفورات ضريبية تخفض من قيمة الدخل الخاضع للضريبة؛
- تقلل الشركة من خلالها درجة التحكم والسيطرة في الإدارة التي قد تخلقها مصادر التمويل الأخرى.

على الرغم مما توفره السندات من مزايا إلا أنها لا تخلوا من مخاطرها والتي تتعلق بـ:

- إن عدم القدرة على دفعها أو دفع التزاماتها المتراكمة يؤدي إلى تصفية الشركة؛
- زيادة الدين يعني زيادة الرفع المالي وهو ما ينتج عنه زيادة المخاطر المالية للشركة؛
- خلق تقييد في القرارات المالية خصوصا تلك التي تتعلق بتوزيع الأرباح.

تجدر الإشارة إلى أن السندات تتفرع إلى أصناف عدة نذكر منها سندات بضمان، وسندات بدون ضمان وسندات قابلة للتحويل.

---

[1] جميل أحمد توفيق،**مرجع سابق**، ص 259.

2-1-2 القروض الطويلة الأجل:

ومن خلالها يتم الحصول على التمويل من قبل المقرضين مقابل دفع فوائد بمعدل محددة قيمته على أن تلتزم الشركة بسداد أصل القرض والفوائد المترتبة عليه في مواعيد محددة سلفا، حيث أن العجز عن السداد يجعل الشركة عرضة للإفلاس.

قد تكون هذه القروض بضمان أو بدونه بالنظر إلى الشركة المقترضة وسمعتها بالإضافة إلى خصائص أخرى.[1]

2-1-3 الايجار التمويلي:

تشير عملية الايجار التمويلي إلى تحويل المنافع والمخاطر المتعلقة بالأصل محل الايجار وبطريقة شبه كلية من المؤجر إلى المستأجر، على أن يدفع الأخير دفعات ايجارية دورية مقابل استخدام الأصل وبقائه تحت تصرفه دون أن يصاحب هذا تملك الأصل محل الايجار.

إن هذا النوع من التمويل يتمتع بمجموعة من المزايا منها:

- عدم تغير تكلفته بتغير معدلات الفائدة في السوق أو ارتفاعها؛
- تحويل المخاطر المتعلقة بالتقادم في الأصول إلى المؤجر؛
- تتمكن الشركة من خلاله من استخدام الأصل للمدة التي تناسب احتياجاتها له في النشاط.

2-2 مصادر التمويل قصيرة الأجل:

تشكل مصادر التمويل قصيرة الأجل الأموال المتاحة للشركة قصد تمويل فرصها الاستثمارية المتاحة، والتي تمثل التزاما قصير الأجل يتعين على الشركة الوفاء به خلال فترة زمنية لا تتجاوز السنة.

قد تنتج حاجة الشركة للتمويل القصير الأجل عن عدم قدرة المصادر التمويلية الطويلة الأجل على تمويل الاستثمارات الطويلة والقصيرة الأجل أو لعدم ملاءمة مصادر التمويل الطويلة الأجل لاستثماراتها أو قد يرجع ذلك إلى[2]:

- **الاحتياجات الموسمية:**

وتبرز في ذروة النشاط الموسمي أين تتزايد فيها احتياجات الشركة التمويلية مقارنة بالمواسم الأخرى، حيث يقدم الاقتراض القصير الأجل فرصة للشركة لإعادة الأموال المقترضة بعد

[1] عبد الله السنفي، **الإدارة المالية**، دار الكتاب الجامعي، صنعاء، 2013، ص 246.

[2] فيصل محمود الشواورة، **مرجع سابق**، ص 63.

انتهاء الموسم مباشرة وعدم تحمل أعباء القروض المتوسطة أو الطويلة الأجل والتي يكون جزءا منها عاطلاً عن التشغيل.

- **مزايا التمويل:**

يتمتع التمويل القصير الأجل:

- السهولة النسبية في الحصول عليه نتيجة انخفاض مخاطرته على الدائنين؛
- إمكانية الحصول عليه أحيانا بدون تحمل الشركة لأي تكاليف مالية.

يقع التمويل القصير الأجل ضمن تصنيفين:[1]

- ✓ **التمويل التلقائي:Spontaneous Financing**: ويمثل الأموال التي يمكن الحصول عليها تلقائيا دون الحاجة فيها إلى اتفاقات رسمية ومن أمثلته المستحقات والحسابات الدائنة.
- ✓ **التمويل غير التلقائي:Non Spontaneous Financing** : وهو النوع من التمويل الذي يمكن الحصول عليه من خلال التفاوض مع الجهات المانحة ومن أمثلتها الائتمان المصرفي القصير الأجل.

وتشمل مصادر التمويل قصيرة الأجل ما يلي:

2-2-1 الائتمان التجاري

ويمثل الائتمان التجاري الديون التجارية التي يمنحها الموردون للعملاء من الشركات نتيجة بيع السلع والخدمات، حيث يتمثل في رقم أوراق الدفع والحسابات الدائنة التي تنشأ نتيجة عمليات الشراء دون التسديد نقدًا على أن يتم سدادها بعد فترة محددة.

تتوقف تكلفة الائتمان التجاري على شروط الموردين، ويعتبر تمويلا مجانيا إذا استخدمته الشركة بطريقة ملائمة كما قد يصبح ذو تكلفة عالية إذا فقدت الشركة السيطرة على استخدامه.[2]

تقوم معظم المشروعات بالشراء بالأجل، حيث يعبر عن المشتريات الآجلة بحسابات الدفع والتي تمثل أكبر مصدر من مصادر الأموال القصيرة الأجل لكثير من المشروعات[3]، وبما أن

---

[1] عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار اليازوزي، عمان، 2012، ص 351.

[2] حسن محمد القاضي، **الإدارة المالية العامة**، الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص 274.

[3] حسين عطا غنيم، **مرجع سابق**، ص 248.

الائتمان التجاري ينتج عن العمليات التجارية العادية للشركة فهو بذلك يعتبر من المصادر التمويلية التلقائية.

2-2-2 الائتمان المصرفي:

يمثل الائتمان المصرفي القروض القصيرة الأجل التي تحصل عليها الشركة من البنوك لمدة لا تزيد عن سنة مقابل فوائد يتم تسديدها وأصل القرض في تواريخ استحقاقها.[1]

وقد يأخذ الائتمان المصرفي الأشكال التالية:[2]

- تسهيلات الصندوق:

وتعتبر تسهيلات الصندوق بمثابة تسهيلات لخزينة الشركة أين تتحصل عليه بهدف تغطية الفوارق المسجلة بين المدخلات والمخرجات خلال مدة قصيرة من فترات النشاط، وبذلك فهي تستخدم لتغطية العجز الآني المسجل في خزينة الشركة نتيجة بعض العمليات التي لا يمكن تأخيرها كأجور المستخدمين أو شراء مواد أولية لتغطية الطلب المتزايد في السوق.

- السحب على المكشوف:

السحب على المكشوف هو قرض قصير الأجل موضوع تحت تصرف الشركة حيث يسمح لها بالمواجهة المؤقتة لاحتياجاتها المالية المتعلقة بعمليات محددة.

-القرض الموسمي:

وهو قرض قصير المدى تحتاجه الشركة لغرض تغطية نشاطاتها عندما تسجل فوارق بين الإنتاج والاستهلاك أي بين المدخلات والمخرجات.

---

[1] عبد الله السنفي، **مرجع سابق**، ص 240.

[2] خالد أحمد علي محمود، **اقتصاد المعرفة وإدارة الأزمات المالية في إطار المؤسسات الاقتصادية**، دار الفكر الجامعي، مصر، 2019، ص 204.

المطلب الثاني: النظريات المفسرة لهيكل التمويل الأمثل

يتمثل هدف الشركة في تعظيم قيمتها وبذلك تعظيم ثروة المساهمين، فاتخاذ قراراتها يكون دائما منصبًا على القرار الذي يسهم في تحقيق هذا الهدف، ولأن الكثير من النظريات أشارت إلى أن الهيكل التمويلي يؤثر على قيمة الشركة في ظروف معينة البحث عن تحديد هيكل التمويل الأمثل الذي يسمح بتخفيض التكاليف التمويلية وبالتالي تعظيم القيمة، غير أن الأمر في نظر الباحثين يعد غاية في التعقيد فمنهم من نفىبوجوده

وعلى هذا الأساس سنعرض في هذا المطلب أهم النظريات المتعلقة بالهيكل التمويلي وتحليل أهم الانتقادات الموجهة لكل منها فيما يخص المزيج التمويلي الأمثل.

الفرع الأول:نظرية موديلياني وميلر (MM)

تعتبر هذه النظرية أساس الفكر المالي في التمويل حيث نشر موديلياني وميلر سنة 1958 ما سمي أكثر المقالات المالية تأثيرا على الإطلاق حيث أشار إلى أن تغيير هيكل التمويل لا يؤثر على قيمة الشركة وأن هذه الأخيرة ترتبط بالتدفقات النقدية الناتجة عن استثماراتها وهذا في ظل جملة من الافتراضات تتلخص في:

-لا وجود لتكاليف معاملات ولا سمسرة؛

-لا وجود للضرائب؛

- لا وجود لتكاليف إفلاس؛

-يمكن للمستثمر اقتراض الأموال بنفس المعدل الذي تقترض به الشركات؛

-وجود تماثل في المعلومات بين إدارة الشركة والمستثمرين حول الفرص الاستثمارية؛

-الدخل قبل الفائدة والضريبة لا يتأثر باستخدام الديون؛

حيث اعتبرت النظرية أن قيمة الشركة التي لا تستخدم التمويل الخارجي هي مماثلة لقيمة الشركة التي تعتمد عليه في التمويل ولو كان هذا جزئيا، وفي حال وجود اختلاف في القيمة فإنه مؤقت تتكفل عملية المراجحة بإلغائه ما يعني تساوي القيمة للشركتين.

عرفت النظرية جملة من الانتقادات يمكن حصرها فيما يلي:[1]

[1]Arvin Ghosh, **Capital Structure and Firm Performance**, Taylor and Francis, USA, 2012, P 04.

- إذا واجهت الشركة التي لا تعتمد على ديون في هيكلها المالي خسائر مالية فإنها ستقتطع التوزيعات بدلاً من التوجه للرفع من تكاليف الإفلاس، فإذا ما تم تخفيض التوزيعات فإن الأفراد الذين يستخدمون رافعة مالية محلية (HomemadeLeverage) سيكون لديهم أموال أقل، مما يدخلهم في ضائقة مالية أكبر من حملة الأسهم في الشركات التي تستخدم الدين في تمويلها.
- نظرية موديلياني وميلر تشير إلى أن كل من الأفراد والشركات تقترض بمعدل مميز (منخفض) في حين أنالواقع العملي يشير إلى أن معظم الأفراد يدفعون معدلات أعلى من الشركات.
- لم تأخذ النظرية بعين الاعتبار تأثير رسوم السمسرة وتكلفة المعاملات التي يواجهها الأفراد والشركات في الواقع العملي.

على الرغم من حقيقة أن بعض الافتراضات غير واقعية، فإن محتوى هذه النظرية بعدم تأثير هيكل رأس المال على قيمة الشركة تعد نتيجة ذات أهمية من خلال تقديم الشروط التي لا يكون فيها هيكل رأس المال مؤثرا في قيمة الشركة، كما قدمت النظرية البيئة المطلوبة كي يكون هيكل رأس المال عكس ذلك، كما أنه وبناءً على هذه النظرية فقد توالت الدراسات للبحث عن طبيعة العلاقة من خلال التركيز على هذه الافتراضات لتطوير نظرية أكثر واقعية.[1]

الفرع الثاني:نظرية المبادلة بين المنافع والتكاليف

تقوم نظرية المبادلة بين المنافع والتكاليف على جملة من الفرضيات[2]:

- تحدد الشركة نسبة الرفع المالي المستهدفة ثم تعمل على تحقيقها عمليا؛
- أسواق رأس المال ذات كفاءة وتستجيب للضرائب المفروضة؛
- لا وجود لتكاليف تخص تعديل هيكل رأس المال أو يمكن إهمالها؛
- نسبة الرفع المالي المثالي تختلف بين الشركات؛

[1]Eugene Brigham, Joel Hoston, **Op Cit**, P 466.

[2]Seifert Bruce, GonencHalit, **the International Evidence of the Pecking Order Hypothesis**, Journal of Multinational Financial Management, Vol 18, No 03, 2008, PP 6-10.

- تؤخذ كل من قرارات الاستثمار والتمويل بالتزامن ولا يمكن فصلهما.

على عكس التوزيعات فإن الفوائد على الدين تخفض من الدخل الخاضع للضريبة فهي تحقق وفورات ضريبية، في حين أنها ترفع من احتمال الإفلاس، فنظرية المبادلة تشير إلى أن الهيكل المالي يعكس فكرة التبادل بين الوفورات الضريبية للديون والتكلفة المحتملة للإفلاس، وبناءً على هذه النظرية فإن قيمة الشركة تحسب إلى قيمة الشركة الممولة بالملكية مضافا إليها الوفورات الضريبية مطروح منها التكلفة المحتملة للإفلاس[1]

والتي يمكن التعبير عنها بالعلاقة التالية:

$$V=V_u + TS(D,I,T)-BC(D,I,B)$$

Vu: قيمة الشركة الممولة بالملكية (لا وجود للديون)

TS: قيمة الوفورات الضريبية والتي تحدد بناءً على مستوى الدين، معدل الفائدة، معدل الضريبة

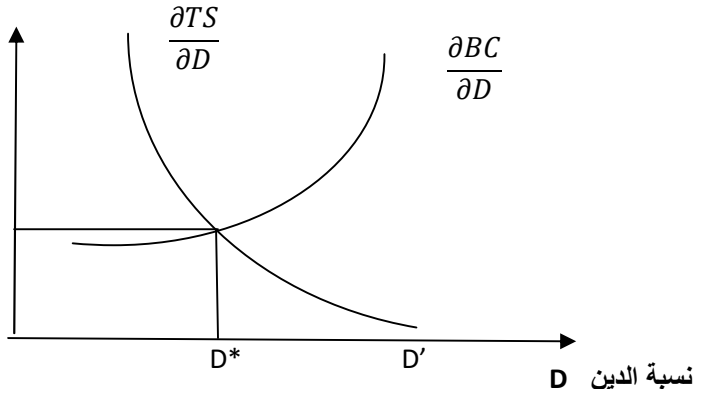
BC: القيمة المتوقعة لتكلفة الإفلاس والتي تعتمد على مستوى الدين، أرباح الشركة،

وبذلك فإن توازن الشركة يتحقق عند مستوى الدين الذي تتعادل عنده المنافع الضريبية للدين والتكاليف المالية الناتجة عن استخدامه.

وفيما يلي الشكل رقم (2-2) الذي يوضع المستوى الأمثل للدين وفق نظرية التبادل.

الشكل رقم (2-2): المستوى الأمثل للديون وفق نظرية التبادل

هامش الوفورات الضريبية وتكلفة الوكالة



المصدر:

Anton Miglo, **Capital Structure in The Modern World**, 1st Edition, Palgrave Macmillan, Canada, 2016, P 33

[1]Anton Miglo, **Capital Structure in The Modern World**, 1st Edition, Palgrave Macmillan, Canada, 2016, P 32.

يظهر الشكل (2-2) أعلاه هامش الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس بدلالة نسبة الدين المستخدم في الهيكل التمويلي للشركة فالملاحظ أنه وعند تجاوز الدين القيمة D' فلن يكون هناك أي فائدة أو ميزة من استخدام الدين.

تمثل النقطة *D المستوى الأمثل للديون ويتحقق عندما تتساوى هامش الوفورات الضريبية والهامش المتوقع لتكلفة الإفلاس.

لقد لقيت النظرية جملة من الانتقادات نوجزها في النقاط التالية:

- يمكن للشركة تحديد المكاسب المتمثلة في الوفورات الضريبية الناتجة عن الديون غير أنه ومع زيادة نسبة الرفع المالي في هيكلها التمويلي سيصبح من الصعب جدا تحديد التكاليف المرتبطة بمخاطر الإفلاس الناتجة عن حجم الديون المستخدم.
- إن إدراج الدين في الهيكل التمويلي يسمح بتقليل مشكلة الوكالة بين المسير والمساهمين ولكن مع الزيادة في استخدام الدين ستنشأ تكاليف وكالة بين حملة الأسهم وفئة أخرى من أصحاب المصالح وهم حاملي السندات، ومع حجم أعلى من الديون ستتجاوز تكاليف الوكالة هذه تكاليف الوكالة بين المساهمين والإدارة والتي سبق وأن ساهمت الديون في تخفيضها.[1]

الفرع الثالث: نظرية توقيت السوق

أول من جاء بنظرية توقيت السوق هما Baker و Wurger سنة 2002، وتبنى فكرة النظرية على أن الشركة تختار التمويل المناسب بناء على اختلاف أسعار الأوراق المالية في الأسواق المالية في الوقت الذي تحتاج فيه للتمويل،بمعنى أن ظروف السوق هي العامل الأكثر أهمية في اتخاذ القرار التمويلي، ففي الحالات التي تكون فيها الظروف غير مواتية يتم تأخير الاستثمار أو استبداله.[2] وبذلك تشير النظرية إلى أن الشركات تصدر أسهما عندما تكون قيمتها

[1]Ziad Zurigat, **Pecking Order Theory, Trade-off Theory and Determinants of Capital Structure, Empirical Evidence from Jordan**, PHD Thesisin Finance, Heriot wall University, UK, 2009, P 17.

[2] رضوان العمار، دانيا ابراهيم غيا، **نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المؤسسة**، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 40، العدد 06، 2018، ص 74.

مبالغ فيها وغير حقيقية في حين أنها تقوم بإعادة شرائها عندما تصبح مقومة بسعر أقل من قيمتها الحقيقية[1]. فمحور هذه النظرية أن إصدار الأسهم للتمويل مرتبط بظروف السوق.

فعلى عكس النظريات السابقة والتي تهدف إلى وضع هيكل رأس مال أمثل لتعظيم قيمة الشركة من خلال التغيير في نسب الرفع المالي فإن نظرية توقيت السوق ترى أن هيكل رأس المال يتأثر بالقيمة السوقية التاريخية وأن هيكل رأس المال نتاج عن توقيت السوق.

الفرع الرابع: نظرية التدرج أو التسلسل في اختيار مصدر التمويل

ترى نظرية التدرج أن اختيار مصدر التمويل يتم انطلاقا من المفاضلة بين ما يقدمه كل مصدر تمويلي من مزايا مقارنة بالمصادر الأخرى وما قد يسببه استخدامه من آثار سلبية على الشركة فالتمويل بالملكية يخلق عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمستثمرين مشاكل عدة تتقدمها مشكلة الإشارة إذ أن استخدام الملكية في التمويل يخلق إشارة سلبية لدى المستثمرين بيانها أن أسعار الأسهم لهذه الشركة مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية، في حين على العكس منه فإن التمويل بالدين يبعث بإشارة ايجابية للمستثمرين هذا الأخير نفسه يسمح بتحقيق وفورات ضريبية إلا أنه يرفع من تكاليف الإفلاس.

ويمكن التعبير عن نظرية التدرج أو التسلسل الهرمي في التمويل من خلال ما قدمه الباحث (Stewart Meyers)الذي ناقش تفضيلات الإدارة لتمويل استثماراتها وفق الترتيب التالي:[2]

أولاً: تفضل الشركات التمويل الداخلي والمتعلق بالأرباح المحتجزة والاحتياطات.

ثانيًا: تتبنى الشركات نسب الدفع المستهدفة بما يتوافق مع فرصها الاستثمارية حيث تحاول تجنب وإلى أقصى درجة التغييرات المفاجئة في التوزيعات.

ثالثًا: إن سياسة توزيع الأرباح الثابتة بالإضافة إلى التقلبات غير المتوقعة في الربحية وفي فرص الاستثمار تعني أن التدفق النقدي المتولد داخليا يكون أحيانا أكثر من النفقات الرأسمالية وفي أوقات أخرى أقل فإذا كان:

- التدفق النقدي المولد أكبر من النفقات الرأسمالية فإن الشركة تقوم بتسديد الديون أو الاستثمار في الأوراق المالية القابلة للتداول.

---

[1]Ming Dong et al, **What Drives Security Issuance Decision , Market timing, Pecking Order or Both**, Financial Management Journal,Vol 41, No 03, 2012, P 10.

[2]Arvin Ghosh, **Op Cit**, P10.

- التدفق النقدي المولد أقل من النفقات الرأسمالية تقوم الشركة أولا بسحب رصيدها النقدي أو بيع أوراقها المالية القابلة للتداول.

رابعا: إذا كان التمويل الخارجي مطلوبا، فتصدر الشركات أولاً الضمان الأكثر أمانا أي أنها تبدأ بالديون ثم الأوراق المالية المختلطة مثل السندات القابلة للتداول ثم ربما الأسهم كآخر مصدر للتمويل.

وبناءً النظرية فإن الأولوية في التمويل تمنح للتمويل الداخلي الذي يتمتع بانخفاض تكلفته، ومن ثم الاعتماد على المصادر الخارجية بداية بالاقتراض ومن ثم الاعتماد على إصدار الأسهم العادية أي التمويل بالملكية.

وترى نظرية التدرج في التمويل أن نسبة الدين تتغير عندما لا يكون هناك توازن بين التدفق النقدي الداخلي وفرص الاستثمار الحقيقية فيترتب عن ذلك أن الشركات التي لديها فرص استثمارية أكبر من تدفقات الأموال التي يتم توليدها داخليا سوف تسعى للحصول على أموال خارجية، في حين أن الشركات التي تحقق أرباح كبيرة بتدفق نقدي داخلي جيد ولكنها تتمتع بفرص استثمارية محدودة فإنها سوف تسدد من ديونها لتخفيض رافعتها المالية.[1]

المطلب الثالث: قياس تكلفة مصادر التمويل وأثرها على القرار الاستثماري

لقد أشارت نظرية التسلسل الهرمي إلى أن القرارات الاستثمارية والقرارات التمويلية هي قرارات مترابطة وغير منفصلة ويجب أن تؤخذ بالتزامن مع بعضها، كما أضافت إلى أن التمويل الذاتي قد يكون محددا رئيسا للاستثمار في الشركة " فبالنظر إلى الجانب العملي فإن تكلفة التمويل من العناصر التي يجب أن تحدد بدقة قبل اعتماد أي طريقة لتقييم الاستثمارات والتي لا تهمل القيمة الزمنية للنقود باعتبار أنها تستخدم تكلفة التمويل كمعدل خصم لإيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة للاستثمار، ذلك فإن العلاقة المباشرة بين التمويل والاستثمار في الفكر المالي تنشأ عن طريق تكلفة التمويل".[2]وعلى ذلك فإننا سنعرض تكلفة كل مصدر تمويلي متاح للشركة وأثرها على القرار الاستثماري.

---

[1]Rasslan Collis, **The Pecking Order Theory of Capital structure Choice**, Master Thesis in Finance and Economics, Leicester University, UK, 2013, P 19.

[2]نبيل عبد السلام شاكر، **الإدارة الفعالة للأموال والمشاريع**، مصر، 2006، ص 186.

الفرع الأول: تعريف تكلفة التمويل

تعرف تكلفة التمويل على أنها تكلفة الشركة للحصول على الأموال حيث وأنه بانعدام الضرائب تكون تكلفة التمويل مساوية إلى العائد الذي يتوقعه المستثمر عند استثماره بشكل متناسب في كل الأوراق المالية للشركة.[1]

وبذلك فتمثل تكلفة التمويل الحد الأدنى من معدل العائد على الاستثمار الذي يجب أن يحققه هذا الأخير حتى يُقبل مبدئيا، وبذلك فتكلفة التمويل هي الخط الفاصل بين المشروعات التي ترفض من الأول باعتبارها عاجزة عن تغطية الحد الأدنى من العائد على الاستثمار.[2]

إن استخدام تكلفة التمويل كفاصل يقتضي الشروط التالية:[3]

- أن جميع الاقتراحات الاستثمارية لها نفس درجة المخاطرة؛
- أن جميع الاقتراحات الاستثمارية تتماثل من حيث الخصائص؛
- أن تنفيذ أي من الاقتراحات المعروضة لن يغير من مستوى مخاطر عمليات الشركة ككل.

تجدر الإشارة إلى أن عملية تقدير تكلفة رأس المال تتضمن تكلفة خليط من أموال الملكية وأموال الاقتراض أي تكلفة كل مصدر استخدم في تمويل الاستثمارات الرأسمالية والذي يتم في خطوات ثلاث:[4]

- تحديد مصادر الأموال الواجب استخدامها لتحقيق هيكل متوازن؛
- تحديد تكلفة كل مصدر من مصادر الأموال اللازمة، حيث تكون هذه التكلفة في شكل معدل، ولأن المعدل هذا سيستخدم في المقارنة مع معدلات العائد أو في حساب القيم الحالية والتي تقوم على أساس صافي المكاسب النقدية بعد الضرائب كان لزاما حسابه بعد الضرائب أيضا؛
- وتكتمل الخطوات بالترجيح بالأوزان لتكلفة كل مصدر من مصادر الأموال المستخدمة للوصول إلى التكلفة المرجحة للأموال.

---

[1] Harold Bierman, **The Capital Structure Decision**, Springer Science and Business Media, 2012, P 02.

[2] نبيل عبد السلام شاكر، **مرجع سابق**، ص ص 186- 187.

[3] محمد صالح حناوي وآخرون، **أساسيات الإدارة المالية**، مكتبة الاقتصاد، 2019، ص 280.

[4] جميل أحمد توفيق، **مرجع سابق**، ص 251.

الفرع الثاني: قياس تكلفة مصادر التمويل

تحدد تكلفة المزيج التمويلي بتكلفة كل مصدر تمويل تستخدمه الشركة، فالاختلاف بينها في نوع المصدر التمويلي يصاحبه اختلاف في التكلفة أيضا نتيجة الاختلاف في درجة المخاطرة، فكلما ارتفعت المخاطرة كلما طالب المستثمرون عائدا أعلى للتعويض عن تحملهم هذه المخاطرة.

أولا: تكلفة الاستدانة

يعد تحديد معدل العائد الذي يطالب به المقرضون أول خطوة في تحديد تكلفة الديون هي ،غير أنه وفي الواقع تستخدم الشركات معدلات فائدة ثابتة أو أخرى معوّمة كما قد تستخدم عدة أشكال من الديون وهو ما يجعل تحديدها صعبا. حيث أن معدل العائد الذي يطلبه المقرضون ليس هو نفسه تكلفة الديون كمصدر تمويلي على اعتبار أن الفوائد المدفوعة قابلة للخصم في تحديد الدخل الخاضع للضريبة، وبذلك تدفع الدولة جزءا من مجموع التكاليف وهو ما يلزم استخدام تكلفة الديون بعد الضرائب[1]

ويتم حساب تكلفة الدين وفق العلاقة:

$$\text{After tax cost of debt} = rd - rdt = rd(1-t)$$

rd: معدل الفائدة

rdt: قيمة الوفورات الضريبية

ثانيا: تكلفة أموال الملكية

تتشكل أموال الملكية من الأسهم الممتازة، والأسهم العادية وقيمة الأرباح المدورة.

1- تكلفة الأسهم الممتازة

إن عائد المستثمرين من حملة الأسهم الممتازة يعكس تكلفتها كمصدر تمويلي بالنسبة للشركة إذ تحمل الأسهم الممتازة عبئا تمويليا أقل من ذلك الخاص بالأسهم العادية وأعلى من المصدر المرتبط بالاقتراض[2]. فالأسهم الممتازة كمصدر تمويلي لا ترتبط بتاريخ استحقاق معين فتكلفتها

[1]Eugene Bringham, Michael Ehrhardt,**Op Cit**, P 310.

[2]نبيل عبد السلام شاكر، **مرجع سابق**، ص ص 207-209.

تعتبر دالة لكل من التوزيعات المقرر لها وسعرها السوقي وبذلك فتكون تكلفتها كالتالي:[1]

$$\frac{Dps}{Pps} = \text{rps}$$

حيث:

rps: تكلفة الأسهم الممتازة؛

Dps: توزيعات الأسهم الممتازة؛

Pps: سعر بيع الأسهم الممتازة.

2- تكلفة الأسهم العادية:

يقصد بتكلفة الأسهم العادية الحد الأدنى من العائد الذي يطالب به حملة الأسهم فهم يطمحون إلى الحصول على معدل عائد مساوٍ على الأقل للعائد المحصل عن استخدام أموالهم في استثمارات أخرى بديلة.[2]

ولتحديد تكلفة الأسهم العادية يمكن استخدام طريقتين:

-نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

-طريقة التدفقات النقدية المخصومة DCF

2-1 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM :

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية نموذج يقوم على تحديد معدل العائد المتوقع لورقة مالية ذات مخاطرة بإضافة مخاطرة لمعدل العائد لورقة مالية بدون مخاطرة وفق الخطوات التالية:[3]

- تقدير العائد لأصل بدون مخاطرة r_{RF}،
- تقدير علاوة مخاطرة السوق r_{pm} والتي تحسب بالفرق بين العائد المتوقع للسوق والعائد للأصل بدون مخاطرة؛
- تقدير معامل β للسوق واستخدامه كمؤشر لمخاطرة السهم.

وبذلك تحسب تكلفة السهم من العلاقة:

$$\mathbf{r_s = r_{RF} + \beta_i (Er_m - r_{RF})}$$

---

[1] EugeneBrigham,Michael Ehrhardet,**Op Cit**,P 310.

[2] محمد ساحل، **مرجع سابق**، ص 84.

[3], EugeneBrigham,Michael Ehrhardet, **Op Cit**, P 312.

ولأنه وفي الواقع العملي لا يمكن إيجاد معدل عائد خالي من المخاطر فقد أشارت دراسات استقصائية على شركات عالمية أن الثلثين منها تستخدم معدل العائد لسندات الخزينة طويلة الأجل وهنا بعض الأسباب التي تعزز سلامة الاختيار:

- معدل العائد على أذونات الخزينة أكثر تقلبا من معدلات العائد على سندات الخزينة الطويلة الأجل؛
- نموذج CAPM من المفترض أن يقيس العائد على فترة احتفاظ معينة، فعند استخدامه في تحديد تكلفة الأسهم العادية لمشروع فإن مدة الاحتفاظ هنا تكون عمر المشروع والذي يكون في الغالب طويل الأجل، وهو ما يجعل سندات الخزينة الطويلة الأجل الأنسب كأصل خالي من المخاطرة.

2-2 طريقة التدفقات المخصومة DCF

تشير هذه الطريقة إلى أن السعر السوقي للسهم العادي يساوي إلى القيمة المخصومة للأرباح الموزعة المتوقعة في المستقبل وهذا بافتراض ثبات قيمها.

واختصارا يحدد السعر بالعلاقة: [1]

$$Pcs=\sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+ke)^t}$$

حيث:

Pcs: سعر السهم السوقي؛

Dt: الأرباح الموزعة في نهاية السنة t؛

k_e: معدل العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية؛

إن النموذج السابق يعدل في حال أن الأرباح الموزعة غير ثابتة وأنها تعرف معدل نمو من سنة لأخرى فمثلا: في حال نمو الأرباح الموزعة بمعدل ثابت(g) يصبح النموذج كما يلي:

$$Pcs= \frac{D_0(1+g)^1}{(1+ke)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+ke)^2} +.....+ \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+ke)^\infty}$$

$$Pcs=D_0 \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^t}{(1+ke)^t}$$

[1] محمد أيمن عزت الميداني، **مرجع سابق**، ص 720.

$$Pcs= \frac{D_0(1+g)}{ke-g} = \frac{D_1}{ke-g}$$

3- تكلفة الأرباح المحتجزة (التمويل الذاتي):

ينبغي أن لا يكون احتجاز الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع من إعادة استثمارها مساوٍ على الأقل لمعدل العائد على الاستثمار للفرص الاستثمارية البديلة للملاك، وبما أن احتجاز الأرباح لا ينطوي على أي مصروفات فتكلفة الاعتماد عليه تساوي معدل العائد الذي يطلبه المساهمون على الاستثمار فاستخدامها يعكس زيادة ملكيتهم في الشركة دون إصدار أسهم.[1]

وبذلك يمكن حساب تكلفة الأرباح المحتجزة بالكيفية التي تحسب بها تكلفة الأسهم العادية.

الفرع الثالث: أثر تكلفة التمويل على القرار الاستثماري

تشكل تكلفة التمويل عنصرا من العناصر التي تؤثر في تحديد مصدر التمويل المستخدم حيث تلجأ الشركات إلى تخفيض هذه التكلفة للرفع من عوائدها المتوقعة من الاستثمار محل التمويل وبالتالي التعظيم من قيمة الشركة.

تؤثر تكلفة التمويل على القرارات الاستثمارية في الشركات من حيث:

أولا: الملاءمة:

وتعني أن يناسب المصدر التمويلي الأصل الممول من حيث الاستحقاق، وهو ما يعرف أيضا بـ منهج التغطيةHedging Approach، فيقتضي مبدأ التغطية مواءمة توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويل الاستثمار توقيت التدفقات النقدية المنتظرة منه وعلى هذا الأساس تمول الأصول الدائمة بمصادر تمويل طويلة الأجل،على اعتبار أن تمويلها بمصادر قصيرة الأجل يعني أن الشركة ستعيد تسديد القرض المستخدم بمعدل أسرع من ذلك الذي يتحول به الأصل الممول إلى نقدية.[2]

حيث أن مظاهر الخلل في الهيكل المالي قد تكون في أحد الاتجاهين[3]:

---

[1] منير إبراهيم الهندي، **مرجع سابق**، ص 567.

[2] **المرجع نفسه**، ص 207.

[3] نبيل عبد السلام شاكر، **مرجع سابق**، ص 685.

- تمويل استخدامات دائمة مع عدم قابليتها للتحول بسرعة إلى نقد وارتباطها بتحقيق معدلات عائدة مرتفعة على الاستثمار من مصادر تمويل مؤقتة، ما يؤثر سلبا على السيولة قصيرة الأجل (حتى وان كان التأثير إيجابيا على الربحية)
- تمويل استخدامات مؤقتة تتصف بتحقيق معدل عائد منخفض على الاستثمار خاصة إذا كانت طبيعة النشاط ترتبط بمعدل دوران منخفضة باستخدام مصادر تمويل دائمة التي والتي تتصف بارتفاع تكلفة التمويل وهو ما ينعكس سلبا على ربحية الشركة.

وعليه فإن على الشركة اتخاذ القرارات المالية المرتبطة بالتمويل والاستثمار بشكل سليم وإحداث توافق بينهما بالشكل الذي يعظم من قيمة الشركة.

ثانيا: تكلفة رأس المال كعائد أدنى

حيث تشكل تكلفة رأس المال المستخدم في تمويل المشاريع الاستثمارية العائد الأدنى الذي ينبغي أن تحققه هذه الاستثمارات الممولة إذ تستخدم تكلفة التمويل كمعدل خصم لتحديد قيمة VAN للمشروعات الاستثمارية الرأسمالية كما تستخدم هذه التكلفة في طريقة معدل العائد الداخلي.

خلاصة

تعتبر القرارات المالية من أصعب القرارات التي يواجهها متخذ القرار في الشركات أين يشكل القرار الاستثماري فيها القرار الأصعب والأهم لارتباطه بتحقيق أهداف الشركة من خلال تعظيم قيمتها وتعظيم ثروة المساهمين بما يحققه من تدفقات نقدية مستقبلية لذا تراعي الشركة عند اتخاذه جملة من المعايير والأسس العلمية التي تقوم على اعتماد إستراتيجية ملائمة للاستثمار مع مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة ولقد ركزت الدراسة على قرار الاستثمار الرأسمالي باعتباره واحد من أهم هذه القرارات الاستثمارية والذي يرتبط بالموجودات الثابتة أين يكون آثار هذه القرارات مرتبط بتدفقات نقدية على المدى الطويل وهو الأمر الذي يجعل الرجوع عن القرار أو تصويبه صعبا ومكلفا جدا، وعلى هذا تستخدم الشركة مجموعة من الأساليب للتقييم واختيار الاستثمار الرأسمالي المناسب الذي يسمح بتعظيم عوائدها حيث تقدم تبسيط للعلاقة بين التكاليف المترتبة عن الاستثمار والعوائد المترتبة عنه، هذه الأساليب للتقييم منها ما يأخذ بالقيمة الزمنية للنقود ومنها ما يهملها، حيث تشكل طريقة فترة الاسترداد الطريقة الأكثر استخداما وفق ما توصلت إليه الدراسات في هذا المجال.

أشارت الدراسة إلى أن هناك مجموعة عوامل تؤثر على القرار الاستثماري في الشركة بما فيها تكلفة التمويل التي تتحملها عند اختيارها للبديل الاستثماري حيث تتعدد مصادر التمويل التي قد تلجأ إليها الشركة لتغطية احتياجاتها من التمويل بين مصادر متفاوتة الأجل والنوع فكل مصدر بخصائصه وتكاليفه غير أن اختيارها في الغالب يقوم على جملة من المحددات تتعلق بطبيعة الاستثمار الممول وبحجم أرباحها وبحجم الشركة أيضا بالإضافة إلى عوامل أخرى يسبب تجمعها تعقيد عملية اتخاذ القرار التمويلي وهو ما دفع إلى البحث في هيكل التمويل الأمثل الذي تعتمده الشركة ويحقق لها التوازن فتناولت الدراسة مختلف النظريات التي وضعت والتي اختلفت بين مؤيد لوجود هذا الهيكل الأمثل وانه واحد لا يتغير وبين رافض للفكرة معتبرا أن لا وجود لهيكل أمثل وأن كل شركة وما يناسبها والأمر غير قابل للتعميم.

غير أن الأكيد في الأمر أن تقييم الاستثمار لتحديد قبوله ورفضه يتطلب على الأقل عائد يغطي تكلفة التمويل المستخدم في الشركة فبتغير مصدر التمويل تتغير التكلفة ومن ثم يتغير تقييم القرار بالقبول والرفض للمشروع الاستثماري نفسه، وعليه وتجنبا لهذا تعمد الشركات إلى احتجاز أرباحها وإعادة استثمارها ما يكفل لها تدنية تكاليف التمويل وبالتالي تحقيق عائد أكبر غير أن

الأمر المتعلق باستخدام الأرباح المدورة كمصدر تمويل متوقف على قرار وسياسة مالية أخرى تتمثل في سياسة توزيع الأرباح في الشركة خصوصا أن التغيير فيها قد يؤثر على قيمة أسهم الشركة ومن ثم على قيمة الشركة ككل.

وللتحليل والتفصيل أكثر يشرح الفصل الموالي من الدراسة فطبيعة هذا التداخل بين القرارات المالية في الشركة بالتركيز على توزيع الأرباح.

الفصل الثالث:

تحليل سياسة

توزيع الأرباح والقرار الاستثماري

في ظل جودة التقارير المالية

تمهيد:

"كلما نظرنا بعمق إلى صورة توزيع الأرباح كلما بدت كلغز بقطع لا تتناسب مع بعضها"[1]. لطالما شكل موضوع توزيع الأرباح واحدا من أكثر المواضيع تعرضا في الأدبيات الاقتصادية، هل يجب أن تعلن الشركة عن توزيع الأرباح للمساهمين أم أن عليها أن تحتجز كل أرباحها، وهل لهذا التوزيع أثر على قيمة أسهمها أم أن الأمر عارض فقط؟

لقد توالت الأبحاث والدراسات لتحديد آليات لهذا المفهوم أنتجت عديد النظريات التي لاقت صدى واسعا عن أهميتها، والتي تصدرتها المقاربة النظرية لمودلياني وميلر سنة 1958 واللذان أوجدا فيها حيادية للتوزيعات على قيمة الشركة معتبرين أن التدفقات النقدية عن الأنشطة التشغيلية هي فقط المؤثر على قيمة الشركة وهذا في ظل ظروف التأكد التام وما يحتويه من تماثل في المعلومات بين مسير الشركة والمستثمرين، لتعرف النظرية بعدها أراء مؤيدة وأخرى تعارض هذه الحيادية انطلاقا من فكرة اختلال فرضية وجود تماثل في المعلومات بين الطرفين.

ولقد جاء هذا الاهتمام بقرار توزيع الأرباح في الشركات كونه واحدا من أهم القرارات المالية في مجالات الاستثمار والتمويل، فقرار توزيع الأرباح قد يعكس مشكلة استثمارية وتمويلية إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة به على النقدية الخاصة بالعمليات التشغيلية، كما أن التغيير في سياسة توزيع الأرباح المتبعة قد يعطي إشارات لفئات المستثمرين الحاليين والمحتملين عن وضعية الشركة وأدائها الأمر الذي يختلف في تفسيره من وجهة نظر مستثمر لآخر، وهو ما يزيد من غموض هذا المفهوم وتأثيره على الشركة.

لهذا كله كان على الشركات تحديد أي سياسة يجب أن تتبع في توزيع أرباحها حتى تضمن استقرار أسعار أسهمها– حقوق مساهميها–من جهة وعدم تفويت الفرص الاستثمارية المربحة من خلال الاحتفاظ بمصدر تمويل ذاتي منخفض التكاليف يسهم في خلق استثمارات، وفرص نمو وتوسع جديدة.

ولأن الفرص الاستثمارية لا تأتي بوتيرة ثابتة على مدى عمر الشركة فإن ضمان ثبات في سياسة التوزيع يعد أمرا صعبا إلا إذا تمكنت الشركة من الحصول على التمويل الخارجي وبتكاليف

[1]Fisher Black, **Dividends Puzzle**, the Journal of Portfolio Management, issue 2,vol 2,1976, P 05.

مناسبة لذا فإن البحث عن تخفيض تكاليف التمويل من خلال خفض فجوة عدم الثقة بين الشركة والمستثمرين وهو ما قد تحققه تعزيز مفهوم جودة التقارير المالية من خلال خلق تماثل في المعلومات بين الطرفين

ولمحاولة الإجابة والتحليل النظري لهذه العلاقة فقد تم تقسيم هذا الجزء من الدراسة إلى ثلاثة مباحث رئيسية:

المبحث الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح والعوامل المؤثرة فيها

المبحث الثاني:المقاربات النظرية المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

المبحث الثالث: أثر توزيع الأرباح على القرار الاستثماري في ظل جودة التقارير المالية

المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح والعوامل المؤثرة فيها

يعد تعظيم قيمة الشركة الهدف الاستراتيجي الذي تسعى إدارة الشركة إلى تحقيقه، أين يكون تعظيم الأرباح جزء من هذه الإستراتيجية لتعظيم القيمة، ففي نهاية كل سنة مالية قد تحقق الشركة ربحا من أنشطتها، وتكون أمام خيار بتوزيعه على مستحقيه أو احتجازه أو إعادة استثماره في مشاريع قد تعود على الشركة بعوائد أكبر، غير أن اتخاذ مثل هذا القرار يجب أن يندرج ضمن سياستها في التوزيع على اعتبار أن التغيير في هذه السياسة لابد أن يكون مدروسا حتى لا يؤثر على باقي قراراتها المالية كما يجب أن يُتخذ بطريقة يراعى فيها حقوق المساهمين.

المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

عادة ما يشكل العنصر الأسفل في قائمة الدخل أو حسابات النتائج –الربح – محط أنظار مختلف المهتمين بالشركة، خصوصا مساهميها لما يمثله من مصدر لدخلهم أو مصدرًا للنمو والتوسع وبالتالي زيادة عوائدهم على المدى الطويل. تختلف توجهات الإدارة في معالجة هذا الربح المحقق من شركة لأخرى فيما تفضل شركة توزيعه قد تقوم أخرى باحتجازه لأن هذا الأمر في الغالب يخضع لسياسة محددة والتي تتكاثف عوامل كثيرة في خلقها كالرغبة في التوسع أو حجم السيولة المتوفرة.

وقبل عرض لمفهوم سياسة توزيع الأرباح والعوامل المؤثرة فيها كان لابد من تقديم تعريف لمفهوم الربح.

الفرع الأول:مفهوم الربح

يعبر مفهوم الربح عن معاني مختلفة تختلف حسب توجهات صاحب الرأي، فالاقتصادي مثلا يرى أن الربح هو ما تحققه المؤسسة من إيرادات مطروحا منه مختلف التكاليف الصريحة منها والضمنية، في حين أن الجانب المحاسبي يقتصر في مفهومه للربح على طرح التكاليف الصريحة فقط.

إن كافة حسابات الأرباح المعلنة تعتمد على التعريف المحاسبي لمصطلح الربح.[1]

[1] جورج فهمي رزق، **الاقتصاد التطبيقي في إدارة الأعمال**، المكتبة الأكاديمية، مصر، 1998، ص 10.

يتضمن الربح بمفهومه كل من الإيرادات والمكاسب والنفقات، فيتحقق الإيراد في سياق النشاطات العادية للمشروع في حين تمثل المكاسب بنود أخرى تحقق تعريف الإيراد وقد تنشأ أو لا تنشأ في سياق النشاطات العادية للمشروع، وتمثل المكاسب زيادة في المنافع الاقتصادية.[1]

فالربح إذا هو الفرق بين الإيرادات التي يحققها المشروع وبين نفقاته خلال سنة مالية والذي يتم تحديده انطلاقا من أحد القائمتين قائمة الدخل أو قائمة المركز المالي.

الفرع الثاني:تعريف سياسة توزيع الأرباح

تشير سياسة توزيع الأرباح إلى "سياسة الدفع التي تتبعها الشركات في تحديد حجم ونمط توزيع النقد إلى حملة الأسهم بمرور الوقت، إذ أن مجلس الإدارة وبمساهمة من الإدارة العليا يضع سياسة التوزيعات الخاصة بالشركة" [2]

ما تمثل سياسة توزيع الأرباح النمط الزمني لتوزيع الأرباح على المساهمين هل تدفع النقد حالا كأرباح أو أن تستثمر وتدفع في وقت لاحق[3]. قد يكون المقسوم المدفوع في شكل نقد أو أسهم أو أي نوع من ملكية الشركة.

تعرف سياسة توزيع الأرباح أيضا على أنها "اتخاذ قرار بتوزيع الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها في الشركة، حيث تتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية والتي ينتج عنها تعظيم قيمة أسهم الشركة."[4]

يشكل توزيع الأرباح نوعا من القرارات التمويلية التي تؤثر على حجم الأرباح التي توزعها الشركة على المساهمين مقابل حجم الأرباح الذي تحتجزه وتعيد استثماره.[5]

---

[1]أحمد حلمي جمعة، **معايير التقارير المالية الدولية**، مرجع سابق، ص 115.

[2]بشرى فاضل الطائي، حافظ طه علي العاني، **تأثير سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية**، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 24، العدد 104،2018،ص477.

[3]Stephen Ross, RandophWerterfield, Bradford Jordan, **Fundamentals of Corporate Finance**,9th Edition,McGraw Hill,USA,2010,P 550.

[4]هيثم محمد عقل، **نظام التكاليف على أساس الأنشطة الموجهة بالوقت وأثره على سياسة توزيع الأرباح لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في البورصة**، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة غزة، فلسطين، 2013، ص 63.

[5]Baker Kent, **Dividends and Dividend Policy**, John Wiley and Sons, USA, 2009, P 03.

ومما سبق يتضح أن سياسة توزيع الأرباح يقصد بها اتخاذ قرار توزيع الأرباح المحققة ماضيا أو مستقبلا في شكل أصول حقيقية بين مساهمي الشركة بما يتناسب مع ملكيتهم ويندرج ضمن التعريف ثلاثة عناصر أساسية:

- أن التوزيع يكون فقط من الأرباح المحققة وليس من أي مصدر آخر؛
- يكون التوزيع على شكل أصول حقيقية؛
- أن قيمة التوزيع تتناسب مع ملكية كل مساهم في الشركة[1].

وبالتالي يتم في هذه السياسة المفاضلة بين عنصري الربح الموزع والأرباح المحتجزة حيث:

- الأرباح الموزعة تشير إلى التدفق النقدي الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم في أسهم الشركة التي يحملونها، إذ تمثل هذه الأرباح الموزعة دخلا جاريا يتوقعونه لتغطية احتياجاتهم من سلع وخدمات.[2]
- الأرباح المحتجزة تمثل الأرباح التي تحتفظ فيها الشركة والتي تعود ملكيتها إلى المساهمين، وتتضمن كل من الأرباح المدورة والاحتياطات الاختيارية والإلزامية وتعتبر هذه الأرباح موردا ماليا ذاتيا للشركة عديم المخاطر، ولا تتولد عنه التزامات على الشركة كدفع فوائد عليه كالديون[3]. فالأكيد أن قرار المفاضلة بين هذه العناصر لا يكون عارضا وإنما يخضع لعدة عوامل متعلقة ببيئة الشركة الداخلية وبيئتها الخارجية.

وتجدر الإشارة إلى أن اتخاذ قرار بتوزيع الأرباح يتعلق بتحديد نقاط أساسية تلخص فيما يلي[4]:

- نسبة الأرباح الواجب توزيعها على المساهمين؛
- نمط التوزيع فهل يكون التوزيع في شكل نقدي أو في شكل ملكية؛
- درجة استقرار التوزيعات من سنة لأخرى فهل تكون التوزيعات ثابتة ومستقرة أو غير ذلك.

---

[1] George Frunkfurter, Bob Wood, James Wansley, **Dividend Policy Theory and Practice**,Academic Press, USA, 2003, P03.

[2] محمد أيمن عزت الميداني، **مرجع سابق**، ص678.

[3] مفيد الظاهر، **سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم السوقي–دراسة تطبيقية على عينة من البنوك التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي**، مجلة جامعة بيت لحم، العدد 22 ، 2003، ص 40.

[4] عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، **مرجع سابق**، ص 375.

وعلى العموم فإن الفئات التي تتأثر وتؤثر في عملية توزيع الأرباح هي[1] :

- **الفئة الأولى:** وتمثل هذه الفئة الإدارة العليا التي تهدف انطلاقا من هذه السياسة إلى احتجاز الأرباح لاستخدامها كمصدر مستقبلي متاح لتمويل الفرص الاستثمارية.
- **الفئة الثانية:** تمثل الفئة الثانية فئة المساهمين والتي تتضمن بدورها فئتين هما:

- **صغار المساهمين:** وهم الذين تمثل توزيعات الأرباح لهم عوائد تستخدم كدخل جاري لقضاء حاجياتهم؛
- **كبار المساهمين:** نجد أن رغبتهم بتوزيع الأرباح تختلف بناء على معدل العائد من الاستثمار، فإذا كان معدل العائد على الاستثمار في الشركة أكبر من معدل العائد على الاستثمار في السوق ففي هذه الحالة يفضلون حجز الأرباح، أما إذا كان معدل العائد على الاستثمار في الشركة أقل منه في السوق فيفضلون التوزيعات.

المطلب الثاني:العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

عند تخطيط إدارة الشركة لسياسة توزيع الأرباح أي عند العمل على تحديد مستوى التوزيعات الحالية أو التوزيعات المستقبلية للشركة عليها الأخذ بمجموعة من العوامل في الاعتبار والتي تتوزع بين عوامل داخلية ترتبط بخصائصها وأخرى خارجية ترتبط بالمساهمين والبيئة الاقتصادية إجمالا.[2]

الفرع الأول: المتغيرات ذات الطابع القانوني

تختلف القواعد القانونية التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح المتبعة في الشركة اختلافا مكانيا وزمنيا إذ تختلف من دولة لأخرى ومن فترة لأخرى،ومن أهم هذه القواعد القانونية التي قد تؤثر سياسة توزيع الأرباح ما يأتي:

[1] درید کامل آل شبیب، **إدارة مالية الشركات المتقدمة**، مرجع سابق، ص ص 151-152.

[2] عبد الغفار حنفي، **الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات**، الدار الجامعية للنشر والطباعة، مصر،2006، ص 238.

أولا: قاعدة صافي الربح

وتنص قاعدة صافي الربح على أنه يمكن دفع أرباح الأسهم من تلك المحققة في الفترة الحالية أو من السنوات المالية السابقة والمتمثلة في عنصر الترحيل من جديد في قائمة المركز المالي.

وهو ما يشير إلى أن لا تتجاوز التوزيعات عنصر الأرباح المحتجزة المتمثلة في الأرباح المرحلة في المركز المالي فهذا القيد القانوني من القيود التي صممت لحماية الدائنين.[1]

ثانيا: قاعدة اضعاف رأس المال:

ويعني هذا القيد القانوني منع منح توزيعات الأرباح على شكل مدفوعات من رأس المال حماية لفئة الدائنين فبدون هذا القيد يمكن للشركة أن تقوم بتوزيع معظم أصولها على المساهمين متجاوزة بذلك حقوق الدائنين الآخرين.

ثالثا: قاعدة الاعسار المالي

وتنص هذه القاعدة على أنه لا يمكن للشركات دفع توزيعات للأرباح وهي معسرة أين يفوق مجموع التزاماتها مجموع موجوداتها، فعملية التوزيع في هذه الظروف تعني تقديم أموال للمساهمين هي ملك للدائنين في الشركة.[2]

الفرع الثاني: المتغيرات ذات الطابع التعاقدي

ويعني هذا وجود قيود تعاقدية على الشركة تحدد سياستها في التوزيع، قد تكون القيود عامة يفرضها القانون على جميع الشركات أو قيود يفرضها الدائنون وحملة الأسهم[3].

أولا: قيود الدائنين

فقد تتضمن الاتفاقات والعقود المبرمة بين الشركة والدائنين أو بينها وبين أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط التي تحد من حرية تصرف الشركة في الأرباح المحققة حماية للدائنين أو لأصحاب الأسهم الممتازة، حيث قد يشترط الدائنون أن لا يتم إجراء أي توزيعات نقدية لأصحاب

---

[1]Eugene Brigham, Michael Ehrhardet,**Financial Management Theory and Practice**, **Op Cit**, P631.

[2]OmerhodzicSead, **Identification and Evaluation of Factors of Dividend Policy**, Economic Analysis, Vol 47, No 1-2, 2014, P 46.

[3]فايز سليم حداد، **الإدارة المالية**، الطبعة الثالثة، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص 266.

الأسهم العادية إلا بعد أن يتم الوفاء بالشروط المتفق عليها والتي قد تحوي مثلا الحفاظ على مستوى ملائم من رأس المال العامل[1]، كما قد تحوي بنود العقد مع الدائنين أيضا شرط أن يتم توزيع الأرباح التي تم تحقيقها بعد إمضاء العقد فقط ولا يمكن دفعها من الأرباح السابقة المحتفظ بها، كما قد تتضمن الشروط مثلا الحفاظ على مستوى معين من مؤشرات السيولة المحسوبة.

ثانيا: القيود القانونية

يمثل وجود استقرار في توزيعات الأرباح ميزة من وجهة النظر القانونية فعند السماح أحيانا لبعض المؤسسات الاستثمارية بالاستثمار بشراء أسهم الشركات فغالبا ما تقوم الجهات الحكومية بتجهيز قوائم بأسماء الشركات التي يمكن أن تقوم مؤسسات مالية معينة مثل هيئات التأمين أو الهيئات الادخارية بالاستثمار فيها، فحتى تكون الشركة مؤهلة للانضمام لمثل هذه القوائم عليها أن تملك نمطا مستقرا للتوزيعات فأي تغيير في سياستها التوزيعية من الممكن أن يزيلها من القائمة.

الفرع الثالث: المتغيرات ذات الطابع الاقتصادي

تشكل المتغيرات ذات الطابع الاقتصادي واحدا من أهم العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح في الشركات حيث تتضمن جملة هذه المتغيرات:

أولا: ربحية أو عائد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة

تحدد قيمة التوزيعات بناء على قيمة الأرباح المتاحة للشركة والناتجة عن العمليات التشغيلية ولأنه غالبا ما تقوم الشركات التي تتاح لها فرص استثمارية عالية العائد بتوجيه استخدام أرباحها نحو تمويل هذه الفرص الاستثمارية في شكل تمويل ذاتي أو داخلي بدلا من اللّجوء إلى التمويل الخارجي عن طريق إصدار الأسهم أو السندات وهو ما قد يناسب تفضيل بعض الملاك للأرباح أو المكاسب الرأسمالية بدل الربح الموزع الآني،[2] فإن هذا ما يضع الشركة في موقف لاتخاذ قرار يخص إما توزيع الأرباح والبحث عن مصدر أخر لتمويل فرصها الاستثمارية أو الامتناع عن التوزيع وتوجيه الأرباح لتمويل هذه الفرص الاستثمارية.

إن لجوء الشركات إلى حجز أرباحها لتمويل عمليات التوسع يعفيها من البحث عن التمويل الخارجي الذي يتضمن تحمل تكاليف معاملات مالية والمتعلقة أساسا بتكاليف إصدار وبيع الأسهم

---

[1] عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرار، **مرجع سابق**، ص 241.

[2] **المرجع نفسه**، نفس الصفحة

أو بالاقتراض وفوائده وآجال الاستحقاق[1]، غير أن الامتناع عن التوزيع قد يؤثر سلبا على قيمة الشركة.

ثانيا: الضرائب على المبالغة في احتجاز الأرباح

يمكن للشركات أن لا تجري أي عملية توزيعات نقدية وتحتجز الأرباح شريطة أن تعيد استثمارها وأن لا تقتصر عملية الاحتجاز في شكل نقدي أو بدائل للنقدية (أسهم، وسندات، وأذونات الخزينة).[2]غير أن تراكم الأرباح المحجوزة لدى الشركة وتجاوزها لسقف معين قد يحملها تكاليف إضافية معينة، فقد تلجأ بعض الأنظمة لفرض ضرائب عليها نتيجة المبالغة في الاحتجاز باعتبار أن الأمر يأخذ منحى تهرب ضريبي على التوزيعات[3]. حيث أن قيمة التوزيعات التي تمنح للمساهمين تعد بمثابة وعاء ضريبي على الدخل يتعلق بعوائد رؤوس الأموال المنقولة.

ثالثا:وضع السيولة

تعد السيولة في الشركة عاملا رئيسيا عند اتخاذ قرار توزيع الأرباح، حيث أن الحكم على مدى قدرة الشركة في إجراء توزيعات نقدية للمساهمين لا يتوقف على مجرد تحقيق الشركة للأرباح،إذ من الممكن أن تكون الشركة ذات ربحية عالية واحتياطات عالية غير أنها لا تملك السيولة اللاّزمة لتوزيع الأرباح النقدية خاصة إذا كانت تعتمد على البيع الآجل أو يتم استخدام السيولة في سداد القروض، ففي هذه الوضعية يصبح قرار توزيع أرباح غير صائب.[4]

ويشير كينز أن هناك ثلاث دوافع للاحتفاظ بالسيولة تتمثل في:[5]

1- **دافع العمليات:** ويشير هذا الدافع إلى وجود نقدية كافية لتسديد الالتزامات الناشئة عن عمليات الشركة، ويتوقف حجم النقدية هذا على حجم الشركة ومدى استقرار تدفقاتها.

---

[1]آمنة مهنا السنيدي، **توزيع الأرباح في شركات المساهمة**، دار الكتاب الجامعي للنشر والتوزيع، الرياض، 2017، ص 144.

[2]عبد الغفار حنفي، **الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات**، مرجع سابق،ص 240.

[3]منير إبراهيم هندي، **مرجع سابق**، ص 348.

[4]هاشم حسن حسين،**العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة**،مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 17، 2008، ص 219.

[5]آمنة مهنا السنيدي، **مرجع سابق**، ص 146.

2- **دافع الاحتياط:** إذ يجب الاحتفاظ بحجم من النقدية لمواجهة التدفق النقدي غير المتوقع ويتوقف حجمها على مقدار دقة عملية التنبؤ بالتدفقات المستقبلية.

3- **دافع المضاربة:** حيث أن الاحتفاظ بالنقد يمَكن الشركة من اغتنام فرص الربح الممكنة إذا ما حدثت في وقت مفاجئ.

وبذلك فإن عدم توفر السيولة الكافية لدى الشركة يلغي إمكانية توزيع الأرباح فمن غير الممكن أن تتوجه الشركات لتوزيع الأرباح بالاعتماد على الاقتراض.

رابعا:استقرار أرباح الشركة

إن مدى استقرار أرباح الشركة يؤثر على سياستها في توزيع الأرباح، فمعظم الشركات تميل إلى إتباع سياسة توزيع مستقرة وتحاول تجنب التغيير المفاجئ فيها والذي ينتج عن التقلبات المسجلة في أرباحها من سنة مالية إلى أخرى، لذا فقد تقرر إدارة الشركة حجز نسبة عالية من الأرباح المحققة في سنوات الرخاء واستخدامها في سنوات لاحقة قد تكون فيها الأرباح المحققة ضئيلة جدا مقارنة بالسنوات السابقة، وهي بذلك تتمكن من تجنب التغييرات غير المرغوبة في توزيعاتها للمساهمين.[1] وقد يكون الاستقرار في التوزيعات إما باستقرار نسبة الأرباح الموزعة أو استقرار في قيمة نصيب السهم من توزيعات.

خامسا: قدرة الشركة على الاقتراض

لا يعتبر موقف السيولة الجيد هو السبيل الوحيد لحماية الشركة من المخاطر الناتجة عن عدم التأكد، فقدرة الشركة على الاقتراض يعد طريقا أيضا لذلك وقد تتمثل هذه القدرة في وجود حساب مفتوح للشركة في إحدى المؤسسات المالية أو حتى في قدرتها على طرح سندات في الأسواق المالية للحصول على التمويل اللازم لتمويل استثماراتها وهو ما يسمح لها بزيادة قدرتها على تسديد التوزيعات من خلال الأرباح المحققة،[2]غير أن غياب مثل هذه المرونة المالية سيؤثر حتما على سياسة التوزيع فيها.

[1]أيمن محمد عزت الميداني،**مرجع سابق**، ص 69.

[2]خيري علي الجزيري، **الإدارة المالية 2**، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر، 1993، ص 219.

سادسا:هيكلة الملكية

قد تؤثر بنية وهيكلة الملكية للشركة على سياسة توزيع الأرباح المتبعة، ففي الشركات الصغيرة التي يكون فيها المالك هو نفسه المسير للشركة تكون التوزيعات منخفضة أو منعدمة، في حين أن الشركات العامة المدرجة فتميل إلى دفع توزيعات بنسب كبيرة من أرباحها مقارنة بالشركات الصغيرة، ففي هذه الأخيرة تفضيلات مجموعة صغيرة متماسكة من المالكين تمارس تأثيرا مباشرا على سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها، وما يؤكد على هذا الطرح أن الشركات الخاصة عندما تتحول إلى شركات عامة فإنها ترفع من نسب توزيعاتها للأرباح.[1]

سابعا:عمر الشركة

تتأثر سياسة توزيع الأرباح التي تتبناها الشركة بعمر وجودها، فالشركة الحديثة النشأة عادة ما تكون بحاجة إلى أموال كثيرة لتمويل نموها وهي تواجه صعوبات في الحصول على هذا التمويل من السوق لهذا نجد أن الشركات الناشئة تميل إلى إتباع سياسة توزيع أرباح تتلخص في احتجاز القدر الأكبر من الأرباح المحققة لإعادة استثمارها، وعلى العكس من ذلك نجد أن الشركات المتمرسة فقد تقوم بتوزيع نسبة أكبر من الأرباح نظرا لمكانتها في السوق والتي تسمح لها بالحصول على التمويل اللاّزم لمختلف أنشطتها[2].

ثامنا:الهيكل المالي للشركة

قد ترغب إدارة الشركة في تحقيق أو استعادة الهيكل المالي المتوازن الذي كانت عليه سابقا،فترى أن عنصر الربح المحقق هو الحل لذلك،[3] فقد تقوم بحجز أرباحها مما يسمح بتراكم الاحتياطات وبالتالي الرفع من قيمة حقوق الملكية في الشركة إلى أن تصل إلى الهيكل المالي المناسب لنسبة ديونها.

---

[1]JimMcMenamin, **Financial Management: an Introduction**, Routledge Edition, UK, 2002, PP 556-557.

[2]هاشم حسن حسين، **مرجع سابق**، ص 219.

[3]JimMcMenamin, **Op Cit**, P 556.

الفرع الرابع: متغيرات أخرى متعلقة بالمساهمين

عند تحديد سياسة توزيع الأرباح على الشركة أن تضع في الحسبان طبيعة تأثيرها على المساهمين أي أن تتبع سياسة توزيع يكون انعكاسها ايجابيا على ثرواتهم.

أولا: الضرائب الشخصية على دخل المساهم

يخضع المساهمون لضريبة شخصية على الدخل الذي يتم تحصيله في شكل توزيعات من الأرباح أو على الأرباح الرأسمالية والناجمة عن بيع الأصول المحتفظ بها لفترة من الزمن، حيث نجد أن الضريبة على الأرباح الرأسمالية عادة ما تكون أقل من تلك المفروضة على التوزيعات، الأمر الذي يجعل الملاك يفضلون أن تقوم الشركة بإعادة استثمار أرباحها وبالتالي تدنية التوزيعات إلى أقل مستوى ممكن حتى يتم خفض الضرائب التي يدفعونها.[1] وعليه فنسبة الضرائب التي يخضع لها المساهمون تؤثر على درجة تفضيلهم للتوزيع ومن ثم على السياسة التي تتبعها الشركة.

ثانيا:الفرص الاستثمارية المتاحة للمساهمين

ويعني هذا أن لا تقوم الشركة باحتجاز الأرباح لإعادة استثمارها في مشروعات أو في فرص استثمارية تكون عوائدها أقل من تلك العوائد التي من الممكن أن يتحصل عليها المساهمون من استثمارات خارجية وبمخاطر متساوية، فإذا تبين للشركة أن للمساهم فرص استثمارية أفضل فعليها توزيع النسبة العالية من الأرباح وإن تبين العكس فعليها توزيع نسب متدنية من الأرباح مراعية بذلك مصلحة المساهمين.[2]

بعد عرض وتقديم مختلف العوامل التي يمكن أن تؤثر على سياسة توزيع الأرباح المتبعة في الشركات سنحاول فيما يلي عرض أشكال وإجراءات التوزيع للأرباح.

المطلب الثالث: أشكال توزيعات الأرباح وإجراءاتها

يعتبر قرار توزيع الأرباح من صلاحيات مجلس الإدارة في الشركة فهو المخول الوحيد باتخاذ قرار فيما يخص الأرباح المحققة في الشركة بناءً على توجهات الشركة وأهدافها وبالنظر إلى رغبات المستثمرين المختلفة بشأن الأرباح، حيث يتضمن هذا القرار تحديد شكل التوزيع ونسبته.

الفرع الأول:أشكال توزيع الأرباح

[1] عبد الغفار حنفي، **الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات**، مرجع سابق، ص 239.

[2] عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، **مرجع سابق**، ص 399.

يأخذ توزيع الأرباح أشكالا مختلفة، حيث تقوم الشركة باختيار الشكل المناسب تبعًا لظروفها وأهدافها المسطرة، حيث أن لكل شكل من التوزيعات تأثير معين على الشركة، فيمكن أنتكون توزيعات الأرباح على شكلين توزيعات نقدية أو في شكل توزيعات للملكية.

وفيما يأتي عرض تفصيلي لمفهوم كل شكل من التوزيعات مع تأثيرها على الشركة.

أولا: التوزيعات النقدية

تقوم شركات المساهمة بتوزيع الأرباح على المساهمين غالبا في شكل نقد، وينشأ حق المساهم في أرباح الشركة بعد صدور قرار الهيئة العامة للمساهمين بتوزيعها، فعندما يعلَن عن التوزيعات فهذا الإعلان يعني أنه على كل حملة الأسهم العادية في تاريخ محدد في المستقبل – تاريخ القيد بالسجلات – التقدم للحصول على مبلغ التوزيعات عن كل سهم يمتلكونه.

ثانيا:توزيع الملكية

وتكون هذه التوزيعات في صيغة أصول أخرى بخلاف النقدية فعند الإعلان عن التوزيعات العينية يجب إعادة تقييم الأصول العينية بالقيمة السوقية في تاريخ الإعلان والاعتراف بالمكاسب والخسائر الناتجة عن ذلك، غير أنه وبسبب الصعوبة في تجزئة الوحدات العينية، تكون توزيعات الملكية بصورة أوراق مالية لشركات أخرى تقتنيها الشركة القائمة بالتوزيع على شكل استثمارات.[1]

والجدير بالذكر أن هذا النوع من التوزيعات يفرز انعكاسات على ثلاثة مستويات هي[2]: على المستوى المحاسبي، وعلى مستوى حملة الأسهم،وعلى مستوى الشركة ذاتها حيث يمكن تفصيل هذه الانعكاسات كما يلي:

- **على المستوى المحاسبي:**

إن توزيعات الأسهم تعد بمثابة عملية لتحويل النقد ما بين الحسابات المكونة لحقوق حملة الأسهم بدلا من استخدام هذه الأموال مباشرة في عملية التوزيع.

- **على مستوى حملة الأسهم:**

إن المساهم الذي يحصل على توزيعات الأرباح في شكل أسهم لم يستلم أي شيء من القيمة، حيث أن قيمة ما لديه من أسهم لم يتغير وهو الأمر نفسه بالنسبة لملكيته في الشركة.

---

[1] بشرى فاضل الطائي، حافظ طه علي العاني، **مرجع سابق**، ص 497.

[2] عدنان تايه النعيمي ، أرشد فؤاد، **مرجع سابق**، ص ص 404-407.

- **على مستوى الشركة:**

إن توزيعات الأسهم تعد بالنسبة للشركة الأكثر تكلفة مقارنة مع التوزيعات النقدية، غير أن هناك مزايا تخفف من هذه التكلفة والمتمثلة في منح عوائد المساهمين دون استخدام للنقد.

إن عملية التوزيع على شكل ملكية يمكن أن تتم وفق الأشكال التالية:

1-تجزئة السهم:Stock Split

يقصد بتجزئة السهم تقسيم الأسهم العادية للشركة إلى عدد أكبر وهو ما يضاعف من عدد الأسهم المكونة لرأس المال، ويلاحظ أن تأثير تجزئة السهم على القوائم المالية محدود وينحصر فقط في القيمة الاسمية للسهم وعدد الأسهم المتداولة، فمن الناحية النظرية عملية تجزئة السهم تماثل عملية توزيع أسهم مجانية من حيث أن كلاهما لا يؤثر على القيمة السوقية للشركة.[1]فالغرض من تجزئة السهم هو زيادة القابلية التسويقية للسهم عن طريق تخفيض القيمة السوقية له.

تعد تجزئة السهم بالقيمة لا شيء من ناحية نظر المساهمين حيث أنهم يستلمون شهادات إضافية ولكن ملكيتهم في الشركة لن تتغير.

2-عكس تجزئة السهم:Reverse Split

وتعني عملية عكس تجزئة السهم تخفيض عدد أسهم الشركة وزيادة سعر السهم، قد تستخدم إدارة الشركة عكس تجزئة السهم لتحسين القدرة التسويقية لأسهمها فأحيانا وبطريقة غير طبيعية قد تؤثر أسعار الأسهم المنخفضة سلبا في قدرة الشركة على تسويق أسهمها لأن المستثمرين قد ينظرون إلى السعر المنخفض جدا للأوراق المالية على أنها مضاربة.

فباستخدام عكس تجزئة السهم فإن الإدارة قد تتمكن من التأثير على صورة أسهمها وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين، كما قد تلجأ الشركة إلى هذه الطريقة عند رغبتها في زيادة ربحية السهم الواحد(EPS) وذلك بخفض عدد أسهمها.[2]

---

[1]عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، **مرجع سابق**، ص 202.

[2]Baker Kent, Gary Powell, **Understanding Financial Management: A Practical Guide**, Wiley-Blackwell, 2009, P449.

إن المعالجة المحاسبية في عكس تجزئة السهم تقتصر على خفض عدد الأسهم والرفع من القيمة الاسمية للأسهم العادية وبشكل تناسبي مع عدم وجود أي تغييرات في قيمة الأموال الخاصة في قائمة المركز المالي.

3-الأسهم المجانية Stock Dividend

يعتبر توزيع الأسهم المجانية عبارة عن دفع أسهم إضافية إلى المساهمين عوض منحهم توزيعات نقدية تتناسب مع ما يمتلكونه من أسهم في الشركة.[1] إذ أن الأثر المحاسبي لتوزيع الأسهم المجانية ينص على رسملة جزء من الأرباح المحتجزة وجعلها غير قابلة للتوزيع، (إعادة تصنيف مبالغ من رأس المال المكتتب إلى رأس المال المدفوع)، لذلك يرى البعض أن الأسهم المجانية لا تعتبر في حقيقتها توزيعًا للربح، وأن استخدامها على نطاق واسع يؤدي إلى تخفيض قيمة أسهم الشركة في سوق الأوراق المالية، وهو الأمر الذي يجعل إصدار الأسهم المجانية عبارة عن نوع من تجزئة للأسهم.

إن الاختلاف الوحيد بين إصدار أسهم مجانية وتجزئة السهم ينحصر في أن رأس المال القانوني يرتفع في حالة الأسهم المجانية بينما يظل على حاله في حالة تجزئة السهم.[2]

تلجأ الشركات إلى هذا النوع من التوزيعات في الحالات التالية:

- نقص السيولة في الشركات ورغبتها في تجنب الأثر السلبي لخفض التوزيع النقدي أو انعدامه؛
- رغبة الشركة في زيادة رأس المال دون مطالبة المساهمين بمساهمات جديدة؛
- الرغبة في رسملة الأرباح المحتجزة نظرا لكبر وضخامة مبلغها.[3]

وعادة ما يتم التعبير عن هذا التوزيع بنسب مئوية.

4-إعادة شراء الأسهم:Stock Repurchase

ويقصد بعملية إعادة شراء الأسهم، قيام الشركة بإعادة شراء جزء من الأسهم التي أصدرتها والتي تكون في الغالب طريقة لتصريف الفائض من النقدية بدلا من دفعها للمساهمين على شكل

---

[1] منير ابراهيم الهندي، **الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر**، مرجع سابق، ص722.

[2] أسعد غني جهاد، **الإفصاح عن الأرباح المحتجزة في قرارات مستخدمي المعلومات المحاسبية**، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 17، العدد 4، 2015، ص 183.

[3] بشرى فاضل الطائي، حافظ طه علي العاني، **مرجع سابق**، ص497.

توزيعات نقدية،ومثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بأسهم الخزينةtreasury stock [1]، وهي عبارة عن أسهم سبق إصدارها ثم أعيد شراؤها بأحد الأساليب التالية:[2]

أ-الأسلوب الأول:

تقوم الشركة بشراء الأسهم عن طريق عمليات السوق المفتوح **(open market)** وقد تتولد عن هذه الطريقة ضغوط على سعر السهم إذا ما تجاوز عدد الأسهم المراد شراؤها أعداده المتداولة في السوق، غير أن الشركة في هذه الحالة لا تُظهر نفسها كمشتري،إذ أن البائع لا يعلم أن العملية تخص إعادة شراء الشركة لأسهمها أو هو بيع عادي للأسهم.[3]

ب-الأسلوب الثاني:

تلجأ فيه الشركات إلى تقديم عروض تسمى بعروض المناقصات **Tenderoffer**يتم فيها تحديد عدد الأسهم المراد شراؤها بالإضافة إلى سعر السهم الواحد والذي يجب أن يتجاوز على الأقل السعر السائد في السوق وذلك لجذب البائعين.

ج-الأسلوب الثالث:

تستخدم الشركة أحيانا أسلوب التفاوض وهذا في حالة إعادة الشراء للأسهم بأعداد كبيرة من مساهم واحد أو أكثر من حملة الأسهم على أن يكون سعر إعادة الشراء للأسهم عادلاً بحيث يأخذ بعين الاعتبار مصلحة وفرص حملة الأسهم.

تسمح القوانين للشركات بإعادة شراء الأسهم الخاصة بها في بعض الأسواق المالية بشروط محددة وفي الحالات التالية:

- في حالة تخفيض رأس المال للشركة؛
- إذا كان الشراء بقصد التوزيع على العاملين بالشركة سواء كنصيب في الأرباح أو لزيادة نسبة مشاركاتهم؛

[1] عبد الغفار حنفي، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، مرجع سابق، ص204.

[2] عدنان تايه التميمي، أرشد فؤاد التميمي، **مرجع سابق**، ص 497.

[3] Stephen Ross et al, **Op Cit**,P 558.

- لا يجوز أن تحتفظ الشركة بما تحصل عليه من أسهمها لأكثر من سنة مالية، إذ يجب أن تتصرف في هذه الأسهم إما عن طريق توزيعها أو أن يتم تخفيض رأس المال خلال تلك السنة التي تمت فيها عملية الشراء.

تجدر الإشارة إلى أن عملية إعادة الشراء ترتبط بجملة من الإيجابيات والسلبيات على الشركة والتي نأتي على ذكرها فيما يأتي:

- **مزايا إعادة شراء الأسهم:**

إن عملية إعادة شراء الأسهم تسمح للشركة بالاستفادة من جملة من المزايا التي ترافق هذه العملية:[1]

- الإعلان عن إعادة الشراء عادة ما ينظر إليه على أنه إشارة موجبة من وجهة نظر المستثمرين،لأن إعادة الشراء عادة تتم عندما تكون الإدارة على ثقة أن أسهم الشركة مقومة بأقل من قيمتها الحقيقة، وبالتالي يتجه سلوك حملة الأسهم إلى زيادة الطلب على هذه الأسهم، مما يزيد من قيمتها السوقية وبالتالي تعظيم القيمة السوقية لثروة المساهمين؛
- يسمح هذا الشكل من التوزيع للمساهمين بالاختيار، فيمكنهم القيام بالبيع أو الامتناع عنه فالمساهمون الذين يحتاجون للنقد يمكنهم بيع أسهمهم للحصول عليه، بينما المساهمون الذين لا يبحثون عن نقد إضافي يمكنهم الاحتفاظ بالأسهم والامتناع عن بيعها؛
- تسمح إعادة الشراء بإحداث تغيير هام في هيكل رأس المال، وبالتالي فهو يساعد الإدارة على الوصول إلى هيكل رأس المال المستهدف، ففي حالة رغبة الشركة على زيادة الدين في هيكل رأس المال دون الرغبة في زيادة حجمه مثلا، فإن الشركة تقوم بإعادة شراء جزء من أسهمها؛
- إن عملية إعادة شراء الأسهم تجنب الشركات تذبذب توزيعاتها النقدية،حيث أن التوزيعات على المدى القصير تكون شبه ثابتة لأن الشركة تتردد في رفع توزيعاتها النقدية في حال عدم وجود ضمان كافي لديها للاحتفاظ بنفس نسبة الزيادة مستقبلا، وذلك لتجنب التوقف عن التوزيع. فإذا ما سجلت الشركة فائضا في تدفقاتها فهي تفضل القيام بالتوزيع على

[1]Eugene Brigham,Michael Ehrhardt, **Op Cit**, P 630.

شكل إعادة الشراء ليكون معلنًا أن الرفع في التوزيع النقدي لن يكون ممكنا الاحتفاظ به مستقبلا؛

بالرغم مما تقدمه عملية إعادة الشراء للشركة من مزايا إلا أنها لا تخلوا من التأثيرات السلبية والتي يمكن حصرها في النقاط الموالية:

- **سلبيات إعادة الشراء**

إن عملية إعادة الشراء تنطوي على مجموعة من السلبيات نذكرها فيما يلي:[1]

- يكون المساهم في وضع متكافئ بين الأرباح الموزعة نقدا والأرباح الرأسمالية، فسعر السهم يتأثر بالتوزيعات النقدية أكثر من إعادة الشراء لذا يمكن أن يكسب فوائد من الأرباح الموزعة نقدا منها من إعادة الشراء؛
- قد تدفع الشركات مبالغ كبيرة لعملية إعادة الشراء، فإذا رغبت الشركة في شراء نسبة كبيرة من أسهمها فإن السعر المعروض سيكون أعلى من مستوى التوازن لجذب البائعين إلا أنه سيعرف انخفاضا بعد قيام الشركة بوقف عمليات إعادة الشراء، وهو ما سيسبب تعرض باقي المساهمين للخسارة في حالة عدم عرض أسهمهم للبيع خاصة بعد إتمام عملية إعادة الشراء؛

وانطلاقا ممّا سبق يتضح أن توزيعات الأرباح في الشركات تتخذ عدة أشكال تحتل فيها التوزيعات النقدية الشكل الأكثر شيوعًا أين يتم تقديم العوائد على المساهمين في الشركة على شكل نقد، غير أن الشركات قد تلجأ لنوع أخر في التوزيع يتعلق بتوزيع للأسهم وعادة ما يرتبط اختيار الشركة لهذا النوع بجملة من العوامل كنقص السيولة أو عدم قدرة الشركة على الاحتفاظ بنفس هذه التوزيعات مستقبلا إذا ما تم التوزيع نقدًا أو إلى عوامل أخرى تتعلق بالسياسة المالية للشركة ويتوقف التسجيل في هذا النوع على تحويل جزء من الأرباح المحتجزة إلى رأس المال.

[1] EugeneBrigham,Michael Ehrhardt, **Op Cit**, P 630.

الفرع الثاني: إجراءات توزيع الأرباح:

يقع قرار دفع التوزيعات على عاتق مجلس إدارة الشركة فعندما يتم الإعلان عن التوزيع النقدي تصبح المسؤولية على الشركة ولا يمكن نقضها بسهولة، فقانون الشركات الأردني مثلا أوجب في المادتين 186-187 عدم جواز توزيع الأرباح على المساهمين إلا بعد أن يتم تسوية الأمور التالية[1]:

- تسوية الخسائر المدورة من السنوات السابقة؛

- اقتطاع10% من أرباحها السنوية الصافية لحساب الاحتياطي الإجباري ولا يجوز وقفه قبل أن يبلغ حساب الاحتياطي الإجباري ما يعادل ربع رأس مال الشركة المصرح به، ويجوز الاستمرار في اقتطاع هذه النسبة إلى أن يبلغ هذا الاحتياطي ما يعادل مقدار رأس مال الشركة المصرح به؛

- اقتطاع ما لا يزيد عن20%من أرباحها السنوية الصافية المحققة لحساب الاحتياطي الاختياري.

بعد قيام الشركة بالتسويات المطلوبة قانونا يكون الربح الصافي قابلا للتوزيع على حملة الأسهم حيث تمر هذه العملية بمجموعة إجراءات تتعلق بأربعة تواريخ أساسية هي[2]:

أولا:تاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح

بعد اجتماع مجلس الإدارة يتم الإعلان عن الربح الموزع وذلك في بيان رسمي والذي يجب أن يتضمن أيضا تاريخ الدفع الخاص بهذه الأرباح، حيث يجوز لمجلس الإدارة الاعلان عن توزيع الأرباح في أي وقت، "فتوزيعات الأرباح ليست التزاما قانونيا للشركة بل هو خيار لمجلس الإدارة على عكس الفوائد والالتزامات الأخرى، فإذا لم تدفع الشركة أرباحا للمساهمين فلا وجود لانتهاك للعقد ولا وجود لحق اللّجوء القانوني للمساهمين"[3] فقرار التوزيعات يعود لمجلس الإدارة ولا حق للمساهمين في اتخاذه.

[1] المواد 186، 187، من قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997.

[2] Eugene Brigham, Michael Ehrhardt, **Op Cit,** P625.

[3] FrankFabozzi,Pamela Peterson,**Op Cit** ,P 303.

ثانيا:تاريخ ما قبل يوم التسجيل

للتأكد من أن الشيكات الموزعة ستذهب إلى الأشخاص المناسبين تقوم شركات الوساطة بتحديد تاريخ لما قبل يوم التسجيل والذي يكون يومين قبل هذا الأخير، حيث أن عملية الشراء للأسهم قبل هذا التاريخ تعطي الحق في الربح الموزع من الشركة إلى المشتري أما إذا تمت عملية الشراء في هذا اليوم أو بعده فيكون الربح الموزع من الشركة من نصيب حامل السهم الأول[1]، وهذا تفاديا لأي أخطاء قد تقع في التوزيع.

ثالثا: تاريخ التسجيل لحاملي الأسهم

بعد تحديد الأطراف المستفيدة من عملية التوزيع بدقة بالنظر لعمليات الشراء والبيع التي أجريت قبل هذا اليوم، تقوم الشركة في هذا التاريخ بإغلاق دفاتر تحويل الأسهم الخاصة بها وتقوم بوضع قائمة بأسماء حملة الأسهم المستفيدين من قيمة التوزيعات في هذا التاريخ.

رابعا: تاريخ الدفع

هذا التاريخ أيضا يتم تحديده من قبل مجلس الإدارة، وهو التاريخ الذي يتم فيه إرسال الشيكات الخاصة بالتوزيع إلى حملة الأسهم المسجلين لديها ويكون التاريخ عادة بعد أسابيع من تاريخ يوم التسجيل.[2]

تجدر الإشارة إلى أن المادة 191 من قانون الشركات الأردني قد وضحت جملة من الإجراءات فيما يخص توزيع الأرباح على الشركات المساهمة العامة:

– إن حق المساهم في الأرباح السنوية للشركة المساهمة العامة ينشأ بصدور قرار الهيئة العامة بالتوزيع؛

– يكون الحق في استيفاء الربح لمالك السهم بتاريخ اجتماع الهيئة العامة المقرر فيه توزيع الأرباح وعلى مجلس الإدارة الإعلام عن ذلك؛

– تلتزم الشركة بدفع الأرباح خلال 45 يوما التي تلي اجتماع الهيئة العامة، وفي حال عدم احترام الآجال تقوم الشركة بدفع فائدة للمساهمين وبمعدل سعر الفائدة السائد على الودائع لأجل وذلك خلال كل فترة التأخير في السداد لهذه التوزيعات.[1]

---

[1]StephenRoss et al, **Op Cit**, P 548.

[2]عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، **مرجع سابق**، ص 459.

الفرع الثالث:أنواع سياسة توزيع الأرباح

تتعدد سياسات توزيع الأرباح التي قد تتبعها الشركات بتعدد الوضعيات المالية التي قد تتواجد فيها، فاختيار سياسة التوزيع لابد أن تتم بطريقة عقلانية نظرا لأهمية هذا القرار وكذا تأثيره على توجهات المستثمرين من حيث رغبتهم في الحصول على عوائد منظمة أو غير ذلك بالإضافة إلى تأثيرها على معدل النمو المستقبلي وعلى تكلفة مصادر التمويل في الشركة.

أولا: سياسة توزيع الأرباح المستقرة

بإتباع هذه السياسة تقوم الشركة بتوزيع أرباح ذات قيمة مستقرة على أن تسمح لمعدل توزيع الأرباح بالتقلب تبعا لتغير أرباح الشركة، فسياسة التوزيع هذه لا تعني أن الشركة تعمد إلى زيادة الأرباح الموزعة على المساهمين كلما زادت أرباحها، لأن هذا يعني التزامًا ضمنيا من إدارة الشركة بالمحافظة على هذا المستوى الأعلى من الأرباح الموزعة الذي قد لا تبرره احتمالات انخفاض أرباح الشركة مستقبلا، وأيضا هي بالمقابل لا تعمد إلى خفضها في حالة ما انخفضت أرباحها، فالشركة قد تنخفض أرباحها في سنة مالية ما ولكنها تستمر بتوزيع الأرباح على المساهمين بالقيمة المعتادة إلا إذا اعتقدت الإدارة أن الانخفاض في الأرباح ناتج عن أسباب جوهرية تتعلق بالوضع الاقتصادي العام.

إن الواقع العملي يشير إلى أن الكثير من الشركات تتبع سياسة توزيع أرباح مستقرة لأن المساهمين عامة يفضلون ذلك، وبالتالي يكون لهذه السياسة تأثير ايجابي على سعر سهم الشركة في السوق،[2]حيث يفسر عدم استقرار التوزيعات في الغالب على أنه مؤشر لأزمة أو لمشاكل مالية لهذا تحاول الشركات تحقيق معدل توزيعات ثابت عبر الزمن على أن الرفع فيه مرهون فقط بالحالات التي يوجد فيها ضمان باستمرار الحصول على نفس قيمة التوزيعات الجديدة مستقبلا.[3]

وعادة ما يفضل هذا النوع من التوزيع لسببين هما[4]:

---

[1]المادة 191، من قانون الشركات الأردني . رقم (22) لسنة 1997 وتعديلاته.

[2]أيمن عزت الميداني، **مرجع سابق**، ص 675.

[3]محمد صالح حناوي وآخرون، **مرجع سابق**، ص341.

[4]عبد الغفار حنفي، **سياسات التمويل والإدارة المالية**، مرجع سابق، ص240.

- يشير التقلب في سياسة التوزيعات في الغالب إلى حالة عدم تأكد عالية، وهو ما ينعكس على نسبة العائد المطلوب من قبل المستثمرين حيث يرتفع العائد المطلوب وهو الأمر الذي تتجنبه الشركة في حالة التوزيعات المستقرة؛
- الكثير من حملة الأسهم يستخدمون التوزيعات لمواجهة الإنفاق الاستهلاكي الحالي لهم وبتوقف الشركة عن إجراء توزيعات للأرباح قد يُحمّل المساهم تكاليف أكثر إذا ما اضطر لبيع أسهمه في الشركة لمواجهة هذه الأعباء.

فعدم عدم استقرار سياسة توزيع الأرباح قد يؤثر على سمعة الشركة وعلى سعر السهم في سوق الأوراق المالية وهو ما يؤدي إلى خسارة رأسمالية للمساهمين.[1]

ثانيا: سياسة توزيع المتبقي أو الفائض

وفي هذه السياسة لا يكون الربح الموزع هو محور تركيز الشركة ولكنه المبلغ الذي يجب احتجازه لإعادة استثماره، فتقوم الشركة في هذه السياسة باحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها وما يتبقى من هذه الأرباح يتم توزيعه على الملاك وهو ما يسمى بالفائض أو متبقي التوزيعات وهذا كلما توفرت لدى الشركة فرص استثمارية تحقق معدل عائد أعلى من الذي يحققه حملة الأسهم عند قيامهم باستثمار أموالهم بأنفسهم (في حالة توزيع الأرباح المتحققة من قبل الشركة لهم)، وهو ما يعني أن هذه السياسة تتجاهل تفضيل المساهمين فيما يتعلق باستقرار التوزيعات وقيمتها.

إن تطبيق هذه السياسة يترتب عنه تذبذب مقدار العائد النقدي الذي يتم توزيعه على المساهمين من عام لآخر تبعًا لدرجة توفر المشروعات الاستثمارية التي يمكن تمويلها عن طريق الأرباح المحتجزة، ففي حالة عدم توفرها تقوم الشركة بتوزيع الأرباح كعائد نقدي للمساهمين وهكذا لن تكون مبالغ التوزيعات منتظمة ولا متوقعة.[2]

وفي ظل تطبيق سياسة الفائض فإن الشركات التي تتميز بمعدلات نمو مرتفعة تلجأ إلى احتجاز الأرباح لتمويل مشروعاتها التوسعية.

---

[1] دريد كامل آل شبيب، **إدارة مالية الشركات المتقدمة**، مرجع سابق، ص154.

[2] Omerhodzic, **Op Cit**, P 48.

ثالثا: سياسة توزيع نسبة ثابتة من الأرباح

في هذه السياسة يتم توزيع نسبة مئوية ثابتة من الأرباح كعائد نقدي للمساهمين ويتذبذب مقدار الأرباح الموزعة من عام لآخر بتذبذب الأرباح المحققة، ولتجنب الآثار السلبية الناتجة عن تغير مستويات العائد النقدي على أسعار الأسهم فإن نسبة التوزيع التي يتم اختيارها عند تطبيق تلك السياسة تمثل متوسط النسبة المستهدفة التي تسعى الشركة إلى تحقيقها في الأجل الطويل، وليست النسبة التي يتم الالتزام بها بصورة قاطعة كل عام ويعني ذلك إمكانية تجاوز تلك النسبة من عام لآخر تبعا للظروف التي تمر بها الشركة، وللحد من حدوث مثل هذا التجاوز يتم اختيار مستويات أرباح متوقعة خلال الأعوام القادمة.

رابعا: سياسة توزيع مقدار نقدي منخفض مع إضافة مبلغ في سنوات الرواج

تعتبر هذه السياسة بديلا وسطيا فالتوزيع المنتظم دوريا يحدد بمستوى منخفض وتترك إمكانية دفع زيادات حسب وضع الشركة كل سنة، فهي بذلك تمنح مرونة في التوزيع للشركة كما أنها بمثابة تأكيد على وجود حد أدنى من التوزيعات للمستثمرين، فتوزيع هذا العائد الإضافي في حالات تحقيق الشركة لأرباح كبيرة يساعدها على تجنب إعطاء انطباع غير حقيقي للمساهمين على أن هذه الزيادات ستكون دائمة في المستقبل.[1]

وباستقراء ما عرض سابقا نستخلص أن الشركة مخيرة بين مجموعة من السياسات للتعامل مع الربح المحقق سنويا، والتي تحدد على أساسها قيمة الأرباح التي يجب توزيعها على المساهمين وتلك التي يجب احتجازها واستخدامها كمصدر تمويلي للفرص الاستثمارية عوض اللجوء لمصادر تمويلية خارجية، يرى الكثير أن هذا الاختيار قائم على مدى تأثير القرار في تعظيم ثروة المساهمين وقيمة الشركة.

تستخدم الشركة الأرباح في دفع التوزيعات على المساهمين إذا كان هذا الدفع يعظم ثروة المساهمين كأن تكون فرصهم الاستثمارية في السوق أعلى من تلك الخاصة بالشركة، أما إذا كان

[1] الظاهر مفيد، **مرجع سابق**، ص 42.

غير ذلك فإن الشركة تقوم باحتجاز هذه الأرباح واستخدامها في تمويل استثماراتها فبذلك تكون العلاقة بين توزيع الأرباح وقيمة الشركة هي معيار القرار[1].

المطلب الرابع: نماذج توزيع الأرباح

أشرنا سابقا إلى وجود عدة سياسات لتوزيع الأرباح التي من الممكن للشركة اتباعها والاختيار بينها بما يتوافق وطبيعتها وأهدافها، غير أنه ولتحليل الطريقة الأفضل للتوزيعات فقد اقترح الباحثون مجموعة من النماذج النظرية للتوزيعات مدعمة بجملة من الفروض،حيث نجد من أهمها نموذج والتر ونموذج لينتنر للتوزيعات.

الفرع الأول: نموذج والتر Walter

يقوم هذا النموذج على أساس الافتراض بأن سياسة توزيع الأرباح تتوجه نحو هدف تعظيم ثروة المساهمين من خلال الاعتماد على العلاقة بين احتجاز الأرباح واعادة استثمارها في مشاريع مستقبلية.[2]

لقد تم بناء هذا النموذج على العلاقة بين معدل العائد المتوقع على الاستثمار R في الشركة ومعدل العائد المطلوب من المساهمين والذي يمثل تكلفة رأس المال K_e فيتم احتجاز الأرباح عندما يكون العائد على الاستثمار أكبر من العائد المطلوب من المساهمين يعني $R>K_e$

في حين أن الشركة تقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين إذا كان العائد المطلوب يفوق العائد المتوقع للاستثمار في الشركة.[3]

لقد حدد والتر نموذجه الرياضي بناء على الفروض التالية:[4]

- يعتمد التمويل في الشركة على الأرباح المحتجزة فقط، التمويل بالدين أو الأسهم تمويل غير مستخدم؛
- الاستثمارات الجديدة أو الاستثمارات الإضافية لن تغير من درجة المخاطر التي قد تعترض الشركة؛

---

[1] M Y Khan, P K Jain, **Financial Management**, MC Graw Hill Education, USA, 2007, P 30.

[2] بشرى فاضل الطائي،حافظ طه علي العاني، **مرجع سابق**، ص484.

[3] دريد كامل آل شبيب،ادارة مالية شركات متقدمة، **مرجع سابق**، ص 62.

[4] M Y Khan, P K Jain, **Op Cit**, P 30.

- للشركة فترة حياة طويلة.

الفرع الثاني: نموذج لينتنر Lintner

وضح لينتنر كيف يمكن اتخاذ قرار يتعلق بسياسة توزيع الأرباح من خلال نسبة التوزيعات المستهدفة وكذا السرعة التي تتكيف بها الأرباح الحالية مع الهدف وذلك في ثلاثة خطوات:[1]

- **الخطوة الأولى:**

يتم فيها مقارنة التوزيعات للدورة السابقة مع المستوى المطلوب أو المستهدف للتوزيعات وضبط الانحراف في الفترة الموالية من التوزيع؛

- **الخطوة الثانية:**

في الخطوة الثانية قام باحتساب وتحديد التوزيعات المرغوب فيه وذلك من خلال العلاقة:

$$D_t^* = P\ E_t$$

حيث:

D_t^*: قيمة التوزيعات المستهدفة؛

P: نسبة الدين على المدى الطويل؛

E_t: مستوى الأرباح للدورة.

الخطوة الثالثة:

وفيها تم جمع الخطوتين السابقتين الأولى والثانية للحصول على نموذج التوزيعات كما يأتي:

$$D_t^* = D_{t-1} + \partial(D_t^* - D_{t-1}) \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(A)$$

$$D_t^* = D_{t-1} + (PE_t - D_{t-1}) \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(B)$$

وللحل نستخدم نموذج الانحدار :

$$D_t = b_0 + b_1 E_t + b_2 D_t + \varepsilon_t \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(C)$$

حيث:

$b_1 = P\partial$

$b_2 = 1 - \partial$ ومن خلال تقدير قيم كل من b_1 و b_2 يمكن تقدير قيم P و∂كمايلي:

[1]Cheng Few Lee, **Encyclopedia of Finance**, Springer Science and Business Media 2006, P 166.

$P=b_1-(1-b_2)$ و$\partial=1-b_2$

ووفق هذا النموذج يمكن استنتاج أن الشركة تحدد توزيعاتها بناءً على أرباحها الحالية المحققة كما أن التغيرات في التوزيعات بمرور الوقت لا يتوافق تماما مع التغيير في الأرباح في الفترة الحالية وإنما على فترات زمنية متعددة.

المبحث الثاني:المقاربات النظرية المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

شكلت سياسة توزيع الأرباح محورا رئيسيا في كثير من الدراسات التي لاقت رواجا كبيرا ارتبطت بدراسة أثر توزيع الأرباح على قيمة الشركة وما لعملية التوزيع من أثر على سلوك المستثمرين، ودراسات أخرى ارتكزت على تأثير توزيع الأرباح على المتغيرات الخارجية والتي يتعلق أهمها ببعض المتغيرات الكلية بما فيها سيولة السوق المالية، سعر الفائدة..الخ. غير أن الأمر في مجمل الدراسات وأغلبها كان تأثير هذا التوزيع على قيمة الشركة وعلى سلوك المستثمرين، حيث اختلفت النظريات بين مؤيد لهذا التأثير ومعارض له، حيث نجم الاختلاف هذا بناءً على فرضيات تخص كفاءة ومثالية السوق المالية، فتشكلت نظريات بنيت على فرض مثالية السوق أنتجت عدم وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة في حين بنيت أخرى على اختلال هذه الفرضيات فأوجدت تأثيرات لسياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة وهو ما سنحاول عرضه في هذا الجزء من الدراسة.

وقبل التفصيل في هذه النظريات كان لابد من عرض مفهوم كفاءة السوق المالية وفرضيات هذه الكفاءة ليكون تقسيم المبحث وفق الترتيب التالي:

المطلب الأول: مدخل لكفاءة الأسواق المالية.

المطلب الثاني:النظريات المفسرة لتوزيعات الأرباح في ظل فرضيات السوق الكفء.

المطلب الثالث: النظريات المفسرة لتوزيعات الأرباح في ظل اختلال فرضيات السوق الكفء.

المطلب الأول: مدخل لكفاءة الأسواق المالية

تشكل الأسواق المالية الأسواق التي يتم فيها تداول مختلف الأدوات المالية حيث توفر هذه الأسواق ثلاثة وظائف اقتصادية تتضمن كل من اكتشاف الأسعار، وتوفير السيولة، وتكاليف المعاملات.

الفرع الأول: تعريف كفاءة السوق المالية

ينظر لكفاءة السوق المالية في الكثير من الأحيان على أنه انعكاس للتطور الاقتصادي الذي تشهده الدولة، فكلما تميزت الأسواق والمؤسسات المالية بالكفاءة كلما عبر ذلك عن التطور الاقتصادي الذي تعرفه الدولة في مختلف القطاعات الاقتصادية.

تعرّف السوق المالية ذات الكفاءة على أنها السوق التي تكون في حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها مساوية تماما لقيمتها الحقيقية وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها؛[1]

كما تعرّف كفاءة السوق على أنها مدى توفر المعلومات للمستثمر من حيث السرعة في الحصول عليها وبأقل التكاليف أي بمدى ملاءمتها في عكس واقع وحقيقة الشركة المصدرة للأوراق المالية وبسرعة تأثير هذه المعلومات في سعر الورقة المالية في السوق.[2]

وبذلك تشمل التعاريف السابقة النقاط التالية:

-أن الأسعار تعبر بشكل واقعي عن المعلومات المتوافرة المعلنة عن الأوراق المالية؛

-أن تتوافر المرونة في السوق بحيث تتعامل مع المعلومات الجديدة بسرعة وحيادية تامة، فكفاءة السوق المالية تظهر في سرعة استجابة الأسعار فيها وبطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين في السوق

---

[1] علي حسن المقابلة، سمير فهمي برهومة، **كفاءة سوق عمان المالية –قطاع البنوك عند المستوى الضعيف**، الإدارة العامة، المجلد 41، العدد 04، 2002، ص 751.

[2] محمد رمضان إسماعيل، فواز حموي، **إدارة المؤسسات والأسواق المالية**، دار علاء الدين للنشر والتوزيع والترجمة، دمشق، سوريا، 2011، ص 158.

وبذلك فالسوق الكفء هي تلك السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم وهو ما يضمن تغيرا فوريا في السعر بما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة.[1]

بالمقابل فعدم كفاءة السوق المالي تعني أن الأسعار لا تستجيب على وجه السرعة للمعلومات الجديدة مع امتلاك بعض المستثمرين لمعلومات عن أسهم الشركات المتداولة في السوق المالية تكون محجوبة عن المستثمرين الآخرين، وهو ما ينعكس بتحقيق أرباح غير عادلة للبعض وعزوف البعض الآخر عن التعامل في السوق وبالتالي التأثير في سمعة السوق المالية.[2]

وانطلاقا مما سبق يمكن اعتبار أن كفاءة السوق المالية هي قدرتها على عكس كل المعلومات الخاصة بالشركات فيكون سعر الأوراق المالية المتداولة للشركات هو السعر الحقيقي لها.

الفرع الثاني: فرضيات الكفاءة للسوق المالية

تقسم فرضيات الكفاءة للسوق المالية لثلاثة مستويات، حيث وضعت المستويات على أساس مدى توفر المعلومات للمستثمرين فنجد:

- فرضية الكفاءة عند المستوى الضعيف
- فرضية الكفاءة عند المستوى الشبه قوي
- فرضية الكفاءة عند المستوى القوي

أولا: فرضية الكفاءة عند المستوى الضعيفWeakForm Hypothesis

تشير الكفاءة عند هذا المستوى إلى أن أسعار الأسهم تعكس كل المعلومات التي يمكن اشتقاقها من خلال فحص معلومات التداول في السوق كأسعار الأسهم التاريخية، حجم التداول حيث أن كل هذه المعلومات تكون متوفرة للعامة ويعد الحصول عليها أمرا غير مكلف[3]، وهنا لا يمكن التنبؤ بتغير سعر السهم المستقبلي باعتبار أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض وهو

[1] علي حسن المقابلة، سمير فهمي برهومة، **مرجع سابق**، ص ص 751-752.

[2] دريد كامل آل شبيب، **الاستثمار والتحليل الاستثماري**، مرجع سابق، ص ص 192-193.

[3] ZVI Bodie, Alex Kane,Alan Marcus, **Investment**,McGraw Hill International Edition, USA, 2010, P 348.

ما يعرف بالحركة العشوائية لأسعار الأسهم وبذلك يكون المستثمر غير قادر على تحقيق أرباح معتبرة بالاعتماد على المعلومات التاريخية فقط.[1]

إن فرصة تحقيق الأرباح في هذه السوق يمكن أن تتحقق بإحدى الطريقتين:

- اطلاع المستثمر على معلومات داخلية عن الشركة غير مفصح عنها وغير متوفرة لباقي المستثمرين؛
- التحليل الجيد والفعال للمعلومات المالية العامة المتاحة عن الشركة والتي يجب أن تفوق تلك التي يقوم بها باقي المستثمرين.

ثانيا:فرضية الكفاءة عند المستوى شبه قوي Semi Strong Form Hypothesis

يشير هذا الفرض من مستوى الكفاءة إلى أن كل المعلومات العامة بما فيها المعلومات التاريخية والحالية للشركات تعكس في أسعار أسهمها، فمثل هذه المعلومات تتضمن بالإضافة إلى الأسعار التاريخية، المعلومات الأساسية المتعلقة بالخط الإنتاجي للشركة، توقعات الأرباح والسياسات المحاسبية، المعلومات التي تتعلق بالقطاع الذي تنشط فيه الشركة حيث يتمكن المستثمر من الحصول على هذا النوع من المعلومات من المصادر العامة للمعلومات المتمثلة في التقارير المالية التي تفصح عنها الشركات وكذا من الصحف العالمية ومؤشرات الأسعار الصادرة عن السوق المالية والتي تكون متاحة للجميع وبدون تكلفة أو بتكلفة منخفضة.

وبذلك فإن فرض الكفاءة عند المستوى شبه قوي يعكس فيها سعر الورقة المالية المعلومات التاريخية التي تشكل نوع المعلومات في المستوى الضعيف يضاف إليها المعلومات العامة الحالية المتعلقة بالشركة.

ثالثا: فرضية الكفاءة عند المستوى القوي Strong Form Hypothesis

عند هذا المستوى من الكفاءة يعكس سعر السهم كل المعلومات المتعلقة بالشركة بما في ذلك المعلومات المتوفرة لفئات معينة داخل الشركة كالإدارة أو كبار المساهمين[2]. وهنا تكون المعلومات الداخلية بدون قيمة.[3] ففي هذا المستوى توفر السوق المالية للمتعاملين فيها دون فئة عن

---

[1]أرشد فؤاد التميمي، **مرجع سابق**، ص 72.

[2]ZVI Bodie, Alex Kane,Alan Marcus, **Op Cit**, P 348.

[3]Pampian Michael, **Op Cit**, P 48.

أخرى جميع المعلومات الخاصة بالشركة وبالتالي زوال أي فرصة لاحتكار المعلومات من قبل فئة معينة والتي تمكنها من تحقيق أرباح استثنائية أو غير عادية لأن أسعار الأوراق المالية في السوق تكون معادلة تماما لقيمتها الحقيقية، غير أن هذا المستوى لا ينفي تحقيق بعض المستثمرين لأرباح استثنائية نتيجة قدرتهم على التنبؤ والتحليل ورغم ذلك فإن هذه الأرباح ستفنى على المدى الطويل بتحقيقهم لخسائر استثنائية تحدث لهم بسبب المضاربة إذا استمروا في ممارسة لعبتهم.[1] وبذلك يمكن تعريف السوق الكفء عند المستوى الوي على أنه السوق الذي يتوجه فيه عدد كبير من المستثمرين العقلانيين لتحقيق أقصى ربح من أوراق مالية فردية.[2]

تجدر الإشارة في الأخير أن مستويات الكفاءة تعبر عن مستوى ودرجة العلاقة بين أسعار الأوراق المالية والمعلومات المتاحة عن الشركات للمستثمرين في السوق المالية.

المطلب الثاني: النظريات المفسرة لتوزيعات الأرباح في ظل فرضيات السوق الكفء

ارتبط تحليل سياسة توزيع الأرباح بعدة نظريات اختلفت من باحث لآخر باختلاف الفروض التي استخدمت في وضع النظرية والتي تعلقت بدرجة ومستوى كفاءة الأسواق المالية، فأوجدت بذلك نظريات بنيت على فرض كفاءة السوق المالية ونظريات أخرى على اختلال هذا الفرض.

حيث انصبت مجمل النظريات وفق الفرض الأول على أن توزيعات الأرباح لا علاقة لها بأسعار الأسهم أو قيمة الشركة وأن المساهمين لا يكترثون بهذه التوزيعات ولا بمعدلاتها فلا توجد سياسة مثلى في التوزيعات.

الفرع الأول: نظرية عدم أهمية العائد DividendIrrelevanceTheory

تعتبر هذه النظرية واحدة من أهم النظريات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح في الأدبيات الاقتصادية وقد طورت هذه النظرية من طرف كل من موديلياني وميلر في ورقة بحثية شهيرة سنة 1961، حيث اعتبر الباحثان أن قيمة الشركة تقوم على الأرباح التي حققتها من أنشطتها التشغيلية وليس على الطريقة التي يتم من خلالها تقسيم أرباحها بين موزع للمساهمين وآخر محتجز،

---

[1] علي حسن المقابلة، سمير فهمي برهومة، **مرجع سابق**، ص 757.

[2] Pampian Michael, **Op Cit**, P 48.

لقد بنيت النظرية على الفروض التالية :[1]

- **سوق مالي مثالي Perfect Capital Market**

حيث فرضا وجود سوق مالي مثالي أين لا يكون لأي بائع أو مشتري أو مصدر للأوراق المالية تأثير ملموس على الأسعار الحالية،كما أن لكل المستثمرين فرص متكافئة في الحصول على المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المعروضة للبيع، فلا وجود لتكاليف على المعاملات ولا ضرائب.

- **سلوك عقلاني للمستثمرين RationalBehavior**

وهو يعني أن المستثمرين يفضلون دائما المزيد من الثروة غير مكترثين إذا كانت الزيادة هذه في شكل مدفوعات نقدية أو زيادة في القيمة السوقية لممتلكاتهم من الأسهم.

تقوم فكرة موديلياني وميلر(MM) على أن ثروة الملاك قبل إجراء التوزيع تتمثل في القيمة السوقية للأسهم العادية مضافا إليها قيمة التوزيعات التي يحصلون عليها، فإذا حققت الشركة أرباحا وقررت توزيع جزء منها فإن القيمة السوقية للسهم بعد الإعلان عن التوزيعات سوف تنخفض بنفس قيمة التوزيعات التي حصل عليها حامل السهم من الشركة، أما إذا لم يتم الإعلان عن توزيعات فترتفع القيمة السوقية بمقدار الأرباح التي تم احتجازها، وبذلك فلن تشكل سياسة التوزيع المتبعة في الشركة أي فارق للمساهم وهو ما يسمح للإدارة باختيار السياسة التي ترغب فيها للتوزيع دون التفكير في تأثيرها على المساهمين.[2]

تضيف النظرية (MM) أيضا أن المساهمين لا يبالون بسياسة توزيع الأرباح للشركة لأنهم يستطيعون خلق سياسة التوزيع التي يرغبونها، فيمكنهم مثلا شراء أسهم عندما تكون توزيعات الأرباح عالية في حين يمكنهم بيع الأسهم إذا كانت أرباحها الموزعة منخفضة، فقرارات التوزيع للأرباح الخاصة بالشركة حسب النظرية لا تحقق لهم ما لم يتمكنوا هم من تحقيقه لأنفسهم.[3]

---

[1]MillerM, ModiglianiF, **Dividend Policy,Growth and the Valuation of Shares**, Journal of Business, Vol 34,1961, P 412.

[2]منير ابراهيم هندي، **مرجع سابق**، ص 686.

[3]Baker Kent, Gary Powell, **Op Cit**, P 408.

قدمت النظرية انطلاقا من افتراض شركتين بنفس الخصائص مع اختلاف واحد يرتبط بسياستهما الخاصة بتوزيع الأرباح في الفترة الحالية حيث أن[1]:

- تدفقاتهما النقدية المستقبلية متطابقة؛
- نفقاتهما الاستثمارية المخطط لها متطابقة؛
- أرباحهما الموزعة المستقبلية متساوية

ولقد عبر عن ذلك رياضيا كما يلي:

$NOI_1(t) = NOI_2(t)$, $t = 0, 1, \ldots\ldots\infty$

$I_1(t) = I_2(t)$ $t=0, 1, \ldots\ldots\infty$

$DIV_1(t) = DIV_2(t)$ $t= 0, 1 \ldots\ldots\ldots\ldots\infty$

$DIV_1(0) = DIV_2(0)$

حيث:

$NOI_i(t)$: التدفق النقدي التشغيلي للمؤسسة (i) في الفترة (t)

$I_i(t)$: النفقات الاستثمارية للمؤسسة (i) للفترة(t)

$DIV_i(t)$:الأرباح الموزعة المدفوعة للمؤسسة (i) للفترة (t)

$DIV_i(0)$: الأرباح الموزعة المدفوعة للمؤسسة (i) في الفترة الحالية (t)

وانطلاقا من هذا حاولا الإجابة على السؤال: **هل للشركتين نفس القيمة إذا كان الربح الموزع الحالي مختلف؟**

إن معدل العائد= معدل توزيع الأرباح + مكاسب رأس المال

$$P(t+1)=\frac{DIVi(1+t)+Pi(t+1)-Pi(t)}{P_{i\,(t)}}$$

حيث:

- $P(t+1)$: معدل عائد السوق المطلوب خلال الفترة t
- $div_i(t+1)$:الربح الموزع للسهم الواحد في نهاية الفترة t

[1]Samiha Slimani, **Chief Executive Officer Compensation, Dividends Policy and their Impact on Firm Value:Evidence from Jordan**, Faculty of Economicsand Administrative Science, Yarmouk University, Jordan, 2009,PP20-23.

- $P_i(t+1)$: سعر السهم في نهاية الفترة t
- $P_i(t)$: سعر السهم في بداية الفترة t

وبضرب الطرفين فيالعدد الحالي للأسهم $n_i(t)$ نجد:

$$V_i(t)= \frac{\mathbf{Divi\ (t+1)+ni\ (t)\ pi(t+1)}}{\mathbf{1+}\boldsymbol{p}\mathbf{(}\boldsymbol{t}\mathbf{+1)}} \quad \text{(A)}$$

حيث:

- $Div_i(t+1) = n_i(t)\ div_i(t+1)$ وتمثل مجموع الأرباح الموزعة.
- $V_i(t) = p_i(t)\ n_i(t)$ وتعبر عن القيمة السوقية للشركة

وللتأكيد على حيادية توزيع الأرباح في قيمة الشركة سيتم فحص مصادر واستخدامات الأموال بالنسبة للشركتين:[1]

تستخدم الشركة الأموال في دفع عوائد المساهمين وفي دفع نفقات استثماراتها، معتمدة على مصدرين إما عن طريق النقد المتأتي عن عملياتها $NOI\ (t+1)$ أو عن طريق إصدار أسهم $m_i(t+1)p_i(t+1)$، وبذلك فإن مصادر الأموال واستخداماتها متساوية.

وانطلاقا من هذا يكون لدينا:

$$NOI_i(t+1)+ m_i(t+1)\ P_i(t+1) = I(t+1) +Div(t+1) \quad \text{(B)}$$

بالرجوع إلى المعادلة (A)، فإن البسط فيها عبارة عن العائد للمساهمين:

$$R_i(t+1)=Div_i(t+1)+n_i(t)p_i(t+1) \quad \text{(C)}$$

إن عدد الأسهم في نهاية الفترة و ليكن $n\ (t+1)$ هو مجموع الأسهم الحالية $n(t)$ والأسهم الجديدة $m(t+1)$

بالتعويض في المعادلة : (C)

$$R_i(t+1) =Div_i(t+1)+n_i(t+1)\ p_i(t+1)- m_i(t+1)p_i\ (t+1)$$
$$\searrow\searrow mi(t+1)pi(t+1)= Div_i(t+1)+n_i(t+1)\ p_i(t+1)- R_i(t+1)$$

وبالتعويض في المعادلة B نجد :

$$NOI_i(t+1)+Div_i(t+1)+n_i(t+1)\ p_i(t+1)- R_i(t+1) = I(t+1) +Div(t+1)$$
$$\searrow\searrow R_i(t+1)= NOI_i(t+1) +n_i(t+1)\ p_i(t+1)- I(t+1)$$

[1]Samiha Slimani,**Op Cit**, P23.

$$=NOI_i(t+1) + V_i(t+1) - I(t+1)$$

وبذلك يمكن كتابة المعادلة A كما يلي:

$$Vi\ (t)=\frac{\mathbf{NOIi(t+1)} + \mathbf{Vi(t+1)} - \mathbf{I(t+1)}}{\mathbf{1}+\boldsymbol{P}(\boldsymbol{t}+\mathbf{1})}$$

وانطلاقا من المعادلة الأخيرة يظهرالتوزيعات لا تظهر ضمن المعادلة في حساب قيمة الشركة ما يعني أنقيمة الشركتين متساويتين:

$$v_1(1)=v_2(2)$$

وبذلك فقد برهن كل من موديلياني وميلر على أن قيمة الشركة تحدد على أساس أرباحها الناتجة عن عملياتها التشغيلية وليس على أساس طرق توزيع الأرباح المحققة في الشركة.[1]

الفرع الثاني: تفضيل العائد أو عصفور في اليد: Dividends are preferred theory

تأييدا لكل من دراسة Graham وَ Dodd سنة 1934في أن الهدف الأساسي للشركة هو تقديم أرباح لمساهميها وأن توزيع هذه الأرباح يعد إستراتيجية مالية للشركات، قدم Harkavy سنة 1953 دليلا تطبيقيا عن العلاقة الموجبة بين أسعار الأسهم والأرباح الموزعة حيث أوضح أن المستثمرين يفضلون الاستثمار في تلك الشركات التي تقوم بتوزيع نسبة أكبر من أرباحها في شكل توزيعات للعائد ما يؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهمها، في حين أنهم يمتنعون عن شراء أسهم الشركات التي تقوم بتوزيع نسب منخفضة من الأرباح ما يسبب انخفاض أسعار أسهمها في سوق الأوراق المالية.

كانWalterوGordon أول من وضع نموذج نظري للعلاقة بين سعر السهم والأرباح الموزعة سنة 1952 معتبرين فيه أن المستثمرين على استعداد لدفع علاوات مرتفعة للحصول على أسهم أرباحها الموزعة مستقرة عوضا عن تلك التي تعرف تغيرا وعدم استقرار في التوزيعات مرجعين ذلك إلى أن الأرباح النقدية المستلمة أقل مخاطرة من المكاسب الرأسمالية المستقبلية أو من الأرباح الموزعة المتوقعة.[2]

---

[1]Michael Ehrhardt, Eugene Brigham, **Corporate Finance a Focused Approach**, Cengage Learning, 6th Edition, USA,2016, P 572.

[2]George Frunkfurter et al,**Dividend Policy: Theory and Practice**, Academic Press, USA, 2003, P 72.

قدم Gordon نظريته تفضيل العائد أو كما تعرف بـ عصفور في اليد "Bird in Hand" والتي لا يتفق فيها مع تحليل موديلياني وميلر والتي تقوم على فكرة أن درجة تأكد المستثمر بشأن التوزيعات المتوقع الحصول عليها في العام القادم تزيد عن درجة تأكده بشأن التوزيعات في العام الذي يليه، فنموذجه قائم على فكرة العلاقة الطردية بين الزمن وعدم التأكد فدرجة التأكد بشأن التوزيعات تتناقص كلما طال تاريخ استحقاق هذه التوزيعات.[1]

كما اعتبر أن العائد على حقوق الملكية المطلوب ينخفض عندما تكون الأرباح الموزعة في ارتفاع،وبذلك سيكون لتوزيع الأرباح تأثير على قيمة الشركة.[2]

عرفت النظرية انتقادات عدة كان أهمها انتقاد مودلياني وَميلر حيث اعتبراها مغالطة كبيرة على اعتبار أن معظم المساهمين يعيدون استثمار عوائدهم المحصل عليها كأرباح موزعة في شركات أخرى أو في الشركة نفسها كما أن مخاطر الشركة متعلقة فقط بتدفقاتها التشغيلية وليس بسياسة توزيع الأرباح التي تعتمدها.

المطلب الثالث: المقاربات النظرية المفسرة لتوزيع الأرباح في ظل اختلال فرضيات السوق الكفء

لقيت النظريات السابقة انتقادات واسعة بنيت على أساس وجود اختلال في السوق المالية قد تؤثر في كفاءتها ما قد يجعل لسياسة توزيع الأرباح تأثير على قيمة الشركة وعلى توجهات المستثمرين، فمن بين العناصر التي قد تخلق اختلالا في السوق المالية والتي ركزت عليها النظريات المعارضة لفكرة مثالية السوق المالية في بناء فروضها نجد كل من مدخل الضرائب وتكلفة الوكالة، وتكلفة المعاملات والسلوك غير العقلاني للمستثمرين.

الفرع الأول: التفضيل الضريبي:Tax Preferance

لقد بنيت النظريات السابقة على فرض عدم وجود ضرائب في الأسواق المالية، غير أن الواقع العملي يشير إلى عكس ذلك أين تمثل الضرائب عنصرا أساسيا تخضع له معظم المداخيل التي يحصلها الأشخاص الطبيعيون والمعنويون.

---

[1] منير ابراهيم هندي،**مرجع سابق**، ص ص 679، 681.

[2] George Frunkfurter et al,**Op Cit**, P 73.

إن جوهر نظرية التفضيل الضريبي قائم على الفرق بين معدلي الضريبة على كل من توزيعات الأرباح والأرباح الرأسمالية، وما لهذا الفرق من تأثير على تفضيلات المساهمين للأرباح الموزعة.

ترتبط تفضيلات المساهمين بتفضيلهم المعدل الأدنى من الضرائب الذي يدفعونه، فهم قد يفضلون الأرباح الرأسمالية إذا كان معدل الضريبة عليها أقل من معدل الضرائب الذي تخضع له أرباحهم الموزعة[1]،ويفضلون الحصول على توزيعات للأرباح إذا كان معدل الضريبة عليها هو الأقل، ففي قوانين الضرائب مثلا في الولايات المتحدة الأمريكية تفرض ضرائب على الدخل من التوزيعات أعلى من الضرائب المفروضة على المكاسب الرأسمالية طويلة الأجل.[2]

ووفق النظرية دائما قد يفضل المساهمون أرباحا موزعة أقل لأسباب:

أولها **القيمة الزمنية للنقود** فالوحدة النقدية المدفوعة اليوم كضريبة هي أعلى من الوحدة النقدية الواحدة المدفوعة في المستقبل، وبذلك وحتى لو تساوت الضريبة التي تخضع لها كل من الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية فالأكيد أن ضريبة الأرباح الموزعة ستدفع في القريب وبالتالي ستكون الأعلى قيمة مقارنة بتلك التي ستدفع مستقبلا.

ثانيهما **فترة الاحتفاظ بالأسهم** فان امتلك المستثمر السهم حتى وفاته فإنه لن يخضع لأي ضريبة على الأرباح الرأسمالية في حين أنه سيدفع ضرائب على عوائده من التوزيعات التي تقوم بها الشركة خلال فترة امتلاكه للأسهم.[3]

وعلى هذا الأساس فإن المستثمرين يفضلون قيام الشركة باحتجاز الأرباح أو الجزء الأكبر منها.

ويمكن توضيح العلاقة بين محتوى هذه النظرية والنظريات السابقة المتعلقة بكل من نظرية (MM) وتفضيل العائد على التوزيعات فيما يخص تأثيرهما على قيمة الشركة بيانيا كما في الشكلين المواليين رقم (3-3) وَ رقم (4-3)

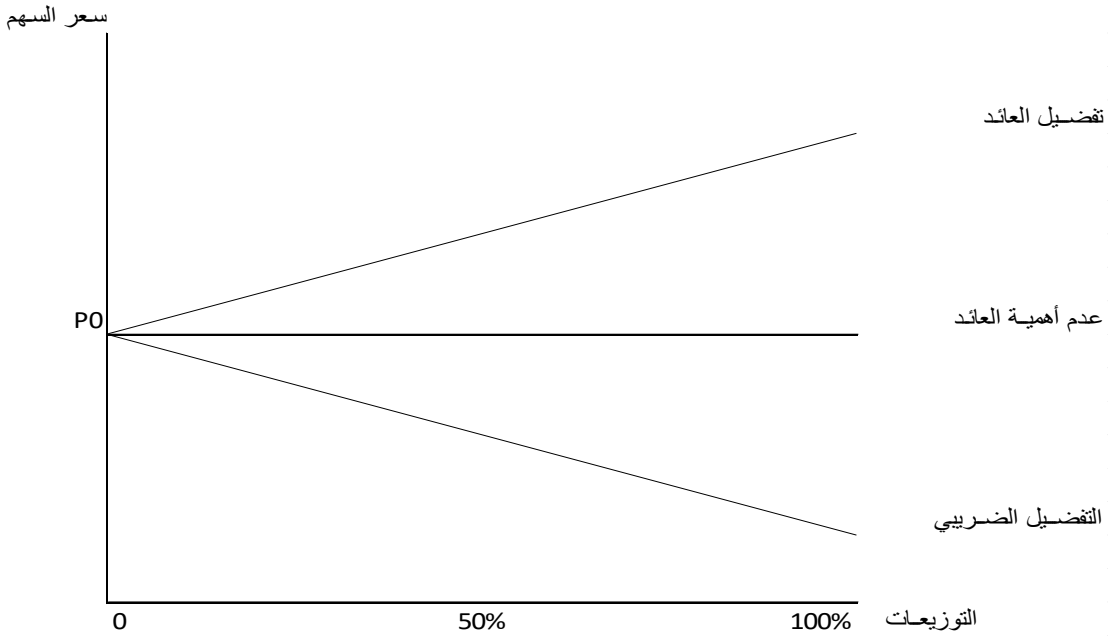
---

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

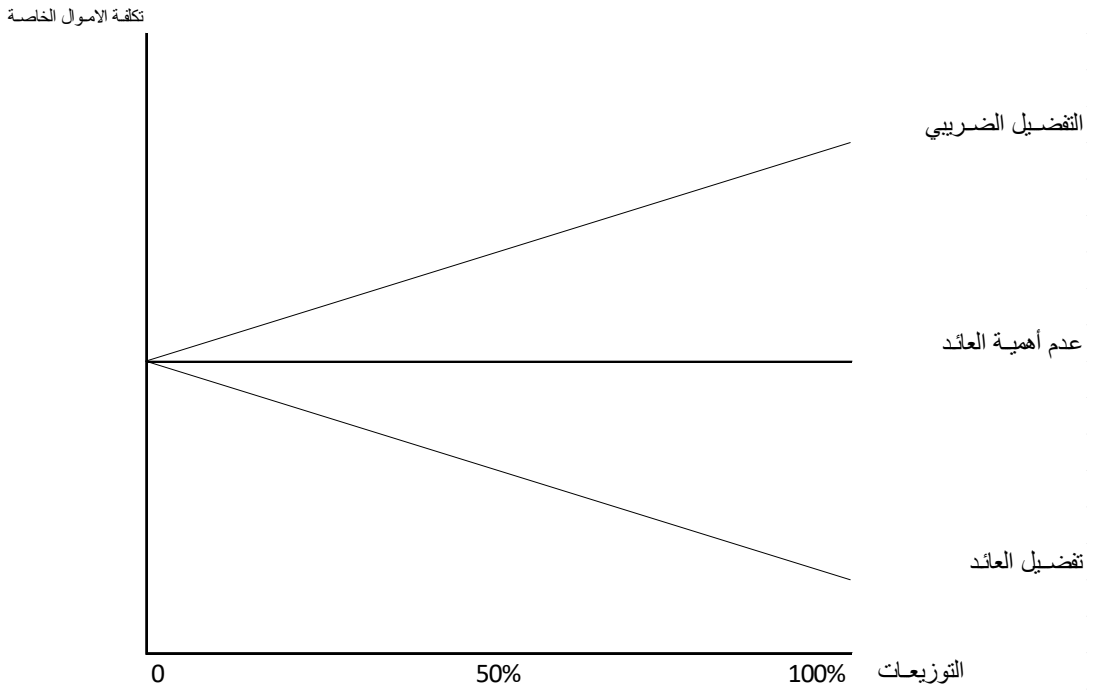
[2] Baker Kent, Gary Powell, **Op Cit**, P 411.

[3] Eugene Brigham, Michael Ehrhardt, **Financial Management Theory and Practice**,**Op Cit**, P 616.

الشكل رقم (3-3): توزيعات الأرباح وأثرها على سعر السهم



الشكل رقم (3-4) : توزيعات الأرباح وأثرها على تكلفة الأموال الخاصة



المصدر:

Eugen eBrigham , Michael Ehrhardt, **Financial Management, Theory and Practice**, Thomson, USA, 2005, P 617.

يظهر كل من الشكلين أعلاه تأثير توزيعات الأرباح على كل من سعر السهم وتكلفة الأموال الخاصة وفق نظريات كل من موديلياني وميلر، ونظرية أهمية العائد ونظرية التفضيل الضريبي **حيث:**

- بالنسبة لنظرية (MM) كلما ارتفعت نسبة توزيع الأرباح فإن سعر السهم وتكلفة الأموال الخاصة تبقى ثابتة ما يعني عدم وجود تأثير لسياسة التوزيع عليهما ومن ثم على قيمة الشركة.
- أما بالنسبة لنظرية تفضيل العائد فإن الرفع في قيمة التوزيع يتبعه ارتفاع في سعر السهم للشركة مع تراجع في تكلفة الأموال الخاصة، وهو ما يعني وجود تأثير لتوزيعات الأرباح على قيمة الشركة وبالإيجاب.
- في حين أن نظرية التفضيل الضريبي ترى أن الرفع من نسبة التوزيعات ستؤثر سلبا على سعر السهم ومن ثم على تكلفة الأموال الخاصة.

إن هذه النظريات الثلاثة تقدم لمديري الشركات تفسيرات متعارضة حول أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة، فما الأصح منها؟

إن التأكد من الأصح يتطلب إجراء اختبارات تطبيقية والتي أجري بعضها غير أن نتائجها كانت غير واضحة لسببين:[1]

- الأول أن الحصول على اختبارات إحصائية صالحة يتطلب أن تكون كل المتغيرات ثابتة وأن تختلف شركات العينة فقط في مستوى التوزيعات؛
- أما الثاني فأن تكون هناك قدرة على قياس تكلفة الأموال الخاصة بدقة.

ولأن تطبيق هذين الشرطين يعد صعبا في الحياة الواقعية تبقى العلاقة بين توزيعات الأرباح وتكلفة الأموال الخاصة أو قيمة الشركة غر واضحة.

[1]Eugene Brigham, Michael Ehrhardt, Financial Management Theory and Practice,**Op Cit,** P 617.

الفرع الثاني:سياسة توزيع الأرباح ونظرية الوكالة وتكلفة المعاملات

بعد عرض أول نظرية والتي تقوم على اختلال فرض مثالية السوق المالية انطلاقا من عنصر الضرائب، تقوم النظريات في هذا الجزء من الدراسة على عناصر مغايرة، حيث يتعلق العنصر الأول بمشكلة الوكالة الناجم عن توكيل المساهمين لطرف آخر يقوم بإدارة مساهماتهم وما يخلقه من تكاليف، بينما يتعلق العنصر الثاني بنوع آخر من التكاليف والمرتبطة بالتكاليف على المعاملات التي يقوم بها المساهم لتفادي سياسة توزيعات الأرباح في الشركة التي لا تناسب أهدافه.

أولا: نظرية الوكالة

إن زيادة حجم الشركة واتساع نطاق أعمالها، أدى إلى وجود فصل بين ملكية الشركة وإدارتها ما خلق مشكل عدم تماثل في المعلومات بين الإدارة وكيلا وملاك الشركة أصيلا، فأصبح من الصعوبة قياس أداء الإدارة وتقييمها على اعتبار أن الإدارة أكثر دراية بكل المعلومات المتعلقة بوضع الشركة مقارنة بالمساهمين.[1]

وبوجود تعارض بين مصالح كل من المساهمين والإدارة فقد تتوجه هذه الأخيرة لاتخاذ قرارات تنصب في تحقيق مصالحها الشخصية دون اعتبار لمصلحة المساهمين، هذا الأمر الذي سيدفع بالملاك أو المساهمين إلى العمل على مراقبة أداء الإدارة وضمان تحقق أهدافهم ومصالحهم في الشركة وهو ما يحملهم في المقابل تكاليف إضافية تتلخص في تكاليف الوكالة.

يرى أصحاب هذه النظرية أنه يمكن أن تحدد سياسة توزيع الأرباح وفقا لتكلفة الوكالة، إذ أن توزيع الجزء الأكبر من الأرباح المحققة يعمل على تخفيض تعارض المصالح بين الملاك والإدارة من خلال تخفيض كمية السيولة المتاحة والتي يمكن للإدارة استغلالها في تعظيم مصالحهم الشخصية على حساب مصالح حملة الأسهم، علاوة على ذلك فإن توزيعات الأرباح تعمل على الحد من تعارض المصالح داخل الشركة من خلال تعريضها لرقابة أكبر من قبل أجهزة السوق المالية حيث أن توزيع الأرباح يزيد من احتمال لجوء الشركة للتمويل بالملكية–نظرا لانخفاض

[1] محمد عبد الله المهندي، وليد زكرياء الصيام،**مرجع سابق**، ص 261.

السيولة لديها نتيجة التوزيعات– من خلال إصدار أسهم جديدة وطرحها في السوق وهو مايزيد من درجة رقابة الملاك والسوق المالية لها.[1]

ثانيا: سياسة توزيع الأرباح وتكلفة المعاملات

أشارت النظريات السابقة إلى عدم أهمية التوزيعات بالنسبة للمساهم على اعتبار أنه يستطيع خلق سياسة توزيعات الأرباح الخاصة به دون تحمل أي تكاليف إضافية لخلق مستويات تدفقات نقدية تغطي احتياجاته ببيع أسهمه أو باستخدام الدخل الناجم عن التوزيع في شراء أسهم إضافية وبذلك لن تشكل سياسة توزيع الأرباح الخاصة بالشركة فارقا بالنسبة إليه.

إن هذا يكون صحيحا فقط إذا انعدمت تكاليف المعاملات وهو ما لا يتوافق مع الواقع العملي فكل المعاملات التي تجري في السوق المالية والتي تتعلق سواء بعملية البيع أو الشراء للأوراق المالية تحمل فئات المستثمرين مجموعة من التكاليف في المقابل وبذلك فإن سياسة توزيع الأرباح التي تعتمدها الشركة حسب النظرية تؤثر على توجهات المستثمرين نحو الشركات.[2]

الفرع الثالث: سياسة توزيع الأرباح ونظرية الاشارة وأثر الزبون

يرى الكثير من الباحثين أن نظرية الإشارة ونظرية أثر الزبون تعد من بين أهم النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح.

أولا: نظرية الإشارة

تقوم نظرية الإشارة على قاعدة عدم تماثل المعلومات ويعود الفضل في ظهورها إلى الكاتب الاقتصادي Ross سنة 1977.[3]

تستند نظرية الإشارة على مفهوم انعدام التناظر في المعلومة التي تتميز بها الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها الشركات ليست هي بالضرورة المتغيرات الحقيقية، فتذهب هذه النظرية إلى التأكيد على أن إدارة الشركات الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار مؤشرات

---

[1] علام محمد موسى، **أثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح في سوق الكويت المالي**، دورية الإدارة العامة، المجلد 54، العدد 03، 2014، ص 453.

[2] Baker Kent,Gary Powell ,**Op Cit**, P 414.

[3] عبد الوهاب دادن، **الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مجلة الباحث، العدد 07، 2010،ص 319.

خاصة وفعالة تميزها عن غيرها من الشركات، أين تعد توزيعات الأرباح واحدة من أهم هذه المؤشرات.[1]

يشكل مستوى توزيعات الأرباح أو تحديدا التغييرات في مستوى الأرباح الموزعة مصدرا إعلاميا حيث ينقل معلومات جديدة عامة عن الشركة، فالرفع من قيمة التوزيعات قد يفسرعلى أن المسير ينظر بثقة إلى المستقبل وهو ما يعطي إشارة إيجابية للمستثمرين في السوق المالية.

في حين قد يرى البعض وعلى العكس أن التوزيعات قد تعطي إشارة سلبية للمستثمرينفدفع أي أرباح أو الرفع في قيمتها مقارنة بالسنوات السابقة يشير إلى أن المسير لم يتمكن من إيجاد الفرص الاستثمارية الأمثل لاستخدام التمويل المتاح والمتوفر فيقدم بعضه للمساهمين في شكل توزيعات.[2] وهو الأمر الذي يمكن التوصل إليه نظرية(MM).

إن الاختلاف في تفسير التوزيعات في الأصل هو نتاج للاختلاف بين وجهات نظر المستثمرين حول الأرباح المستقبلية، وأن الإدارة تملك معلومات أكثر دقة منها عن المستقبل الخاص بالشركة مقارنة بباقي الفئات.

فنظرية الإشارة تعني أنه في ظل عدم تماثل المعلومات قد توفر سياسة توزيع الأرباح إشارات بشأن الأداء الحالي والمستقبلي للشركة.[3]حيث تعتمد على فكرتين رئيستين:

– **الأولى:** لا يمتلك كل الأطراف نفس المعلومة كما ونوعا حيث يمكن أن يتوفر المسيرون على معلومات ليست بحوزة المستثمرين،

– **الثانية:** أنه حتى وإن توفرت المعلومة عند كل الأطراف فإنها لن تستقبل بالطريقة نفسها فلا تفهم في نفس الاتجاه،وبالتالي فإن القرارات المالية التي تتخذها الإدارة لا تتوقف على كونها قرارات صحيحة فقط، بل لابد أن تعمل على إقناع السوق بأنها قرارات جيدة تنصب في مصلحة الشركة ومن ثمة في مصلحة المساهمين[4]، فالإشارة ليست سرا أو تصريحا مضللا كما يعتقد الكثير ولكنها

---

[1]الياس بن ساسي، يوسف قريشي، **مرجع سابق**، ص 391.

[2]Eddie McLarie, **Op Cit**, P 332.

[3]FairchildR, Dividend Policy, **Signaling, Free Cash Flow an Integrated Approach**, Managerial Finance, Vol.36, Issue 5, 2010, P 395.

[4]شوقي بورقيبة، **دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية**، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 10، 2010، ص 131.

قرار مالي حقيقي وواقعي يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية في حالة ظهور أو اكتشاف عدم صحتها.[1]

وبالرجوع إلى نظرية الإشارة والتوزيعات فالملاحظ أن الرفع في الأرباح الموزعة عادة ما يصاحَب بارتفاع في سعر السهم، بينما أي تخفيض في قيمة التوزيعات سيسبب انخفاضا وتراجعا في سعره وقد فسر Lintner هذا السلوك بتفضيل المستثمرين لتوزيعات الأرباح بدلا من الأرباح الرأسمالية وأن إدارة الشركة التي تقوم بالإعلان عن الرفع في التوزيعات النقدية عادة ما تعكس تمتع الشركة بوضعية مالية جيدة.

وعلى هذا الأساس يفسر الكثير توزيعات الأرباح وفق الانعكاس الذي تخلقه في السوق المالية ولدى المستثمرين.

ثانيا: أثر الزبون Clientele Effect

ونعني بأثر الزبون أو أثر العملاء أن أسهم الشركة قد تجذب عملاء أو زبائن معينين اعتمادا على سياسة توزيع الأرباح التي تتناسب واحتياجاتهم.

فإذا قامت شركة باحتجاز أو إعادة استثمار أرباحها عوض توزيعه على المساهمين، فهذا القرار لن يكون مرضيا للمساهمين الراغبين في الحصول على نقد في الفترة الحالية وحتى وإن عرفت أسهمهم ارتفاعا فسيكونون مجبرين على تحمل تكاليف ناتجة عن بيع أسهمهم للحصول على النقد آنيا، في حين أن المساهمين الآخرين قد يفضلون سياسة توزيع أرباح منخفضة فسياسة توزيع أرباح أقل تعني دفع المساهمين لضرائب أقل وتكاليف أقل في إعادة استثمار أرباحهم الموزعة بعد الضرائب، وبالتالي فإن المستثمر الذي يرغب في دخل من الاستثمار الحالي يجب أن يمتلك أسهما في الشركات التي تعتمد سياسة توزيع أرباح مرتفعة بينما على المستثمر الذي لا يرغب في الحصول على عائد حالي أن يمتلك أسهما في شركات تعتمد سياسة توزيعات للأرباح منخفضة.

وإلى الحد الذي يرغب فيه المساهمون بالتحول من شركة إلى أخرى تقوم الشركة بالتغيير من سياسة إلى أخرى حتى تسمح للمساهم الذي لم يفضل طريقة التوزيع الانتقال ببيع أسهمه لمستثمر تناسبه طريقة التوزيع هذه،غير أنه ومع وجود تكلفة الوساطة ومع احتمال أن يدفع البائع ضرائب

[1] عبد الوهاب دادن، **مرجع سابق**، ص 319.

على أرباحه الرأسمالية وكذا نقص محتمل في المستثمرين الذين يفضلون السياسة الجديدة لتوزيع الأرباح، يجعل إدارة الشركة مترددة في تغيير سياسة توزيعاتها لأن التغيير قد يدفع بالمساهمين إلى بيع أسهمهم وما قد يسببه هذا من تراجع في أسعار الأسهم للشركة.[1]

وبعرض مختلف النظريات التي حاولت تفسير سياسة توزيع الأرباح وأثرها على قيمة الشركة نجد أن التفسيرات اختلفت مظهرة جوانبا متعددة قد تحكمها وهو ما يزيد من الغموض الذي يكتنف هذا المفهوم، فسياسة التوزيعات قد تؤثر في سعر السهم ومنه على قيمة الشركة انطلاقا من كونها تعكس القوة المالية للشركة فهي أداة جذب للمساهمين والمستثمرين بزيادة الطلب على الأسهم، كما قد لا تؤثر على سعر السهم بالضرورة إلا أنها قد تشكل معيارا يلجأ إليه المستثمرون عند تحديد فرص استثمارهم فهي ستوضح مقدار وتواتر التوزيعات التي قد يحصل عليها مستقبلا في الشركة.

[1]Eugene Brigham,Michael Ehrhardt, Financial Management Theory and Practice,**Op Cit**, P 618.

المبحث الثالث: أثر سياسة توزيع الأرباح على القرار الاستثماري في ظل جودة التقارير المالية.

تعد قرارات الاستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح قرارات مالية متداخلة، فإدارة الشركة لا يمكنها النظر في سياسة توزيع الأرباح في عزلة عن باقي القرارات المالية فيها، فقرارها مثلاً بزيادة قيمة التوزيعات يعني احتجاز أرباح أقل لأغراض الاستثمار واللّجوء إلى الأسواق المالية للحصول على التمويل اللازم لفرصها الاستثمارية وهو مايعني في الغالب الرفع في تكلفة التمويل وتخفيض العائد على الاستثمار وهو ما قد يؤثر سلبا على قيمة الشركة.[1]

ولأن إدارة الشركة ملزمة باختيار توليفة القرارات المالية التي تسمح بتعظيم قيمتها وثروة المساهمين فإننا سنحاول في هذا الجزء من الدراسة الطرح النظري لطبيعة العلاقة بين هذه القرارات المالية في الشركة والأثر الذي تخلقه جودة التقارير المالية في هذه العلاقة نظريا.

[1]Baker Kent, Dividends and Dividend Policy, **Op Cit**, PP 03-04.

المطلب الأول: تداخل القرارات المالية في الشركة

تتضمن السياسة المالية للشركة مختلف القرارات المالية فيها والتي تتحدد بما يتوافق وأهدافها المرتبطة أساسا بتعظيم القيمة وتعظيم ثروة المساهمين، غير أن هذه القرارات المشَكلة لها تتداخل فيما بينها بما يجعل الفصل فيها يحتاج إلى الكثير من التحليل.

الفرع الأول: توليفة القرارات المالية

يشكل الاستثمار العنصر الرئيسي في عملية النمو والتوسع في الشركات من خلال اقتناصها للفرص الاستثمارية المتاحة، غير أن استجابتها لهذه الفرص مرتبط بقدرتها على توفير التمويل اللازم والذي غالبا ما يتوقف على حجم التمويل الذاتي لاعتبارات عدة أولها صعوبة الحصول على التمويل الخارجي وهذا في ظل أغلب ما يميز الأسواق المالية في الدول النامية من عدم تماثل في المعلومات ، وإن تمكنت الشركة من الحصول عليه فقد يكون مكلفا جدا

ونتيجة لهذا فإن الشركات تلجأ في الأغلب إلى التمويل الذاتي الذي تشكل الأرباح المحتجزة مصدرا له والذي يعد بدوره مصدرا تمويليا للتوزيعات المقدمة للمساهمين وهو ما يخلق تداخلا في هذه القرارات المالية في الشركة لدرجة أن يلغي أحدهما الآخر،

فالقرارات الاستثمارية قائمة على مدى توافر التمويل اللازم الذي يرتبط وجوده بتكلفته وهو ما يحدد قبول الاستثمار من عدمه في حين أن تكلفة التمويل ترتبط بعنصر التمويل الداخلي الذي تعد الأرباح المحتجزة مصدرا له فإذا ما قررت الجمعية العامة توزيع الأرباح للمساهمين فإن الفرص الاستثمارية المتاحة للشركة اما قد تلغى أو أن تضطر الشركة إلى تمويلها بتكاليف أعلى.

يوضح الجدول رقم (1-3) نماذج لوضعيات تتعلق بكل من القرار الاستثماري وتوزيع الأرباح والقرار التمويلي في الشركة:

الجدول رقم (3-1): نماذج وضعيات للقرارات المالية في الشرك

القرار الاستثماري	القرار التمويلي	قرار توزيع الارباح
ان فرص النمو المرتفعة تتطلب استثمار كبير ومستمر توفر العديد من الفرص الاستثمارية ذات قيمة حالية صافية موجبة	الشركات التي تحقق أرباحا قادرة على تمويل المشاريع داخليا . قد تستنفذ الشركة مصادرها التمويلية الداخلية وتعتمد على الأسواق الخارجية لتمويل إضافي متبعة نظرية التدرج بتفضيل الديون على الأموال الخاصة في التمويل الخارجي	سياسة التوزيع المتبعة تكون هي سياسة المتبقي من الأرباح
فرص نمو متوسطة تتطلب استثمار بسيط انتقاء استثمارات ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة	المصادر الداخلية قد تكون كافية لتمويل الاستثمار الدين قد يستخدم لتخفيض الالتزامات الضريبية والرفع من قيمة الشركة	يتم وضع سياسة توزيع مستقرة و متزايدة قد تحدد الأفاق والتوجهات المستقبلية بالإضافة إلى تأثير العملاء مما إذا كانت التوزيعات منخفضة أو مرتفعة
لا فرص نمو ما يتطلب استثمار صغير أو لا استثمار الاستثمار هنا قد يكون مسرف وذو قيمة حالية صافية سالبة	احتياج بسيط لمصادر تمويل خارجية من المتوقع ان تنخفض نسبة الدين في الشركات ذات الأصول المعنوية	توزيعات الأرباح قد تكون مرتفعة، أو متوسطة أو منخفضة بناءً على الربح تغيير طفيف في التوزيعات أو سياسة توزيع بدون تغيير
	الشركات الأكثر ربحية ذات الأصول المادية ، الأصول قد تضيف رفع مالي لتخفيض الضرائب	تؤدي الأرباح العالية والاستخدام الأمثل للرافعة المالية إلى توزيعات مرتفعة إلى جانب إعادة شراء الأسهم.
	قد تعوض الشركات الأقل ربحية بمستويات عالية من الدين للرفع من العائد على حقوق الملكية	الشركات المنخفضة الربح يمكن إن تستخدم الدين لدعم المستوى العالي من التوزيعات لتجنب الإشارات السلبية لا نمو وأرباح منخفضة قد يجبر الشركة على إقصاء التوزيعات

المصدر:

Stanley Slater, Thomas Zwirlein**, The Structure of Fianancial Strategy Pattern in Financial Decision Making**, Managerial and Decision Economics, Vol 17,1996, P 257.

يظهر الجدول رقم (3-1) عددا من النماذج المالية المتعلقة بكل من القرارات الاستثمارية والقرار التمويلي وقرار توزيع الأرباح في الشركة والمبنية على جملة من النظريات في مجال المالية فالحل بالنسبة للقرارات المالية حسب الباحث أن يكون اتخاذها متزامنا وأن تكون القرارات في الشركة مشتقة من الفرص الاستثمارية لها.

الفرع الثاني: القرار الاستثماري كقرار محوري

انطلاقا من وصف Beasley و Meyers سنة 1991" يمكنك تحقيق الكثير من الأموال من الجانب الأيسر للميزانية منه من الجانب الأيمن"[1] يتضح أن القرار الاستثماري يضيف قيمة للشركة أكبر مما يضيف لها كل من قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح وبذلك قسّم القرار الاستثماري إلى ثلاثة مستويات من فرص النمو: مستوى عالي ومستوى متوسط ومستوى منخفض أو معدوم على أن يتم وضع توليفة لكل من قرار التمويل وقرار توزيعات الأرباح تناسب هذه المستويات الثلاثة من النمو حيث كانت التوليفات كما يأتي:

- إذا توافرت للشركة فرص نمو مرتفعة فإنها تلجأ إلى تمويلها باستخدام المصدر الداخلي على أن يتم اللجوء إلى الأسواق المالية في حالة الحاجة لتمويل اضافي وبذلك تكون سياسة توزيع الأرباح المتبعة هي سياسة المتبقي؛
- إذا كانت فرص الاستثمار منخفضة فقد تكون مصادر التمويل الداخلية كافية أو ان يستخدم الدين لتخفيض الالتزامات الضريبية فتكون سياسة التوزيع المستقرة هي الأفضل؛
- بينما الشركة التي لا تملك فرصًا للنمو وتتطلب فقط استثمارات صغيرة فإن القرار التمويلي والتوزيعات تتوقف على عوامل أخرى كالربحية ونوع الأصول المشكلة لاستثماراتها.

الفرع الثالث: قرار التوزيع كقرار محوري

على النقيض من النظرة الأولى فقد اعتبر zeng سنة 2003 في دراسته أن قرار توزيع الأرباح قرار جوهري يحقق هدفين رئيسيين:

[1]Stanley Slater, Thomas Zwirlein, **The Structure of Financial Strategy Pattern in Financial Decision Making**, Managerial and Decision Economics, Vol 17,1996, P 256.

- **بث مؤشرات إيجابية:** حيث يبث قرار التوزيع مؤشرات ايجابية حول مستقبل الشركة في السوق المالية؛
- الحد من تكاليف الوكالة: إذ أن قرار التوزيع يقلل من تكاليف الوكالة التي تتحملها الشركة.

بالإضافة إلى ما سبق فإن الأدلة التجريبية تشير إلى سعي الشركات لتحقيق الاستقرار في توزيعاتها وتجنب التخفيض فيها فهي بذلك تحدد سياستها في التوزيع أولا بالاعتماد على التمويل الداخلي ومن ثم تحدد فرصها الاستثمارية باعتبار أن الشركات لا تفضل التغيير في سياستها التوزيعية لما لذلك من رد فعل من السوق المالية كما أنها لا تستخدم الاستدانة كمصدر لتوزيع الأرباح.

الفرع الرابع: أثر توزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية في الشركة.

إن الجدل القائم حول أهمية وعدم أهمية قرار توزيع الأرباح ناجم عن وجهتي نظر مختلفتين إلى حد ما بمشكلة اتخاذ القرار، فالذين يجادلون بأهمية سياسة توزيع الأرباح فهم ينظرون إلى توزيع الأرباح على أنه بديل لإعادة استثمار الأرباح في الشركة، في حين أن أولئك الذين يجادلون بعدم أهمية سياسة توزيع الأرباح يرون أن قرار الاستثمار لا يحتاج أن يخضع لسياسة توزيع الأرباح إذ يمكن للشركة تمويله بشكل جيد من خلال إصدار دين جديد أو حق ملكية[1].

غير أن أمر الحصول على تمويل غير ذاتي ليس بهذه السهولة فعادة ما تكون الشركات مقيدة ماليا فتكون تكلفة حصولها على الأموال الخارجية عالية جدا تمتنع معها من الاستثمار[2].

يعد قرار توزيع الأرباح جزءا من عملية صنع القرار المالي في الشركة إذ يرتبط بشكل واضح بقرارين رئيسيين هما الاستثمار والتمويل، فقرار توزيع الأرباح يؤثر على قرار تمويل الشركة من خلال الأرباح المحتجزة وقرار التمويل يرتبط بكمية الأموال التي يتم جمعها من مصادر خارجية

[1]Buckner Wallingford, **An Inter-Temporal Approach to the Optimization of Dividends Policy withPredetermined Investments**, Journal of Finance,Vol 29, issue 1, 1974, P 627.

[2]Steven kaplan, Luigi Zingale, **Do investment, Cashflow Sensitivities Provide Useful Measures of Financial Constraints**?, the Quarterly Journal of Economics, 1997, P 172.

للاحتياجات الاستثمارية للشركة ويمكن أن تتحقق من خلال مزيج من الأرباح المحتجزة والتمويل الخارجي. فإذا تم دفع توزيعات عالية فإنها تؤخذ من الأموال المتاحة للاستثمار وبالتالي قد لا تمتلك الشركة المال الكافي للمضي قدما في برنامج النفقات الاستثمارية وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة الاعتماد على التمويل الخارجي وفي هذه الحالة تنشأ علاقة عكسية بين قرار توزيع الأرباح والقرار الاستثماري.[1]

فالأرباح الموزعة في المواضيع المحاسبية والمالية يطلق عليها " dividend division Enigma" وهذا لأن الزيادة في التوزيع يقلل من التمويل الداخلي للمؤسسة المخصص للقرارات الاستثمارية وفي هذه الحالة تكون المؤسسة بحاجة للتمويل الخارجي وهو الأمر الذي سيؤثر على نفقات الاستثمار، والربحية وسعر السهم وكذا العائد المتوقع المستقبلي من قبل المساهمين.[2]

المطلب الثاني: أثر جودة التقارير المالية في تعديل أثر التوزيعات على القرار الاستثماري

إن التداخل بين قرار التوزيع للأرباح والقرار الاستثماري في الشركة ناتج عن التمويل الداخلي المتاح للشركة الذي يتميز بانخفاض تكلفته من جهة وعلى اعتبار عدم قابلية مصادر التمويل للإحلال فيما بينها من جهة أخرى، وإنه ولتفادي الشركة التخلي عن الفرص الاستثمارية المربحة فإنها تعمل على خفض تكاليف مصادر التمويل الخارجية من خلال تخفيض المخاطر التي يتحملها المستثمر جراء المساهمة بأمواله في تمويل الشركة وهذا من خلال البحث عن المتغير الذي يمكن من تخفيض عدم التماثل بين إدارة الشركة والمستثمرين ومن ثم خفض التأثير السلبي لتوزيع الأرباح على قرار الاستثمار في الشركة فإلى أي مدى يمكن أن تكون جودة التقارير المالية حلاً لذلك؟

---

[1] عباس حميد يحي التميمي، سطع صالح حسين، **تأثير جودة الإبلاغ المالي في سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية**، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 23، العدد95، 2017، ص 436.

[2] Abbasi E, Bahrooz Ebrahimzadeh, **Dividend Policy, Cash flow and Investment in Tehran Stock Exchange**, African Journal of Business Management, Vol 07,No 39, 2013,P 4128.

الفرع الأول: جودة التقارير المالية ودورها في تخفيض عدم التماثل

تعتبر إدارة الشركة الأكثر دراية بوضعية الشركة الحالية وإستراتيجيتها وخططها المستقبلية فتتوفر لديها معلومات لا تكون متاحة للمساهمين فيها، فقد يكون هذا الحجب للمعلومة متعمدا أو غير متعمد، وهو الأمر الذي يشار إليه على أنه عدم تماثل للمعلومات بين الأطراف، فاختلاف كم ونوع المعلومات المتوفرة أو بتوفرها مع الاختلاف في تحليلها وقراءتها بين مستخدمي هذه المعلومات يزيد من مشاكل عدم التماثل.

يأخذ عدم التماثل شكلين[1]:

أولا: المخاطر الأخلاقية

وتتشكل هذه المخاطر عندما يصبح الممثل لفئة المساهمين في الشركة والمتمثلة في إدارة الشركة تعمل على تحقيق مصالحها دون مصالح هذه الفئة مستغلة امتلاكها كل المعلومات وافتقارهم لها.

ثانيا: الاختيار غير الملائم

وهنا تركز صورة عدم التماثل بين فئات المساهمين، فقد يمتلك المعلومة فئة منهم وتحجب عن آخرين فهذا الحجب يجعل اختيارهم غير ملائم وصائب فقد يملك مساهم في شركة معلومات تخص أخبار عن انخفاض قريب للأسهم نتيجة مشكلة في الشركة فيقوم هذا المساهم ببيع أسهمه فيقتنيها المساهم الآخر الذي لا يملك هذه المعلومات فيحقق الأول أرباح بينما يتحمل الثاني خسائر نتيجة اختياره العكسي.

تتضمن التقارير المالية حكما إداريا، أين تستخدم الإدارة الحكم الشخصي والتقدير في نقل بعض المعلومات الخاصة المتعلقة بالأرباح لمستخدميها والتي تكون واقعية وتساهم في عكس الأداء الاقتصادي الحقيقي للشركة على اعتبار أن المعلومات العامة المعلن عنها تكون متاحة لكل الأطراف سواء كانوا دائنين أو مساهمين ،مستثمرين محليين أو أجنبيين وهو الأمر الذي يساهم في خفض عدم التماثل بين مختلف الأطراف المستخدمة للمعلومات من خلال التخفيض من كمية المعلومات الخاصة التي يمكن لبعض الأطراف الوصول إليها مقارنة بالمستخدمين الآخرين كتلك

[1]صفا محمود السيد، **التوسع في الإفصاح المحاسبي وعدم تماثل المعلومات في البورصة المصرية**، مجلة البحوث المعاصرة، جامعة سوهاج ، المجلة 19،العدد 01، ص 40.

التي يمكن أن تكون متاحة للمستثمرين المحليين من خلال الملاحظة مقارنة بالمستثمرين الأجنبيين، فالمستثمر المحلي أكثر دراية بالشركات المحلية والقطاعات التي تنشط فيها هذه الشركات كما لديه القدرة على الولوج إلى المعلومات الخاصة أو الداخلية أكثر من المستثمر الأجنبي وبالتالي فتدفق المعلومات عالية الجودة يسمح بتخفيض عدم التماثل بين مختلف الأطراف المستخدمة للمعلومات[1]، وعليه فجودة التقارير المالية تسمح بالإفصاح عن معلومات داخلية وخاصة مهمة لمتخذ القرار وبذلك تخفض استغلال طرف للمعلومة دون غيره من المستخدمين وبالتالي تخفض من حافز المستثمر ليكون على اطلاع.

الفرع الثاني: جودة التقارير المالية ودورها في تخفيض تكلفة التمويل.

أشارت الدراسات إلى أن جودة التقارير المالية تؤثر في تكلفة التمويل في الشركة، حيث وضعت البعض منها نماذج تم التوصل من خلالها إلى أن خصائص المعلومات المحاسبية تُحدث مخاطرة إضافية نظامية لا يمكن تجنبها ما يؤثر على تكلفة التمويل، حيث أن المستثمر يطالب بعائد أعلى مقابل شراء السهم الذي يتضمن معلومات خاصة كثيرة ومعلومات عامة أقل.

لقد فسرت بعض الدراسات تأثير جودة التقارير المالية على تكلفة التمويل في كون الأولى تخفض من درجة المخاطرة المتعلقة بالمعلومات وأن انخفاض الجودة في المعلومات سيخفض من مستوى التنسيق بين الشركة وفئة لمستثمرين على اعتبار أن المستثمر الذي يملك معلومات أقل سيكون في الغالب عرضة لقرار خاطئ وعكسي في تخصيص استثماراته مقارنة بالمستثمر المطلع لذا سيطلب عائدا أعلى لقاء مساهمته ما يحمل الشركة تكلفة أكبر في التمويل.[2]

---

[1]Tae Ma, **Financial Reporting Quality and Information Asymmetry: Evidence from the Chinese Stock Market**, Accounting Review, PP 12-13.

[2]محمد أبو نصار وآخرون، **أثر جودة الأرباح على تكلفة الاقتراض طبقا لمعايير الإبلاغ المالي الدولية**، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 7، العدد 3، ص 435.

خلاصة

يعد قرار توزيع الأرباح واحدا من أهم القرارات المالية التي تتخذ على مستوى الشركات ومن أكثرها تعقيدا نظرا لتأثيره على الشركة وعلى المساهمين إذ يتطلب اتخاذه مراعاة كثير من العوامل الاقتصادية التي تتعلق بالشركة بالإضافة إلى عوامل قانونية وتعاقدية، وأخرى تتعلق بتفضيلات المساهمين.

إن التعقيد لا يكمن فقط في إعلان قرار التوزيع من عدمه وإنما أحيانا أخرى يتعداها إلى تحديد نسبة هذا التوزيع وشكله فيكون القرار بين نوعين من التوزيع: توزيعات نقدية مدفوعة للمساهمين وأخرى توزيعات للملكية والتي تتخذ إما شكل توزيع أسهم مجانية أو تجزئة للسهم أو عكسه؛ مع الأخذ في الاعتبار لطبيعة تأثير كل نوع من هذه التوزيعات على الشركة وعلى ثروة المساهمين فيها.

لقد توالت الدراسات التي كرست أهمية هذا المتغير من خلال تحديد تأثيره على سعر السهم أو على قيمة الشركة وثروة المساهمين، بداية بمقاربة (MM) 1963 التي ترى أن لا علاقة لتوزيعات الأرباح بقيمة الشركة وأن العمليات التشغيلية بما تخلقه من أرباح هي فقط ما يؤثر على قيمة الشركة وهذا في ظل فرضية وجود سوق مالية مثالية لتعرف النظرية عدة انتقادات بنيت على اختلال فرض مثالية السوق المالية فظهرت عدة نظريات منها نظرية أهمية العائد وكذا نظرية التفضيل الضريبي بالإضافة إلى عدة نظريات لاقت هي الأخرى رواجا في دراسة طبيعة تأثير هذه التوزيعات على قيمة الشركة.

ولأن هذا القرار بهذه الأهمية والثقل في الشركات فإنه يشكل في كثير من الأحيان القرار المحوري بين باقي القرارات المالية الأخرى، فتقوم الشركة أحيانا بالتخلي عن فرص استثمارية عالية العائد لتجنب التغيير في سياستها في التوزيع وما لهذا الأمر من تأثير يتعلق ببعث إشارات سلبية عن أداء الشركة ومستقبلها في التوزيع أيضا فهذا التخلي يكون نتاج عدم توفر مصادر خارجية للتمويل أو لارتفاع تكاليفها إذ تميل الشركة في هذه الحالة إلى استخدام التمويل الذاتي بالنظر لانخفاض تكلفتها إذا ما قورن بالمصادر الخارجية، فالمستثمر عندما لا يملك معلومات عن الشركة تتساوى في مصداقيتها مع ما تملكه الإدارة يطلب عائدا أكبر لأن مخاطره ستكون أعلى ممّا لو استثمر أمواله في شركة تكون مخرجاتها صادقة وذات جودة وهو الأمر الذي أكدته الدراسات من

خلال التأكيد على أن جودة المخرجات المحاسبية تخفض من عدم تماثل المعلومات بين الطرفين ممّا يحمل المستثمر خطورة أقل فيكون عائده المطلوب أقل ممّا لو كان الأمر غير ذلك، وهو ما يعني أن تكلفة التمويل الخارجي ستتراجع فتنخفض درجة تأثير قرار توزيع الأرباح على القرار الاستثماري في الشركة.

هذا الطرح النظري سيكون محل اختبار في الفصل الموالي على عينة من الشركات المساهمة العامة التي تنشط في القطاع الصناعي والمدرجة في سوق عمان للأوراق المالية.

الفصل الرابع:

أثر جودة التقارير المالية

على توزيعات الأرباح والقرار الاستثماري في

الشركات المدرجة في سوق عمان الأوراق

المالية

تمهيد

أشرنا سابقا في الدراسة إلى أن توزيع الأرباح والقرار الاستثماري قد يشكلان مصدر تضارب في الشركة، فالتوزيع قد يعطي صورة جيدة عن الشركة وأدائها ما يشكل مصدر جذب للمستثمرين المحتملين في حين أن احتجاز الأرباح واستخدامها في تمويل فرص استثمارية ناجحة قد يكفل تعظيم ثروة المساهمين إذا كان عائد الفرص الاستثمارية أكبر من العائد المحقق للمساهمين في استثمارات أخرى بعد حصولهم على التوزيعات وبين هذين القرارين قد تتخلى الشركات عن فرص استثمارية مربحة مفضلة استقرار سياستها في التوزيع.

قد تتزايد درجة تأثير توزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية في الشركات المدرجة في أسواق مالية غير مثالية وبالخصائص التي تتمتع بها مثل هذه الأسواق المالية في الدول النامية ككونها الأقل نشاطا وكفاءة أين يكون التمويل فيها بنوعيه صعبا وأكثر تكلفة.

في هذا الفصل من الدراسة سنحاول اختبار صحة وجود هذا التضارب بين القرارين وهل لمستويات جودة التقارير المالية تأثير على هذا التضارب وذلك بعد أثبت العرض المفصل للموضوع العلاقة النظرية بين هذه المتغيرات.

وعليه سيتضمن هذا الفصل المنهج العلمي المتبع بالإضافة إلى مختلف الاختبارات الإحصائية التي أجريت على عينة من الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية وذلك خلال الفترة (2011-2018)، ومن ثم تحليل مفصل لنتائج هذه الاختبارات بما يضمن الحكم على مدى قبول صحة الفرضيات الموضوعة من عدمها وفق الترتيب التالي:

المبحث الأول: لمحة عن سوق عمان للأوراق المالية.

المبحث الثاني: منهجية الدراسة التطبيقية.

المبحث الثالث: تحليل البيانات وتفسير النتائج.

المبحث الأول: لمحة عن سوق عمان للأوراق المالية

تمثل سوق عمان المالية في الأردن واحدة من أقدم الأسواق المالية العربية والتي أنشأت كسوق لرأس المال سنة 1978 في شكل مؤسسة عامة لها شخصية اعتبارية واستقلال مادي وإداري، لتعرف السوق المالية بعدها العديد من التغييرات والإصلاحات والتي مست هيكلها القانوني والتنظيمي ما أنتج سوق عمان للأوراق المالية بشكلها الحالي.

تعد سوق عمان للأوراق المالية عضوا فاعلا في العديد من المنظمات والاتحادات العربية كاتحاد أسواق المال العربية وحتى الدولية كالاتحاد الدولي للبورصات، كما ساهمت بكوادرها البشرية بإنشاء العديد من الأسواق المالية في الخليج العربي ما جعلها تملك مكانة ريادية بين مختلف الأسواق المالية العربية.

المطلب الأول: نشأة وتطور سوق عمان للأوراق المالية

بدأ إنشاء شركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهمها منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1931 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة مما دعى الحكومة إلى التفكير جديا بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، وحماية صغار المدخرين من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناء على العرض والطلب.

في عام 1976 قام البنك المركزي وبمساعدة مؤسسة التمويل الدولية المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات مكثفة تبين من خلالها أن حجم الاقتصاد الوطني الأردني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال شركات المساهمة العامة يبرر إنشاء هذه السوق المالية.

وكثمرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لعام 1976 والذي تم بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق رأس المال والذي باشر أعماله بتاريخ 1978/01/01.

لقد كان صدور قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997 من أهم معالم هذه التطورات حيث اعتبر هذا القانون نقلة نوعية ونقطة تحول هامة في سوق رأس المال الأردني حيث

هدف هذا القانون إلى إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني بما يتفق والمعايير الدولية حيث تضمن القانون إنشاء ثلاث مؤسسات جديدة لتحل محل سوق رأس المال وهي:

هيئة الأوراق المالية، وبورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية [1]

وعلى هذا فإن سوق رأس المال في الأردن قد مر بمرحلتين رئيسيتين في إنشائه:

- **المرحلة الأولى:** وهي مرحلة السوق غير المنظمة حيث امتدت هذه المرحلة من الثلاثينات وحتى إنشاء سوق لرأس المال في أواخر السبعينات،وكان أهم ما ميز هذه الفترة التداول بأسهم شركات المساهمة العامة عن طريق بعض المكاتب العقارية.
- **المرحلة الثانية:** وهي مرحلة السوق المنظمة أين عرفت السوق عدة إصلاحات في هيكلها القانوني والتنظيمي.

المطلب الثاني: الإصلاحات الهيكلية لسوق رأس المال في الأردن

في شهر ماي من عام 1997 صدر قانون الأوراق المالية رقم 23 والذي بدأت بصدوره مرحلة إصلاح وإعادة هيكلة سوق رأس المال في الأردن بما يكفل تنظيم وتطوير سوق رأس المال بما يتفق والمعايير الدولية وللتوجه نحو تعزيز الشفافية وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية.

وبموجب هذا القانون تم إنشاء ثلاث مؤسسات رئيسية تمثلت في"هيئة الأوراق المالية" لتتولى الدور الرقابي والتنظيمي، "وبورصة عمان بمثابة سوق عمان" لتداول الأوراق المالية وأخيرا "مركز إيداع الأوراق المالية" والذي أوكل لهمهمة تسجيل الأوراق المالية وتدقيق ونقل ملكيتها وفيما يلي سنعرض بايجاز هذه المؤسسات والمهام الموكلة إليها.

الفرع الأول: هيئة الأوراق المالية

تأسست هيئة الأوراق المالية كمؤسسة رسمية، تتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري ترتبط مباشرة بمجلس الوزراء وبإنشائها تم فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي في السوق المالية.

[1] https://www.ase.com.jo/ar/nbdht-n-alshrkt/adart-alshrkat/swq-ras-almal, Accessed 20/05/2019.

تهدف هيئة الأوراق المالية بصفة خاصة إلى:[1]

- التشريع والتنظيم والرقابة على سوق الأوراق المالية حماية للمستثمرين فيها؛
- تطوير السوق المالية وفق للمعايير الدولية والمساهمة في حمايتها من المخاطر لتستمر كحاضنة آمنة للاستثمار وجاذبة للمستثمرين وهو ما ينصب في تحسين البيئة الاستثمارية في الأردن.

كما تتولى هيئة الأوراق المالية الصلاحيات التالية لتحقيق أهدافها:[2]

- تنظيم وتسجيل إصدار وإدراج الأوراق المالية من الجهات المصدرة؛
- ضمان إفصاح المصدرين بشكل كامل ودقيق عن المعلومات الجوهرية اللازمة للمستثمرين وضمان نشر هذه المعلومات في الوقت المناسب؛
- تنظيم شؤون الترخيص والاعتماد لشركات الخدمات المالية المتعاملة بالأوراق المالية ومراقبة الأعمال المرخص لها بها في بورصة عمان والبورصات الأجنبية؛
- مراقبة التداول الذي يجري على الأوراق المالية من قبل كافة جهات الاستثمار المحلية والأجنبية في السوق؛
- تنظيم ومراقبة الأداء التنفيذي لمؤسسات رأس المال الأخرى المتمثلة في بورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية.

يتولى إدارة الهيئة والإشراف على شؤونها مجلس يسمى مجلس مفوضي الهيئة ويتألف من خمسة مفوضين.

الفرع الثاني: بورصة عمان –سوق عمان للأوراق المالية

تأسست بورصة عمان في 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في الأردن.

تم تسجيل بورصة عمان لدى دائرة مراقبة الشركات بوزارة الصناعة والتجارة والتموين كشركة مساهمة عامة مملوكة كاملة للحكومة الأردنية في 20 فيفري 2017 بعدما كانت تابعة للقطاع

[1] https://jsc.gov.jo/page/ar/about_jsc, Accessed 20/05/2019.

[2] http://sdc.com.jo/arabic/index.php, Accessed 20/05/2019.

الخاص،يقدر رأسمالها بـ 4.774.525 دينار أردني، حيث تكون شركة بورصة عمان الخلف القانوني والواقعي للسوق وتؤول إليها جميع حقوقها ومجوداتها والتزاماتها.

تدار سوق عمان للأوراق المالية من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء، ومن مدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة.

وتهدف السوق المالية وفق ما نص عليه القانون إلى:

- ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل الأردن وخارجها؛
- العمل على توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة على أسس سليمة وعادلة في التداول؛
- نشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها الشركة.

ولتحقيق جملة هذه الأهداف قامت بورصة عمان بعقد مجموعة من الاتفاقيات الإستراتيجية مع عدة أطراف ذات علاقة داخليا وخارجيا، كما عززت دور الرقابة على الأسواق المالية من خلال وضع جهات رقابية محلية وأخرى خارجية.

من الأهداف الجوهرية أيضا التي تطمح إلى تحقيقها:

- **الأمانة والنزاهة:** وذلك من خلال خلق جو العدل والمساواة في التعامل مع جميع الجهات ذات العلاقة؛
- **الشفافية:** الإفصاح عن جميع المعلومات بشكل دقيق وسريع لجميع الأطراف وفي الوقت نفسه؛
- **التميز والإبداع:** تبني وتطبيق معايير التميز في كافة جوانب العمل في البورصة؛
- **الكفاءة:** الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة، وتحقيق الأهداف بأقل تكلفة وأقل وقت ممكن
- **التحسين المستمر:** ويعني المراجعة الدائمة للأداء وتطبيق أفضل الممارسات العالمية؛
- **الانفتاح:** وذلك من خلال التشاور مع الشركاء الاستراتيجيين وتلقي الآراء حول الخدمات المقدمة للتحسين فيها والوصول إلى خدمات مميزة؛

الفرع الثالث: مركز إيداع الأوراق المالية

تم إنشاء مركز إيداع الأوراق المالية كمؤسسة مستقلة ذات نفع عام يخضع لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية بموجب قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997، حيث يتمتع بشخصية اعتبارية واستقلال مالي وإداري.

بدأ المركز بممارسة نشاطه عام 1999 حيث يزاول جملة من المسؤوليات المخولة له بموجب القانون رقم (18) من سنة 2017 والمسمى في مادته الأولى بقانون الأوراق المالية لسنة 2017:

- تسجيل الأوراق المالية؛
- إيداع الأوراق المالية؛
- حفظ ونقل ملكية الأوراق المالية؛
- الاحتفاظ بسجلات مالكي الأوراق المالية لجميع الشركات المساهمة العامة؛
- إجراء التقاص والتسوية للأوراق المالية.[1]

بالإضافة إلى هذه المهام المحددة قانونا، يتولى المركز المهام التالية والتي تنصب في تحقيق أهدافه:

- الإشراف والرقابة على الأنشطة المهنية ذات العلاقة بنشاط المركز والتي يمارسها أعضاؤه؛
- إبداء الرأي في التشريعات والقوانين ذات العلاقة بعمل المركز ؛
- إصدار التقارير ونشر المعلومات الخاصة بالمركز ؛
- إقامة علاقات تعاون مع مراكز الإيداع والمنظمات العربية والإقليمية والدولية في مجال الأوراق المالية وإبرام الاتفاقيات التي تخدم ذلك؛
- إنشاء وإدارة صندوق ضمان التسوية؛
- وأخيرا يعمل مركز إيداع الأوراق المالية بالتكامل مع المؤسسات الأخرى الخاصة بالسوق والمتمثلة في بورصة عمان وهيئة الأوراق المالية على تطوير سوق رأس المال الأردني.

الفرع الرابع: التطورات المصاحبة لتسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة

بعد تحول بورصة عمان إلى شركة مساهمة عامة وإجرائها لمراجعة شاملة للأنظمة والتعليمات الصادرة عنها فقد قامت خلال سنة 2018 بما يلي:

[1] http://www.sdc.com.jo/arabic/index.php Accessed 10/02/2019

- تعديل تعليمات إدراج الأوراق المالية، حيث نظمت التعليمات الجديدة موضوع إدراج إيصالات إيداع الأوراق المالية؛
- تعديل تعليمات سوق الأوراق المالية غير المدرجة حيث تم إضافة نص يستوجب إيقاف الشركة عن التداول بتاريخ اجتماع الهيئة العامة؛
- إصدار تعليمات الإفصاح الخاصة بشركة بورصة عمان سنة 2018 استنادا إلى أحكام المادة (08) من النظام الأساسي لشركة بورصة عمان؛
- تعديل قواعد التداول من خلال تعديل نسبة الارتفاع والانخفاض اليومي المسموح بها لتصبح 20% عن السعر المرجعي بالنسبة لأذونات الخزينة والسندات وإسناد القرض المتداولة و20% عن سعر الإغلاق بالنسبة للصفقات المنفذة عليها.

كما وضعت تعديلات على أقسامها ودوائرها وأصبح هيكلها التنظيمي يتضمن بالإضافة إلى المدير التنفيذي الدوائر التالية:

- دائرة الإدراج؛
- دائرة العمليات؛
- الدائرة القانونية؛
- دائرة التخطيط والتطوير المؤسسي؛
- دائرة تكنولوجيا المعلومات والاتصال؛
- الدائرة المالية والإدارية دائرة التدقيق الداخلي؛
- دائرة الاتصال والإعلام؛
- دائرة الإدارة العليا.

المطلب الثالث:تقسيمات السوق المالية وقطاعاتها

تتشكل سوق عمان للأوراق المالية من ثلاث قطاعات رئيسية تتوزع إلى أخرى فرعية يمثل فيها القطاع المالي (البنوك والتأمين) القطاع الأكبر في السوق لعدد المؤسسات المالية المشكلة له ولحجم مساهمته في قيمة التداول في السوق.

في هذا المطلب سنعرض التصنيف القطاعي للشركات المدرجة في السوق المالية، ليتم لاحقا عرض تقسيمات السوق المالية من حيث طبيعة الأسواق التي تشكلها وشروط ادراج الشركات في كل سوق.

الفرع الأول: التصنيف القطاعي للشركات المدرجة

انتهجت السوق مطلع العام 2006 توزيعا قطاعيا جديدا للشركات المدرجة والذي أصبح يتماشى مع المعايير الدولية المعمول بها، حيث أن هذا التوزيع سمح بتحقيق جملة من الأهداف:

- إظهار طبيعة عمل الشركات بصورة أدق لمساعدة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وذلك من خلال تسهيل عملية التحليل المالي للشركات المشابهة ومقارنتها مع بعضها البعض ومع شركات القطاع؛
- إبراز الأهمية النسبية التي يلعبها كل قطاع في السوق المالية؛
- متابعة التغييرات في أسعار الأسهم لمختلف القطاعات انطلاقا من المؤشرات الخاصة بكل قطاع.

وبذلك فقد أدرجت الشركات ضمن ثلاث قطاعات رئيسية:

القطاع المالي:

يعد القطاع المالي أكبر القطاعات من حيث القيمة السوقية في سوق عمان للأوراق المالية، يضم الشركات التي تنشط في كل من قطاع البنوك، قطاع التأمين، وقطاع الخدمات المالية المتنوعة والعقارات.

- **القطاع الخدماتي:**

يضم هذا القطاع الشركات التي تنشط في مجال الطاقة والمنافع، والخدمات الصحية، والتعليم، والنقل، والسياحة والفنادق، والإعلام، والخدمات التجارية، بالإضافة إلى قطاع التكنولوجيا والاتصالات.

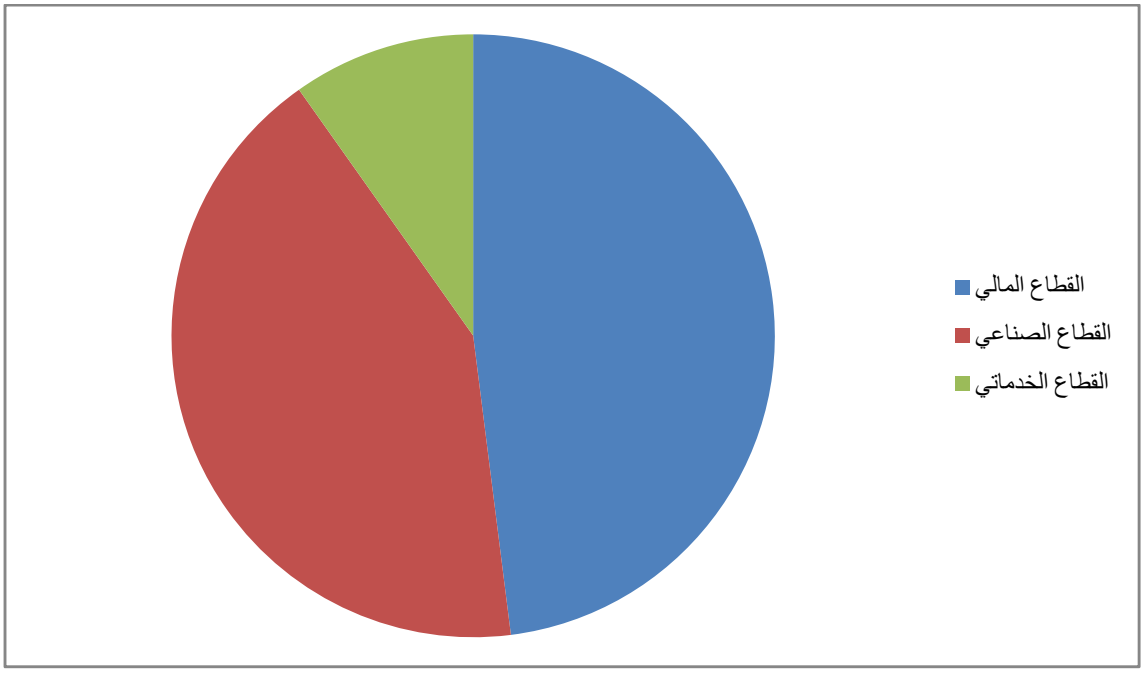
- **القطاع الصناعي:**

يتضمن القطاع الصناعي الشركات التي تنشط في قطاع الصناعات الاستخراجية والتعدين، الصناعات الكيميائية، الصناعات الكهربائية، الأدوية والصناعات الطبية، الصناعات الهندسية، الصناعات الغذائية، الورق والكرتون، صناعات الملابس والنسيج، الطباعة والتغليف، الصناعات الزجاجية والخزفية، والتبغ والسجائر.

إن هذه القطاعات الثلاثة تساهم في حجم التداول في السوق المالية سنويا بنسب مختلفة.

يوضح الشكل رقم (4-1) عرض المساهمة القطاعية لقيمة التداول للعام 2018

الشكل رقم: (4-1): المساهمة القطاعية لقيمة التداول لسنة 2018



المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2018 متوفر على: https://www.ase.com.jo/ar/library-and-publications?publication_category=16

تمثل قيمة التداول إجمالي قيمة الأسهم أو الأصول التي تم تداولها في كامل السوق المالية خلال فترة زمنية معينة،

أما عن قيمة التداول لسنة 2018 فقد أشارت إحصائيات أداء السوق المالية على أن أعلى قيمة للتداول سجلها القطاع المالي بما نسبته48 %يليه القطاع الصناعي بـ 42.2% وأخيرا القطاع الخدماتي بـ 9.8%. كما تشير الإحصائيات إلى أن الصدارة في حجم التداول القطاعي في السنوات الأخيرة كانت في الغالب للقطاعين المالي والصناعي.

الفرع الثاني: تقسيمات السوق المالية:

تتضمن سوق عمان المالية شكلين من الأسواق:

أولا: السوق الأولية أو سوق الإصدار

تشكل السوق الأولية السوق التي يتم فيها الاتصال المباشر بين مصدر الورقة المالية والمكتتب بها أي بين الشركة المصدرة والمستثمرين، حيث يتم التعامل بأوراق مالية جديدة من أسهم عادية كانت أو ممتازة أو سندات وهنا يشار إلى عملية البيع بالاكتتاب العام الأولي.

ثانيا: السوق الثانوية

وتسمى أيضا سوق ما بعد البيع حيث يتم فيها تداول الإصدارات من الأوراق المالية مهما كانت طبيعتها بعد الاكتتاب بها.

مع بداية سنة 2012 قامت بورصة عمان بتوزيع الشركات المساهمة العامة على ثلاثة أسواق ثانوية وفق لمعايير متعددة تتضمن: عدد المساهمين، والربحية، بالإضافة إلى رأس المال، على أن يكون التوزيع كما يلي:

1-السوق الأولى:

هي ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم فيه التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط ادراج خاصة وفقا لتعليمات إدراج الأوراق المالية في البورصة.

2-السوق الثانية:

هي ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم فيه التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط ادراج خاصة وفقا لتعليمات إدراج الأوراق المالية في السوق، والتي تشترط لعملية الادراج في السوق الثانية ما يلي:[1]

- تسجيل هذه الأسهم لدى الهيئة والمركز؛
- عدم وجود أي قيود على نقل ملكية الأسهم المعنية؛
- توقيع الشركة اتفاقية الإدراج مع السوق المالية التي تحدد حقوق والتزامات كلا الطرفين فيما يتعلق بالإدراج؛
- إصدار الشركة لبيانات مالية مدققة تخص سنة مالية واحدة على الأقل تظهر نشاطا تشغيليا؛
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين عن 50% من رأسمالها المدفوع كما هو في التقرير السنوي لآخر سنة مالية؛
- أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة بتاريخ نهاية سنتها المالية عن 5% من رأسمالها المدفوع وهذا للشركات التي يقل رأسمالها عن 10 مليون دينار أردني.

3-السوق الثالثة:

وتمثل السوق الثانوي الذي يتم التعامل فيه بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة وفقا لتعليمات إدراج الأوراق المالية في السوق المالية، وفيما يلي توضيح لشروط نقل الإدراج بين الأسواق الثلاث:

أ-ينقل إدراج أسهم الشركة من **السوق الثانية** إلى **السوق الأولى** تحت شروط تتضمن:[2]

- أن لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن 5 ملايين دينار أردني؛
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 100% من رأسمالها المدفوع؛

[1] https://www.ase.com.jo/ar/Legislation/Directives/tlymat-adraj-alawraq-almalyt-lsnt-2018,
[2] https://www.ase.com.jo

- أن تكون الشركات قد حققت أرباحا صافية قبل الضريبة في سنتين ماليتين خلال الثلاثة سنوات الأخيرة التي تسبق نقل الإدراج، على أن لا يقل معدل صافي أرباح الشركة قبل الضريبة لآخر ثلاث سنوات عن 5% من رأس مال الشركة المدفوع؛
- أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة إلى رأسمالها المدفوع بتاريخ انتهاء سنتها المالية 10% إذا كان رأسمالها المدفوع أقل من 50 مليون دينار أردني؛
- أن لا يقل عدد مساهمي الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن 100 مساهم ؛
- أن يكون قد مضى عام على الأقل من إدراج أسهم الشركة في السوق الثانية.

يشار إلى أن لمجلس الإدارة الحق بعدم نقل إدراج أسهم أي شركة من السوق الثانية إلى السوق الأولى في حال تم فرض عقوبة تأديبية عليها نتيجة مخالفتها لهذه التعليمات خلال 12 شهرا التي تسبق تحقيقها لشروط الإدراج في السوق الأولى.

ب- يتم نقل إدراج أسهم الشركة من **السوق الأولى إلى السوق الثانية** في حال اخلال الشركة بأي شرط من شروط الإدراج ضمن السوق الأولى.

الفرع الثالث: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية

يتم التداول في سوق عمان بمجموعة من الأوراق المالية والمحددة في المادة 03 من القانون رقم (76) الصادر في سنة 2002والمتمثلة في:

- أسهم الشركات القابلة للتحويل أو التداول؛
- إسناد القرض وتمثل أوراق مالية قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة العامة للحصول على قرض مدة استحقاقه تساوي أو تزيد عن خمسة سنوات؛
- الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات حيث تمثل أدوات الدين العام كأذونات وسندات الخزينة؛
- إيصالات إيداع الأوراق المالية وتمثل أوراقا مالية يصدرها بنك الإيداع تعود لجهة مصدرة حيث يتم تداول هذه الإيصالات في أسواق غير تلك المدرجة فيها الأوراق المالية المقابلة لها، لمالكي هذه الإيصالات كافة حقوق مالكي الأوراق المالية المقابلة لها؛[1]
- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع؛

[1] https://jordanlaws.org/2020/03/08/

- الأسهم والوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار المشترك؛
- العقود آنية التسوية والآجلة التسوية؛
- إسناد خيار المساهمة؛
- صكوك التمويل الإسلامية حيث تم إدراج الإصدار الأول لصكوك التمويل الإسلامي لأول مرة سنة 2018 وكانت تلك الصادرة عن الشركة الأردنية للصكوك الإسلامية لتمويل المشاريع الحكومية والتي بلغ عددها 34.000 صك بقيمة 34.000.000 دينار مدتها 5 سنوات وبنسبة مرابحة بلغت3.01%.[1]

الفرع الرابع: آفاق سوق عمان للأوراق المالية

لقد تم وضع خطة بالأهداف الإستراتيجية والمشاريع المستقبلية التي تهدف السوق إلى تحقيقها خلال الفترة (2018-2023) على أن تشمل هذه الأهداف ما يلي:

- تصنيف الشركات المدرجةفي سوق عمان المالي حسب التوافق مع الشريعة الإسلامية؛
- إنشاء مؤشر إسلامي Islamic Index؛
- إنشاء مركز لمعلومات الأوراق المالية،
- تطبيق نظام تداول الكتروني جديد،
- تطبيق نظام إفصاح الكتروني باستخدام لغة BXRL للشركات المدرجة في السوق المالية وكذا لشركات الوساطة حيث تعد لغة نمطية متعارف عليها دوليا؛
- تطوير تطبيقات عامة للسوق على الأجهزة الذكية؛
- تطبيق متطلبات مؤشر MSCI العالمي لرفع تصنيف مؤشر بورصة عمان من سوق نامية إلى سوق ناشئة؛
- العمل على إنشاء صناديق المؤشرات المتداولة ETFs؛
- تعزيز التزام الشركات المدرجة في السوق بقواعد الحوكمة من خلال بطاقات الأداء المتوازن Scorecard.

[1] التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2018متوفر على https://www.ase.com.jo/ar/library-and-publications?publication_category=16 تم الاطلاع عليه 2020/5/28.

وانطلاقا ممّا سبق عرضه يتضح أن سوق عمان للأوراق المالية من الأسواق الناشئة في الوطن العربي والذي يحاول القائمون عليه تطويره وهذا بالنظر لحجم التغييرات الهيكلية والقانونية التي أجريت عليه في السنوات الأخيرة والتي تعلقت بشروط الإدراج فيه، وبالقوانين التي تحكم طبيعة وحجم الإفصاح فيه والملزم للشركات المدرجة بالإضافة إلى العمل على تطوير قاعدة المعلومات الالكترونية بفتح موقع آخر للسوق المالية.

المبحث الثاني: منهجية الدراسة وعرض نموذج الدراسة

بعد تقديم عرض لسوق عمان للأوراق المالية بالإضافة إلى مختلف التصنيفات القطاعية للشركات المدرجة فيه، فإننا سنحاول في هذا المبحث الثاني عرض المنهجية المتبعة في الدراسة التطبيقية لاختبار مدى صحة الفرضيات، وذلك بداية بالتعريف بمجتمع الدراسة والعينة المستخدمة والممثلة له، ومن ثم عرض النموذج المستخدم في الدراسة والمتغيرات التي يتضمنها وآليات قياسها وأخيرا التطرق إلى مختلف الاختبارات والمعالجات الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات المجمعة عن شركات عينة وذلك وفق الترتيب الآتي:

المطلب الأول: مصادر جمع المعلومات.

المطلب الثاني: مجتمع وعينة الدراسة.

المطلب الثالث: نموذج ومتغيرات الدراسة.

المطلب الأول: مصادر جمع المعلومات

تتمثل مصادر جمع المعلومات في المصادر المستخدمة في تغطية وبناء الإطار النظري من مختلف الدراسات والأبحاث المتعلقة بالموضوع وتلك المصادر الأخرى المرتبطة ببناء الإطار التطبيقي الذي يمّكن من فحص واختبار فرضيات الدراسة.

لقد تم جمع البيانات المتعلقة بهذه الدراسة من مصادر أولية وأخرى ثانوية تشكلت في كل من:

الفرع الأول: المصادر الأساسية

شكل موقع سوق عمان للأوراق المالية[1]، المصدر الأولي للبيانات حيث تم من خلاله الحصول على التقارير والقوائم المالية السنوية الخاصة بالشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في السوق، وذلك للفترة الممتدة من(2018-2010). حيث تم تجميع البيانات المتعلقة بسنة 2010 أيضا مع عدم تواجدها ضمن الحدود الزمنية للدراسة على اعتبار أن البعض من المتغيرات يتطلب قياسها توفر بيانات تتعلق بالسنة السابقة (n-1).

بالإضافة إلى موقع السوق فقد تم استخدام:

- موقع هيئة الأوراق المالية (JSC) أين تم تحميل قوائم الشركات التي تم تصفيتها والشركات التي عرفت اندماجا وكذا تلك التي غيرت من شكلها القانوني خلال سنوات الدراسة؛

[1]http://www.ase.com.jo.

– دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية الصادرعن هيئة الأوراق المالية لسنة 2018 و 2019، والذي يحتوي إحصائيات مالية وغير مالية مفصلة عن الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق المالية وغير المدرجة فيه؛

– موقع مركز إيداع الأوراق المالية أين تم من خلاله الحصول على معلومات تتعلق بالمركز نفسه بالإضافة إلى معلومات تخص آخر التعديلات التي مست الشركات والمتعلقة بعمليات الاكتتاب أو عمليات الرسملة.

الفرع الثاني: المصادر الثانوية

لقد تمثلت المصادر الثانوية المستخدمة في الدراسة أساسا في مجموع الكتب والمؤلفات والأبحاث المنشورة على أهم المنصات العلمية وقواعد البيانات وهذا للاطلاع على أهم الدراسات التي ارتبطت بموضوع الدراسة وتلك التي أجريت على أحد متغيراتها وهذا للإلمام بمختلف طرق قياس هذه المتغيرات لإثراء الدراسة بشكل علمي، واختيار الطريقة الأكثر ملاءمة في قياس المتغيرات المستخدمة في الدراسة الحالية.

المطلب الثاني: مجتمع وعينة الدراسة

يمثل مجتمع الدراسة مجموعة الشركات التي تحاول الدراسة تعميم النتائج عليها، في حين يتوقف اختيار العينة منها على مدى توافر مجموعة من الخصائص فيها والتي تخدم أهداف الدراسة الحالية، لهذا سنقوم في هذا المطلب من الدراسة بالتعريف بكل من مجتمع وعينة الدراسة المستخدمة في اختبار صحة الفرضيات.

الفرع الأول: مجتمع الدراسة

لتحقيق هدف الدراسة واختبار صحة الفرضيات فقد حدد مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمانللأوراق المالية والتي بلغ عددها 73 شركة موزعة على عشر قطاعات صناعية فرعية،وذلك خلال الفترة الزمنية (2011–2018)،حيث تماستثناء قطاع الخدمات المالية من بنوك وشركات تأمين نظرا للطابع الخاص الذي تتمتع بهذه الشركات، كما تم استثناء الشركات المدرجة في القطاع الخدمي.

للإشارة فإن اختيار شركات القطاع الصناعي للدراسة جاء نتيجة لأفضلية هذا القطاع من مقارنة بباقي القطاعات من حيث العناصر التالية:

- حجم الشركات التي يحتويها هذا القطاع؛
- تعدد القطاعات الفرعية المشكلة لكل قطاع أولي ضمن التصنيف فيها؛
- بالإضافة لحجم الاستثمارات والفرص الاستثمارية التي قد تتوفر عليها الشركات الصناعية مقارنة بالقطاع الخدمي وهو ما يعكسه المساهمة الكبيرة للقطاع الصناعي في الاقتصاد الأردني، حيث أن القطاع الصناعي يعد مجالا نشطا لإجراء هذا النوع من الدراسات التي تقوم على تحليل العلاقة بين القرارات المالية في الشركات من قرارات استثمار وتوزيعات للأرباح وكذا القرارات التمويلية.

الفرع الثاني:عينة الدراسة

لاختبار فرضيات الدراسة فقد تم اختيار عينة قصدية من الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية،وذلك بعد جمع البيانات المتعلقة بها واستبعاد البعض منها بسبب:

– عدم توفر قوائمها وتقاريرها المالية لسنة مالية خلال الفترة التي شملتها الدراسة (2018–2011) أو لأنها أدرجت ضمن أحد القوائم التالية:

– قائمة الشركات التي كانت محل اتحاد أو اندماج خلال فترة الدراسة؛

–قائمة الشركات التي أصبحت محل تصفية خلال سنة من سنوات فترة الدراسة؛

– قائمة الشركات التي تم إيقاف تشغيلها؛

– الشركات التي غيرت من شكلها أو وضعيتها القانونية خلال فترة الدراسة(2018–2011)؛

– قائمة الشركات التي لم تتوفر كامل مصادر بياناتها المتمثلة في تقاريرها المالية خلال سنوات الدراسة حيث تضمنت بعض التقارير المنشورة تقرير مجلس الإدارة وتصديق المراجع الخارجي فقط دون وجود محتويات التقرير من قوائم مالية وإيضاحاتها.

فأي شركة استوفت أحد الشروط السابقة تم استبعادها حتى لا يكون لها أي تأثير مظلّل على النتائج التي يتم التوصل إليها لاحقا.

وللتفصيل أكثر في العينة المستخدمة في الدراسة يوضح الملحق رقم (1) أسماء الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان التي شملتها الدراسة في التحليل.

وبذلك فقد بلغ عدد شركات العينة 62 شركة مساهمة عامة صناعية مدرجة ما يمثل نسبة84% من مجتمع الدراسة وهو ما يسمح:

- بدقة تمثيلها لشركات القطاع الصناعي في السوق المالية؛
- إمكانية تعميم النتائج المتوصل إليها في الدراسة على كامل شركات القطاع الصناعي المدرج في السوق.

وللتفصيل أكثر في العينة يعرض الجدول رقم (4-1) نسب توزيع العينة على القطاعات الصناعية الفرعية المتواجدة في السوق المالية وعدد الشركات المشكلة لكل قطاع صناعي فرعي.

الجدول رقم(4-1):التوزيع القطاعي لعينة الدراسة

الرقم	القطاع الصناعي الفرعي	عدد الشركات	النسبة إلى القطاع (%)
1	الأدوية والصناعات الطبية	15	24,19
2	الصناعات الكهربائية	6	9,68
3	الصناعات الكيميائية	8	12,9
4	الصناعات الاستخراجية والتعدين	3	4,84
5	الصناعات الهندسية	8	12,9
6	الورق والكرتون	1	1,61
7	التبغ والسجائر	3	4,84
8	صناعة الملابس والنسيج	2	3,23
9	الطباعة والتغليف	11	17,74
10	صناعات الغذائية	**5**	8,06
إجمالي حجم العينة		62	100

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التصنيفات القطاعية للشركات في السوق المالية.

يظهر الجدول رقم **(4-1)** أن شركات العينة تتوزع على عشرة قطاعات صناعية فرعية بحيث تتوزع 15 شركة منها على قطاع الصناعات الاستخراجية والتعدين بما نسبته 24.19%، يليه

قطاع الصناعات الغذائية بـــ 17.74% بما يوافق 11 شركة، في حين تتوزع ما نسبتها 58% من باقي شركات العينة على الصناعات الفرعية الأخرى بنسب محصورة تمثل ما بين2%و13% من حجم العينة أي عدديا من شركة إلى ثماني شركات.

وبالنسبة لأهمية القطاع الصناعي الفرعي ""التعدين والصناعات الاستخراجية" والذي كان الأكثر تمثيلا من باقي القطاعات الصناعية الفرعية في عينة الدراسة، فقد اعتبرت غرفة صناعة الأردن أن هذا القطاع يعد أحد أكبر القطاعات الصناعية الأردنية،حيث يتضمن أهم موارد الأردن الطبيعية من الفوسفات والبوتاس، كما أنه يحتل الصدارة من حيث كبر الشركات وضخامة حجم الاستثمارات فيه وهو ما يعكس تغطيته لحاجة السوق من المنتجات الأولية والوسيطة بالإضافة إلى المنتجات النهائية، حيث بلغ عدد المنشآت العاملة في قطاع التعدين والصناعات الاستخراجية والمسجلة لدى غرف الصناعة الثلاثة في الأردن 73 شركة وهذا وفق ما أشارت إليه الإحصائيات لسنة 2018.[1]

المطلب الثالث: نموذج ومتغيرات الدراسة

بعد عرض عينة الدراسة التي تم تجميع بياناتها لاختبار الفرضيات يتم التطرق فيما يلي لنموذج الدراسة المستخدم في الاختبار على عينة الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في السوق المالية، والمستخدم في الدراسات السابقة على أن يتم الإشارة أيضا إلى النموذج المستخدم في قياس متغيرات الدراسة بما فيها جودة التقارير المالية ومن ثم مؤشرات قياس كل متغير تضمنه نموذج الدراسة مع الإشارة إلى مراجعه في الاستخدام.

الفرع الأول: نموذج الدراسة

بغية تحديد مدى وجود تأثير لجودة التقارير المالية على التأثير التقييدي لتوزيع الأرباح على القرارات الاستثمارية في الشركات المساهمة العامة الصناعية، واختبار إذا ما كان يوجد اختلاف في ذلك التأثير باختلاف التخصص القطاعي للشركة تم استخدام نموذج للانحدار على بيانات مقطعية والذي تم استخدامه في دراسة Ramalingegowda et.al سنة 2013 والمعبر عنه كما يأتي:

$$Invest_{jt}=B_0+B_1Divid_{jt}+B_2Divid_{jt}*FRQ_{jt-1}+B_3FRQ_{jt-1}+B_iControls_{jt-1}+\varepsilon_{jt}$$

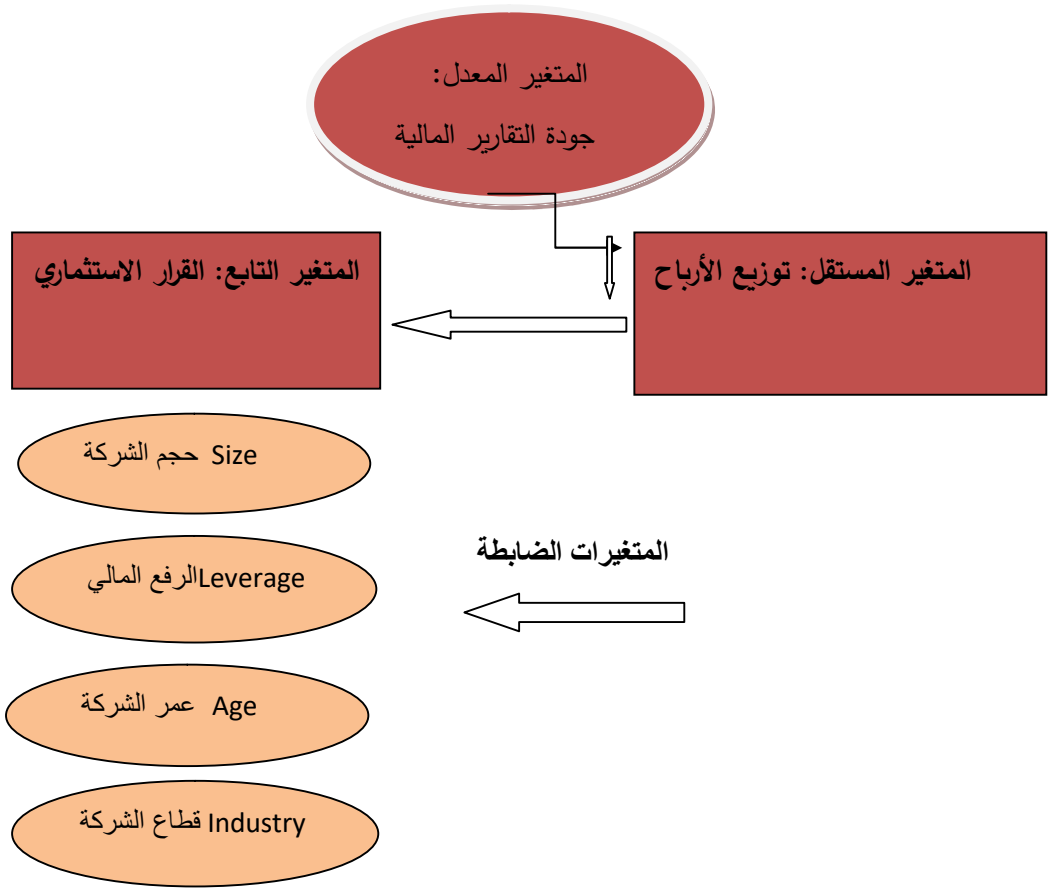
[1] https://www.jci.org.jo/Chamber, Accessed 15/08/2019.

حيث تتمثل متغيرات النموذج في:

- **Invest:** ويعبر هذا المتغير عن الاستثمار.
- **Divid:** ويمثل متغير توزيعات الأرباح.
- **FRQ:** ويمثل متغير جودة التقارير المالية.
- $\mathbf{Divid_{jt}*RQ_{jt-1}}$: ويقيس هذا المتغير تداخل توزيعات الأرباح وجودة التقارير المالية في الشركات المساهمة الصناعية، والذي يمثل أهم متغير حيث أنه وبناء على معامله سيتحدد تأثير توزيعات الأرباح على القرار الاستثماري بالنظر إلى متغير جودة التقارير المالية.
- **Controls:** وتمثل المتغيرات الضابطة المستخدمة في الدراسة،والتي أثبتت بعض الدراسات السابقة جدوى تأثيرها على القرار الاستثماري والمتمثلة في كل من حجم الشركة والرفع المالي وعمر الشركة وأخيرا القطاع الصناعي الفرعي الشركة، والتي سنأتي على تحديد مؤشرات قياسها بالتفصيل في الجزء الموالي من الدراسة.
- **ε:** ويمثل بواقي نموذج الانحدار
- $\mathbf{B_i—B_1}$**:** تمثل معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة والضابطة لنموذج الدراسة.

وانطلاقا من صيغة النموذج يمكن تحديد المتغير التابع والمتغير المستقل بالإضافة إلى المتغيرات الضابطة من خلال الشكل رقم (2-4)، والذي يشرح نموذج الدراسة المستخدم

الشكل رقم (2-4): نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نموذج الدراسة.

وبناء على معطيات الشكل (2-4) وفروض الدراسة يتضح أن نموذجها يتشكل من:

- المتغير التابع: ويتمثل في القرار الاستثماري؛
- المتغير المستقل: ويتمثل في توزيع الأرباح؛
- المتغير المعدل: ويمثل هذا المتغير جودة التقارير المالية؛
- المتغيرات الضابطة: وتتمثل في كل حجم الشركة، والرفع المالي، وعمر الشركة، بالإضافة قطاع الشركة الفرعي.

وفيما يلي عرض تفصيلي لهذه المتغيرات وطريقة قياس كل منها واتجاه تأثيرها المفترض على المتغير التابع للدراسة بالاعتماد على النتائج المتوصل إليها في دراسات سابقة.

الفرع الثاني: طرق قياس متغيرات الدراسة

بعد عرض المتغيرات الخاصة بنموذج الدراسة سنعرض فيما يأتي طرق قياس هذه المتغيرات.

أولا: قياس المتغير التابع القرار الاستثماري

لقد استخدم الباحثون العديد من المقاييس للاستثمار في الشركة فاعتمد البعض في قياسه على الاستثمار الرأسمالي والذي يحسب بإجمالي الإنفاق الرأسمالي مضافا إليه إجمالي الإنفاق على البحث والتطوير مطروح منها المقبوضات الناتجة عن التنازل وبيع الأصول الثابتة وهو القياس الذي استخدم في عدة دراسات منها دراسة كل من (Ramalingegowda et.al, 2013) ودراسة (Mohammadi, 2014) في حين اعتمد البعض الآخر في قياسه على نسبة الاستثمار إلى إجمالي الأصول.

في دراستنا هذه سيتم قياس متغير الاستثمار انطلاقا من التغير في مجموع الأصول الثابتة للشركةj في الزمن (t)، وهو القياس المستخدم في دراسة(Bert et al.,2008).

على أن يتم تقسيم القيمة المحصلة لكل سنة على إجمالي الأصول لإزالة أثر تباين عينة الدراسة لغرض التوزيع الطبيعي.

ثانيا: قياس المتغير المستقل توزيعات الأرباح

يقتصر توزيع الأرباح في الدراسة على التوزيعات النقدية (المقسوم النقدي) حيث يقاس هذا المتغير بقيمة توزيعات الأرباح العادية المعلن عنها في الشركة خلال السنة t.

تم قسمة قيمة التوزيعات النقدية على مجموع الأصول في نهاية السنة (t−1).

وبذلك يمكن التعبير عن القياس اختصارا كما يلي:

$$\text{Divid} = \frac{\text{توزيعات الأرباح}}{\text{لمجموع الأصول}}$$

للإشارة فقد تم استخدم هذا القياس للتوزيعات في الكثير من الدراسات السابقة والتي تناولت ضمن متغيراتها سياسة توزيع الأرباح نذكر منها دراسة(Almeida et al,2004).

وبناء على قياس هذين المتغيرين تتشكل الفرضيتين الأولى والثانية وفق ما يلي:

- **الفرضية الأولى:**

تتبع الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية نفس السياسة التوزيعية للأرباح.

بينما تمحورت الفرضية الثانية في:

- **الفرضية الثانية:**

هناك أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية في الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية عند مستوى الدلالة ($p\leq0.05$).

ثالثا: قياس المتغيرات الضابطة

تضمنت الدراسة مجموعة من المتغيرات الضابطة لغرض التحكم في تأثيرها المحتمل على الاستثمار والتي سيتم عرضها بالتفصيل فيما يلي:

1- **حجم الشركة** (SIZE):

تتعدد مقاييس حجم الشركة فكل مقياس منها قد يعبر عن جانب من جوانب الشركة،فقد تم قياس حجم الشركة في أغلب الدراسات إما باستخدام حجم المبيعات أو عدد العاملين فيها أو القيمة السوقية لها أو بإجمالي أصولها، حيث يعتبر هذا الأخير من المقاييس الشائعة الاستخدام والذي يمثل الموارد الاقتصادية التي تمتلكها الشركة خلال زمن معين،

أما في هذه الدراسة سيتم قياس حجم الشركة انطلاقا من مجموع أصولها للسنة t على أن يتم إدخال اللّوغاريتم الطبيعي (Log) على قيمه الغرض التوزيع الطبيعي، لقد استخدم هذا القياس لحجم الشركة في دراسة كل من(الصايغ وعبد المجيد،2015) ودراسة (Mohammadi, 2014). أما اختيار حجم الشركة كمتغير ضابط هو ما أشارت إليه العديد من الدراسات بوجود علاقة بين حجم الشركة والقرار الاستثماري فيها فقد أظهرت دراسة (Kadapakka et al,1998) وجود علاقة موجبة بين حجم الشركة والقرار الاستثماري فيها، والتي فسّرت بأن الشركات الكبيرة الحجم تتمتع بمرونة أكبر مقارنة بالشركات الصغيرة من حيث توقيت الاستثمار، في حين أن دراسة (Julio, 2016)على العكس من ذلك توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين الاستثمار وحجم الشركة حيث أظهرت النتائج وجود تأثير قوي ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة على استثماراتها تعزى إلى أن

الشركات الصغيرة تملك معدلات استثمار أعلى بكثير من الشركات الكبيرة باعتبار أن الأولى هي من تهدف إلى النمو والتوسع، كما أكد على أهمية حجم الشركة كمتغير مفسر لا يقل أهمية عن باقي المتغيرات الاقتصادية في تفسير التباين في استثمارات الشركة.

2- **درجة الرفع المالي (Leverage):**

تستخدم درجة الرفع المالي في تقييم كفاءة سياسة التمويل التي تتبعها الشركة حيث تشير إلى نسب المديونية التي تم استخدامها في تمويل موجودات الشركة مقارنة بالتمويل بالملكية.

أما عن استخدامها في الدراسة الحالية فقد أشارت الدراسات السابقة في الموضوع إلى وجود تأثير لنسبة الرفع المالي في الشركات على قراراتها الاستثمارية، حيث توصلت دراسة (القدومي، 2008) إلى وجود علاقة بين نسبة الدين والقرار الاستثماري مقاسا بالعائد على الاستثمار.

ولقياس نسبة الرفع المالي في شركات العينة للدراسة الحالية تم استخدام بمجموع المطلوبات أو الالتزامات إلى إجمالي الأصول والمعبر عنه بالعلاقة التالية:

$$\text{درجة الرفع المالي} = \text{Lev} = \frac{\text{مجموع المطلوبات}}{\text{مجموع الأصول}}$$

3- **عمر الشركة(Age) :**

لقد استخدم عمر الشركة كمتغير ضابط في بعض الدراسات التي خصت بموضوع القرار الاستثماري حيث أثبت الكثير منها وجود تأثير له على الاستثمار في الشركة وإن اختلف اتجاه هذا التأثير، ولقد تم استخدام سنوات النشاط للشركة أو سنوات ادراجها في السوق المالية كمقياس له.

أما في هذه الدراسة سيقاس عمر الشركة بعدد سنوات النشاط والذي تم حسابه بالفرق بين السنة المعنية(t) وأول سنة نشاط للشركة محل القياس.

4- **نوع القطاع أو النشاط (Indus) :**

ويمثل هذا المتغير نوع القطاع الذي تنشط فيه الشركة، وفي الدراسة الحالية سيعبر هذا المتغير عن القطاع الصناعي الفرعي الذي تنتمي إليه الشركة أو التخصص الصناعي لها

باعتبار أن الشركات الخاضعة للدراسة هي الشركات الصناعية فقط، وبذلك سيأخذ هذا المتغير رقما من الواحد إلى العشرة بناءً على القطاع الفرعي الذي تتواجد فيه الشركة.

وانطلاقا من تحديد هذا المتغير تتشكل الفرضية الثالثة:

- **الفرضية الثالثة:**

هناك أثر ذو دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية يختلف باختلاف نوع القطاع الصناعي الفرعي للشركة عند مستوى الدلالة ($p\leq0.05$).

- يلخص الجدول رقم (4-2) المتغيرات الضابطة المستخدمة في الدراسة.

الجدول رقم (4-2): المتغيرات الضابطة وطريقة قياسها

المتغير الضابط	الرمز	طريقة الحساب
حجم الشركة	SIZE	اللّوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول
درجة الرفع المالية	Leverage	مجموع المطلوبات على مجموع الأصول
عمر الشركة	Age	عدد سنوات النشاط= السنة الحالية- أول سنة نشاط
قطاع الشركة	Industry	الأرقام من 1 إلى10 بناء على نوع القطاع الفرعي

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على نموذج الدراسة

رابعا:قياس المتغير المعدل جودة التقارير المالية

لقد تعددت المؤشرات التي استخدمت في قياس جودة التقارير المالية باختلاف وجهات نظر الباحثين حول المقياس الأكثر دقة ومصداقية في التعبير عنها، غير أننا سنستخدم في هذه الدراسة المقياس الأكثر استخداما في الدراسات والمتمثل في بواقي نموذج الاستحقاقات الاختيارية لـــ (Kothari,2005) والذي سنأتي على شرحه فيما يلي.

1-مفهوم المستحقات الاختيارية

تمثل حسابات الاستحقاق الجزء غير النقدي في قائمة الدخل والناتج عن مبدأ الاستحقاق الذي تعد وفقه هذه القائمة المالية، حيث تنقسم هذه الحسابات إلى حسابات استحقاق اختيارية يكون للإدارة حرية الاختيار بين البدائل لتحديد قيمتها محاسبيا، وأخرى غير اختيارية لا تملك الإدارة فيها نفس المرونة لتحديد قيمتها وإنما تحدد قيمتها اقتصاديا.

2- نموذج بواقي المستحقات الاختيارية:

تقاس جودة التقارير المالية وفق هذا المفهوم ببواقي معادلة الانحدار، في حين تمثل حسابات الاستحقاق الفرق بين قيمة الدخل المحقق والتدفق النقدي التشغيلي لنفس السنة، وهو ما يعبر عنه في معادلة الانحدار أدناه.

$$TA_{it}/Asset_{it-1} = a_0 + a_1(1/Asset_{it-1}) + a_2(\Delta REv_{it} - \Delta REc_{it}) / Asset_{it-1} + a_3 PPE_{it}/Asset_{t-1} + a_4 ROA_{it-1} + e_{it}$$

حيث :

- الشركة ، t السنة
- **TA**:وتمثل إجمالي حسابات الاستحقاق والمحسوب بـ الفرق بين صافيالدخل التشغيلي والتدفق النقدي التشغيلي من العمليات التشغيلية للشركة.
- **REv**:التغير في الإيرادات
- **REc**: التغير في حسابات العملاء
- **ROA**: معدل العائد على الأصول
- **PPE**: الأصول الثابتة
- **Asset**: مجموع أصول للشركة
- a_i: معاملات نموذج الانحدار
- e_i:تمثل بواقي معادلة الانحدار خلال فترة الدراسة لكل شركة على حدا تم قسمة القيمة المحصلة على إجمالي الأصول لبداية السنة.

وانطلاقا من قياس هذا المتغير يتم دراسة طبيعة أثره في الحد من تأثير سياسة توزيع الأرباح على القرار الاستثماري وهو ما يشكل محتوى الفرضية الرابعة:

- **الفرضية الرابعة:**

هناك أثر ايجابي ذو دلالة إحصائية لجودة التقارير المالية على تأثير سياسة توزيع الأرباح على القرارات الاستثمارية في الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية عند مستوى الدلالة ($p\leq0.05$).

المطلب الرابع: الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة

لغرض قياس وتحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة تم تجميع البيانات اللاّزمة المتوفرة في القوائم المالية المنشورة على الموقع الالكتروني لسوق عمان للأوراق المالية،وتحريرها باستخدام برمجية Microsoft Excelعلى أن يتم القيام بتحليلها باستخدام برنامج الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية spss في نسخته 25من خلال مجموعة من الاختبارات الإحصائية.

لقد تمثلت أبرز هذه الاختبارات في الاختبارات الإحصائية التالية:

الفرع الأول: مقاييس الإحصاءات الوصفية

استخدم الإحصاء الوصفي في هذه الدراسة لبيان خصائص متغيرات الدراسة المختلفة (المتغير التابع، المتغيرات المستقلة والمتغيرات الضابطة) وذلك من خلال المتوسط الحسابي كمقياس للنزعة المركزية، والانحراف المعياري كمقياس لتشتت البيانات حول المتوسط الحسابي.

الفرع الثاني: الاختبارات الإحصائية لصلاحية النموذج

ولتحديد مدى صلاحية النموذج تم استخدام جملة من الاختبارات الإحصائية تضمنت:

أولا: اختبار التوزيع الطبيعي

عند التحليل الإحصائي لابد من البدء بدراسة التوزيع الاحتمالي الذي تخضع له أي ظاهرة من أجل إعطاء نظرة أولية حول طبيعتها.

ثانيا: اختبار الارتباط الخطي المتعدد:Multicollinearity:

إن إحدى أهم فرضيات النموذج الكلاسيكي للانحدار المتعدد هي أن لمصفوفة المشاهدات عن المتغيرات المستقلة رتبة تامة، وبعبارة أخرى أبسط يشير مشكل التعدد الخطي لوجود ارتباط

خطي بين عدد من المتغيرات المفسرة وهو المشكل الذي لا يتواجد في حالة نموذج الانحدار البسيط.[1] على اعتبار أن المتغير المفسر هو متغير وحيد في النموذج.

ثالثا: الارتباط الذاتي Autocorrelation

وتنشأ هذه المشكلة في الغالب عندما تكون البيانات مرتبطة ترتيبا زمنيا في إطار سلسلة زمنية وبذلك تكون الأخطاء أو البواقي في فترة زمنية مرتبطة بالأخطاء في الفترات اللاحقة وهو الأمر الذي يجعل:

- مقدرات نموذج الانحدار غير فعالة؛
- تباين معاملات الانحدار المقدر يكون غير متسق وبالتالي يكون اختبار الفرضية غير صالح.

الفرع الثالث: الاختبارات الإحصائية لفحص الفرضيات

وللبحث في مدى صحة الفرضيات من عدمها اعتمدت الدراسة على:

- **طريقة المربعات الصغرى العادية OLS:**

حيث تعد طريقة المربعات الصغرى العادية أو الاعتيادية من أكثر الطرق استخداما في الانحدار الخطي في الإحصاء، وذلك نظرا لبساطتها ولما تقدمه من إمكانية بناء نماذج من بيانات إحصائية تقدم تنبؤات جيدة وذلك في ظل افتراضات معينة تسمح باستخدامها.

[1] محمد شيخي، **طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات**، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر، عمان، 2011، ص90.

المبحث الثالث: تحليل البيانات وتفسير النتائج

في الجزء السابق من الدراسة تم عرض الفرضيات والنموذج المستخدم لاختبارها والذي حدد بناء على البحوث والدراسات النظرية والتطبيقية، وفي هذا المبحث سنعرض تحليل نتائج الاختبارات المتوصل إليها والتي تخص فرضيات الدراسة وهذا بعد عرض جملة الاختبارات الإحصائية التي أجريت على بيانات الدراسة، حيث يتم بداية عرض الاختبارات الوصفية للمتغيرات التي تخص عينة الدراسة، ومن ثم اختبار صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي وصلاحية النموذج المستخدم في القياس على أن تكون الخطوة الأخيرة عرض نتائج الاختبارات الإحصائية الخاصة باختبار الفروض الموضوعة للدراسة وتحليلها.

المطلب الأول:التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

تظهر الجداول اللاحقة من هذا المطلب الخصائص الأساسية للبيانات في الدراسة، حيث تشتمل على وصف مختصر للمتغيرات المستخدمة، فهي بذلك تقدم توزيع وتشتت القيم الخاصة بالمتغيرات ومدى تقارب بياناتها إذ تتضمن هذه الإحصاءات الوصفية كل من الوسط الحسابي(Mean) والانحراف المعياري (Std.Dev) وأقل(Min) وأعلى قيمة (Max)يأخذها المتغير في عينة الدراسة.

الفرع الأول:عرض خصائص الهيكل التمويلي للشركات

قبل عرض الإحصاء الوصفي المتضمن كل من المتوسطات الوصفية والانحرافات المعيارية لمتغيرات الدراسة سنقوم بعرض خاص لنسبة الدين أو الرفع المالي في شركات العينة خلال سنوات الدراسة والذي يسمح بمعرفة نسبة الدين المصاحبة لسلوك التوزيعات للأرباح في الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في السوق المالية.

نسبة الرفع المالي (نسبة الاستدانة):

تشكل نسبة الاستدانة واحدا من أهم المؤشرات الخاصة بالوضع المالي للشركة على المدى الطويل والتي تقيس مدى اعتماد الشركة على الديون من جهة كما أنها تقيس درجة المخاطرة التي قد تقع فيها الشركة مستقبلا إذا لم يُتبع قرار التمويل بالدين بقرار استثماري ناجح يحقق كفاءة في استخدام الأموال المقترضة، إن نسبة الدين المنخفضة قد تعني حماية إضافية للدائنين في الشركة في حين أن النسبة المرتفعة فيها ترفع من احتمال الإفلاس في الشركة.

وعلى اعتبار أن التضارب بين سياسة توزيعات الأرباح والقرار الاستثماري يتعلق أساسه بالمنافسة على التمويل الذاتي المتمثل في الأرباح المحتجزة المتاح للاستخدام في الشركة والذي يشكل مصدرا للقرارين فإننا سنحاول هنا فحص نسبة الرفع المالي من خلال تحديد مدى اعتماد الشركات الصناعية محل الدراسة على المصادر الخارجية في التمويل والمتمثلة خاصة في عنصر الديون عند وضع هيكلها التمويلي.

يظهر الجدول الموالي رقم (4-3) نسبة الرفع المالي للشركات الصناعية المدرجة خلال فترة الدراسة (2011-2018)والمحسوبة باستخدام برمجية Excel.

الجدول رقم(4-3): نسبة الرفع المالي لشركات العينة

	نسبة الرفع المالي		نسبة الرفع المالي	
	أكبر من المتوسط	أقل من المتوسط	أكبر من 50%	قل من50%
الأدوية والصناعات الطبية	2	2	1	3
الصناعات الكهربائية	2	1	0	3
الصناعة الكيميائية	4	3	1	6
الاستخراجية والتعدين	5	9	3	11
الصناعية الهندسية	3	5	1	7
الورق والكرتون	1	1	1	1
التبغ والسجائر	2	0	1	1
صناعات الملابس والنسيج	1	4	1	4
الطباعة والتغليف	0	1	0	1
الصناعات الغذائية	3	7	2	8
عدد الشركات	**23**	**33**	**11**	**45**
نسبة الشركات	**41,07%**	**58,93%**	**19,64%**	**80,36%**

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على بيانات الدراسة

تمثل قيمة المتوسط لنسبة الرفع المالي بالنسبة لشركات العينة المحصل عليها: **32,91%**والتي تم حسابها من خلال:

1- احتساب قيمة المتوسط لكل شركة خلال السنوات (2011-2018)؛

2- ومن ثم القيام بحساب المتوسط لقيم المتوسطات السابقة لشركات العينة المحصل عليها

بلغ عدد الشركات التي تجاوزت نسبة ديونها النسبة 50% إلى مجموع أصولها ما يعادل **11** شركة بمعدل **19.64%** من حجم العينة، في حين بلغ عدد الشركات التي تقل نسبة رفعها المالي عن النصف 45 شركة ما يمثل نسبة **80.36%** من حجم العينة.

- بلغ متوسط نسبة الرفع المالي أو نسبة اعتماد عينة الدراسة على الديون كمصدر تمويلي ما يعادل **32.91%** وهو ما يعني أن توجه أغلب الشركات إلى التمويل باستخدام مصادر التمويل الأخرى من أرباح محتجزة أو تمويل بالملكية.
- وعلى المستوى القطاعي لا يختلف الأمر إذ أظهر الجدول أيضا أن عدد الشركات التي تتمتع بمديونية أقل داخل القطاع الفرعي الواحد كانت هي الأكبر من عدد الشركات التي تتمتع بمديونية أكبر سواء باتخاذ متوسط الرفع المالي لشركات العينة ككل مرجحا أو النسبة 50% إلى إجمالي خصومها.
- أظهرت النتائج وجود ستة 6 شركات مثلت فيها نسبة الرفع المالي نسب غير اعتيادية تراوحت ما بين (115% و227.5%)، وجاءت هذه النسب المرتفعة نتيجة حجم الخسائر المرحلة من السنوات السابقة والتي تجاوزت في مجموعها إجمالي الخصوم.

وبذلك وبناء على مخرجات الجدول رقم (4-3) أعلاه يتضح أن أغلب الشركات الصناعية محل الدراسة تميل إلى التمويل باستخدام الملكية، حيث بلغت نسبة المطلوبات إلى إجمالي الأصول 32% كنسبة متوسط وهو ما قد يرجح وجود تنافس بين القرارات المالية على حجم التمويل الذاتي المتاح في الشركة.

الفرع الثاني: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

بعد التعرف على النسبة التي يمثلها الرفع المالي في الهيكل المالي لشركات العينة فإننا سنعرض فيما يلي الإحصاءات الوصفية من متوسطات وانحرافات معيارية تخص معظم متغيرات الدراسة علما أن هذه الإحصاءات الوصفية أجريت قبل عملية التحليل للبيانات بما تتضمنه من حذف للقيم الشاذة التي قد تؤثر على نتائج الدراسة من جهة وجعل البيانات المتعلقة بالمتغيرات أكثر صلاحية للاستخدام والتحليل.

يلخص الجدول رقم (4-4) التالي مخرجات SPSSفيما يخص الإحصاءات الوصفية للمتغيرات.

الجدول رقم (4-4): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

Descriptive Statistics				
Var	**Min**	**Max**	**Mean**	**Std.Dev**
Invest	,001	0,9598	,34	,2006
Divid	,000	,370	,021	,043
DPS	,0113	3,000	,2123	,3849
Industry	1,000	10,000	5,260	2,882
Leverage	,004	2,275	,387	,301
Size	12,677	20,925	16,737	1,442
FRQ	-,535	,000	-,073	,076
AGE	1,00	67,0	25,5804	15 ,710

المصدر: مخرجات Spss

تظهر نتائج الجدول رقم(4-4) مايلي:

بلغ متوسط **الاستثمار (Invest)** القيمة (0.34) وهو ما يعني أن نسبة الأموال التي تم استثمارها في الأصول الثابتة أو الرأسمالية تمثل نسبة 34% من مجموع أصول الشركة في حين بلغت أكبر قيمة لهذا المتغير (0.95) وكانت أقل قيمة (0.001) وبانحراف معياري قدره (0.20) وهو ما يشير إلى عدم وجود تشتت كبير لقيم الاستثمار عن المتوسط في الشركات الصناعية الأردنية محل الدراسة.

أن متوسط نسبة المديونية أو **الرفع المالي (Leverage)** في شركات العينة بلغ (38.7%)، مع انحراف معياري قدره (0.301) وهو ما يعني عدم وجود تفاوت معتبر بين نسبة الديون إلى الهيكل

التمويلي للشركات الصناعية المدرجة،حيث سجلت أقل قيمة بـ (0.004) في حين سجلت أعلى قيمة للرفع المالي بـ 2.275 والتي تخص أحد الشركات الصناعية المدرجة وهي شركة **القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية** والتي بلغ معدل المطلوبات فيها ضعفي مجموع أصولها وذلك نتيجة كم الخسائر المرحلة من السنوات السابقة وهو الأمر الذي قد يشكل خطورة على استمرارية الشركة.

إن الاختلاف في نسب الرفع المالي المسجل بين الشركات قد يرتبط بالملاءة المالية لكل شركة من جهة وكذا بمدى رغبتها في اللّجوء إلى الاقتراض كسياسة في التمويل على اعتبار أن هذه السياسة مرتبطة بباقي قراراتها المالية بما فيها القرار الاستثماري،

تجدر الإشارة في هذا السياق إلى أن سوق السندات في الأردن تعد سوقا محدودة وغير متطورة إذا ما تم مقارنتها بباقي الأسواق المالية وهو الأمر الذي قد يشكل فارقا لو كانت خصائص السوق غير ذلك.

- بلغ متوسط **نصيب السهم من التوزيعات (DPS)** ما قيمته (0.113) بانحراف معياري قدره (0.24) وهو ما يعني أن المساهم سيحصل على 0.113 دينار كمقابل نقدي عن كل سهم يمتلكه في الشركة، أي أن نصيب السهم من التوزيعات في المتوسط كان بنسبة 11% من رأس المال المستثمر، حيث تراوحت قيمته في شركات العينة ما بين(0.004) و (3.00) وهذا التشتت المسجل في قيمة التوزيع مرتبط بحجم الأرباح المحققة في كل شركة وبنسبة التوزيع إلى إجمالي الأرباح.
- بلغت قيمة متوسط **حجم الشركة (Size)** محسوبةً باللّوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول القيمة (16.67) بانحراف معياري قدره (1.442)، حيث بلغت أعلى قيمة لحجم الشركة 20.92 في حين أن أقل قيمة سجلت 12.67.
- تشير نتائج الجدول أيضا إلى أن متوسط **عمر** الشركات الصناعية المدرجة في السوق محل الدراسة **(Age)** هو 25 سنة بقيمة أعلى تقدر بـ 67 سنة ما يعني أن الشركات المدرجة ليست فتية أو حديثة النشأة وإنما شركات متمرسة، فبالرجوع لبيانات الدراسة فإن عدد شركات العينة التي أنشأت قبل سنة 2000 يقدر بـ 45 شركة ما يعادل نسبة 72% من العدد الإجمالي لشركات العينة.

- بالنسبة لمتغير **القطاع (Industry)** فالإحصاءات الوصفية تشير إلى أنه متغير ترتيبي يأخذ قيمة محصورة ما بين الواحد إلى العشرة بناءً على نوع القطاع الفرعي الذي تنتمي إليه الشركة محل الدراسة حيث أعطي رقم ترتيبي لكل قطاع فرعي صناعي دون أن يخضع هذا الترتيب لأي اعتبارات.
- أما بالنسبة للمتغير **توزيع الأرباح (Divid)** فقد أشار الجدول رقم (4-4) أعلاه أيضا إلى أن قيمة التوزيع للأرباح تراوحت بين الحد الأعلى بقيمة قدرت بـ (0.37) وأدنى قيمة والتي كانت (0.00) وبمتوسط قيمته (0.021) وبانحراف معياري قدره (0.043)، ما يظهر وجود سنوات لم يتم فيها إجراء توزيعات، كما تظهر قيمة الانحراف المعياري المنخفضة هذه أن أغلب بيانات المتغير لشركات العينة قريبة من المتوسط.

المطلب الثاني: صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي

تسبق عملية اختبار نماذج الدراسة والقيام بالاختبارات الإحصائية المناسبة خطوة التحقق من مدى صلاحية البيانات للاستخدام بمعنى مدى تمتعها بجملة من الخصائص التي تسمح إما بإجراء الاختبارات المعلمية أو اللّجوء إلى اختبارات لا معلمية، بالإضافة إلى التأكد من توفر الشروط التي تسمح بتطبيق نوع معين من الاختبارات الإحصائية فعدم التأكد من تحقق الشروط يعني احتمالية الوصول إلى نتائج مغلوطة وغير صحيحة تخص اختبار صحة الفرضيات المتعلقة بالدراسة.

وتفاديا لمختلف المشاكل التي تتعلق بطبيعة البيانات محل التحليل سيخصص هذا الجزء من الدراسة لعرض أهم الاختبارات الإحصائية التي أجريت على بيانات العينة للتأكد من صلاحيتها للاختبار.

1-اختبار التوزيع الطبيعي:

إن وجود عدد كبير من المتغيرات المستقلة ومع استثناءات قليلة فإن توزيع مجموعها يميل إلى التوزيع الطبيعي كلما تزايد عدد هذه المتغيرات.[1]

تم إجراء اختبار التوزيع الطبيعي وقد قدم نتائج عكسية عن أن الأخطاء موزعة طبيعيا وعليه تم تحويل بعض المتغيرات بإدخال اللوغاريتم عليها؛

[1]Gujarati Damodar, **Basic Econometrics**, Fourth edition, Mc Graw Hill, 2003,USA, P 109.

وعلى اعتبار أن نظرية الحد المركزية تشير إلى أنه وبوجود عدد مشاهدات كل متغير تزيد عن وعلى العموم نأخذ ($n \geq 30$) وذلك بعد حذف القيم الشاذة، فإنه لا حاجة لدراسة اختبار توزع العينة توزيعا طبيعيا والاكتفاء بإجراء اختبار الالتواء والتفرطح Skewness and Kurtosis لبيان مدى ملاءمة المتغيرات للتوزيع الطبيعي.

وهو ما تم اعتماده في الدراسة حيث أشارت نتائج الاختبار إلى أن متغيرات الدراسة موزعة توزيعا طبيعيا وهذا بعد حذف مختلف القيم الشاذة من البيانات.

2-اختبار الارتباط الخطي المتعدد: Multicollinearity test

إن أحد الافتراضات التي يقوم عليها نموذج الانحدار الخطي باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية هو عدم وجود علاقة خطية دقيقة بين المتغيرات المستقلة التي يحتويها النموذج، فبوجود علاقة واحدة أو أكثر من علاقة بين المتغيرات المستقلة فهذايعني وجود علاقة خطية متعددة[1]. وبالتالي عدم إمكانية استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية(OLS) وإن تم استخدامها فلن تكون النتائج المحصل عليها موثوقة أو صالحة.

ولفحص وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة للدراسة فإننا سنقوم بإجراء اختبارين هما:

- مصفوفة ارتباط **Pearson**
- اختبار عامل تضخم التباين **VIF**

أ- مصفوفة الارتباط

تعد مصفوفة الارتباط أو مصفوفة المبادلة من بين الاختبارات الإحصائية المستخدمة في الكشف عن مشكلة الارتباط المتعدد وذلك بين أكثر من متغير، حيث توضح النتائج المحصلة في شكل مصفوفة الارتباط الثنائي بين كل متغيرين من المتغيرات المستقلة المستخدمة في الدراسة.

يظهر الجدول رقم (4-5) أدناه نتائج معامل الارتباط " بيرسون" بين المتغيرات المستقلة للدراسة.

الجدول رقم :(4-5): مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة

[1]Gujarati Damodar, **Econometrics by Example**, McMillan Publisher,2011,UK, P 68.

Correlations							
		SIZE	Leverage	Age	Industry	Divid	FRQ
SIZE	Pearson correlation	1					
Leverage	Pearson correlation	,071	1				
Age	Pearson correlation	,191**	,057	1			
Industry	Pearson correlation	−,065	−,132**	,096*	1		
Divid	Pearson correlation	,238**	−,282**	,033	,129**	1	
FRQ	Pearson correlation	,163**	−,075	,050	−,031	,048	1
**. correlation is significant at the 0,01 (2-tailed)							
*. correlation is significant at the 0,05 (2-tailed)							

المصدر: مخرجات SPSS

يظهر الجدول رقم **(4-5)**:

أن هناك ارتباط أو علاقة دالة إحصائيا بين بعض المتغيرات المستقلة للدراسة حيث:

- بلغت أعلى نسبة ارتباط دالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة للدراسة الارتباط بين متغير توزيع الأرباح ونسبة الرفع المالي بنسبة(28.2%) تليها نسبة الارتباط بين توزيع الأرباح (Divid) وحجم الشركة (Size) والتي قدرت بـ (23%)وهي أيضا دالة إحصائية،
- بالنسبة لباقي المتغيرات فقد أشارت النتائج إلى وجود ارتباط بينها ولكنه غير دال إحصائيا.

ولأن الدراسات تشير إلى أن مشكلة الارتباط الخطي المتعدد تخلق عندما تتجاوز نسبة الارتباط بين المتغيرات المستقلة للنموذج النسبة (80%)، فيمكن بذلك اعتبار أن بيانات الدراسة خالية من مشكلة الارتباط الخطي المتعددبين المتغيرات المستقلة.

ب-اختبار عامل تضخم التباينVIP

وللتأكيد على خلو البيانات من مشكلة الارتباط الخطي المتعدد سنقوم بإجراء اختبار عامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor)VIF والذي يقيس الدرجة التي يفسر بها كل متغير مستقل في الدراسة بباقي المتغيرات المستقلة بالإضافة إلى اختبار التباين(Tolerance) والتي تظهر نتائجهما في الجدول رقم (4-6).

الجدول رقم (4-6): نتائج اختبار عامل تضخم التباين

Coefficients [a]			
Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Age	0.968	1.033
	Industry	0.941	1.063
	Divid	0.795	1.258
	Leverage	0.854	1.171
	SIZE	0.886	1.129
	FRQ	0.973	1.028
a Dependent Variable: Invest			

المصدر: مخرجات SPSS

يعرض الجدول رقم (4-6) نتائج اختبار مشكلة الارتباط المتعدد بين المتغيراتالمستقلة للدراسة حيث تبين من خلاله:

- أن القيم لـ VIF تراوحت بين (1.028 وَ1.258)، حيث سجلت أعلى قيمة لعامل تضخم التباين لمتغير توزيع الأرباح وأدنى قيمة له لمتغير جودة التقارير المالية وبمتوسط قدره (1.92)؛
- أن قيمة عامل تضخم التباينVIFبالنسبة لكامل المتغيرات أقل من 5 وهذا ما يعني خلو البيانات من الارتباط الخطي المتعددبين المتغيرات المستقلة للدراسة.

- أما بالنسبة لقيم التباين (1/VIF) فيظهر الجدول نفسه أن قيم التباين لكل المتغيرات المستقلة أقل من الواحد وهو ما يؤكد على عدم وجود مشكلة ارتباط متعدد بين المتغيرات في الدراسة.

المطلب الثالث:تحليل نتائج اختبار الفروض

بعد عرض مختلف متغيرات الدراسة بشكل تفصيلي بالإضافة إلى مختلف الأساليب الإحصائية المستخدمة سواء في اختبار مدى خلو البيانات من المشاكل الإحصائية أو تلك التي تخص اختبار فرضيات الدراسة،فإننا في هذا المطلب سنتناول تحليل نتائج هذه الاختبارات بشكل تفصيلي، بداية من الفرض الأول للدراسة والمتعلق بطبيعة سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة العامة الصناعية إلى الفرض الأخير والمتعلق بتحديد أثر جودة التقارير المالية على العلاقة بين قراري توزيع الأرباح والاستثمار في شركات العينة ومدى وجود فروق ذات دلالة إحصائية تعزى لجملة من المتغيرات الضابطة.

الفرع الأول: نتائج اختبار الفرضية الأولى

استهدف الفرض الأول للدراسة اختبار مدى تماثل السياسات التوزيعية للأرباح في شركات العينة ولاختبار الفرض تم احتساب نسب التوزيع في الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في السوق المالية، وهذا بعد تجميع كل بيانات الدراسة التي تتعلق بسياسة التوزيع للعينة.

يظهر الجدول رقم (4-7) النسب المتعلقة بتوزيعات الأرباح في الشركات المساهمة العامة الصناعية حيث تضمن قيمة التوزيعات خلال سنوات الدراسة بالإضافة إلى نسب الشركات التي وزعت أرباحها وتلك التي احتجزتها خلال سنوات الدراسة.

الجدول رقم(4-7) نسب توزيعات الأرباح لسنوات الدراسة

السنوات	مجموع الأرباح	الأرباح الموزعة للشركات	نسبة توزيع الارباح %	عدد الشركات الموزعة	عدد الشركات غير الموزعة	نسبة الشركات الموزعة %
2011	620 104 898	334 662 080	%53,97	23	39	37,10%
2012	390 459 654	273 207 034	%69,97	25	37	40,32%
2013	209 498 414	180 814 606	%86,31	24	38	38,71%
2014	217 291 888	167 480 224	%77,08	23	39	37,10%
2015	263 762 682	159 269 119	%60,38	22	40	35,48%
2016	156 702 732	154 961 098	%98,89	23	39	37,10%
2017	175 889 682	110 206 363	%62,66	21	41	33,87%
2018	247 516 162	130 257 489	%52,63	15	47	24,19%

مجموع الأرباح والأرباح الموزعة بالدينار الأردني

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على بيانات الشركات

وانطلاقا من مخرجات الجدول رقم (4-7) أعلاه يمكن الخروج بالنقاط التالية:

- اقتصر توزيع الأرباح بالنسبة للشركات المساهمة العامة الصناعية محل الدراسة على التوزيعات النقدية فقط ولم يكن هناك أي توزيع للملكية خلال فترة الدراسة 2011-2018؛
- تراوحت نسبة الشركات التي وزعت أرباحا للمساهمين خلال فترة الدراسة بين 25% في سنة 2018 و 40% في سنة 2012 من شركات العينة؛
- بلغ معدل إجمالي توزيعات الأرباح للشركات نسبا تفوق 50% من حجم الأرباح المحققة خلال فترة الدراسة، حيث بلغت هذه النسبة أعلى مستوى لها بـ 98% وهذا في سنة 2016.

وبالرجوع إلى البيانات المتعلقة بالشركات والتي يلخصها الجدول رقم (4-8) أدناه يظهر أن:

- بلغ عدد الشركات التي لم تقم بتوزيعات للأرباح على المساهمين طول فترة الدراسة (صفر توزيع) 20 شركة من أصل 62 شركة وهو ما يعادل نسبة قدرها 32.25%، حيث أن البعض من هذه الشركات حققت خسائر خلال سنوات الدراسة؛
- في حين بلغ عدد الشركات التي قدمت توزيعات للمساهمين خلال كل سنوات الدراسة – خلال الثماني سنوات- سبع شركات من أصل 42 شركة وزعت أرباحها أي ما يمثل نسبة تقدر بـــ 16.6%، أين حققت هذه الشركات أرباحا خلال كل فترة الدراسة.

- اما باقي شركات العينة فقد تراوحت عدد التوزيعات فيها بين توزيع إلى سبعة توزيعات وهو ما يعني اختلاف قرارات التوزيع من شركة إلى أخرى.

الجدول رقم (4-8): قرار توزيع الأرباح في شركات العينة

الوحدة: عدد مرات التوزيع

عددالتوزيعات	لا توزيعات	من1 إلى4	من 5 إلى8
عددالشركات	20	24	18
النسبة%	32.25	57.14	42.85

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Excel

وعليه فإنه يتم **نفي الفرضية الأولى** بوجود تماثل في سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في السوق المالية خلال فترة الدراسة.

الفرع الثاني: نتائج اختبار الفرضية الثانية

ستهدف الفرض الثاني للدراسة اختبار أثر توزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية، ولاختبار صحة الفرض ولإبراز طبيعة الارتباط تم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية.

تم استخدام نموذج الدراسة دون إدراج لمتغير(DIV*FRQ) وكذا للمتغيرات الضابطة والاكتفاء بالمتغير المستقل توزيع الأرباح.

الجدول رقم **(4-9)** يظهر نتائج الانحدار:

الجدول رقم (4-9): نموذج الانحدار الخطي

Coefficients[a]						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	0.364	0.010		35.790	0.000
	Divid	-0.664	0.209	-0.145	-3.176	0.002
a. Dependent Variable: Invest						

المصدر: مخرجات SPSS

يشير الجدول أعلاه إلى أن قيمة معامل نموذج الانحدار البسيط B في النموذج سالبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة 1% حيث كانت قيمة المعنوية(**p=0.002**)، ما يعني وجود أثر سلبي لتوزيع الأرباح على القرار الاستثماري وهو ما يعزز التأثير المقيد لتوزيع الأرباح على القرار الاستثماري في الشركات الصناعية الأردنية محل الدراسة،

ويمكن تفسير ذلك بأنه كلما ارتفعت قيمة التوزيعات في الشركة ينخفض معها حجم الاستثمار نتيجة القيود المالية التي تواجهها الشركات الصناعية والتي ينتج عنها انخفاض في استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة على اعتبار أن عنصر الأرباح سيوجه لتمويل عوائد المساهمين.

إن نتائج الدراسة تتوافق مع نتائج دراسة كل من (Subramaniam and Shaiban, 2011)والذي خلص إلى أن قيمة التوزيعات للأرباح على المساهمين تقلل من حجم الاستثمارات في الشركة كما تتوافق ودراسة (Sanju et al, 2011) والذي توصل إلى أن اتخاذ القرارات المالية للشركات والتي تتعلق بقرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح على الخصوص لا تكون بصورة منفصلة فهي قرارات غير مستقلة وأن العلاقة بينها علاقة عكسية،

إن نتائج الدراسة تتوافق أيضا مع دراسة كل (Brav et al,2004) حيث أشارت هذه الدراسة إلى أن الحفاظ على مستوى توزيعات الأرباح يشكل أولوية تتساوى وقرار الاستثمار في الشركة.

وعليه يتم قبول **الفرضية الثانية** بأن هناك تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية لتوزيع الأرباح على القرارات الاستثمارية في الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية.

الفرع الثالث: نتائج اختبار الفرضية الثالثة.

بعد إثبات وجود تأثير سلبي أو عكسي لتوزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية في الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في السوق المالية، فإننا في هذا الاختبار سنحاول فحص درجة الاختلاف في هذا التأثير باختلاف القطاع الصناعي الفرعي الذي تنتمي إليه الشركة الصناعية محل الدراسة. ولفحص مدى وجود هذه الفروقات فقد اعتمدت الدراسة على اختبار المربعات الصغرى العادية.

ونتائج الاختبار موضحة في الجدول رقم (4-10):

الجدول رقم (4-10):

نتائج تحليل الانحدار لتأثير توزيع الأرباح على القرار الاستثماري باختلاف القطاع الفرعي الصناعي

Coefficients[a]						
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	Divid	1.514	1.024	0.213	1.479	0.146
2	Divid	-1.383	0.913	-0.307	-1.514	0.144
3	Divid	-2.417	1.465	-0.215	-1.649	0.105
4	Divid	0.198	0.357	0.054	0.555	0.580
5	Divid	-2.191	1.129	-0.241	-1.941	0.057
6	Divid	0.122	0.662	0.041	0.184	0.856
7	Divid	-0.204	0.141	-0.361	-1.450	0.169
8	Divid	-3.294	0.669	-0.634	-4.922	0.000
9	Divid	0.818	1.521	0.214	0.538	0.610
10	Divid	-3.676	0.947	-0.388	-3.884	0.000

a. Dependent Variable: Invest

المصدر: مخرجات Spss

إن الأرقام الواردة في الجدول من الواحد إلى العشرة تشير إلى رقم القطاع الصناعي الفرعي الذي قد تنتمي إليه كل شركة من شركات العينة والذي سبق وتم الإشارة إليه في الجدول الخاص بالتوزيع القطاعي لعينة الدراسة.

تشير نتائج تحليل الانحدار وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية ($p\leq 0.05$) لتوزيع الأرباح على القرارات الاستثمارية يختلف باختلاف القطاع الصناعي الفرعي الذي تنتمي إليه الشركة حيث:

- وجود فروق ذات دلالة إحصائية في تأثير توزيعات الأرباح على القرار الاستثماري في كل من شركات قطاع الصناعات الغذائية وصناعات التبغ والسجائر وصناعات الملابس والنسيج حيث كانت القيمة المعنوية لها أقل من مستوى الدلالة ($p=0.05$)
- عدم وجود فروق في تأثير توزيعات الأرباح على القرار الاستثماري في كل من قطاع الصناعات الاستخراجية والتعدين، قطاع الأدوية والصناعات الطبية، قطاع الصناعات

الكيميائية، قطاع الصناعات الهندسية، قطاع الطباعة والتغليف، صناعة الورق والكرتون حيث كانت القيمة المعنوية لكل منها أكبر من مستوى الدلالة (p=0.05)

وبناء على تحليل نتائج المخرجات يتم قبول الفرضية الثالثة بوجود اختلاف في تأثير توزيعات الأرباح على القرار الاستثماري في الشركات المساهمة العامة الصناعية باختلاف نوع القطاع الفرعي للشركة.

الفرع الرابع: نتائج اختبار الفرضية الرابعة

استهدف **الفرض الرابع** اختبار أثر جودة التقارير المالية على الأثر التقييدي لسياسة توزيع الأرباح على القرار الاستثماري في الشركات الصناعية المدرجة خلال سنوات الدراسة.

بعد تحديد وجود علاقة سالبة دالة إحصائية بين توزيع الأرباح والقرار الاستثماري سنقوم فيما يأتي باختبار مدى وجود تأثير لجودة التقارير المالية في التخفيف من هذا التأثير السلبي.

ولتحقيق هذا الهدف تم الاعتماد على تحليل نموذج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، حيث تم بإدخال المتغير (FRQ*Divid)على النموذج السابق بالإضافة إلى المتغيرات الضابطة والتي سبق تقديمها بالتفصيل في الأجزاء السابقة من الدراسة.

يوضح كل من الجدولين رقم **(4-11)** و **(4-12)** مخرجات Spss والتي تخص نتائج تحليل الانحدار للمتغيرات المستقلة وتأثيرها على المتغير التابع للدراسة حيث يشير الجدول الأول إلى نتائج الدلالة الإحصائية للنموذج المستخدم بينما الجدول الثاني يشير إلى نتائج تحليل نموذج الانحدار.

الجدول رقم (4-11): نتائج الدلالة الإحصائية للنموذج

Model Summary[b]				
Model	R	R Square	F	Sig
	.641[a]	.411	7.087	.000
a. Predictors: (Constant), Age, Divid, FRQ, SIZE, Industry, leverage, FRQ*Divid				
b. Dependent Variable: Invest				

المصدر: مخرجات spss

تظهر نتائج الجدول(**4-11**) أعلاه:

أن النموذج المستخدم في الدراسة والذي يقيس مدى تأثير جودة التقارير المالية في التخفيف من تأثير سياسة توزيع الأرباح على القرارات الاستثمارية في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية والمتمثل في:

$$Invest_{jt}=B_0+B_1Divid_{jt}+B_2Divid_{jt}*FRQ_{jt-1}+B_3FRQ_{jt-1}+B_iControls_{jt-1}+\varepsilon_{jt}$$

نموذج دال إحصائيا حيث كانت قيمة F مساوية لـ **(7.087)**وهي دالة إحصائيا عند مستوى المعنوية أصغر أو يساوي 1% حيث بلغت القيمة.**(P=0.000)**

وهو ما يعني وجود متغير مستقل واحد على الأقل في النموذج يفسر المتغير التابع للنموذج والمتمثل في القرار الاستثماري.

كما يظهر أيضا نفس الجدول أن قيمة معامل التحديد للنموذج **(R^2 =0.641)** ما يعني أن 64.1**%** من التغيرات المسجلة في الاستثمار في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية تفسر بتوزيع الأرباح والمتغيرات المستقلة الضابطة المستخدمة في الدراسة، وهو ما يشير إلى وجود متغيرات أخرى من شأنها التأثير في القرار الاستثماري في الشركة وهو الأمر الذي أكده العديد من الباحثين من خلال الإشارة إلى متغيرات أخرى نوعية مؤثرة تتمثل على سبيل المثال لا الحصر في الخصائص السلوكية لمتخذ القرار الاستثماري والتي تشكل متغير نوعي يصعب قياسه عدديا أو التعبير عنه كميًا.

بعد الإشارة إلى دلالة النموذج إحصائيا يوضح الجدول **(4-12)** الموالي نتائج تحليل نموذج الانحدار للدراسة ومنه نتائج اختبار الفرض الرابع للدراسة.

الجدول رقم (4-12): تحليل نموذج الانحدار

Coefficients[a]						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	0.429	0.453		0.946	0.348
	Divid	-0.658	0.399	-0.201	-1.649	0.104
	FRQ*Divid	0.042	0.021	0.344	2.020	0.047
	Leverage	0.048	0.022	0.258	2.190	0.032
	SIZE	0.282	0.220	0.140	1.279	0.205
	Industry	-0.008	0.005	-0.154	-1.536	0.129
	FRQ	0.562	0.471	0.186	1.193	0.237
	Age	-0.177	0.044	-0.393	-3.989	0.000
a. Dependent Variable: Invest						

المصدر: مخرجات spss

واعتمادا على نتائج اختبار المربعات الصغرى العادية المشار إليها في الجدول :

أن قيمة معامل الانحدار(B) لمتغير توزيع الأرباح وجودة التقارير المالية **(FRQ*Divid)** موجب **(0.042)** وذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (p=0.05) ما يعني وجود أثر إيجابي للتفاعل بين توزيع الأرباح وجودة التقارير المالية على القرار الاستثماري.

وبذلك فإن نتائج التحليل تعزز من فكرة أن جودة التقارير المالية تخفف من الأثر السلبي لتوزيع الأرباح على القرار الاستثماري، وبذلك فإن الشركات التي تتمتع بجودة عالية في تقاريرها المالية ينخفض فيها مستوى التأثير السلبي المقيد لتوزيعات الأرباح على القرار الاستثماري.

وعليه يتم قبول الفرضية الرابعة بوجود أثر لجودة التقارير المالية على العلاقة بين القرارين الماليين في الشركات الصناعية الأردنية محل الدراسة.

وبذلك تكون مخرجات الدراسة متوافقة مع نتائج دراسات كل من (Ramalingegowda etal,2013) ودراسة (Lin et al,2012) التي أشارت إلى أن زيادة الثقة في المعلومات الواردة في التقارير المالية المفصح عنها يرفع من جودة التقارير المالية ويخفض من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وفئة المستثمرين وهو ما يؤثر بالإيجاب على التكلفة التي تتحملها الشركة للحصول

على التمويل الخارجي فتنخفض معها بذلك درجة التنافس بين توزيع الأرباح والقرار الاستثماري على التمويل الذاتي المتاح في الشركات،فتتجنب هذه الأخيرة التنازل عن مشاريع استثمارية مربحة للحفاظ على مستويات التوزيع للأرباح على المساهمين.

كما تظهر نتائج الجدول **(4-12)** أيضا فيما يخص المتغيرات الضابطة للدراسة ما يلي:

-وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين الاستثمار(Invest) ونسبة الرفع المالي (Leverage) مقاسة بمجموع المطلوبات إلى إجمالي الأصول، حيث كانت قيمة t مساوية إلى **(2.190)**وقيمة معامل الانحدار **(B=0.048)** وهذا عند مستوى الدلالة **(p=0.05)** عمليا ما يعني أن زيادة نسبة الدين في الهيكل التمويلي يؤدي إلى زيادة في الاستثمار مقاسا بالاستثمارات الرأسمالية إلى إجمالي الأصول وفسر الباحثون هذه العلاقة بأن الشركات تلجأ إلى التمويل الخارجي القائم على الديون لتمويل الاستثمارات الجديدة وليس لتغطية عمليات أخرى كتمويل التوزيعات، على اعتبار أن هذا النوع من التمويل يحقق وفورات ضريبية للشركة.

تتوافق نتيجة الدراسة مع نتائج دراسة (Jensen, 1986) إلى أن وجود السيولة الكافية أو فائض في السيولة يدفع بإدارة الشركة إلى اتخاذذ قرارات بالاستثمار حتى في المشاريع الاستثمارية التي تكون فيها صافي القيمة الحالية (VAN) سالبة، وهو ما تؤكده نتائج الجدول أدناه**(4-13)** أين تظهر وجود تأثير سلبي للرفع المالي على العائد على الاستثمار، وهو ما يشير إلى أن تزايد الرفع المالي يؤدي إلى انخفاض العائد على الاستثمار وهذا عند مستوى الدلالة (p=0.01) في حين أن نتائج الدراسة لا تتوافق ودراسات وأخرى والتي ترى عدم تأثير هيكل رأس المال على الاستثمار ومنه على قيمة الشركة وهذا الاختلاف قد يكون نتاج اختلال الفرضيات التي بنيت عليها الدراسة مقارنة بخصائص الأسواق المالية في الدول النامية بما فيها سوق عمان.

الجدول رقم (4-13): نتائج الانحدار

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	0.052	0.010		5.177	0.000
	Leverage	-0.157	0.020	-0.328	-7.675	0.000
a. Dependent Variable: ROA						

المصدر: مخرجات Spss

- وجود علاقة عكسية دالة إحصائيا عند مستوى الدلالة (p=0.05) بين متغير الاستثمار ومتغير العمر (Age) مقاسا بسنوات النشاط في الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، حيث بلغت قيمة t القيمة **(t=-3.989)** بينما كانت قيمة معامل الانحدار **(B=-1.177)** وهو ما يفسر تأثر القرارات المالية بما فيها الاستثمار بعمر الشركة وهو ما يتوافق مع الكثير من الدراسات التي تناولت تأثير دورة حياة الشركات كمتغير رئيسي في طبيعة القرارات المالية المتخذة.

حيث أشارت دراسة أجراها (Zane Swanson,2009) إلى أن هناك ارتباطا بين تناقص العوائد الاستثمارية ودورة حياة الشركة مقاسة بعمر الشركة، حيث أكد أن فرض دورة حياة الشركة والذي يحدد سلوك الشركات في الصناعة بمرور الزمن والتي تضم أربع مراحل هي البروز، والنمو والنضج ومرحلة الانهيار يؤثر على حجم العوائد الاستثمارية فيها، فكلما ازداد عمر الشركة وابتعد عن مرحلة النضوج والتميز تؤول العوائد الاستثمارية إلى التراجع ما يفسر بمرحلة الانحسار والهبوط الذي يلي هذه المرحلة نتيجة تزايد التنافس والتغير في البيئة التكنولوجية من جهة وتشبع السوق من جهة أخرى، وهو ما يعني أن أغلب الشركات التي تتواجد في مرحلة النضج قد لا تتوفر على فرص استثمارية كبيرة كالتي تتوفر عليها الشركات الحديثة النشأة أو تلك التي تتواجد في مرحة النمو.

-أشارت النتائج الموضحة في الجدول رقم (4-13) أيضا إلى أن باقي المتغيرات الضابطة للدراسة والمتمثلة في كل من قطاع الشركة(Industry) وحجم الشركة (SIZE) ، لا تؤثر على

القرارات الاستثمارية في الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية حيث كانت قيمة المعنوية لها أكبر من 5%.

وبالنظر إلى نتائج التحليل السابقة يتم قبول الفرضية الرابعة للدراسة بأن جودة التقارير المالية تخفف من التأثير السلبي لتوزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية في الشركات المساهمة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية.

بعد عرض نتائج اختبار فرضيات الدراسة بالتفصيل، يلخص الجدول رقم (4-14)النتائج المتوصل إليها.

الجدول رقم (4-14): نتائج اختبار فرضيات الدراسة

الفرضية	صيغة الفرضية	نتيجة الاختبار
الفرضية الأولى	تتبع الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية نفس السياسة التوزيعية للأرباح.	**مرفوضة**
الفرضية الثانية	هناك أثر ذو دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية في الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية عند مستوى الدلالة($P \leq 0.05$).	**مقبولة**
الفرضية الثالثة	هناك أثر ذو دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح على القرار الاستثمار للشركات المساهمة العامة يختلف باختلاف نوع القطاع الفرعي للشركة عند مستوى المعنوية($p \leq 0.05$).	**مقبولة**
الفرضية الرابعة	هناك أثر ذو دلالة إحصائية لجودة التقارير المالية على تأثير سياسة توزيع الأرباح على القرارات الاستثمارية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية عند مستوى الدلالة($P \leq 0.05$).	مقبولة

خلاصة الفصل:

أجري الجانب التطبيقي للدراسة على عينة من الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية والتي بلغ عددها 62 شركة مساهمة عامة صناعية، تم استبعاد الشركات المساهمة الصناعية العامة التي عرفت اندماجا وحالة إيقاف للنشاط خلال سنة من سنوات الدراسة أو تلك التي عرفت تغييرا في وضعيتها القانونية أو لم تتوفر بياناتها خلال سنة من سنوات الدراسة .

ولاختبار صحة الفرضيات فقد استخدمت الدراسة مجموعة من الأساليب الإحصائية بالاعتماد على برنامج SPSS، تضمنت بداية اختبارات لفحص صلاحية النموذج للدراسة ليتم بعدها إجراء الاختبارات الإحصائية الخاصة بفحص واختبار صحة فرضيات الدراسة والتي تمثلت أهمها في طريقة المربعات الصغرى العاديةOLS.

وبعد إجراء جملة الاختبارات الإحصائية فقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين توزيعات الأرباح والقرار الاستثماري في الشركات وهو ما يعزز الأثر المقيد لتوزيع الأرباح على القرار الاستثماري ويؤكد على العلاقة التنافسية بين القرارين حول التمويل الذاتي المحتجز المتوفر للشركة.

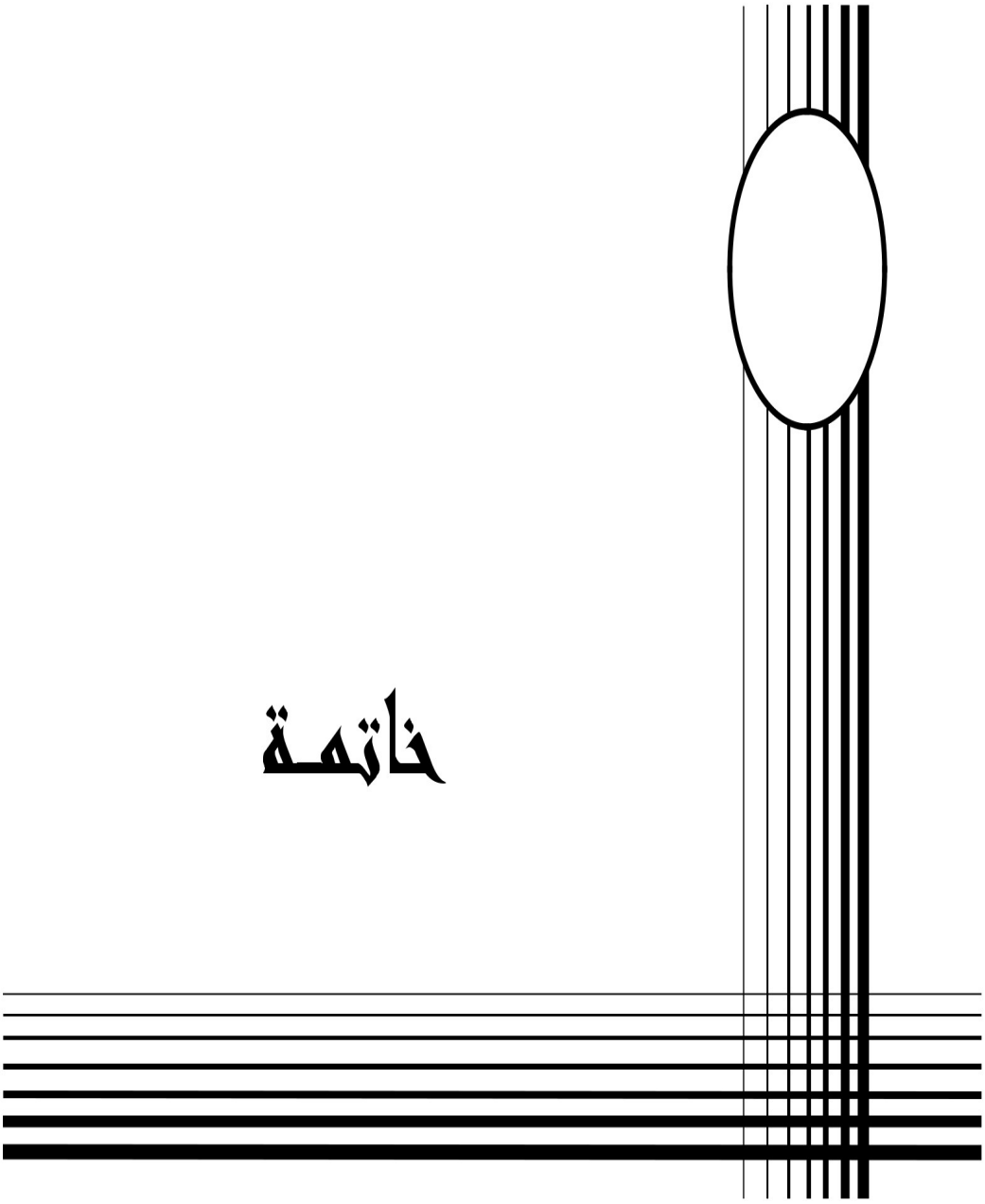
وكحل لهذا الأثر السلبي فقد اختبرت الدراسة نجاعة جودة التقارير المالية في التخفيف من هذا التأثير السلبي بين القرارين في الشركات وذلك باستخدام اختبار المربعات الصغرى العادية.

أظهرت النتائج وجود أثر إيجابي لجودة التقارير المالية حيث بينت أنه وكلما ارتفعت جودة التقارير المالية في الشركات المساهمة العامة الصناعية كلما انخفضت معها سلبية تأثير توزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية في الشركات محل الدراسة.

كما أشارت نتائج الدراسة فيما يخص تأثير المتغيرات الضابطة:

- أن لكل من متغيرات الرفع المالي (Leverage) وعمر الشركة (Age) تأثير على القرار الاستثماري، حيث كان تأثير الرفع المالي ايجابيا، فيما كان تأثير عمر الشركة عكسيا على القرار الاستثماري وهو الأمر الذي يتوافق مع العديد من نتائج الدراسات السابقة.

- في حين أن المتغيرات الضابطة الأخرى المتمثلة في كل من القطاع (Industry) وحجم الشركة (Size) فلم يسجل لها أي تأثير على القرار الاستثماري.



خاتمة

الخاتمة:

يعد قرار الاستثمار وتوزيع الأرباح من أهم القرارات الإستراتيجية التي تشكل السياسة المالية للشركة، والتي تهدف من خلالها إلى تعظيم ثروة المساهمين وتعظيم قيمة الشركة، إذ يقوم الأول على اختيار المشاريع الاستثمارية التي تضمن للشركة تدفقات نقدية مستقبلية تسمح باستمرارها في السوق، بينما يتعلق قرار توزيع الأرباح بمعالجة الأرباح المحققة من حيث تحديد نسبة ما يوزع على المساهمين وبين ما يتم احتجازه وذلك بما يناسب سياستها في التوزيع المعتمدة في الشركة.

إن كل قرار من القرارين السابقين يرتبط بحجم الربح المحقق أو المحتجز والذي يمثل مصدرا للتمويل الذاتي، فغالبا ما يؤثر قرار توزيع الأرباح سلبا على الفرص الاستثمارية فتتوجه الشركة بذلك إلى التخلي عن الفرص الاستثمارية المربحة محافظة على سياستها في توزيع الأرباح حتى تتجنب الإشارات السلبية التي قد تخلق نتيجة التغيير فيها وعلى هذا يكون مصدر التمويل الذاتي محل تضارب بين القرارين خصوصا عندما تجد الشركة صعوبة في الحصول على التمويل الخارجي بسبب تكلفته المرتفعة.

إن تكلفة التمويل الخارجي تتخللها تكلفة إضافية نظامية ناتجة عن التباين أو عدم التماثل في المعلومات بين إدارة الشركة والمستثمرين وللخفض من هذه التكلفة كان لزاما على الشركات العمل على جعل مخرجاتها المحاسبية صادقة وعالية الجودة للتخفيف من هذا التباين والاستفادة من المنفعة الاقتصادية التي تحققها الجودة في التقارير المالية.

لقد بحثت هذه الدراسة عن دور جودة التقارير المالية في معالجة التأثير السلبي لسياسة توزيع الأرباح على القرار الاستثماري وذلك من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2011-2018)، حيث اختير القطاع الصناعي منها للدراسة باعتباره القطاع الأنشط عندما يتعلق الأمر بالاستثمار والقرارات المالية لتكون حجم العينة المختارة والتي استوفت شروط الإدراج في الدراسة 62 شركة مساهمة عامة صناعية.

وبعد تحليل البيانات المحصل عليها للشركات محل الدراسة، وباستخدام برنامج Excel وبرنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (Spss) تم التوصل إلى جملة من النتائج يتم التفصيل فيها فيما يأتي.

نتائج اختبار الفرضيات:

فانطلاقا من الاختبارات الإحصائية التي أجريت على عينة الدراسة وتحليل نتائجها تم التوصل إلى النتائج التالية:

❖ **الفرضية الأولى:**

تتبع الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية نفس السياسة لتوزيع الأرباح.

ولقد تم نفي الفرضية حيث أشارت نتائج الاختبار إلى أن الشركات الصناعية المدرجة في السوق المالية تتبع سياسات مختلفة في توزيعها للأرباح ، فمنها من تفضل احتجاز أرباحها وأخرى تجري توزيعات سنوية للمساهمين تختلف نسبها من شركة لأخرى، حيث أشارت نتائج الدراسة إلى أن عدد الشركات التي لم تقم بتوزيع للأرباح خلال كل فترة الدراسة (2011-2018) حوالي 20 شركة، في حين تراوحت نسبة الشركات التي وزعت أرباحا للمساهمين بين ما نسبته 25% و40%من إجمالي شركات العينة،بينما بلغ عدد الشركات التي وزعت أرباحا سنوية خلال كل فترة الدراسة سبع شركات أي بما نسبته 16.6% من شركات العينة.

❖ **الفرضية الثانية:**

هناك أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية في الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية وذلك عند مستوى الدلالة ($P \leq 0.05$).

ولقد أثبتت النتائج صحة الفرضية الثانية بوجود تأثير سلبي لقرار توزيع الأرباح على القرار الاستثماري في الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية فسرت بنسبة المنافسة على الأرباح المحتجزة في الشركة والتي تعد كمصدر تمويل منخفض التكاليف للقرارين، وهذا بالنظر للصعوبات التي تكتسي عملية التمويل في السوق المالية، حيث أن السوق المالية في الأردن كغيره من الدول النامية تتصف بعدم الكفاءة وما يميزها من قيود مالية تحد من قدرة الشركات على التمويل والناتجة عن غياب التماثل في المعلومات بين الشركة وفئة المستثمرين.

❖ **الفرضية الثالثة:**

هناك أثر ذو دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية للشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية يختلف باختلاف نوع القطاع الفرعي للشركة.

أشارت نتائج الاختبار إلى صحة الفرضية حيث أظهرت أن تأثير توزيع الأرباح على القرار الاستثماري يختلف باختلاف القطاع الصناعي الفرعي للشركة.

❖ **الفرضية الرابعة:**

هناك أثر ايجابي ذو دلالة إحصائية لجودة التقارير المالية على تأثير سياسة توزيع الأرباح على القرارات الاستثمارية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية عند مستوى الدلالة ($P \leq 0.05$).

أظهرت النتائج صحة الفرضية الرابعة بأن لجودة التقارير المالية أثر ايجابي على التأثير السلبي لقرار توزيع الأرباح على القرارات الاستثمارية في شركات العينة، والذي فسر على أن جودة التقارير المالية تخفف من درجة عدم التماثل في المعلومات بين مسير الشركة ومستخدمي المعلومات المحاسبية بما فيهم فئة المستثمرين، فالرفع من درجة الموثوقية في التقارير المالية يخفض من تكلفة التمويل الخارجي على اعتبار أن المستثمر لن يطالب بعلاوة في العائد والتي تتعلق بمخاطرة نقص المعلومات المرتبطة بالسهم أو تلك الناتجة عن انخفاض في جودة المعلومات المعلن عنها.

عرض نتائج الدراسة:

وبناء على ما سبق عرضه من نتائج اختبار الفرضيات وما تبلور من مناقشة محاور الإشكالية في متن الدراسة فقد تم التوصل إلى النتائج التالية:

- تشكل الأرباح المحتجزة مصدرا تمويليا ذاتيا للشركة مجانية التكلفة في الظاهر متدنية التكلفة عمليا وهذا إذا ما قورن بتكلفة التمويل الخارجي، فقد تستخدمه الشركة كمصدر للتوزيعات الممنوحة كعوائد للمساهمين أو قد تستخدمه الشركة لأغراض النمو والتوسع من خلال تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة.
- إن وضع الشركة لسياسة توزيع الأرباح فيها مرتبط بجملة من العوامل الاقتصادية والقانونية وجملة من الأهداف التي يتحدد من خلالها شكل التوزيع فيما إذا كان نقديا أو توزيع للمكلية وكذا نسب الربح الموزع، على أن تغيير هذه السياسة قد يخلق إشارة لفئات المستثمرين عن

أداء ووضع الشركة الحالي والمستقبلي فقد يكون قرار توزيع الأرباح وسيلة جذب للمستثمرين الجدد.

- يرتبط اتخاذه القرارات المالية بتعظيم قيمة الشركة وثروة المساهمين وذلك من خلال اختيار سياسة توزيع الأرباح التي تناسب حجم وفرص استثمارها المربحة على أن يتم تمويل هذه الأخيرة بالطريقة الأمثل التي تسمح بتدنية تكاليف التمويل.
- تؤثر سياسة توزيع الأرباح سلبا على قرار الاستثمار في الشركات حين توجه الأرباح المحققة للمساهمين كعوائد لهم محافظة بذلك على استقرار سياستها في التوزيع، فينخفض بذلك حجم الأموال الموجهة للفرص الاستثمارية المتاحة، ما يعني أن الشركات قد تتخلى على المشاريع الاستثمارية المربحة تجنبا لخفض التوزيعات على اعتبار أن تكلفة المصادر التمويلية الخارجية أعلى بكثير من مصادر التمويل الذاتية التي يشكل الربح المحتجز مصدرها الأساسي.
- يتشكل الربح المحاسبي المحقق من حسابات استحقاق اختيارية وغير اختيارية تعبر عن الجزء غير النقدي في قائمة الدخل والذي يشكل في الغالب العنصر الذي تدور حوله إدارة الأرباح وهو ما يجعله الأكثر استخدامًا عند البحث عن تحديد مستوى الجودة في المعلومات المحاسبية.
- تسمح جودة التقارير المالية من تحقيق الشركات لمنفعة اقتصادية تتعلق بتخفيض تكلفة المخاطرة النظامية التي تتحملها الشركات والتي قد يخلقها غياب أو حجب المعلومات عن فئة المستثمرين ما يساهم في خفض تكلفة التمويل الخارجي.
- إن تمتع المخرجات المحاسبية بدرجة عالية من الجودة يمنح الشركات عدة امتيازات أو منافع تنصب في إلغاء مشكل عدم التماثل بين إدارة الشركة وفئة المستثمرين والدائنين المستقبليين وما قد ينتج عن هذه المشكلة من تأثيرات سلبية على وضعية الشركة الحالية والمستقبلة.
- إن التفاعل بين جودة التقارير المالية في الشركات المساهمة العامة الصناعية أثر إيجابا على الاستثمار فيها حيث أن توفر جودة في التقارير المالية يعني ارتفاع درجة ثقة المستثمرين في المعلومات المحاسبية فتنخفض معها تكلفة التمويل الخارجي ومنه درجة التنافس على التمويل الذاتي بين توزيع الأرباح والقرارات الاستثمارية.

ومن النتائج المتوصل إليها أيضا:

- تعتمد الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية على متوسط نسبة رفع مالي (32%) خلال فترة الدراسة وهي تعد سياسة محافظة قد يكون سببها إما تجنب مشكل الوكالة بين فئة المساهمين والدائنين أو نتيجة لوضع سوق السندات في الأردن والذي يراه الكثير من المحللين على أنه متأخر جدا؛

التوصيات:

بناء على النتائج التي أسفرت عنها الدراسة فقد تم وضع مجموعة من التوصيات منها ما يوجه إلى السوق المالية ومنها ما يوجه للشركات:

توصيات تتعلق بالسوق المالية محل الدراسة:

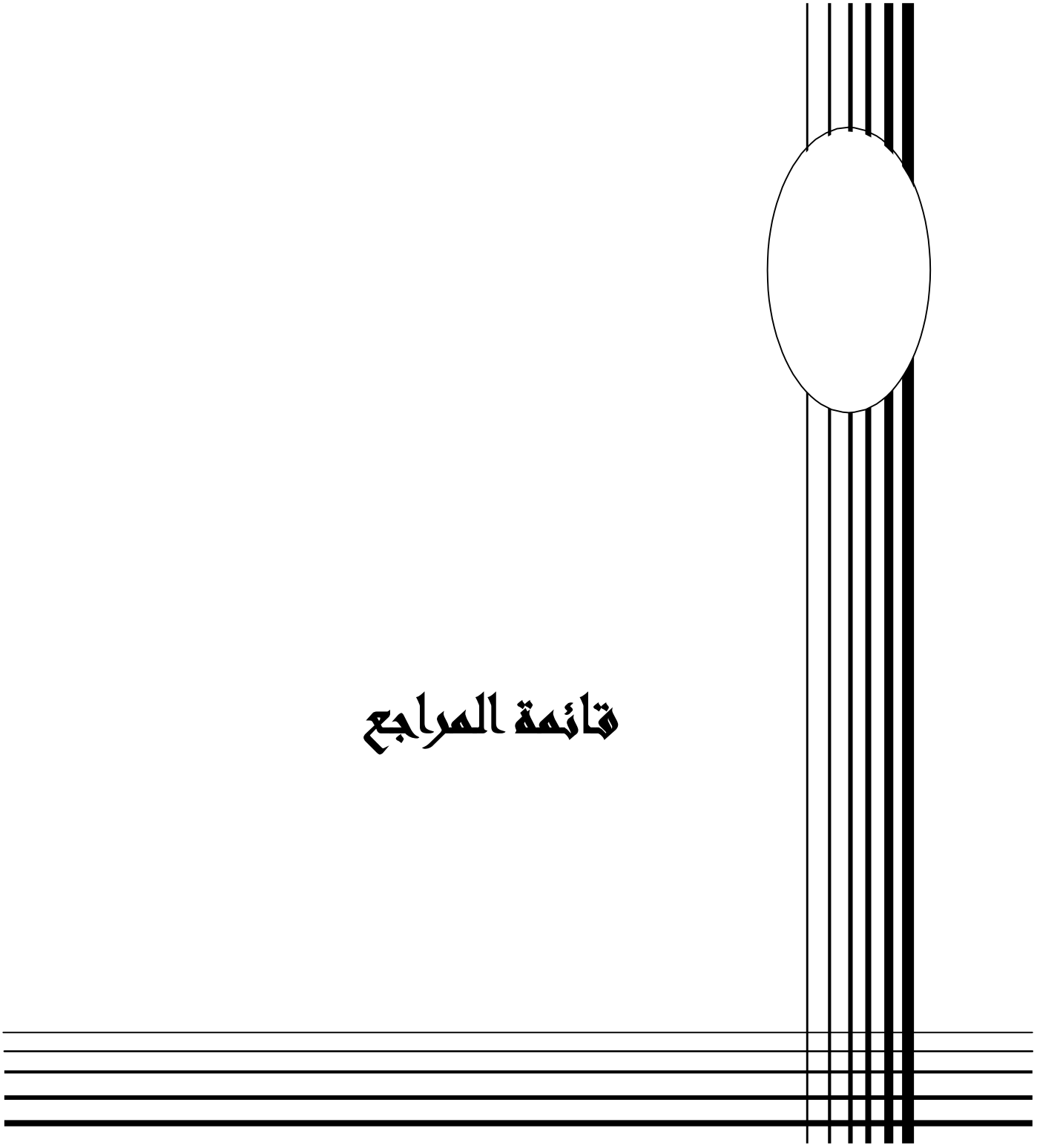
- ضرورة اتخاذ إجراءات لتطوير السوق المالية والرفع من كفاءتها للتخفيف من القيود المالية التي تعيق الشركات المساهمة المدرجة في التمويل خصوصا تلك المتعلقة بسوق السندات والذي سيسمح بالرفع من تدفق مصادر التمويل الخارجية.
- العمل على وضع تشريعات وقوانين تكرس مفهوم الجودة في المخرجات المحاسبية للشركات كتضييق الطرق والأساليب المحاسبية التي تمنح الإدارة الحق في اختيار أنسبها وكذا وضع محددات لكل العمليات التي تتطلب استخدام الإدارة للتقديرات.
- تطوير نموذج موحد لقياس مستوى جودة التقارير المالية في الشركات الصناعية المدرجة في السوق المالية ليكون مرجعا للمستثمرين في تحديد توجهاتهم الاستثمارية.
- ضرورة تقليل الفترة الزمنية بين انتهاء السنة المالية وتاريخ عرض التقارير المالية للشركات لمستخدميها لتجنب إفقاد المعلومات منفعتها وبالتالي تكريس فكرة التوقيت المناسب في زيادة جودة المعلومات المحاسبية.
- ضرورة إلزام الشركات المساهمة العامة والمدرجة في السوق المالية على نشر قوائم مالية تفصيلية لبعض التكاليف والأعباء السنوية كالاهتلاكات وخسائر القيم والخاصة بكل نوع من التثبيتات وغير مجمعة وهذا لأغراض البحث العلمي، حيث أن المعلومات التي تفصح عنها الشركات المدرجة تكون في شكل بيانات أو أرقام مجمعة حيث تعرض في الحسابات الختامية وبطريقة إجمالية.

توصيات تتعلق بالشركات:

- ضرورة تكريس الشركات لمفهوم الجودة في كل مخرجاتها المحاسبية والتي تشكل قاعدة بيانات تقوم عليها قرارات مختلف المستخدمين، على اعتبار أن هذه الجودة تقدم منفعة اقتصادية للشركة قبل المستخدمين.
- العمل على تجاوز تفويت الفرص الاستثمارية التي تحقق عوائد للشركة من خلال إجراء دراسات جدوى معمقة وتفصيلية.
- لابد على الشركات خلق سياسة توزيعية للأرباح تكفل لها القيام بالقرارات المالية الحالية والمستقبلة الأخرى دون ضغوطات مالية من خلال وضع خطة متوازنة لتجنب تفويت الفرص الاستثمارية المربحة.
- ضرورة القيام بدراسات تخطيطية معمقة للسنوات المقبلة تخص فرص الشركة التوسعية والفرص الاستثمارية المحتملة.
- ضرورة أن تعمل الإدارة المالية في شركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية على اختيار توليفة من مصادر التمويل الخارجي المناسبة بما يتوافق وقراراتها الاستثمارية وسياستها في توزيع الأرباح وهذا بالنظر لما قد يضيفه كل مصدر تمويل خارجي للشركة من قيمة كالرفع من نسب الاستدانة للاستفادة من أثر الرفع المالي المتمثل في الوفورات الضريبية التي قد لا يقدمها مصدر تمويلي آخر.

آفاق الدراسة:

- إجراء دراسة على قطاع الخدمات أو القطاع الصناعي والخدماتي معا مع الرفع من السلسلة الزمنية التي تشملها الدراسة.
- إحداث تغيير في أساليب قياس متغيرات نموذج الدراسة كقياس جودة التقارير المالية بمقاييس نوعية وتطبيقها على البيئة المحلية.
- إدخال متغيرات ضابطة أخرى غير تلك المستخدمة في الدراسة كدراسة علاقة القرار الاستثماري بقرار توزيع الأرباح بتأثير كل من عمر إدراج الشركات في السوق المالية أو بنسبة تركز الملكية.



قائمة المراجع

أولا: قائمة المراجع باللّغة العربية

I. الكتب:

1. أحمد حلمي جمعة، **معايير التقارير المالية الدولية**، دار الصفاء للنشر والطباعة، الأردن 2015.
2. آمنة مهنا السنيدي، **توزيع الأرباح في شركات المساهمة**، دار الكتاب الجامعي للنشر والتوزيع، الرياض، 2017.
3. أحمد حكمت الراوي، **نظم المعلومات المحاسبية والمنظمة، نظري مع حالات دراسية**، الطبعة الأولى، دار العلم والثقافة للنشر والتوزيع،عمان،2000.
4. أحمد حلمي جمعة، **المدخل السلوكي في المحاسبة المالية**، دار الصفاء للنشر والتوزيع عمان، 2009.
5. أحمد حلمي جمعة، **نظرية المحاسبة المالية (النموذج الدولي الجديد)**، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
6. أحمد حلمي جمعة، **نظم المعلومات المحاسبية مدخل تطبيقي معاصر**، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
7. أحمد رمضان نعمة الله، **دراسات الجدوى ومعايير الاستثمار**، المكتبة المصرية للطباعة والنشر،مصر، 2004.
8. أحمد محمد نور، شحاتة السيد شحاتة، **مبادئ المحاسبة المالية**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2008.
9. أحمد نور،أحمد حسين علي، **مبادئ المحاسبة الادارية**، الدار الجامعية،الاسكندرية، 2001.
10. أحمد نور، **المحاسبة المالية، القياس، التقييم والافصاح المحاسبي وفق المعايير المحاسبية الدولية ومعايير المحاسبة المصرية**، الدار الجامعية، مصر، 2010.
11. أحمد هاني البحيري حماد، أحمد صلاح عطية، **مبادئ المحاسبة المالية مدخل لمساندة ودعم اتخاذ القرار**، بدون ناشر، مصر، 2006.
12. أسامة الحارس، فوز الدين أبو جاموس، **محاسبة الشركات**، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
13. أمين السيد أحمد لطفي، **تقييم المشروعات الاستثمارية باستخدام مونت كارلو للمحاكاة** الدار الجامعية، الاسكندرية. 2006.

14. أمين لطفي، **تخطيط الأرباح باستخدام نماذج محاكاة المنشأة**، الدار الجامعية للنشر والطباعة، مصر، 2006
15. جميل أحمد توفيق، **أساسيات الادارة المالية**، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية للنشر والتوزيع، لبنان، 1987.
16. دريد كامل آل شبيب، **الاستثمار والتحليل الاستثماري**، دار اليازوزي، عمان، 2009.
17. دريد كامل آل شبيب، **إدارة مالية الشركات المتقدمة**، دار اليازوزي للنشر والتوزيع،عمان، 2016.
18. حسين القاضي، مأمون حمدان، **المحاسبة الدولية ومعاييرها**، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2012.
19. حنان رضوة، الحارس أسامة، أبو جاموس فوز الدين، **أسس المحاسبة المالية**، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
20. حمزة محمود الزبيدي، **الاستثمار في الأوراق المالية**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001
21. خيري علي الجزيري، **الادارة المالية 2**، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر، 1993.
22. طارق عبد العال حماد، **التقارير المالية**، الدار الجامعية، مصر، 2005.
23. طارق عبد العال حماد، **موسوعة المعايير المحاسبية** ، الدار الجامعية، مصر، 2003.
24. طاهر حردان، **أساسيات الاستثمار**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
25. طلال كداوي، **تقييم القرارات الاستثمارية**، دار اليازوزي للنشر والتوزيع، عمان، 2000.
26. طلال محمود علي الحجاوي، محمد آل فتح الله، **الشفافية في الافصاح عن المعلومات المحاسبية** ، الطبعة الأولى، دار الأيام، الأردن، 2017.
27. عباس محمد الشيرازي، **نظرية المحاسبة**، الطبعة الأولى، منشورات ذات السلاسل، الكويت، 1990.
28. عبد الحميد عبد المطلب، **السياسات الاقتصادية على مستوى المشروع تحليل جزئي**، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003.
29. عبد الحميد عبد المطلب، **دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية**، الدار الجامعية للنشر، الاسكندرية، 2000.
30. عبد الغفار حنفي، **الادارة المالية مدخل اتخاذ القرارات**، الطبعة الأولى، مكتبة الاشعاع الفنية، مصر، 2002.

31. عبد الغفار حنفي، **أساسيات التمويل والادارة المالية**، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2002.

32. عبد القادر قرادي ، الطاهر جمعات، **المحاسبة ونظام المعلومات المحاسبي**، مطبعة بن سالم، الجزائر، 2010.

33. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، **الادارة المالية المتقدمة**، دار اليازوزي للنشر والتوزيع، عمان، 2012.

34. علي عبد الله شاهين،**النظرية المحاسبية إطار فكري تحليلي وتطبيقي**، مكتبة أفاق للطباعة والنشر، غزة، 2011.

35. فايز سليم حداد، **الإدارة المالية**، الطبعة الثالثة، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2011.

36. كاظم جاسم العيساوي، **دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات**، دارالمناهج الأردن ، 2001.

37. كمال الدين الدهراوي، **تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار**، المكتب الجامعي الحديث،مصر، 2006.

38. محمد أبو نصار، جمعة حميدات، **معايير المحاسبة والابلاغ المالية الدوليةالجوانب النظرية والعلمية**، دار وائل للنشر، الأردن، 2008.

39. محمد المبروك أبو زيد، **المحاسبة الدولية وانعكاساتها على الدول العربية**، دار ايتراك للطباعة والنشر، مصر، 2005.

40. محمد سمير الشاهد، **قواعد وإعداد وتصوير القوائم المالية للبنوك وفق المعايير الدولية**، منشورات اتحاد المصارف العربية، مصر، 2000.

41. محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، **الادارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات** الدار الجامعية، الاسكندرية، 2010.

42. محمد عبد الفتاح الصيرفي، **دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات** ، دار الفكر للنشر والطباعة، عمان، 2008

43. محمد الفاتح محمود المغربي، **تمويل ومؤسسات مالية**، دار الجنان للنشروالتوزيع، عمان ، 2014.

44. محمد عزت الميداني، **الادارة التمويلية في الشركات**، الطبعة الثالثة، مكتبة العبيكان، الرياض،1999.

45. محمد علي ابراهيم العامري، **الادارة المالية الحديثة**،الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، ، عمان، 2013.

46. محمد مطر، **التأصيل النظري للممارسات المهنية المحاسبية في مجالات القياس والعرض والافصاح**، دار وائل للنشر، الأردن،2004.

47. محمد مطر، موسى السويطي، **التأصيل النظري للممارسات المهنية المحاسبية في مجالات القياس، العرض والافصاح**، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر،عمان ، 2008.

48. محمد مطر،**مبادئ المحاسبة المالية**،الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر، الأردن، 2007.

49. مختار علي أبو زريدة ، **مبادئ علم المحاسبة الحديثة**، دار الكتب الوطنية، بنغازي 2008.

50. مؤيد الفضل، عبد النصر نور، **المحاسبة الإدارية**، الطبعة الأولى، دار السيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2002.

51. مؤيد عبد الحسين فضل،**المنهج الكمي في اتخاذ القرارات الادارية المثلى**، دار اليازوزي ، عمان، 2011.

52. نعيم دهمش، محمد أبو نصار،محمود الخلايلة، **مبادئ المحاسبة**،الطبعة الثانية، دار وائل للنشر،عمان، 2004.

53. نوال عبد الكريم الأشهب،**اتخاذ القرارات الإدارية،أنواعها ومراحلها**، دار أمجد للنشر، عمان، 2014.

54. الياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن 2006.

55. أحمد صلاح عطية،**مبادئ المحاسبة المالية نظام معلومات لخدمة متخذي القرار**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2010.

56. أمين السيد أحمد لطفي،**نظرية المحاسبة منظور التوافق الدولي**، الدار الجامعية، القاهرة، 2007.

57. حسين بلعجوز، **نظام المعلومات المحسبي ودوره في اتخاذ القرارات الانتاجية**،مؤسسة الثقافة الجامعية، الاسكندرية، 2009.

58. دونالد كييسو، جري ويجانت، تعريب أحمد حامد حجاج، **المحاسبة المتوسطة**، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 1999.

59. طلال الحجاوي، سالم الزوبعي، **القياس المحاسبي ومحدداته وانعكاسها على رأي مراقب الحسابات**، دار اليازوزي للنشر، الأردن،2016.

60. عبد الوهاب نصر علي، **مبادئ المحاسبة المالية وفق المعايير المحاسبية الدولية**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004.

61. عبد الرحمن بن ابراهيم الحمد، **نظرية المحاسبة**،الطبعة الأولى، الرياض، 2009.
62. محمد سامي راضي، **مبادئ المحاسبة المالية**، الجزء الأول، الدار الجامعية، مصر، 2011.
63. مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، **تحليل القوائم المالية**، دار المسيرة للنشروالتوزيع، عمان، 2006.
64. محمد الفاتح المغربي، **حوكمة الشركات**، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، السودان 2020.
65. يوحنا آل أدم،صالح رزق، **المحاسبة المالية،أصول وخصوم، وقوائم مالية**، دار حامد للنشر، عمان، 2000.
66. رضوان محمود عبد الفتاح، **صناعة القرارات الادارية بين النظرية والتطبيق**، مجموعة العربية للتدريب والنشر، 2012.
67. محمود حسن الهواسي، حيدر شاكر البرزنجي، **مبادئ علم الادارة الحديثة**،دار الكتب، مصر، 2014.
68. عبد العزيز النجار، **الادارة الذكية** ، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2008.
69. محمد الفاتح المغربي، **إدارة التمويل المصرفي**، الأكاديمة الحديثة للكتاب الجامعي، السودان، 2020.
70. هواري معراج، عباس بهناس، أحمد مجدل، **القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية**، كنوز المعرفة، عمان، 2013.
71. محمد ساحل، **التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية**، مركز الكتاب الأكاديمي، الأردن، 2019.
72. محمد عبد الله شاهين، **سياسات التمويل وأثره على نجاح الشركات والمؤسسات المالية**، دار حميثرا للنشر والترجمة، مصر، 2017.
73. محمد علي أبراهيم العامري، **الإدارة المالية المتقدمة**، إثراء للنشروالتوزيع،الأردن، 2010.
74. محمد صالح حناوي، عبد الفتاح اسماعيل، عبد اللطيف الضيفي، طارق مصطفى النهاري، **أساسيات الإدارة المالية**، مكتبة الاقتصاد، مصر، 2019.
75. منير ابراهيم الهندي، **الادارة المالية مدخل تحليلي معاصر**، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2007.
76. فايز سليم حداد، **الإدارة المالية**، الطبعة الثالثة، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
77. حسين عطا غنيم، **دراسات في التمويل**، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005.

78. حسن محمد القاضي، **الإدارة المالية العامة**، المنهل للكتب، الامارات، 2014.
79. جورج فهمي رزق، **الاقتصاد التطبيقي في إدارة الأعمال**، المكتبة الأكاديمية، مصر،1998.
80. وليد ناجي الحيالي، **نظرية المحاسبة**، منشورات الأكاديمية العربية، الدانمارك، 2007.

II. المقالات والنشريات

1. أحمد السيد، **مدى أهمية المعلوماتالمحاسبية للمستثمرين، منهج مقترح لتطوير الافصاح المحاسبي لتنشيط سوق المال المصري**، مجلة البحوث التجارية، جامعة حلوان، 1993.
2. أسعد غني جهاد، **الافصاح عن الأرباح المحتجزة في قرارات مستخدمي المعلومات المحاسبية**،مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 17، العدد 4، 2015.
3. أوس صباح غنى، سلمان عبد الله الطيار، **تطوير ميكانيكية استعمال المعلومات المحاسبية في صناعة القرار الاستثماري**، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والادارية، جامعة بغداد، المجلد01، العدد 16، 2014.
4. فؤاد يوسف الجبوري،سمية عباس الربيعي،أمل محمود العبيدي، **ادارة الأزمات والكترونية اتخاذ القرار**،مجلة جامعة بابل،المجلد19،العدد01، 2011.
5. بشرى فاضل الطائي، حافظ طه علي العاني، **تأثير سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية**، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 24، العدد 104، 2018.
6. بكر ابراهيم محمود، **الافصاح الاعلامي وأثره على وظيفة القياس المحاسبي في العراق**، مجلة الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العدد 71، 2008.
7. حسنين فيصل شومان، كوثر حميد الموسوي، **أثر ربحية ومقسوم أرباح السهم في قيمة الشركة دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية المساهمة الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية**، مجلة كلية الدراسات الانسانية الجامعة، العدد 2، 2012.
8. حسين علي خشارمة، **مستوى الافصاح في البيانات المالية للبنوك والشركات المالية المدمجة في الأردن دراسة ميدانية**، مجلة جامعة النجاح للبحث، المجلد 17، العدد الأول، 2003.
9. صلاح الدين محمد الامام، عذراء خليفة حمد، **تأثير تركيبة الهيكل المالي في أسعار أسهم المصارف العراقية الخاصة**، مجلة الاقتصاد والادارة، العدد 42، 2019.

10.خضيرماجد علاوي، **القياس والافصاح المحاسبي لصافي الأصول المحاسبية باستعمال مبدأ القيمة العادلة بالتطبيق على شركة بغداد لانتاج المواد الانشائية**، مجلة جامعة بابل للعلوم الصرفة والتطبيقية، المجلد 2، العدد 6، 2014.

11. عبد اللطيف خليل محمد، **دور المحاسب الإداري في إطار حوكمة الشركات**، مجلة الدراسات والبحوث التجارية،كلية التجارة ، جامعة بنها، العدد 02،2000.

12.رشا حماد، **قياس أثر الافصاح الاختياري في جودة التقارير المالية دراسة ميدانية في بورصة عمان، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال**، المجلد 10، العدد 4، 2014.

13.زينب عباس حميدي، **الأثارالاقتصادية لعدم الافصاح عن الأحداث اللاحقة لتاريخ الميزانية دراسة تحليلية في الشركة العامة للتجهيزات الزراعية**، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 70، 2009.

14. سعد سعيد غزال، ايمان عبد الكريم، جودة المعلومات المحاسبية وأثرها في ترشيد قرارات الاستثمار في الأوراق المالية، **مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية**، المجلد 02 ، العدد 2، 2012.

15. شوقي بورقيبة، **دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية** ، مجلة العلوم الاقتصادية ، المجلد 10، العدد 10، 2010.

16.عادل الرشيد، **اتخاذ القرار في منظمات الأعمال الصناعية الأردنية غير المدرجة في دليل سوق عمان المالي، دراسة استكشافية**، دراسات العلوم الادارية، المجلد 27، العدد 01، 2000.

17. عباس حميد يحي التميمي، سطع صالح حسين، **تأثير جودة الابلاغ المالي في سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية**، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 23، العدد 95، 2017.

18. عبد الرضا شفيق البصري، بيداء فاضل جاسم، دور الافصاح الوارد في القوائم المالية في ترشيد قرارات المستثمرين،**مجلة الادارة والاقتصاد**، المجلد 40، العدد 110، بغداد، 2017.

19. عبد العال هاشم أبو خشبة ، **مفاهيم وخصائص القرارات الاستثمارية والعوامل المؤثرة فيها والتبويبات المختلفة لها**، مجلة الاداري ، العدد 47، 1991.

20. علام محمد موسحمدان ، **أثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح في سوق الكويت المالي**، دورية الادارة العامة، المجلد 54، العدد 3، 2014.

21. علام محمد موسى حمدان،**العلاقة بين الحاكمية المؤسسسية وتوزيعات الأرباح وتأثيرها على التمويل الخارجي**، المجلة الأردنية في ادارة الاعمال، المجلد 10، العدد 1، 2014.

22. علي حسن الدوغجي،**حوكمة الشركات وأهميتها في تفعيل جودة ونزاهة التقارير المالية**، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 2، العدد 7، 2009.

23. علي حسن المقابلة، سمير فهمي برهومة، **كفاءة سوق عمان المالية –قطاع البنوك عند المستوى الضعيف**، الادارة العامة، المجلد 41، العدد 4، 2002.

24. عماد سعد محمد الصايغ ، **حميدة محمد عبد المجيد، قياس أثر جودة التقارير المالية علي كفاءة القرارات الإستثمارية للشركات المصرية**، مجلة المراجعة والمحاسبة، جامعة الأزهر، المجلد 3، العدد 1، 2015.

25. مجيد عبد زيد حميد، **دور التقارير المالية المنشورة في تحسين قرارات الاستثمارفي أسهم الشركات من وجهة نظر المستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية**، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية،المجلد 13، العدد 1، 2011.

26. محمد الشريف،**قياس متطلبات العرض والافصاح العام وتقييم مدى توافرها في التقارير المالية للشركات المساهمة وفي معيار العرض والافصاح في المملكة العربية السعودية**، الإدارة العامة، العدد 61، 1989.

27. محمد بن ناصر البجاد،**جريمة الافصاح عن المعلومات الداخلية في نظام السوق المالية السعودية، دراسة تحليلية**، دورية الإدارة العامة، العدد 4، 2007.

28. محمد بهاء الدين، **أثر اتباع منهج التوسع في الافصاح المحاسبيبالقوائم المالية في ترشيد التحاسب الضريبي للضريبة على أرباح شركات الأموال**، مجلة البحوث التجارية، جامعة الزقازيق

29. محمد عبد الله المهندي، وليد زكرياء الصيام، **أثر الافصاح المحاسبي في التقارير المالية السنوية المنشورة على أسعار الأسهم– دراسة تطبيقية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية**، العلوم الادارية، المجلد 34، العدد 2، 2007.

30. محمد مجيد سليم، محمد رفيق عثامنة، **الأهمية النسبية لبنود الافصاح المحاسبي في قراراتالاقراض المصرفي**، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد 10، العدد 02، 2007.

31. محمد مطر، **تقييم مستوى الافصاح الفعلي في القوائم المالية المنشورة للشركات المساهمة العامة الأردنية في ضوء قواعد الافصاح المنصوصعليها في أصول المحاسبة الدولية**، دراسات العلوم الانسانية، المجلد 20، العدد 2، 2000.

32. مفيد الظاهر، **سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم السوقي، دراسة تطبيقية على عينة من البنوك التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي**، مجلة جامعة بيت لحم، العدد 23، 2003.

33. هاشم حسن حسين، **العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة**، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 17، 2008.

34. وحيد محمود رمو، **أهمية المعلومات المحاسبية ومقومات تطوير المحاسبة لخدمة التنمية الإقتصادية في الدول النامية إشارة خاصة للعراق**، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 26 العدد 2، 2000.

35. يوسف محمود جربوع، **مدى تطبيق القياس والافصاح في المحاسبة عن المسؤولية الاجتماعية بالقوائم المالية في الشركات بقطاع غزة**، مجلة الجامعة الاسلامية، المجلد 15، العدد 01، 2007.

36. فداء عدنان عبيد، يونس عباس أكبر، **جودة الارباح وتأثيرها على القوائم المالية**، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 48، 2016.

37. قاسم محسن الحبيطي، ماهر علي الشمام، **المحاسبة هل هي مبادئ ومفاهيم أم قواعد وأحكام من منظور دولي**، تنمية الرافدين، المجلد 34، العدد 08، 2012.

38. علام محمد حمدان، صبري صابر مشتهى، بهاء صبحي عواد، **دور لجان التدقيقفي استمرارية الأرباح كدليل على جودتها**، المجلة الأردنية في ادارة الأعمال، المجلد 08،العدد 3، 2012.

39. عبد الناصر ابراهيم نور، حنان العواودة، **ادارة الأرباح وأثرها على جودة الأرباح المحاسبية دراسة اختبارية على الشركات الصناعية**، المجلة الأردنية في ادارة الأعمال، المجلد 13، العدد 02، 2017.

40. اسلام عبد الجواد، كامل عاطف عبد ربه، **محددات الهيكل التمويلي في الشركات المساهمة العامة الفلسطينية**،المجلة الأردنية في إدارة الأعمال ، المجلد 15، العدد 03، 2019.

41. محمد فهمي حسين، **بحوث العمليات ودورها في اتخاذ القرارات**، مجلة الادارة العامة،العدد 28، بدون سنة.

42. عبد الكاظم محسن كوين، **العوامل الاقتصادية وتأثيرها في هيكل التمويل**، دراسات اقتصادية، العدد 40، 2019.

43. رضوان العمار، دانيا ابراهيم غيا، **نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المؤسسة**، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 40، العدد 06، 2018.

44. حازم محفوظ التويجي، **أثر الخصائص التشغيلية للشركات على جودة تقاريرها المالية، دراسة تطبيقية على الشركات العائلية المقيدة بالبورصة المصرية**، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد 22، العدد 04، 2018.

45. صدام محمد محمود، علي ابراهيم حسين، محمد حامد أحمد، **أثر المعايير الأخلاقية للمحاسب الإداري في جودة التقارير المالية، دراسة حالة على عينة من المحاسبين في مدينة تكريت**،مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 04، العدد7، 2011.

46. محمد عبد الله المهندي، وليد زكرياء الصيام، **أثر الافصاح المحاسبي في التقارير المالية السنوية المنشورة على أسعار الأسهمدراسة تطبيقية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية**، دراسات العلوم الادارية ، المجلد 34،العدد 02،2007.

III. الرسائل والاطروحات

1. أكرم يحي الشامي، **أثر الخصائص النوعية المحاسبية على جودة التقارير المالية للبنوك التجارية العاملة في الجمهورية اليمنية**، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن،2009.

2. باخجة محمد طالب، **تأثير أساليب المحاسبة الابداعية في جودة المعلومات المحاسبية في ظل المعايير المحاسبية الدوليةدراسة استطلاعية**، رسالة ماجستير، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة السليمانية ، العراق، 2013.

3. هيثم محمد عقل، **نظام التكاليف على أساس الانشطة الموجهة بالوقت وأثره على سياسة توزيع الأرباح لدى الشركات المساهمة العامة المدرجة في البورصة**، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة غزة، فلسطين، 2013.

4. سمير موسى زيتون، **العلاقة بين كل من المستحقات والتدفقات النقدية التشغيلية والدخل من جهة وجودة المعلومات المحاسبية من جهة أخرى بالشركات الصناعية**، أطروحة دكتوراه ، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية، 2013

ثانيا : قائمة المراجع باللغة الأجنبية

I .الكتب

1. Donald Kiezo, JerryWaygandt, Terry Warfield, **Intermediate Accounting** ,13th Edition,Wiley, USA,2009.
2. Fabozzi Frank, Peterson Pamela, **Capital Markets, Financial Management and Investment management**, Wiley,USA, 2009.

3. Baker Kent, GaryPowell, **Understanding Financial ManagementA PractiacalGuide**, BlackwellPublishing, UK, 2005.
4. Eugene Brigham, Michael Ehrhardt, **Corporate Finance Focused Approach,**3rd edition**,**South Western College Pub**, USA** ,2003.
5. Eugene Brigham, Michael Ehrhardt, **Financial Management Theoryand Practice**, 11THEdition,Thomson, USA,2011.
6. Eugene Brigham, Michael Ehrhardt, **Financial Management Theoryand Practice**, International Student Edition,UK,2005.
7. Michael Ehrhardt, EugeneBrigham, **Corporate Finance a Focused Approach**, Cengage Learning, 6th Edition, USA, 2016.
8. George Frankfurter, Bob Wood, James Wansley, **Dividend Policy Theory and Practice**,Academic Press,USA,2003.
9. Stephen Ross, RandolphWesterfield, BradfordJordan, **Fundamentals of Corporate Finance**, 9thEdition, McGraw Hill, USA, 2010.
10. SubramanyamR, John Wild**, Financial statement Analysis**, McGraw Hill, 10th Edition, USA, 2009.
11. Weston J.F, Eugene Brigham, **Managerial Finance**, Holt Sounders LTD,England, 1978.
12. Charles H Gibson, **Financial Reporting and Analysis Using Financial Reporting Accounting Information**, 11th Edition, South Western,USA, 2009.
13. Randal Elder, Mark Besley, Alvin Arins, **Auditing and Assurance Services**, 13th Edition, Pearson, USA, 2010.
14. Eldon S Hendrikson, Michael VanBreda, **Accounting Theory**, 5th Edition, Irwin, 1992.
15. International GAAP, **Generally Accepted Accounting Practices under International Financial Reporting Standards**, John Wiley and Sons Ltd, Global Edition 14, UK, 2019.
16. Eddie McLaney, **Business Finance theory and Practice**, 8th Edition, Pearson, UK, 2009.
17. -Harold Bierman, **The Capital structure decision**, Springer Science and Business Media, USA, 2012.

18. Kent Baker, Gerald Martin, **Capital Structure and Corporate Financing Decision**, John Wiley and Sons, USA, 2011.

19. ZVI Bodie, Alex Kane,Alan Marcus, **Investment**, McGraw Hill, 8thEdition, USA, 2010.

20. Ajay Tyagi, **Capital Investment and Financing for Beginners** , Horizons Books, 2017.

21. Anton Miglo, **Capital Structure in The Modern World**, 1st Edition, Palgrave Macmillan, Canada, 2016.

22. Arvin Ghosh, **Capital Structure and Firm Performance**, Transactions Publisher, USA, 2012.

23. EugeneBrigham, JoelHoston, **Fundamentals of Financial Management**, 8th Edition, Cengage Learning, 2015.

24. Rajasekaran V, Lalitha R, **Financial Accounting** , Pearson Education , India , 2011.

25. Elisa Menicucci, **Earnings Quality, Definition, Measures and Financial Reporting**, Springer Nature, 2019.

26. M Y Khan, P K Jain, **Financial Management**, McGraw Hill Education, USA, 2007.

27. Cheng Few Lee, **Encyclopedia of Finance**, Springer Scienceand Business Media, 2006.

28. Baker Kent, **Dividends and Dividend Policy**, John Wiley and Sons, USA, 2009.

29. Weil Roman, Katherine Schipper, Jennifer Francis, **Financial Accounting** , Cengage Learning ,2014.

30. Julia Nasev, **Conditional and Unconditional Conservatism Implications for Accounting Based Valuation and Riskey Projects**, Gabler, Germaney, 2014.

II.المقالات والدوريات

1. AbbasiEbrahimzadeh**, Dividends Policy,Cashflow and investment in Tehran Stock Exchange**, African Journal of Business Management , Vol 07, No 39, 2013.
2. Ardestani et al**, Dividend Payout Policy, Investment Opportunity set and Corporate Financing in Industrial products Sector of Malaysia,**Journal of Applied Finance and Banking**,** Vol 03, No 01, 2013.
3. Buckner Wallingford, **An inter-Temporal Approach to the Optimization of Dividends Policy with Predetermined Investments**, Journal of Finance , Vol 29, issue 1,1974.
4. Esther Cheung, Elaine Evans, Sue Wright, An historical Review of Quality in Financial Reporting in Australia**, Pacific Review**,Vol 22, issue 2, 2010.
5. Fairchild R, **Dividends Policy, Signaling,Free Cash flow an Integrated Approach** , Managerial Finance,Vol 36,issue 5, 2010.
6. Fisher Black**,**Dividends Puzzle**, the Journal of portfolio Management**, Vol.2, issue 2,1976.
7. Gary Gilles Hilary**, Accounting Quality and Firm level Capital Investment**,the Accounting Review,Vol81,No5 ,2006.
8. Leuan Morgan Jacques, **Dividends and Investment Decision of Canadian Firms**, Canadian Journal of Economics,X1,No 01,1978.
9. MboudjaMougoue ,**An Empirical Re-Examination of the Dividend-Investment Relation**, Quantitative Finance,Vol8,No 5, 2008.
10. Miller,M.H , Modigliani,F**, Dividend Policy,Growth and the Valuation of Shares**, Journal of Business, Vol.34, 1961.
11. Ming Dong et al,**What Drives Security Issuance Decision , Market timing, Pecking Order or Both**, Financial Management Journal , Vol 41, No 03, 2012.
12. RamalingegowdaS et.al, **The Role of Financial Reporting Quality in Mitigating the Constraining Effect of DividendPolicy on Investment Decision,**American Accounting Association**,** Vol.88, No3, 2013.
13. Sanju P S etal**Are Dividend and Investment Decisions Separable** ?,**Applied** Financial Economics**,**Vol21, 2011.

14. Seifert Bruce, GonencHalit, **the International Evidence of the Pecking Order Hypothesis**, Journal of Multinational Financial Management, Vol 18, No 03, 2008.
15. Steven Kaplan,LuigiZingale, **Do Investment ,Cash flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financial Constraints?**, the Quarterly Journal of Economics, Vol112, Issu1, 1997.
16. Stewart .Zobian, **Investment Decision Modeling,** Financial Analyst Journal ,Vol22,No3.1966.
17. Subramaniam et.al, **Investment Opportunity Set and Dividend Policy in Malaysia : Some Evidence on the Role of Ethnicity and Family Control,International conference on Economics,** Business and Management, Vol.22, 2011.
18. ZiadAlsaidat, Ali Alghazzawi, Nemer A Salihat, **Accounting Measurement : Islamic Perspective versus Financial Accounting Perspective** , Interdisciplinary journal of contemporary research in Business,Vol6, No2, 2014.

III-الرسائل والاطروحات

1. Mostafa Harakeh, **Information Assymetry , Accounting Standard and Accounting Conservatism**, Phd thesis, AllianceManchester Business School, England, 2017.
2. Johanna Miettinen, **The Effect of Audit Quality on the Relationship Between Audit Committee Effectiveness and Financial Reporting Quality**, PHD thesis, University of Vaasan, Finland,2008.
3. Ziad Zurigat, **Pecking Order Theory, Trade-off Theory and Determinants of Capital Structure, Empirical Evidence from Jordan**, PHD Thesis, Heriot wall University, UK, 2009.
4. Samiha Slimani**,Chief Executive Officer Compensation,Dividends Policy and their Impact on Firm Value:Evidence from Jordan, Master Thesis,**Yarmouk University, Faculty of Economics and Administrative science ,2009.
5. RasslanCollis **, The Pecking Order Theory of Capital structure Choice**, Master Thesis in Finance and Economics, Leicester University, UK, 2013.

قائمة الملاحق

الملحق رقم (01): قائمة الشركات الصناعية محل الدراسة

الرقم	اسم الشركة
1	العامة للتعدين
2	العربية لصناعة الالمنيوم/ارال
3	الوطنية لصناعة الصلب
4	مناجم الفوسفات الأردنية
5	مصانع الاسمنت الأردنية
6	البوتاس العربية
7	حديد الأردن
8	الوطنية لصناعات الالمنيوم
9	الاستثمارات والصناعات المتكاملة
10	الدولية لصناعات السيليكا
11	شركة الترافرتين
12	الوطنية لإنتاج النفط والطاقة الكهربائية من الصخر الزيتي
13	المتحدة لصناعة الحديد والصلب
14	رخام الأردن
15	اسمنت الشمالية
16	دار الدواء للتنمية والاستثمار
17	المركز العربي للصناعات الدوائية
18	الشرق والاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية
19	الأردنية لانتاج الأدوية

20	الحياة للصناعات الدوائية
21	فيلادلفيا لصناعة الاذوية
22	العربية للمشاريع الاستثمارية
23	مصانع الورق والكرتون الاردنية
24	اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي
25	الاقبال للطباعة والتغليف
26	الأردنية لصناعة الأنابيب
27	الاردنية للصناعات الخشبية
28	سبأ لسكب المعادن
29	الباطون الجاهز والتوريدات الاساسية
30	القدس للصناعات الخرسانية
31	العربية لصناعة المواسير
32	أساس للصناعات الخرسانية
33	الأردنية لتجهيز وتسويق الدجاج
34	الألبان الأردنية
35	الاستثمارات العامة
36	القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية
37	الوطنية للدواجن
38	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار
39	دار الغذاء
40	مصانع الزيوت النباتية الأردنية
41	عافية العالمية

42	سنيورة
43	العالمية الحديثة للزيوت النباتية
44	الصناعية التجارية الزراعية
45	المتصدرة للأعمال والمشاريع
46	الصناعات الكيمتوية الأردنية
47	الوطنية لصناعة الكلورين
48	الموارد الصناعية الاردنية
49	المتكاملى للمشاريع المتعددة
50	الصناعية التجارية الزراعية / الإنتاج
51	العربية لصناعة المبيدات والادوية البيطرية
52	الصناعات البيتروكيماوية الوسيطة
53	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية
54	العربية للصناعات الكهربائية
55	مصانع الكابلات المتحدة
56	مجموعة العصر للاستثمار
57	مصانع الاجواخ
58	عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية
59	الزي لصناعة الألبسة
60	اتحاد النساجون العرب
61	الاقبال للاستثمار
62	مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر

الملحق رقم (02): نتائج اختبار عامل تضخم التباين

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés			Statistiques de colinéarité	
		B	Erreur standard	Bêta	T	Sig.	Tolérance	VIF
1	(Constante)	1,037	0,168		6,152	0,000		
	Age	-0,078	0,028	-0,131	-2,787	0,006	0,968	1,033
	Industry	0,004	0,003	0,055	1,145	0,253	0,941	1,063
	Divid	-0,366	0,220	-0,086	-1,661	0,097	0,795	1,258
	Leverage	0,046	0,012	0,187	3,740	0,000	0,854	1,171
	SIZE	-0,268	0,085	-0,155	-3,157	0,002	0,886	1,129
	FRQ	-0,059	0,092	-0,030	-0,643	0,521	0,973	1,028

a. Variable dépendante : Invest

الملحق رقم (03): نموذج الانحدار لتأثير توزيعات الأرباح على القرارات الاستثمارية

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients B	Unstandardized Coefficients Std. Error	Standardized Coefficients Beta	t	Sig.
1	(Constant)	.364	.010		35.790	.000
	Divid	-.664	.209	-.145	-3.176	.002

a. DependentVariable: Invest

الملحق رقم (04): اختبار تأثير توزيعات الأرباح على القرار الاستثماري باختلاف القطاع الصناعي الفرعي.

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés B	Coefficients non standardisés Erreur standard	Coefficients standardisés Bêta	t	Sig.
	Divid	1,514	1,024	0,213	1,479	0,146
	Divid	-1,383	0,913	-0,307	-1,514	0,144
	Divid	-2,417	1,465	-0,215	-1,649	0,105
	Divid	0,198	0,357	0,054	0,555	0,580
	Divid	-2,191	1,129	-0,241	-1,941	0,057
	Divid	0,122	0,662	0,041	0,184	0,856
	Divid	-0,204	0,141	-0,361	-1,450	0,169
	Divid	-3,294	0,669	-0,634	-4,922	0,000
	Divid	0,818	1,521	0,214	0,538	0,610
	Divid	-3,676	0,947	-0,388	-3,884	0,000

a. Variable dépendante : Invest

الملحق رقم (05): تحليل نموذج الانحدار لأثر جودة التقارير المالية على تأثير توزيع الأرباح على القرارات الاستثمارية.

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.641[a]	.411	.353	.127923866250278	1.215

a. Predictors: (Constant), Age, Divid, FRQ, logsize, Indus, logleverege, LOGFRADIV

b. DependentVariable: Invest

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.812	7	.116	7.087	.000[b]
	Residual	1.162	71	.016		
	Total	1.974	78			

a. DependentVariable: Invest

b. Predictors: (Constant), Age, Divid, FRQ, logsize, Indus, logleverege, LOGFRADIV

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	T	Sig.
1	(Constant)	.429	.453		.946	.348
	Divid	-.658	.399	-.201	-1.649	.104
	FRQ*Divid	.042	.021	.344	2.020	.047
	Leverege	.048	.022	.258	2.190	.032
	SIZE	.282	.220	.140	1.279	.205
	Industry	-.008	.005	-.154	-1.536	.129
	FRQ	.562	.471	.186	1.193	.237
	Age	-.177	.044	-.393	-3.989	.000

a. DependentVariable : Invest

الملحق رقم (06): نتائج الانحدار للرفع المالي على الاستثمار

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		
		B	Erreur standard	Bêta	T	Sig.
1	(Constante)	,052	,010		5,177	,000
	leverage	-,157	,020	-,328	-7,675	,000

a. Variable dépendante : ROA