

Université Mohamed Boudiaf-M'sila
Faculté des Sciences Économiques,
Commerciales et des Sciences de Gestion
Département des sciences économiques



جامعة محمد بوضياف بالمسيلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

العنوان:

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

المؤسسة: إتحاد سباسة نوزبع أرباح الإسلام

بالتطبيق على عينة من المؤسسات الجزائرية

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

تخصص: مالية وإدارة المخاطر

الدكتور المشرف:

غربي حمزة

إعداد الطالب:

بوعيشة أحلام

السنة الجامعية: 2015 / 2014

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر و تقدير

أحمد و أشكر الله الواحد الأحد الذي أنعم علي بنعمة العلم و العقل،

و أمدني بالعزيمة و الإرادة لإتمام هذا العمل.

يسعدني أن أتقدم بخالص الشكر و التقدير و الاحترام و العرفان بالجميل

لأستاذ الفاضل الدكتور " حمزة محري "، الذي أنار لي الطريق و لم يبخل علي

بعلمه الغزير و توجيهاته السديدة، و الذي كان له الفضل الأكبر في إنجاز

هذا البحث.

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر الجزيل لكل من ساعدني من قريب

أو بعيد في إتمام هذا البحث.

إهداء

أهدي هذا العمل إلى كل من أحب الله ورسوله و جعل من سنة نبيه محمد ﷺ عليه و سلم طريقاً للوصول إلى النجاة

★ إلى رمز المحبة و العطاء الذي لم يبخل علي بدعواته، إلى قدوتي في الحياة، إلى من علمني بأنه عندما تطفأ الأنوار لا بد من إضاءة الشمعة و لا تقوم بلعن الظلام " أبي رحمه الله و أسكنه فسيح جناته ".

★ إلى أختي ما أملك في هذا الوجود إلى الصدر الجنون و القلب الرحيم، إلى مبر العطاء الذي أستمد منه فيض الجنان و مرفأ الأمان، إلى التي بكنت و دعمت و سهرت الليالي فأنجبت و ربعت، إلى قرة عيني " أمي الحبيبة ".

★ إلى أخي الوحيد و الغالي " خالد "

★ إلى أختاتي العزيزات " سميرة، محلة، خديجة "

★ إلى شموع البيت " نور الهدى، يونس، إسحاق "

★ إلى جميع أهلي و أقاربي و خاصة " جدتي الحبيبة " حفظها الله

★ إلى من أثار لي طريق العلم و المعرفة " أساتذتي الكرام "

★ إلى رفيقات دربي " فاطمة ح، فاطمي، الضاوية، أمينة، زكية ،

ليندة، نجية، كريمة، سليمة، جميلة، شريفة، فايزة،

أم الخير، حورية، نعيمة، بشرى، عائشة ن،

عائشة ب، هجيرة، مريم، أحلام، حنان "

" شكراً " إلى كل من يعرفني و كان سبباً في نجاحي من قريب أو من بعيد.

الفصل الخامس

الفهرس

الصفحة	العنوان
-	شكر و تقدير
-	إهداء
-	فهرس المحتويات
آ-ن	مقدمة عامة
-	الفصل الأول: مدخل عام إلى سياسة توزيع أرباح السهم
7	مقدمة الفصل الأول
8	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول سياسة توزيع أرباح السهم
8	المطلب الأول: تعريف سياسة توزيع أرباح السهم
11	المطلب الثاني: أشكال سياسة توزيع أرباح السهم
17	المطلب الثالث: دوافع توزيع الأرباح في المؤسسة الإقتصادية
19	المبحث الثاني: محددات سياسة توزيع أرباح السهم و القيود المؤثرة عليها
19	المطلب الأول: محددات طبيعة سياسة توزيع أرباح السهم
25	المطلب الثاني: القيود المؤثرة على سياسة توزيع أرباح السهم
33	المطلب الثالث: تكلفة رأس المال
36	المبحث الثالث: أنواع و إجراءات سياسة توزيع الأرباح
36	المطلب الأول: أنواع سياسات توزيع الأرباح
43	المطلب الثاني: إجراءات سياسة توزيع الأرباح
46	خاتمة الفصل الأول
-	الفصل الثاني: نماذج و نظريات سياسة توزيع أرباح السهم
48	مقدمة الفصل الثاني
49	المبحث الأول: نماذج سياسة توزيع أرباح السهم
49	المطلب الأول: نموذج لينتر
52	المطلب الثاني: نموذج والتر
54	المطلب الثالث: نموذج كالاي
60	المطلب الرابع: نموذج جوردن

62	المبحث الثاني: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح
62	المطلب الأول: نظرية الفائض (نظرية المتبقي)
65	المطلب الثاني: نظرية عدم ملائمة التوزيعات
68	المطلب الثالث: نظرية عصفور في اليد
71	المطلب الرابع: نظرية الإشارة و عدم تماثل المعلومات
76	المبحث الثالث: وقائع عملية لسياسة توزيع الأرباح في الدول
76	المطلب الأول: وقائع عملية لسياسة توزيع الأرباح في الدول
78	المطلب الثاني: العوامل التي تؤيد توزيع أرباح كبيرة
84	خاتمة الفصل الثاني
-	الفصل الثالث: دراسة تجريبية لعينة من المؤسسات الجزائرية (2010_2011)
86	مقدمة الفصل الثالث
87	المبحث الأول: الدراسات التجريبية السابقة لمحددات توزيع أرباح السهم
87	المطلب الأول: الدراسات العربية
90	المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية
93	المطلب الثالث: الإطار القانوني لتوزيع أرباح السهم في الجزائر
95	المبحث الثاني: منهجية الدراسة الإحصائية
95	المطلب الأول: تقديم العينة
104	المطلب الثاني: تقدير نموذج التحليل التمييزي
108	المبحث الثالث: تحليل نتائج الدراسة التجريبية للمؤسسات الجزائرية
108	المطلب الأول: عرض النتائج
109	المطلب الثاني: تحليل نتائج الدراسة التجريبية
111	خاتمة الفصل الثالث
113	الخاتمة العامة
-	قائمة المراجع
-	الملاحق

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
(1-3)	توزيع المؤسسات حسب الشكل القانوني	100
(2-3)	الوصف الإحصائي للعينة	102
(3-3)	إختبار نموذج التحليل التمييزي	104
(4-3)	المتغيرات المفسرة لسلوك المؤسسة إتجاه سياسة توزيع أرباح السهم حسب نموذج التحليل التمييزي	105
(5-3)	تطبيق نموذج التحليل التمييزي	107

المقدمة

المقدمة العامة

تتمثل سياسة توزيع الأرباح في إتخاذ مجلس إدارة المؤسسة قرارا بدفع أرباح أو الإحتفاظ بها و تدويرها لإعادة إستثمارها بما يزيد من قيمة المؤسسة المستقبلية، و يمكن توزيع الأرباح إما نقدا أو بشكل أسهم مجانية، وما يتبقى يسمى بالأرباح المحتجزة أو المدورة، وترجع أهمية سياسة توزيع الأرباح إلى تأثيرها على كل من إتجاهات المستثمرين و مدى رغبتهم في الحصول على عوائد منتظمة أم لا، إلى جانب أنها تؤثر على هيكل رأسمال المؤسسة و طريقة تمويل إستثماراتها سواء من الأموال الذاتية أو من الأموال المقترضة، و كذلك تأثيرها على التدفقات النقدية للمؤسسة و سيولتها، و معدل نموها المستقبلي و على تكلفة مصادر الأموال لدى المؤسسة، و تهدف سياسة التوزيع إلى تعظيم ثروة المساهمين، حيث تعمل سياسة التوزيع المثالية على الموازنة ما بين توزيعات الأرباح الحالية و النمو المستقبلي الذي يعظم سعر السهم، لكن هناك عددا من العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح أهمها وجود بعض القيود على توزيع الأرباح، فلا يجوز توزيع أرباح إذا كانت سيولة المؤسسة لا تكفي لذلك أو إذا كانت المؤسسة تقترض كثيرا.

المقدمة العامة

يمنع توزيع الأرباح حفاظا على مصلحة الدائنين، كما أنه لا يجوز الإقتراض بهدف توزيع الأرباح، ويشترط أن تكون الأرباح القابلة للتوزيع ناتجة عن أرباح محققة و ليس مجرد أرباح دفترية غير متحققة أو ناتجة عن إعادة تقييم أصول و ليس عن بيع فعلي، إن قيام المؤسسات بالمزح ما بين مختلف سياسات توزيع أرباح الأسهم يعطي مجالا للمؤسسات للنمو المستقبلي لعملياتها و أنشطتها و بالتالي تحقيق إرتفاع في سعر السهم و كذلك تعظيم حقوق المساهمين و ثروتهم من خلال إعادة إستثمار الأرباح و بعائد يفوق عائد التوزيع النقدي، كما أن لتكلفة الإستدانة أهمية كبيرة ودور بارز في تحديد سلوك المؤسسة اتجاه سياسة توزيع أرباح السهم.

1- إشكالية البحث:

الإشكالية المطروحة في هذه الدراسة هي كالاتي:

ما هو دور تكلفة الإستدانة في تحديد سلوك المؤسسة الجزائرية إتجاه سياسة توزيع أرباح السهم؟

تثير هذه الإشكالية عدة أسئلة فرعية يتم إيجازها فيما يلي:

- ما هي أهم النماذج والنظريات التي تناولت سياسة توزيع الأرباح؟

- ما هي أهم محددات سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الجزائرية؟

المقدمة العامة

- كيف تؤثر تكلفة الإستدانة على سلوك المؤسسة إتجاه سياسة توزيع أرباح السهم؟

2- الفرضيات:

كإجابة على الأسئلة المطروحة يمكن صياغة الفرضيات الآتية:

- من بين نماذج ونظريات سياسة توزيع الأرباح يوجد نموذج جوردين، نموذج لينتر، نموذج

كالاي، إضافة إلى نظرية الإشارة، نظرية عصفور في اليد، نظرية عدم ملائمة التوزيعات.

- يعتبر كل من الحجم، الضمانات و تكلفة الإستدانة من محددات سياسة توزيع أرباح

السهم في المؤسسات الجزائرية.

- تكلفة الإستدانة لها علاقة طردية مع سياسة توزيع أرباح السهم.

3- أسباب إختيار البحث:

تتمثل أسباب إختيار البحث فيما يلي:

_ أصبح لأهمية أموال الإستدانة في الوقت الراهن أكثر من ضرورة في المؤسسات

الإقتصادية، لما تحقّقه من مزايا وأهداف وأهمية بالغة في رفع كفاءة وفعالية هذه المؤسسات.

_ التطور السريع و الملحوظ في أدوات و مصادر التمويل تفرض على المؤسسات مواكبتها

و إستعمالها لزيادة سرعة و سهولة تسيير و تطوير المشاريع.

المقدمة العامة

- أهمية الموضوع و ضرورته خاصة في ظل التحولات الإقتصادية التي تشهدها المؤسسات الإقتصادية.

- توفر المعلومات الكافية عن موضوع البحث.

- الرغبة في الإطلاع على المزيد من المعلومات فيما يخص هذا الموضوع.

4_ أهداف البحث:

_ يهدف البحث في جانبه النظري إلى التعريف بسياسة توزيع أرباح السهم، والتطرق إلى

أهم النظريات التي فسرت سياسة توزيع أرباح السهم، أما الجانب التطبيقي فيقتصر على

دراسة حالة تجسد الجانب النظري ويتم تطبيقه على عينة من المؤسسات الجزائرية.

_ إظهار أهم محددات سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الجزائرية.

_ يهدف هذا البحث إلى التعرف على مختلف السياسات التي تتبعها المؤسسات في توزيع

أرباحها.

- يهدف هذا البحث إلى دراسة العلاقة بين تكلفة الإستدانة وسياسة توزيع أرباح الأسهم.

5- تقسيمات البحث

لمعالجة موضوع الدراسة يمكن تقسيمه إلى جانبين أحدهما نظري ممثل في فصلين،

و الآخر تطبيقي ممثل في فصل واحد و ذلك في ضوء فرضيات و أهداف البحث.

المقدمة العامة

تناول الفصل الأول مفاهيم عامة حول سياسة توزيع أرباح الأسهم، حيث تم التطرق إلى تعريف سياسة توزيع الأرباح، وأهم أنواع وإجراءات سياسة توزيع الأرباح، إضافة إلى تكلفة الإئستدانة.

أما الفصل الثاني فنتناول مجموعة من النماذج و النظريات التي تناولت و فسرت سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة، وبعض العوامل التي تؤيد توزيع أرباح كبيرة. وتتناول الفصل الثالث دراسة تطبيقية على عينة من المؤسسات الجزائرية خلال الفترة(2010-2011) باستعمال نموذج التحليل التمييزي.

الفصل الأول

مدخل عام إلى سياسة توزيع أرباح السهم

طلب شكى لآهك لنحك علىك و نيزر بتموظ أناجك زلى

فخ لبطلف شكى لآهك :

هناك عدة آراء متباينة حول سياسة توزيع الأرباح التي يجب أن تتبعها المؤسسات، فهناك من يؤيد قيام المؤسسات بإحتجاز الأرباح داخل المؤسسة لغرض إعادة إستثمارها. ومنهم من يؤيد توزيع جزء وإحتجاز الجزء المتبقي، و آخرون يؤيدون توزيع كافة الأرباح. والبعض يعتقد بأن عملية توزيع الأرباح أو إحتجازها لا يؤثر بشكل مباشر في القيمة السوقية للسهم، وعلى العكس فإن هناك إعتقاد بأنه كلما زادت عملية توزيعات الأرباح كلما إرتفعت القيمة السوقية للسهم.

ومما سبق ذكره فإن محتوى هذا الفصل يمكن حصره في ثلاث مباحث و هي:

المبحث الأول، مفاهيم عامة حول سياسة توزيع أرباح السهم.

المبحث الثاني، محددات سياسة توزيع أرباح السهم و القيود المؤثرة عليها.

المبحث الثالث، أنواع و إجراءات سياسة توزيع أرباح السهم.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول سياسة توزيع أرباح السهم

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التي تتبعها المؤسسة، لذلك سيتم في هذا المبحث تعريف سياسة توزيع أرباح السهم مع التطرق إلى الأشكال التي تأخذها سياسة توزيع أرباح السهم، وكذا دوافع توزيع الأرباح في المؤسسة.

المطلب الأول: تعريف سياسة توزيع أرباح السهم

قبل التعرف على سياسة توزيع أرباح السهم سيتم أولاً تعريف الأسهم على أنها عبارة عن ورقة مالية تمثل حصة ملكية في مؤسسة ويصدر بقيمة إسمية تحددها القوانين و التعليمات، وتتميز الأسهم بعدم وجود تاريخ استحقاق لها وعدم إلزام المصدر بعائد محدد، يتم تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية وتحدد أسعارها السوقية بناءً على قوى العرض و الطلب،¹ وتزيد القيمة السوقية للسهم في الغالب عن القيمة الإسمية وتقل عنها في بعض الأحيان

التحليل المالي وتقييم الأسهم و دور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق عبد الرؤوف ربابعة و سامي حطاب،¹

، مذكرة ماستر، أبو ظبي، 2006، ص31. المالية

الفصل الأول مدخل عام إلى سياسة توزيع أرباح السهم

يتمتع حامل السهم بعدد من الحقوق من أهمها الحق في التصويت في اجتماع الهيئة العامة للمؤسسة، والحق في نقل ملكية الأسهم بالبيع أو بأي طريق آخر، والحق في الحصول على الأرباح إذا ما قررت الإدارة توزيعها ووافقت الهيئة العامة للمؤسسة على ذلك، كما يتمتع حامل السهم بميزة هامة وهي أن مسؤوليته محدودة بحصته في رأس المال، أما عيوب الأسهم من وجهة نظر المستثمر فمن أبرزها أن حاملها ليس له الحق في المطالبة بتوزيعات من الأرباح ما لم تحقق المؤسسة أرباحا و تقرر توزيعها أو توزيع جزء منها، كما أنه في حالة الإفلاس يأتي حملة الأسهم العادية في نهاية القائمة من حيث حصولهم على نصيبهم في أموال التصفية، إذ يأتون بعد الدائنين و حملة السندات و الأسهم الممتازة. تعرف توزيعات الأرباح على أنها تلك الدفعات النقدية المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية وفقا لربحية المؤسسة و سيولنتها، كما تعرف على أنها ذلك الجزء من الأرباح الذي يقوم المسجل بتوزيعها¹. على حملة الأسهم بعد موافقة الجمعية العامة في شكل نقدي أو عيني

، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة علي بن الضب¹

دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية بين 2006-2008، رسالة ماجستير، غير منشورة،

جامعة ورقلة، 2008-2009، ص122.

طلب شكوى لآهك لبحك علىك و زبأهوظ أناجك زبأ

هذه الأرباح ناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو السابقة لتلبية إحتياجات الملاك أو إرسال إشارة للسوق عن وضعية معينة، و تكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الخارجية للمؤسسة.

من خلال ما سبق نعرف سياسة توزيع الأرباح أنها مضمون لإتخاذ القرار بتوزيع الأرباح أو إحتجازها لإعادة إستثمارها في المؤسسة، وتشمل السياسة المثلى للتوزيعات تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية و الأرباح المستقبلية والتي ينتج عنها تعظيم سعر السهم¹.

ويمكن تعريفها أنها قرار تحديد الجزء من الأرباح الذي يوزع على المساهمين و الجزء الذي يستبقى دون أن يتم توزيعه.

كما أن سياسة التوزيع لها علاقة بالقرار المتعلق بالخيار بين إحتجاز الأرباح وبين توزيعها وإصدار أسهم جديدة لتغطية حاجات المؤسسة من الأموال.

، دراسة عينة من ، دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الإقتصادية عبد الحق قنون¹

المؤسسات المدرجة لسوق قطر للأوراق المالية بين 2011- 2012، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، ص8.

طلب شكوى لأهك لنحك على ك و زبأزبأهوظ أنأجك زبأ

وبعبارة أخرى، المقصود بها هو تقسيم الأرباح التي تحققها المؤسسة إلى أرباح تحتجز

لأغراض الإستثمار والتشغيل، وبالتالي تعتبر الأرباح المحتجزة مصدرا رئيسيا للتمويل

¹الداخلي

سياسة توزيع الأرباح مجموعة من الأدلة المرشدة التي تسترشد بها الإدارة المالية عند إتخاذ

² قرارات توزيع الأرباح وتقوم المؤسسات عموما بوضع سياساتها بما يتلائم مع أهدافها

³ سياسة التوزيعات تعني نسبة الربح الذي يتم توزيعه على المساهمين

المطلب الثاني: أشكال سياسة توزيع أرباح السهم

عند تشكيل سياسة توزيع الأرباح فإنه يجب على المؤسسة أن تأخذ بعين الإعتبار هدفين رئيسيين،

الأول توفير أموال كافية لدفع توزيعات الأرباح، والثاني تعظيم ثروة المساهمين في المؤسسة وهنا

المؤسسة قد توزع أرباحها في شكل توزيعات نقدية أو قد توزعها في شكل أسهم.

، جامعة الإسراء، كلية بغداد العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة هاشم حسن حسين،¹

للعولم الإقتصادية، العدد 17، أيار، 2008.

، الأسس العلمية و التطبيقية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2010، ص 373. الإدارة المالية أسعد حميد العلي،²

، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 210. أساسيات التمويل و الإدارة المالية عبد الغفار حفي،³

1- بدائل التوزيعات النقدية

النوع الأكثر شيوعا في توزيعات الأرباح هو في الشكل النقدي، وعادة ما تدفع المؤسسة :¹ أرباحا نقدية منتظمة أربع مرات في السنة، عموما هناك أربعة بدائل للتوزيعات النقدية

1-1- سياسة توزيع إجمالي الأرباح: إقترح روبنار RUBNER سنة 1966 توزيع كل

الأرباح، ويستند إقتراحه على فكرة تفضيل المساهمين للحصول على أكبر قدر من أرباح

الأسهم، عمليا المؤسسات لا تعتمد على هذه الإستراتيجية لأنها لاتشجع جبائيا من طرف

² المؤسسة والمساهمين، لهذا السبب من جهة ولأنها توفر تمويل ذاتي للمؤسسة من جهة أخرى.

1-2- سياسة التوزيعات الباقية: وفقا لهذه السياسة تعطي المؤسسة الأولوية للمشاريع

الإستثمارية التي تحقق قيمة حالية صافية موجبة وتكون بدورها مشاريع مربحة. وتقتضي

هذه السياسة بتوزيع ما تبقى بعد إحتجاز ما يلزم لتمويل مشاريع المؤسسة، و هذه السياسة

مبنية على حقيقة أن المستثمرين يفضلون الأرباح المحتجزة شرط أن يعاد إستثمارها بمعدل

عائد يفوق ذلك المعدل الذي يستطيع المستثمر نفسه الحصول عليه.

¹David whitehurst, corporate finance, siscth édition, ross-westerfield-joffe, p501 .

²Mondher Bellalah, réflescion sur la politique optional de dividendes en presence decontsd'information, cahiers de recherechers, université paris IX douchine, p4.

من خلال إستثمارات بديلة ذات مخاطر مماثلة، وهذا ممكن لأن توزيع الأرباح يتضمن دفع ضرائب على الأرباح الموزعة وكذلك عمولات وسطاء مما يجعل العائد على الأرباح¹ المحتجزة أعلى من العائد الذي يستطيع المستثمر تحقيقه على إستثمارات بديلة .

1-3- غياب التوزيعات: رأى كل من شاركون و إليون "elliot & charkson" سنة

1966 أن التوزيعات تعتبر شئ كمالى بالنسبة للمؤسسات و المساهمين فلا داعي لإجراء، عمليا من الصعب إيجاد مؤسسات تقوم بالإحتفاظ بجميع أرباحها في الإحتياطات² توزيعات دون توزيع الأرباح.

1-4- سياسة التوزيعات المستقرة: يقصد بها إستقرار نمط تلك التوزيعات، ويفضل

المستثمرون سياسة التوزيعات التي تتصف بالإستقرار لأنها تزيل عدم التأكد من الأذهان، ويفضل أن يأخذ الإستقرار صورة النمو المنتظم للتوزيعات فمثل هذا النمط يحتمل أن يترك آثارا إيجابية على قدرة المؤسسة على جذب المزيد من المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها مما يترك أثرا إيجابيا على القيمة السوقية للسهم.

، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، الأردن، 2009، ص460. الإدارة المالية عدنان تايه النعيمي و آخرون،¹

نفس المرجع، نفس الصفحة.²

: ¹ ومفهوم إستقرار التوزيعات يأخذ ثلاث صور وهي

- إستقرار نسبة الأرباح الموزعة، يقصد بذلك أن تكون نسبة الأرباح الموزعة ثابتة من سنة إلى أخرى.

- إستقرار نصيب السهم من التوزيعات، يقصد بذلك إستقرار المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم من سنة إلى أخرى.

- إستقرار نصيب السهم من التوزيعات مع توزيعات أخرى، يقصد بذلك ثبات المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم من التوزيعات مع إجراء توزيعات إضافية في السنوات التي يتحقق فيها مستوى عالي من الأرباح ².

2- أشكال التوزيعات: توجد عدة أشكال للتوزيعات يتم ذكرها في الآتي:

2-1- الأسهم المجانية: في كثير من الحالات تلجأ العديد من المؤسسات إلى توزيع أسهم مجانية على حملة الأسهم بدلا من دفع توزيعات نقدية.

منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، الجزء الثاني، 1998، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منير إبراهيم هندي، ¹

ص 342-343.

المرجع نفسه، ص 312.²

طلب شكوى لآهك لخرجك على ك و زيزر بتمويز أناجك زلي

ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملك من أسهم المؤسسة ومن¹ بين آثار هذه السياسة هو إنخفاض القيمة السوقية للسهم .

ويقصد بالتوزيعات على شكل أسهم مجانية إعطاء المستثمر عددا من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية، ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يمتلكه من² أسهم المؤسسة .

2-2- إشتقاق الأسهم: ويهدف هذا النوع إلى تخفيض القيمة الإسمية للسهم، مما يضاعف من عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال، هذه السياسة تتفق مع سابقتها في أنها تهدف إلى تخفيض القيمة السوقية للسهم مما يسمح بزيادة الطلب على أسهم المؤسسة، وعليه فإنه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها يتوقع أن يسفر إشتقاق الأسهم عن إنخفاض نصيب السهم في الأرباح و التوزيعات وهو أمر يؤدي في النهاية إلى إنخفاض القيمة السوقية للسهم مما يحقق له سيولة أفضل.

، الدار الجامعية، الإسكندرية، الإدارة المالية، مدخل للقيمة و اتخاذ القرارات محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد،¹ 2002، ص409.

، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003، ص722. الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر منير إبراهيم هندي،²

2-3- معكوس الإشتقاق: ويقصد به عملية تخفيض عدد الأسهم، فقد تتخذ المؤسسة قرارا

بإستبدال مجموعة من الأسهم بسهم واحد وتلجأ المؤسسة لإتباع هذه السياسة عندما تنخفض

القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة بسبب مشكلات خاصة تعاني منها أو بسبب كساد أصاب

.¹الصناعة التي تنتمي إليها

2-4- إعادة شراء الأسهم العادية: وتتمثل هذه العملية في قيام المؤسسة بإعادة شراء

أسهمها العادية التي أصدرتها، ومثل هذه الإجراءات تؤدي إلى إحداث ما يسمى بالأسهم

النقدية، بصفة عامة تحدث عملية إعادة الشراء إذا كان سعر السهم السوقى أقل من قيمته

، قد تلجأ المؤسسة في بعض الظروف إلى إعادة شراء أسهمها العادية التي²الحقيقية

أصدرتها ومثل هذه الإجراءات تؤدي إلى إحداث ما يسمى بالأسهم النقدية وهي عبارة عن

.³سهم سبق إصداره ثم أعيد شراؤه بإحدى الطرق

، مرجع سابق، ص384-389. الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل منير إبراهيم هندي،¹

، الدار الجامعية، 2004، ص401. ، الإدارة المالية عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقص²

، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2009، ص320. الإدارة المالية فايز سليم حداد،³

المطلب الثالث: دوافع توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية

يعتبر رصيد النتيجة المحققة من قبل المؤسسة خلال دورة مالية ما جزء من التمويل

الذاتي للمؤسسة، حيث لا يمكن للمؤسسة الإحتفاظ به كليا لتمويل إحتياجاتها فتلجأ المؤسسة

إلى توزيع جزء من هذه الأرباح وذلك نظرا للأسباب الموالية:

- يسمح هذا التوزيع بتحفيز المساهمين على الإحتفاظ بأسهمهم وعدم بيعها وكذا تحفيزهم

على الإكتتاب عند قرار المؤسسة (زيادة رأس المال).

- عند توزيع الأرباح فإن هذا الإجراء يعكس صحة الحالة المالية للمؤسسة وخاصة إذا ما

قامت بالتوفيق بين عملية توزيع الأرباح وزيادة الإستثمار في نفس الوقت.

- تلجأ المؤسسة لعملية توزيع الأرباح حتى تزيد من ثقة المستثمرين فيها، وبهذا فهي

تعوضهم عن جزء من الأموال المستثمرة.

كما تجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن توزيع الأرباح من طرف المؤسسة في الحالات الموالية:

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

- إذا ما كانت المؤسسة خلال السنة الحالية في وضعية جد صعبة من حيث المردودية

والإستغلال.

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

طلب شكوى لآهك

لخرجك عليك وزيئز بهموظ آناجك زل

- إذا حققت المؤسسة نموا معتبرا، مما يؤدي إلى الرفع من رقم أعمالها وزيادة إحتياجاتها من رأس المال العامل، هذا الإحتياج الذي يجب تمويله بموارد دائمة، في هذه الحالة فإن أي توزيع للأرباح قد يؤدي إلى إختلال توازن المؤسسة ومن ثم عدم تسديد إلتزاماتها.
- :¹ بينما يمكن للمؤسسة أن تقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين في الحالات الموالية - نفي إمكانية تعرض المؤسسة إلى إختلال توازنها المالي كنتيجة لإحدى الحالات السابقة.
- إذا عازمت المؤسسة على زيادة رأس المال حسب إستراتيجياتها وهذا بغرض تشجيع المساهمين على زيادة الإكتتاب.

-دراسة أثر الإكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الإقتصادية المسعرة في البورصة محمد زرقون ،¹ تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد8، 2010، ص86.

المبحث الثاني: محددات سياسة توزيع أرباح السهم و القيود المؤثرة عليها

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى التعرف على المحددات الأساسية لتوزيع الأرباح وبعض القيود المؤثرة عليها و سنتناول أيضا مفهوم تكلفة الإستدانة.

المطلب الأول: محددات طبيعة سياسة توزيع أرباح السهم

تعد سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة قرارا إستثماريا كما تعد قرارا تمويليا، لذا فإن إتخاذ قرار سياسة توزيع الأرباح يجب أن يتم في ضوء الهدف الذي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه. تشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قرارا إستثماريا إذا ما إعتمدت القرارات الخاصة بها على المصدر الأول وهو النقدية الناتجة عن عمليات التشغيل. وفي مثل هذا الموقف قد تمتد آثار هذه القرارات على فرص الإستثمارات المتاحة للمؤسسة، ومن ثم فإن قرار التوزيع الخاص بالأرباح قد يعكس مشكلة إستثمارية يحتم الموقف الخاص بها إتخاذ قرار ضروري لمجابهتها، كما أن البحث عن حلول لسياسة توزيع الأرباح كمشكلة إستثمارية قد يفرض على المؤسسة أن تنتظر حتى تقرر إختيار الفرص الإستثمارية المتاحة.

طلب شكى لآهك لخرج علك و زيزر بتمووظ آناجك زلى

وإستخدام الجزء المتبقي من النقدية الناتجة عن التشغيل في عملية توزيع الأرباح وذلك¹ بعد إستيفاء كافة متطلبات الإستثمار في المؤسسة .
وهناك مجموعة من المحددات الأساسية التي تحكم التغيير في توزيع الأرباح والتي يمكن إيجازها في :

1 - مستويات الأرباح المتوقعة (ربحية السهم المتوقعة): من أكثر الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها الإدارة المالية في مؤسسات الأعمال هو تعظيم ربحية السهم الواحد لتتمكن من زيادة التوزيع النقدي للأرباح، ويميل أغلب المدراء الماليين نحو الزيادة التدريجية وغير المباشرة للحفاظ على مستويات عالية من الأرباح أولاً، والتحرك نحو التوزيع المستهدف في الأجل الطويل ثانياً، بدلا من التغيرات الكبيرة والمباشرة، وهذه الربحية تمثل ما يكسبه الدينار الواحد المستثمر خلال مدة زمنية محددة بوصف ربحية السهم الواحد دالة للعديد من المتغيرات، لهذا السبب يعول العديد من المستثمرين ومحلي الأوراق المالية على إستقرار ربحية السهم الواحد ومعدلات النمو فيه لأن هذا الإسبقوار يستخدم كمؤشر لتصحيح التنبؤات بتوزيع الأرباح.

محمد زرقون، مرجع نفسه، ص 85. ¹

طلب شكوى آلامك لنخرجك عنك وزيئز بهموظ أنائجك زلي

وتشير الإحصاءات إلى أن نسبة 50%-60% من الأرباح الصافية للمؤسسات الناجحة والعاملة بالإقتصاديات المتقدمة تدفع كتوزيع نقدي، والغرض تحديد مدى إستقرارية ربحية السهم الواحد فإنه بالإمكان إستخدام الرسوم البيانية من خلال مواعمة منحنى ربحية السهم الواحد مع الإنحراف المعياري لقيم تلك الربحية ولمدة زمنية وهذه المواعمة تعكس مخاطر الأعمال ksiR ssenisub والتي تحدد إحتتمالات تعرض شركات الأعمال إلى الخسارة أو الربح قياسا بالمتوقع بفعل قوى خارجية، مثل القيود التجارية، تهديد المنافسين، الركود الإقتصادي، أو بفعل عوامل داخل المؤسسة تتعكس بأدوات التخطيط أو الأعمال غير الشرعية للعاملين مثل التكتلات والصراعات غير المبررة، أضف إلى ذلك أن تسارع معدلات النمو من عدمه يعكس قدرة الإدارة على إستثمار أرباحها، لذلك يجب على الإدارة أن تنتظر إلى قرارات تغير توزيع الأرباح بأنه وسيلة لتعزيز إستقرارية أو نمو ربحية السهم الواحد، ولغرض تحقيق ذلك يتطلب:

- إمكانية زيادة توزيع الأرباح مستقبلا والتقليل من عدم التأكد.
 - الإستقرار النسبي للأسعار أو محاولة تعظيمها بالأجل الطويل.
- والتبرير الذي يمكن الإستناد إليه في إثبات صحة هاتين الفرضيتين، هو أن إحتجاز الأرباح (سياسة بديلة للتوزيع) يتضمن كلفة فرصة بديلة من نفس درجة المخاطرة.

طلب شكوى لآهك لخرجك عليك وزيئز بهموظ آناجك زلي

ويتطلب من الإدارة المالية على الأقل تحقيق ربحية مساوية لتلك الفرصة لإقناع حملة الأسهم و المستثمرين بدفع سعر أعلى للسهم رغبة بالحصول على مقدار أكبر للتوزيع المتوقع، وبذلك يتحقق منها هدف تعظيم القيمة السوقية للسهم.

2- الأنماط السابقة لتوزيع الأرباح: تختلف أنماط توزيع الأرباح باختلاف إتجاهات الإدارة المالية إذ أن هذه الأنماط تتحدد علاقتها بربحية السهم الواحد.

3- النقد: يعد النقد وإدارة الدورة النقدية من المواضيع المهمة وتشكل محورا رئيسيا لهدف الإدارة المالية فيما يتعلق بالسيولة أي بالهدف قصير المدى.

وهذه الأهمية متأنية من آثارها المباشرة وطويلة الأمد لا سيم تلك المتعلقة بتوازن التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، وتتفاوت الأهمية النسبية للنقد وفقا لتفاوت طبيعة و حجم نشاط المؤسسة ومدى إستعدادها لتحمل المخاطر، وكلما تعلق الأمر بسياسة توزيعها للأرباح، فإن النقد بوجه خاص والسيولة بوجه عام واحدة من الإعتبارات المهمة في إقرار توزيع الأرباح بوصفه تدفقا خارجيا، إذ أن إرتفاع المركز النقدي وسيولة الموجودات يزيد من قدرة المؤسسة على دفع التوزيع النقدي.

طلب شكوى لآهك لخرجك عليك وزيئز بهموظ آناجك زلي

وقد تكون المؤسسة مربحة ولكنها غير سائلة بسبب إستثماراتها العالية في الموجودات الرأسمالية و وفرات رأس المال العامل.

4- نسبة سعر السهم إلى ربحية السهم الواحد: تمثل نسبة سعر السهم إلى ربحيته والمعروفة بمضاعف السهم أحد أهم الأدوات التحليلية المهمة في سوق الأوراق المالية وتكتسب أهميتها من كونها تعكس حالة التفاوض أو حالة التشاؤم بشأن أسعار الأسهم. ومضمون هذه النسبة يعني عدد المرات التي يستلم بها المستثمر الربح لتبرير السعر المدفوع وهو يمثل حاصل قسمة سعر إغلاق السهم في نهاية الفترة على ربحية السهم الواحد لنفس الفترة .

ومضمون هذه النسبة تشير إلى أنه إذا ما تحققت توقعات المستثمر المستقبلية بشأن الأرباح، فإن نسبة P/E سوف تزداد و تؤثر على رغبة المستثمر بدفع سعر أعلى لكل وحدة نقدية ربح في السهم الواحد، وهو بالنتيجة يعكس حالة التفاوض وثقة المستثمر بالسهم و أدائه، أما حالة التشاؤم فتكون معكوسة، حيث إن الانخفاض نحو الأسفل مما يعني عدم رغبة المستثمر بدفع سعر أعلى من السعر السائد قبل الإعلان عن أي تغيير في توزيع الأرباح¹.

¹ ، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2008، الإدارة المالية المتقدمة حمزة محمود الزبيدي،

هذا التحليل يقود إلى إستنتاج غاية في الأهمية وهي أن ربحية السهم الواحد EPS ونسبة المضاعف E/P دالة إلى سعر السهم الحقيقي والمتوقع في المستقبل، بمعنى آخر إن المستثمر لا يستجيب إلى قرار التغيير في توزيع الأرباح بحد ذاته وإنما بآفاقه المستقبلية، وهنا يمكن القول إن نسبة المضاعف E/P محدد لسياسة توزيع الأرباح.

5- القابلية التسويقية: واحدة من الإعتبارات التي ينظر إليها المستثمر بأهمية خاصة هي وجود أسواق كفؤة ومستمرة لتصريف الأوراق المالية، ونظرا لإختلاف نوع وحجم وسعر تلك الموجودات فإن سيولتها وسرعة تحولها إلى نقد هو الآخر يتباين، وهذا ما يعرف بالقابلية التسويقية، وكنتيجة لإختلاف القابلية التسويقية بين الأوراق المالية بصفة عامة والأسهم بصفة خاصة، فإن عوائد الأسهم هي الأخرى تختلف، فالسهم ذو القابلية التسويقية العالية¹ يعطي عوائد منخفضة قياسا بالسهم ذي القابلية التسويقية المنخفضة .

وعموما فإن القابلية التسويقية للسهم تتحدد بالأبعاد الآتية :

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

ص 624. مرجع سابق حمزة محمود الزبيدي،¹

طلب شكى لآهك لخرجك علىك وزيئز بهموظ آناجك زلى

وعلى وفق الأبعاد، فإن القابلية التسويقية تعد محددًا رئيسيًا لسياسة توزيع الأرباح، فالبعد الزمني ينعكس بمدى رغبة المستثمر بالانتظار للحصول على الإيراد المطلوب، سواء بالأجل القصير كأرباح رأسمالية أو في الأجل الطويل كتوزيع نقدي، أما البعد الكمي فينعكس باتجاهات المستثمرين بشأن التأكد بالتدفقات النقدية المحفزة لبيع و شراء الاسهم، أما بعد الكفاءة فإنه يمثل مدى إستجابة السوق لمحتوى المعلومات للتغيير الحاصل في توزيع الأرباح، وبالتالي تمثل الأسعار السوقية القيم الحقيقية للسهم أو تقلب تلك الأسعار حول القيمة الحقيقية.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن توزيع الأرباح بشكل أسهم وفقا لأسباب توزيعه يضيق فجوة الهامش بين البيع و الشراء، لأنه يزيد من المعروض من الأسهم و يجعل الأسعار سهلة¹ المناولة بين عموم المستثمرين .

المطلب الثاني: القيود المعرقة لسياسة توزيع أرباح السهم

عندما ترغب الإدارة في إتخاذ قراراتها بتوزيع الأرباح فإنها تضع أمامها مجموعة من العوامل التي قد تؤثر بشكل أو بآخر في سياسة توزيع الأرباح .

، ص625. مرجع سابق حمزة محمود الزبيدي،¹

طلب شكوى لآهك لخرجك عليك وزيئز بهموظ آناجك زلي

، فللقواعد¹ - العوامل القانونية: تخضع المؤسسات لقوانين و أنظمة البلد الذي تعمل فيه القانونية توضح أن توزيعات الأرباح يجب دفعها من الأرباح (سواء الأرباح المحققة من السنة الجارية أو من سنوات سابقة كما ينعكس في حساب الميزانية العمومية تحت بند الأرباح المحتجزة).

تنص بعض القوانين على عدم توزيع أرباح رأسمالية ناتجة عن بيع أصول رأسمالية لأن التوزيع بهذا الشكل هو عبارة عن توزيع الأموال المستثمرة في المؤسسة ومن هذا يتم التركيز :² على ثلاث قواعد رئيسية، وهي

- قاعدة صافي الأرباح، تبين أن توزيعات الأرباح يمكن دفعها من الأرباح الحالية والماضية.

- قاعدة إضعاف قيمة رأس المال، تمنع توزيع الأرباح من رأس المال لحماية المقرضين.

- قاعدة الإعسار المالي، هي عدم توفر سيولة تمكن المؤسسة من دفع إلتزاماتها في أجالها.

، ص313. مرجع سابق فايز سليم حداد،¹

، نقلا عن الموقع: مفهوم مقسوم الأرباح والاعتبارات والسياسات التي تحكم مقسوم الأرباح أمجد رمضان الراوي،²

<http://www.iraqiislamicb.com//bohoth.htm> (date de consultation 20/03/2015)

2- العوامل التعاقدية: قد تتضمن الإتفاقات و العقود المبرمة بين المؤسسة و الدائنين

أو بينها و بين أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط التي قد تحد من حرية تصرف

¹المؤسسة

وبشكل عام فإن هذه الشروط تمنع المؤسسة من دفع توزيعات أرباح نقدية إذا لم تحقق

المؤسسة مستوى معين من الأرباح، وتوضع هذه المحددات من أجل حماية الدائنين إذا ما

²تعرضت المؤسسة للعسر المالي

3- محددات داخلية: قدرة المؤسسة على دفع توزيعات أرباح مقيدة بكمية الأموال المتوفرة

لديها على شكل نقد وأوراق مالية قابلة للتسويق، ومع أنه يمكن للمؤسسة الإقتراض من أجل

دفع توزيعات أرباح للمساهمين فيها، إلا أن المقرضين يكونون مترددون في إقراض المؤسسة

لهذه الغاية باعتبار أن هذه الأموال لن تنتج فوائد ملموسة أو تشغيلية تساعد المؤسسة على

دفع ديونها.

، ص405. مرجع سابق عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقص،¹

، ص310. مرجع سابق فايز سليم حداد،²

4- فرص النمو: تتوقف حاجات المؤسسة للتمويل بتوقعاتها للنمو المستقبلي وأي أصول

هي بحاجة إلى إمتلاكها، ويجب على المؤسسة تقييم العائد و المخاطرة لمشاريعها

الإستثمارية لتمدها بالقدرة على الحصول على التمويل الخارجي، بالإضافة إلى ذلك تحديد

تكلفة وسرعة الحصول على التمويل. بشكل عام فإن المؤسسات الكبيرة تستطيع بسهولة

دخول الأسواق أو الإقتراض من المؤسسات المالية والحصول على التمويل الجديد لمشاريعها

الإستثمارية، وبالتالي فهي تعتمد على التمويل الخارجي وتقوم بدفع جزء كبير من أرباحها

لتوزيعات الأرباح، بينما المؤسسات الصغيرة التي تنمو بشكل كبير ومستمر قد يكون من

الصعب عليها دخول الأسواق المالية أو الحصول على القروض من المؤسسات المالية لدعم

مشاريعها الإستثمارية، وبالتالي فإن المؤسسات الصغيرة النامية تعتمد بشكل كبير على

التمويل الداخليين خلال إحتجاز الأرباح وعدم دفع توزيعات أرباح أو دفعها بنسب قليلة.

5- إعتبرات المساهمين: على المؤسسة إتباع سياسة توزيعات أرباح لها تأثير إيجابي على

ثروة المساهمين فيها.

طلب شكوى لآهك لخرجك عليك وزيئز بهووظ آناجك زلي

الأثر الأول يتعلق بالوضع الضريبي للمساهمين، فإذا كانت نسبة المساهمين الممثلين ماليا كبيرة والذين يقعون ضمن شريحة ضريبية مرتفعة فقد تقرر المؤسسة دفع نسبة قليلة من ¹الأرباح لتأخير دفع المساهمين في المؤسسة لأرباحهم لحين بيع أسهمهم .

طبعاً إذا حقق المساهمون أرباح رأسمالية عند البيع، فإنهم سيدفعون ضريبة على هذه الأرباح الرأسمالية، والتي تكون غالباً الضريبة عليها أقل من الضريبة على توزيعات الأرباح (الربح العادي)، أما المساهمون ذوي الدخل المنخفضة فإنهم يفضلون دفع نسبة عالية من توزيعات الأرباح.

أما الأثر الثاني يتعلق بالفرص الإستثمارية المتاحة أمام المساهمين، فالمؤسسة يجب عليها عدم إحتجاز الأرباح إذا كان بإستطاعة المساهمين الحصول على الأرباح و إستثمارها بعائد أعلى من العائد على المشاريع الإستثمارية للمؤسسة، أي إذا تبين أن المساهمين لديهم فرص إستثمارية خارجية أفضل فيجب على المؤسسة أن تقوم بدفع نسبة كبيرة من أرباحها، لكن إذا كانت مشاريع المؤسسة على الأقل تعطي نفس العائد للمشاريع الخارجية التي تحمل نفس الدرجة من المخاطرة فيجب على المؤسسة أن توزع نسبة منخفضة من أرباحها.

، ص ص 310-311 مرجع سابق فايز سليم حداد، ¹

6- إعتبارات السوق: أخذ إستجابة السوق لسياسة توزيع الأرباح في المؤسسة أمر ضروري، فمن المعروف بأن المساهمين يفضلون سياسة توزيع أرباح ثابتة أو متزايدة على المتذبذبة، كما يفضل سياسة توزيع الأرباح المستقرة، وبسبب أن سياسة توزيع الأرباح المستقرة تخفض من عدم التأكد من إستمرارية وحجم توزيعات الأرباح المستقبلية فإنه من الممكن لعوائد المؤسسة أن تخصم عند معدلات خصم أقل، هذا سوف ينتج زيادة في قيمة المؤسسة السوقية وبالتالي زيادة ثروة المساهمين. وذلك لأن المساهمين غالبا ما ينظرون إلى دفع الأرباح كإشارة على الأداء المستقبلي للمؤسسة. فسياسة توزيعات أرباح مستقرة وثابتة تعتبر إشارة إيجابية تدل على قوة المركز المالي للمؤسسة وبالتالي إرتفاع سعر سهم المؤسسة في السوق.

أما توزيعات الأرباح المنخفضة أو عدم توزيع أرباح فتعتبر إشارة سلبية تدل على ¹إنخفاض أرباح المؤسسة المستقبلية وبالتالي إنخفاض سعر سهم المؤسسة في السوق

، ص ص 312-313. مرجع سابق فايز سليم حداد، ¹

7- الشروط الخاصة بالقروض: عادة ما تنطوي العقود الخاصة بالقروض على شروط أو قيود تحد من التوزيعات النقدية للأرباح المحققة بعد منح القرض وقد تتضمن هذه العقود على النص بأنه لا يتم دفع أي توزيعات إلا بعد إستيفاء شروط معينة مثل أن لا تقل نسبة التداول أو معدل تغطية الأرباح بالفوائد أو أي معدلات أمان أخرى عن مستوى معين.

8- شرط عدم الإضرار برأس المال: كشرط عدم تجاوز التوزيعات لرصيد الأرباح المحتجزة بقائمة المركز المالي بهدف تدعيم المركز المالي للمؤسسة وحماية الدائنين.

9- توافر السيولة النقدية: تتطلب التوزيعات توافر النقدية الكافية لإجراء مثل تلك التوزيعات، مما يعني أن عدم توافر النقدية يحد من التوزيعات النقدية والبديل قد يكون في الإقتراض بتعويض العجز في الرصيد النقدي¹.

10- ربحية أوعائد الفرص الإستثمارية المتاحة أمام المؤسسة: من الواضح أنه إذا رغبت المؤسسة في إستثمار أرباحها في أصول إنتاجية(سواء في إستثمارات رأسمالية أو زيادة أصولها المتداولة)،أو أنها لا ترغب في إستهلاك ديونها فإنه يمكن توزيع هذه الأرباح نقداً.

¹ إختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق أمجد إبراهيم البراجنة،

ة، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية بغزة، 2009، ص ص16-18. فلسطين للأوراق المالي

ومن ناحية أخرى إذا ما توافر لدى المؤسسة فرصة إستثمارية مربحة فإنه يمكن إستخدام

¹ هذه الأرباح في تمويلها

11- الضرائب على دخل المؤسسة: يلاحظ أن الميزة الضريبية للقروض الناتجة عن خصم

الفوائد من الوعاء الضريبي مما يشجع إستخدام القروض في التمويل، مما يعني أن المؤسسة

مستعدة لإستخدام درجة ما من الرفع المالي وذلك بتمويل بعض إستثماراتها عن طريق

القروض، ويعني هذا في الأجل الطويل أنه يمكن التوسع في إستخدام التمويل بالقروض في

مثل هذه الظروف نتيجة الميزة الضريبية للتمويل بالمديونية.

12- تكلفة التمويل الخارجي وتكلفة التوزيعات النقدية: يمكن للمؤسسة المحافظة على

معدل توزيعات منخفض بحيث يمكنها تجنب اللجوء للتمويل الخارجي لتمويل الإستثمارات،

كلما كانت تكلفة التمويل الخارجي مرتفعة كلما زاد الإتجاه إلى إستخدام التمويل الداخلي من

الأرباح، تشمل تكلفة التمويل الخارجي تكلفة إصدار الأسهم والسندات، والعمولات التي

تحصل عليها البنوك، الفوائد على القروض المصرفية، الأتعاب القانونية والمحاسبية، تكلفة

الوقت المستغرق بواسطة الإدارة للبحث والمفاضلة والإختيار بين مصادر التمويل الخارجية.

، ص222. مرجع سابق عبد الغفار حنفي، ¹

طلب شكوى لآهك لخرجك عليك وزيئز بهتموظ أناجك زلي

يلاحظ أن بنود النفقات والتكاليف السابقة يمكن تجنبها إذا تم اللجوء إلى التمويل الداخلي،
يضاف إلى ذلك أنه يمكن تجنب المصاريف والنفقات الخاصة بالتوزيعات (مصاريف البريد
والخطابات وإدارة و إعداد الحسابات)، إذا لم يتم دفع أي توزيعات وأحتفظ بالأرباح بالكامل
داخل المؤسسة، وبالتالي فإنه من وجهة نظر المؤسسة فإن النفقات الخاصة بالتمويل
¹الداخلي أقل من تلك المتعلقة بالتمويل الخارجي .

المطلب الثالث: تكلفة رأس المال

تعتبر تكلفة رأس المال من أهم العوامل التي لها دور أساسي في تحديد سلوك المؤسسة
إتجاه سياسة توزيع أرباح السهم.

1- مفهوم تكلفة رأس المال: تعرف تكلفة رأس المال على أنها المردودية الدنيا الواجب
تحقيقها، أي أن كل مصدر تمويلي تستخدمه المؤسسة يكلفها أموالاً لذا يجب عليها كأقل
شيء تفعله هو أن تسترجع هذه التكاليف.

وتكاليف رأس المال تحدد حسب مصدر الأموال لئلا يلي:

،الدار الجامعية للنشر و الطباعة و التوزيع، الإسكندرية، 1997، ص212-217. الإدارة المالية عبد الغفار حنفي وآخرون،¹

طلب شكوى لآهك لخرجك عليك وزيئز بهتموظ أناجك زلي

- تكلفة رأس المال المقترض يحدد بسعر الفائدة الذي يحدده البنك.
- تكلفة القروض بين المؤسسات عادة ما تكون بنسبة 0%.
- تكلفة الأموال الخاصة ترجع لسياسة توزيع أرباح السهم وإلى تكلفة تجميد الأموال الخاصة ومنه يمكن إعطاء تعريفين لتكلفة رأس المال كما يلي:

التعريف العام لتكلفة رأس المال: هي عبارة عن المعدل الذي يسمح بالمحافظة على قيمة الأموال المستخدمة من قبل المستثمر، أو هي معدل المردودية الأدنى المطلوب تحقيقه من قبل المشاريع الإستثمارية بالطريقة التي تضمن لصاحب رأس المال مردودية قابلة للمقارنة مع مردودية أخرى يمكن الحصول عليها من السوق، أو تبعا لمعدل مردودية يحدد مسبقا. مما سبق فإن تكلفة رأس المال هي الحد الأدنى لمعدل العائد الذي تعتبر المؤسسة على أساسه كل استثمار جديد يدر عليها أرباحا. تكلفة رأس المال عبارة عن الحد الأدنى من ¹العائد الذي ينبغي تحقيقه من الاستثمار كشرط أساسي لقبوله.

، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 269. الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات) عبد الغفار حنفي، ¹

طلب شكوى لآهك لخرجك علىك وزيئز بهتموظ آناجك زلي

التعريف بالنسبة لمتخذ القرار الإستثماري، تعد تكلفة رأس المال بمثابة متوسط معدل المردودية الذي يلتزم به المستثمرين عند الحصول على التمويل المطلوب لتحقيق مشاريعهم الإستثمارية. ومن خلال العلاقة بين فرص الإستثمار وتكلفة رأس المال يمكن تعريف تكلفة رأس المال بأنها تساوي معدل القيمة الحالية الذي بواسطته تتساوي قيمة المبلغ المستقرض مع القيم الحالية للفوائد إضافة إلى القيمة الحالية للمبلغ الواجب تسديده في نهاية المدة، وإذا كان المبلغ المستقرض هو رأس المال فإنهم يمكن تعريف تكلفته بأنها عبارة عن المعدل الذي بواسطته تتساوي القيمة الحالية لعائدات السهم مع القيمة الإسمية للسهم¹.

2- مفاهيم أخرى لتكلفة رأس المال: مما سبق يمكن توسيع مفهوم تكلفة رأس المال لمصادر التمويل الأخرى الغير معروفة لدى البعض كالآتي:

تكلفة الهبة و المساعدات، تكلفة الضرائب المؤجلة الدفع، تكلفة رأس المال للمؤسسات المتعددة الجنسيات.

، دار المسيرة للنشر ، أساسيات في الإدارة المالية (مدخل إلى قرارات الإستثمار وسياسات التمويل) رضوان وليد العمار¹ الأردن، الطبعة الأولى، 1997، ص 151.

ة، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2013، ص 267. الإدارة المالية الدولي محمد علي إبراهيم العامري،²

المبحث الثالث: أنواع و إجراءات سياسة توزيع الأرباح

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى أهم الإجراءات المعتمدة في توزيع الأرباح وكذلك أنواع السياسات التي تستخدمها المؤسسة أثناء توزيع أرباحها.

المطلب الأول: أنواع سياسات توزيع الأرباح

تختلف سياسات توزيع الأرباح التي تتبعها المؤسسات، إلا أنه مهما اختلفت هذه السياسات فلن تكون إلا واحدة من خمس سياسات.

- 1- **سياسة الفائض:** تشير سياسة الفائض إلى أن قرار التوزيع لا يخرج عن كونه توزيعاً للأرباح التي حققتها المؤسسة بين حملة الأسهم وبين الإستثمارات المتاحة للمؤسسة، فإذا كان العائد المتوقع من تلك الإستثمارات أكبر من العائد الذي يطلبه حملة الأسهم، فلن يعترض حملة الأسهم على قرار إحتجاز الأرباح لتمويل تلك الإستثمارات، وبعد إستيفاء الإحتياجات التمويلية لتلك الإستثمارات يتم توزيع الفائض في صورة توزيعات نقدية على حملة الأسهم، أما إذا إستوعبت الإستثمارات الأرباح المحققة بالكامل فلن تقوم المؤسسة¹ بإجراء توزيعات.

، ص ص 26-27، مرجع سابق أمجد إبراهيم البراجنة¹

طلب شكوى لآهك لئحك علك و زئزبتهوط آناجلك زلى

وطبقا لسياسة الفائض تقوم المؤسسة بإحتجاز الأرباح وإعادة إستثمارها مرة أخرى كلما كانت لدى المؤسسة مشروعات إستثمارية تحقق معدل عائد أعلى من معدل العائد الذي يمكن أن يحققه حملة الأسهم عند قيامهم بإستثمار أموالهم بأنفسهم، فعلى سبيل المثال إذا كان حملة الأسهم يستطيعون الحصول على معدل عائد قدره 15% عند قيامهم بإستثمار أموالهم في مؤسسات مماثلة، فإن هذا المعدل يمثل الحد الأدنى الذي يجب أن تحصل عليه المؤسسة في حالة إحتجازها للأرباح وعدم توزيعها نقدا على المساهمين.

وطبقا للسياسة المذكورة، فإن قيام المؤسسات التي تتوافر لديها مشروعات إستثمارية تحقق معدلات عائد أعلى من المعدل المذكور 15% بتوزيع الأرباح نقدا على المساهمين بدلا من إعادة إستثمارها سوف يؤدي إلى الإضرار بمصالح حملة الأسهم نظرا لأنه يترتب عليه عجز المؤسسة عن تمويل المشروعات الإستثمارية ذات الربحية المرتفعة، أو لجوء المؤسسة إلى تمويل المشروعات من مصادر تمويل خارجية ذات تكلفة أعلى من تكلفة التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة.

ويترتب على تطبيق سياسة الفائض تذبذب مقدار العائد النقدي الذي يتم توزيعه على المساهمين من عام لآخر تبعا لدرجة توافر المشروعات الإستثمارية التي يمكن تمويلها عن طريق الأرباح المحتجزة.

ففي حالة عدم توافر مثل هذه المشروعات، تقوم المؤسسة بتوزيع الأرباح بالكامل كعائد نقدي للمساهمين، أما في حالة وجود عدد من تلك المشروعات يمكن تمويلها عن طريق الأرباح المحتجزة فإن المؤسسة تقوم بإحتجاز الأرباح دون أن يتم توزيع أي عائد نقدي على حملة الأسهم. وفي ظل تطبيق سياسة الفائض، فإن المؤسسات التي تتميز بمعدلات نمو مرتفعة هي التي تلجأ إلى إحتجاز الأرباح لتمويل مشروعات التوسع في أنشطة تلك المؤسسات، أما المؤسسات ذات معدلات النمو المنخفضة فتقوم بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها كعائد نقدي على المساهمين نظرا لعدم الحاجة لإعادة إستثمار تلك الأرباح من قبل ¹ تلك المؤسسات .

2- سياسة توزيع أرباح السهم مع العلاوة: تقوم سياسة توزيع أرباح السهم مع العلاوة على أساس توزيع الأرباح العادية التي توزعها المؤسسة عادة بالإضافة إلى توزيع أرباح إضافية في نهاية العام، عادة ما تلجأ مؤسسات الأعمال إلى هذا الإجراء عندما تكون أرباحها السنوية متقلبة، فهي تعطيها مرونة في إجراءات توزيع أرباح السهم، وفي مثل هذه الحالة تقوم المؤسسة بتوزيع أرباح مستقرة لكنها منخفضة.

، مدخل حديث، لا توجد دار النشر ولا سنة النشر، ص ص 512-513. الإدارة المالية سعد عبد الحميد مطاوع، ¹

طلب شكوى آلامك لنخرجك عنك و نيزر بتمهوظ أنا جطه زل

وبالإمكان التصريح على علاوة إضافية في نهاية السنة إذا ما تحسنت الأرباح، وبذلك فإن للمؤسسة المرونة بإلغاء تلك العلاوة و الإستمرار بالإجراء المستقر المنخفض، حيث يضيف مثل هذا للمؤسسة المرونة بإلغاء تلك العلاوة و الإستمرار بالإجراء المستقر المنخفض، حيث يضيف مثل هذا الإجراء صفة الإستمرارية بتوزيع أرباح نقدية، مما ينعكس إيجابيا على سعر السهم في السوق، تلجأ المؤسسات إلى سياسة توزيع أرباح السهم المستقرة¹ مع علاوة إضافية للعديد من الأسباب يمكن ذكر أهمها فيمايلي :

- يعتبر المستثمرون أن الأرباح الموزعة المستقرة أقل خطرا من الأرباح الموزعة المتقلبة ولذلك فهم مستعدون لأن يطلبوا معدل عائد على الإستثمار في سهم عادي يوزع أرباحا مستقرة أقل من معدل العائد المطلوب على الإستثمار في سهم تتقلب الأرباح الموزعة عليه بحددة.

- يستثمر الكثير من المستثمرين في الأسهم في تلك الأصول رغبة منهم في الحصول على إيرادات منتظمة ومتنامية من الأرباح الموزعة تدعم دخلهم الجاري .

، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، 2015، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة محمد براق و حمزة غربي،¹

طلب شكوى لآهك لنخك علىك و زير بتمويز أناجك زلي

- تناسب توزيع الأرباح مع أوضاع المؤسسة عادة، فسياسة توزيع أرباح السهم المستقرة مع علاوة تبين أن المؤسسة مستقرة في أوضاعها من حيث معدلات النمو وحاجاتها التمويلية.

3- سياسة إستقرار مقدار التوزيعات: تبين من مناقشة سياسة الفائض أن التوزيعات النقدية

التي تجربها المؤسسات تختلف من فترة زمنية لأخرى، إلا أن كلا من الإدارة وحملة الأسهم

يفضلون الإستقرار في التوزيعات وهناك العديد من الأسباب التي تدفع حملة الأسهم والإدارة

إلى تفضيل سياسة إستقرار التوزيعات، منها على سبيل المثال المحتوى المعلوماتي

للتوزيعات، حيث إن عدم إستقرار التوزيعات يعد مؤشرا غير جيد عن أداء المؤسسة، فعدم

إستقرار التوزيعات يرتبط لدى المساهمين بربحية المؤسسة، فإنخفاض التوزيعات يشير إلى

إنخفاض في الأرباح المتوقعة للمؤسسة، أما إرتفاع التوزيعات فقد يفسر على أن الإدارة

تتوقع زيادة الأرباح مستقبلا، ويوجد نوعان من الأسباب تؤدي إلى الأخذ بسياسة التوزيعات

المستقرة وتفضيلها على سياسة توزيع الأرباح المتبقية وهي :

- إن التقلب في سياسة التوزيعات يستدل منه حالة عدم تأكد عالية لدى المؤسسة التي تنوي

التوزيع ومن ثم تنعكس على معدل العائد المطلوب ومن ثم إنخفاض سعر السهم وهي حالة

تختلف عن سياسة التوزيعات المستقرة.

- إن الكثير من حملة الأسهم يستخدمون التوزيعات لمواجهة الإنفاق الإستهلاكي الحالي وبالتالي يفضلون التوزيعات التي تتصف بالإستقرار.

4- سياسة إستقرار معدل نمو التوزيعات: يؤدي التضخم و إعادة إستثمار الأرباح المحتجزة إلى زيادة مقدار الأرباح، كما يؤدي التضخم إلى إنخفاض القوة الشرائية لمقدار التوزيعات التي يحصل عليها المساهمين ومن ثم يفضل المساهمون النمو المنتظم في التوزيعات مما أدى ذلك إلى تحويل المؤسسات من سياسة إستقرار مقدار التوزيعات إلى سياسة معدل نمو سنوي ثابت للتوزيعات، وفي هذه الحالة تحدد المؤسسة معدل نمو مستهدف للتوزيعات وليكن 6% على سبيل المثال وتتم زيادة التوزيعات بتلك النسبة سنويا. قد أدى إحتجاز الأرباح وإعادة إستثمارها إلى إرتفاع أرباح المؤسسات لذلك لجأت العديد من المؤسسات إلى إستبدال سياسة التوزيعات المستقرة بسياسة معدل النمو المستقر وذلك بتحديد معدل نمو مستهدف للتوزيعات وهذا من شأنه أن يؤدي إلى زيادة التوزيعات بمعدل¹. ثابت وهو ما يضمن دخلا مستقرا للمستثمرين

، ص ص 27-28. مرجع سابق أمجد إبراهيم البراجنة،¹

5- سياسة إستقرار نسبة الأرباح الموزعة: تشير تلك السياسة إلى إستقرار نمط التوزيعات

التي تجريها المؤسسة، ومن ثم فإن زيادة التوزيعات من سنة لأخرى أو إنخفاضها لكن

بصورة منتظمة تعد توزيعات مستقرة، وقد قام لينتر في منتصف الخمسينات بناء على

مقابلات شخصية مع المديرين للمؤسسات العاملة في ذلك الوقت بتقديم إطار عملي لما تقوم

به المؤسسات عند تحديد سياسة التوزيعات يمكن تلخيصه في النقاط الآتية :

- تقوم الإدارة بتحديد نسب مستهدفة للأرباح الموزعة.

- لا تهتم الإدارة بمقدار التوزيعات بل بالتغيرات التي تحدث في التوزيعات من سنة لأخرى.

- تفضل الإدارة إجراء تغيرات في التوزيعات يمكن الحفاظ عليها مستقبلا.

1- يرتبط التغير في التوزيعات بالتغيرات الدائمة في الأرباح وليس بالتغيرات الطارئة

، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 1999، الإدارة المالية و التمويل محمد صالح الحناوي و إبراهيم إسماعيل سلطان،¹

المطلب الثاني: إجراءات سياسة توزيع الأرباح

تعتبر توزيعات الأرباح النقدية المتوقعة العامل الرئيسي الذي يعتمد عليه المساهمون ، ومن الأمور التي تهتم بها ¹ والمستثمرون من أجل تقييم سعر السهم للمؤسسة في السوق الإدارة المالية عند توزيع الأرباح هو شكل الإجراء المعتمد في توزيع الأرباح على المساهمين وهو يتمثل في أربع تواريخ مهمة:

1- تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح السهم: هو التاريخ الذي يقوم فيه مجلس الإدارة ، ويكون الإعلان للمساهمين والسوق ككل عن ² بالتعريف بقيمة توزيعات الأرباح التي ستدفع هذا القرار، ولهذا الإعلان تأثيره على سعر السهم في السوق سلبي أو إيجابا حسب جودة هذه التوزيعات، إذا تقرر توزيع أرباح السهم خلال إجتماع مجلس الإدارة أو الجمعية العامة فهذا اليوم هو موعد الإعلان عن توزيع أرباح السهم، وفي هذا اليوم أيضا يتقرر المقدار الموزع كريح السهم، موعد فقدان حق المطالبة بأرباح السهم الموزعة، وكذا تاريخ إحصاء قائمة المستفيدين من توزيع هذه الأرباح.

، دار حامد للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 2010، ص 209. الإدارة المالية فايز سليم حداد، ¹

²Aswath damodarn, Finance d'entreprise, nouvexua horizons, 2^{eme} noitidé, 2008, P896.

طلب شكوى لآهك لنخرجك عنك وزيئز بهموظ أناجك زلي

1 . ويعتبر هذا الموعد مهم جدا، لأنه فيه يكون الإعلان عن سياسة التوزيع المتبعة

2- موعد تسجيل أسماء المساهمين في السجلات: في هذا التاريخ تجهز المؤسسة قائمة

بالمساهمين الذين يحق لهم إستلام الأرباح المعلن عنها، وكلمة "الحق" هنا مهمة لتوزيع

الأرباح إذ سوف لن يدفع لمجموعة الأفراد الذين إشتروا الأسهم ولم ترد أسماؤهم إلى المؤسسة.

3- موعد فقدان حق المطالبة بالأرباح الموزعة: وهو التاريخ الذي يفقد فيه حامل السهم

حق مطالبته بالأرباح، وفي العادة فإن أغلب البورصات تضمن لحملة الأسهم بالحصول

على الأرباح إذا سجلوا أسماءهم قبل ثلاثة أيام من تاريخ التسجيل، أما إذا كان يومين قبل

2تاريخ التسجيل فهو موعد فقدان حق المطالبة بالأرباح الموزعة .

4- موعد توزيع أرباح السهم: وهو التاريخ الذي يتم فيه بالفعل البدء بتوزيع الأرباح على

المساهمين المسجلين في سجلات مساهمي المؤسسة بتاريخ إنعقاد الجمعية العامة، ولقد

جرت العادة على أن تتخذ الإدارة المالية قرارها بتوزيع الأرباح بعد أسبوعين من موعد

تسجيل أسماء المساهمين في السجلات.

، ص203. مرجع سابق محمد براق، حمزة غربي،¹

، ص ص 615-616. مرجع سابق حمزة محمود الزبيدي،²

طلب شكوى آلامك لنجيك عليك وزيئز بهبوط آناجك زلي

ما يجب ملاحظته أن موعد فقدان حق المطالبة بالأرباح يعتبر من الأيام المهمة بالنسبة للمستثمرين لأن المستثمر الذي يشتري السهم قبل يوم فقدان حق المطالبة بالأرباح سوف يستلم الأرباح الموزعة والمعلن عنها، بينما بقية المستثمرين الذين يشترون الأسهم في يوم ¹فقدان حق المطالبة أو بعد ذلك سوف لا يستلمون شيئاً.

، مركز الشرقية للبحوث الاقتصادية والإستثمارية، نقلا عن الموقع: توزيعات الأرباح وأثرها على سعر السهم¹

خلاصة الفصل الأول :

من خلال ما تم تداوله في هذا الفصل، تم تناول صورة عامة حول مفهوم سياسة توزيع أرباح السهم وعلاقتها بقيمة المؤسسة ودوافع تلك الأرباح، مروراً ببعض القيود التي تؤثر على سياسة التوزيع وكذلك المحددات التي تأخذها المؤسسة بعين الاعتبار أثناء توزيع أرباحها على المساهمين.

ثم تم النظر بشكل موجز لتكلفة رأس المال إضافة إلى أهم الأنواع التي تأخذها سياسة توزيع الأرباح والإجراءات التي تضعها المؤسسة أثناء تطبيق سياسة توزيع معينة.

الفصل الثاني

نماذج ونظريات سياسة توزيع أرباح السهم

مقدمة الفصل الثاني:

خصص لهذا الفصل ثلاثة مباحث هي:

المبحث الأول، تناول نماذج سياسة توزيع أرباح السهم.

المبحث الثاني، يتمثل في النظريات المفسرة لسياسة توزيع أرباح السهم.

المبحث الثالث، تطرق إلى مختلف الوقائع العملية لسياسة توزيع الأرباح، إضافة إلى أهم

العوامل التي تؤيد توزيع أرباح كبيرة.

المبحث الأول: نماذج سياسة توزيع أرباح السهم

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

المطلب الأول: نموذج لينتر

قام جون " لينتر " "rentniL" (1956) بإجراء سلسلة من مقابلات مع 28 مسيرا لعدة مؤسسات، تمحورت المقابلات حول سياسة توزيع أرباح السهم الخاصة بهم من خلال تلك المقابلات، توصل لينتر إلى أن المسيرين يفضلون ثبات توزيعات أرباح السهم، ولا يتم تغيير سياسة التوزيع إلا إذا كان من الضروري القيام بذلك كما توصل إلى أن أرباح المؤسسة تعتبر محددا رئيسيا لأرباح السهم، والمسير يقوم بالتعديل الجزئي لأرباح السهم تماشيا مع أرباح المؤسسة وأرباح السهم السابقة، بإفتراض أن المؤسسة تستهدف نسبة توزيع أرباح d في العام $VID_1.APM$ تساوي نسبة ثابتة من الأرباح لكل سهم 1 المقبل ستكون أرباح السهم الموزعة

$$DIV_1 = d.MPA_1 \quad \text{ومنه فإن } DIV_1: \text{تعطى كما يلي}$$

، ص 212. مرجع سابق محمد براق وحزمة غربي ، ¹

طلب شكلي تسمى ملئث همطوية زيئز بتموؤظ آنأجك زلي غيظك - أزي

يكون التغير في أرباح السهم العام المقبل DIV_1 مقارنة بأرباح السهم في العام الحالي DIV_0

VID كما يوضح النموذج الموالي تعديلا $VID_1 = (d.APM_0 - VID_0)$ وتعطى كمايلي:

جزئيا للنموذج السابق، فهو يوضح وجود معامل التعديل :

$$VID_1 = a + c(d.APM_0 - VID_0) \quad \text{c وثابت a}$$

إذا كان الثابت a موجبا، فأن ذلك يعني أن المؤسسة متحفظة ومتردة في تغيير توزيع

الأرباح، إذا كانت قيمة التعديل c صغيرة فإن ذلك يعني أن قيمة الأرباح الموزعة لا تتغير

مباشرة بعد تغير أرباح المؤسسة إلا بعد أن يستمر هذا التغير مدة زمنية.

توصل " لينتر " إلى أن الأولوية تعطي لقرار توزيع أرباح السهم، أما باقي القرارات المالية

فهي تابعة له، فإذا كانت طاقة التمويل الذاتي غير كافية لتمويل الإحتياجات الإستثمارية

فإن المؤسسة ستلجأ للتمويل الخارجي، كما أن أرباح السهم الخاصة بالنسبة لمؤسسة ما

تتعلق بالأرباح الحالية للمؤسسة وبدرجة أكبر على الأرباح الماضية، وللتأكد من ذلك يمكن

¹. الإستدلال بواسطة برهان يعطى في الفقرة الموالية

، نفس الصفحة.، مرجع سابق محمد براق وحزمة غربي¹

طلب شكلي تسمى مائت همطيفة زير بتمويز آنا جك زيل غي ك ل أ ز ر ب

¹: مع تجاهل الثابت a. تكتب علاقة توزيع أرباح السهم في الزمن t كمايلي

$$DIV_t = (c \cdot d \cdot BPA_t) + (1 - c) DIV_{t-1}$$

DIV وتكتب كمايلي: $t-1$ بدلالة أرباح السهم للسنة التي قبلها $t-1$ نفس العلاقة تكتب في الزمن

$$DIV_{t-1} = (c \cdot d \cdot BPA_{t-1}) + (1 - c) DIV_{t-2}$$

وهكذا حتى $t - N$ وبإحلال جميع العلاقات في العلاقة الأولى، يصبح توزيع أرباح السهم

VID كما يلي t : إلى الزمن في الفترة الأولى

$$DIV_t = (c \cdot d \cdot BPA_t) + (c \cdot d \cdot (1 - c) BPA_{t-1}) + (c \cdot d \cdot (1 - c)^2 BPA_{t-2}) + \dots + (c \cdot d \cdot (1 - c)^N BPA_{t-N})$$

تم إختبار نموذج " لينتر " لتوزيع أرباح السهم على عدة دراسات تجريبية وقد خلصت أغلبها

إلى واقعية هذا النموذج مثل الدراسة التي قام بها كل من " فاما " و " بابياك " kcaibaB

& amaF 1968 حيث قاما بدراسة توزيعات أرباح السهم لمجموعة مكونة من 392

مؤسسة في الولايات المتحدة الأمريكية بين سنة وسنة 1964 وكانت نتائج الدراسة متوافقة

مع نموذج " لينتر ".

المرجع نفسه، نفس الصفحة.¹

المطلب الثاني: نموذج والتر

يقوم الأساس الفكري لنموذج " والتر " 1956 على ملائمة التوزيعات مع القيمة السوقية للمؤسسة وبالتالي القيمة السوقية للسهم، حيث إن هناك علاقة طردية بين توزيعات أرباح السهم والقيمة السوقية للسهم. قام نموذج " والتر " "retlaw" على أساس العلاقة بين معدل العائد المتوقع على الاستثمار في المؤسسة أو معدل العائد الداخلي ومعدل العائد المطلوب من طرف المساهمين أو تكلفة رأس المال، إذ يمكن للمؤسسة أن تحقق سياسة توزيع مثلى وفق شكل العلاقة بين معدل العائد المتوقع على الإستثمار ومعدل العائد المطلوب، فإذا ما كان معدل العائد المتوقع على الإستثمار يفوق تكلفة رأس المال وبالتالي معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين، فإن المؤسسة سوف تلجأ إلى إحتجاز الأرباح، أما في حالة العكس فإن المؤسسة سوف تقوم بتوزيع أرباح السهم على المساهمين. يعتمد نموذج " والتر " ¹ على عدة فرضيات هي:

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

طلب شكوى تسمى مائتة مائة زير بتمويل آنا جك زيل غي ك ل أ ز ر

- إن جميع الإستثمارات في المؤسسة سيتم تمويلها من الأرباح المحتجزة (إحتياطي الأرباح) أما مصادر التمويل الخارجية مثل القروض أو إصدار أسهم عادية جديدة سوف لن تستخدم.
- إن أي إستثمارات إضافية تحصل في المؤسسة سوف لن تغير من مخاطر الأعمال هذا يعني أن معدلات العائد المتوقعة ومعدلات العائد المطلوبة ثابتة لا تتغير.
- لا يوجد أي تغير في ربحية السهم الواحد ولا في توزيعات الأرباح للسهم الواحد، لكن يمكن تغير قيمة ربحية السهم الواحد وقيمة توزيعات الأرباح للسهم الواحد في النموذج لتحديد النتائج، ولكن أي قيمة معطاة لربحية السهم الواحد أو توزيعات الأرباح للسهم الواحد ستظل ثابتة. - إن المؤسسة من النوع المستديم أي مستمرة في حياتها دون أن يحدد لها تاريخ إنقضاء.

بالإعتماد على الفرضيات السابقة، توصل "والتر" إلى العلاقة التي تبين بأن سعر السهم ما هو إلا عبارة عن مجموع القيمة الحالية لتوزيع أرباح السهم والقيمة الحالية للأرباح الرأسمالية، فإذا كانت R تمثل العائد على الإستثمار، D هي توزيع أرباح السهم السنوي، B نصيب السهم من الربح الإجمالي للمؤسسة، أما eK معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين.

المطلب الثاني: نموذج القيمة الزائدة

فإن سعر السهم السوقى P يعطى بالعلاقة الآتية:

$$P = D + \frac{R(B-D)}{K_e}$$

والملاحظ من العلاقة السابقة أنه عندما يكون معدل العائد المتوقع على الإستثمار R أكبر

من معدل العائد المطلوب ($R > K_e$) فإن زيادة حيز الأرباح له تأثير إيجابي على القيمة

السوقية للمؤسسة، أما في حالة ($R < K_e$) فإن توزيع أرباح السهم سيكون لها دور في زيادة

سعر السهم السوقى، أما في حالة ($R = K_e$) فإن كلا السياستين سواء توزيع الأرباح

¹ أو إحتجازها لهما نفس التأثير على سعر السهم السوقى .

المطلب الثالث: نموذج كالاى

يسمح نموذج الإشارة للمؤسسة بإستعمال أرباح السهم، الإستثمار أو الإستدانة لإعلام

المستثمرين بوضعيتها، وتحمل المؤسسة تكاليف في كل إشارة تقوم بها، حيث تكون هذه

التكاليف مرتفعة بالنسبة للمؤسسات الرديئة عكس التكاليف في المؤسسات الجيدة .

، ص 628. مرجع سابق حمزة محمود الزبيدي، ¹

طلب شكلي تسمى مائت مطنفة زيز بتمويز آناجك زيل غي ك ل أ ز د

يقوم نموذج الإشارة في نماذج توزيع أرباح السهم على فكرة أن المؤسسة ستقوم بتعديل أرباح السهم بغية الإشارة عن وضعيتها الحالية أو المستقبلية المحتملة.

فارتفاع أرباح السهم يعني أن المؤسسة تتوقع تحسنات في التدفقات النقدية والعكس، من ¹ : بين نماذج الإشارة يوجد نموذج "كالاى" 1980 والذي يقوم على عدة فرضيات وهي

- لا وجود لتكاليف الصفقات، ولا تكاليف الوكالة، ولا تكاليف الإفلاس والضرائب.
 - تتميز الأسواق بعدم تماثل المعلومات.
 - نموذج مكون من فترتين، فالقرارات المالية تأخذ في الفترة 0 وتنفذ في الفترة 1 .
 - يمكن للمؤسسة أن تصدر أسهما جديدة في الفترة 0 وأن تدفع لها أرباحا دون أن يؤثر ذلك على سياسة الإستثمار.
 - يعلم المستثمرون بأن للمديرين معلومات داخلية حول أداء المؤسسة الحالي والمستقبلي.
 - يتميز المستثمرون بالحيادية إتجاه المخاطر.
- u معاملات u_0, u_1 ، حيث $M = (1+r)u_0 + u_1$ ، سياسة المديرين في العائد M تكون كمايلي:
- E أرباح السهم في الفترة 1، وتمثل r معدل V_1 القيمة السوقية للمؤسسة في الفترة 0، غير سالبة،

الفائدة _____

، ص 214. مرجع سابق محمد براق وحزمة غربي، ¹

طلب شكلي تسمى مائت همفئة زير بتمويز آنا جك زيل غي ك ل أ ز ر

بافتراض وجود نوعين من المؤسسات A و B في السوق، وأن أرباح هذه المؤسسات في E على التوالي، تعادل هذه الأرباح قيمة أرباح السهم في الفترة إذا E B و A الفترة 1 هي V وتعطى كما يلي: V_0^A فالقيمة السوقية للمؤسسة A في الفترة 0 هي

$$V_0^A = \frac{Ea}{1+r}$$

V التي تعطى: V_0^B وكذلك الأمر بالنسبة للقيمة السوقية للمؤسسة B في الفترة 0 وهي

$$V_0^B = \frac{Eb}{1+r} \quad \text{كما يلي:}$$

إذا كانت $Ea < V_0^A > V_0^B$ فإن

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

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

حسب هذه العلاقة، فإنه من غير الممكن للمؤسسة أن تعلم المساهمين بنوعها بإستعمال

أرباح السهم لأن المؤسسات من النوع A يمكن أن تقوم بلوسال نفس الإشارة إلى السوق

فتصبح بذلك من النوع B، ويصبح المستثمرون هنا أمام الخطر المعنوي، إذا تم إفتراض أن

X، فمن خلاله يستطيع المساهمون X_0^A أحد النشاطات المالية التي تقوم بها المؤسسة A هو

$$V_0 > V_0^A \quad (X_0 \text{ كانت } V_0) \quad \text{تحديد نوع المؤسسة } (X_0)$$

طلب شكلي تسمى مائت همفئة زير بتمويز آنا جك ز ال غي ك ل أ ز ر

V ، وبالتالي عند التوازن $(X_0)^A$ فإن مؤسسات النوع B تحاول الوصول إلى هذه القيمة)

X ، حيث V^B . ومن جهة أخرى إذا قامت المؤسسة B بالنشاط $(X_0)^A = V^A(0)$ يصبح

$(X)^B$ ، فيمكن للمستثمر أن يشتري أسهم المؤسسة B بقيمة $(X_0)^A > V^A(X_0)^B$

$(X)^B - V^A(X_0)^B$ فيكون بذلك حقق أرباحاً رأسمالية تقدر بقيمة V^B ثم القيام بالنشاط 0

V ، وبما أن الوسيلة المستعملة في الإشارة هي أرباح السهم، وأن هذه الأخيرة لا تتحمل 0

¹ تكاليف فإن علاقة التقييم في السوق المالية تكون نفسها بالنسبة لجميع المؤسسات

V ، يتردد المديرون في خفض الأرباح، وبدلاً من $V^A_0 = V^B_0$ والتوازن الوحيد هو

ذلك فإن المؤسسة ستتحمّل تكاليف بقيمة C في حالة خفض الأرباح،

وبالتالي يصبح عائدهم M كمايلي :

$$M = U_0 \begin{cases} E_1 & \text{If } E_0 > D_0 \\ E_1 - \frac{C}{U_1} & \text{If } E_0 < D_0 \end{cases}$$

، ص 215. مرجع سابق محمد براق وحمزة غربي،¹

طرح شكك تسمى مائت مطفوة زي زبتموظ آناجك زلي غي طك - أزي

D قيمة أرباح السهم المدفوعة E_0 قيمة الأموال الذاتية في الفترة 0 وتمثل 0 حيث تمثل

D التي تعظم 0 في الفترة 0، يحدد المسيريون في الفترة 0 قيمة أرباح السهم المدفوعة

العائد M حسب "سبانس" $ecnePS$ وبالإعتماد على العلاقة السابقة، يمكن إيجاد التوازن في

الإشارة، فبافتراض أن المستثمرين يستعملون أرباح السهم كإشارة من خلالها يتم تحديد نوع

D التي يمكن من خلالها التفرقة بين * المؤسسة، فإنه يمكن تحديد العتبة من أرباح السهم

D فإن $V^* > D_0$ فإذا كان $V^* > D_B$ المؤسسات إذا كانت من النوع A أو من النوع B حيث

D فإن المؤسسة من النوع B ، فالمؤسسة $D_0 \leq$ المؤسسة تكون من النوع A ، أما إذا كان

V وهي: D_0 فإن قيمتها السوقية $V^* < D_0$ التي تدل إشارتها على أنها من النوع A مع

$$)= \quad {}^A_0 (D_0 = V_0 V \frac{a}{1+r}$$

D فإن قيمتها السوقية هي : $D_0 \geq D_B > V^*$ المؤسسة من النوع B مع

$$) = \quad {}^B_0 (D_0 = V_0 V \frac{b}{1+r}$$

M في المؤسسة A كما يلي : A ويعطى عائد المسيرين

$$= {}^A_M \begin{cases} U_0 E_a + U^1 E_a & \text{If } D^* < D^A_0 < E_a \\ U_0 E_b + U^1 E_a & \text{If } D^* > D^A_0 \end{cases}$$

طلب شكلي تسمى مائت همفئة زيز بتموظ آنا جك زل غي ك ل أ ز د

M فإن المساهمين في المؤسسة من $(D^A) > M^* > D_o^A$ ، $E^* < D_o^A$ ، $E_a > E_b$ فإذا كان D وليس لديهم الحافز للتغيير.

M في B^B بمعنى آخر فإن المسيرين يفضلون قول الحقيقة، وفي المقابل فإن عائد المسيرين :
المؤسسة B كمايلي¹

$$=^B M \begin{cases} U_o E_b + U^1 E_b & \text{If } D^* < B_o D < E_b \\ U_o E_b + U^1 E_a & \text{If } D^* > D B_o \end{cases}$$

وبالتالي، فإن المسيرين في المؤسسة من النوع B سيقومون بإعطاء إشارة حقيقية في

$D^B > D^*$ ، كما أنهم سيستفيدون من إشارة غير حقيقية $D^B < D^*$ السوق، أي يختارون

أكبر من التكلفة التي تأتي بسبب تخفيض أرباح السهم، وتصاغ رياضيا كمايلي:

$$C > U \quad U_b - E_a (E_0) \quad \text{أو} \quad -C_b E_0 + U_a E_0 > U_b E_1 + U_b E_0$$

يوضح نموذج " كالاي" بأن المسيرين لا يقومون بزيادة أرباح السهم إلا إذا كانوا

متأكدين من تحسن وضعية المؤسسة المستقبلية، وتستمر في ذلك لأنه إذا كان العكس، فإن

المسيرين سوف يتحملون التكلفة التي ليست في صالحهم،

، ص 216. مرجع سابق محمد براق وحمزة غربي،¹

المطلب الثاني: تأثيرات التوزيعات النقدية على القيمة السوقية

وبذلك فالمسيرون يفضلون توزيع نسبة منخفضة من أرباح السهم ولا يتم الزيادة إلا إذا كان هناك تغير فعال في المؤسسة، والذي سوف يستمر في المستقبل، كما أن هذه النسبة تسمح للمسيرين بالحفاظ عليها حتى وإن كانت التدفقات النقدية منخفضة . وبالتالي فإن أي انخفاض في هذه النسبة تدل على أن هناك إنخفاضاً مستمراً في التدفقات النقدية المستقبلية¹ .

المطلب الرابع: نموذج جوردن

يعتبر من أكثر النماذج المستخدمة في تقييم الأسهم العادية، حيث يطلق عليه نموذج ذو النمو الثابت في التوزيعات والذي يفترض بأن توزيعات الأرباح ستتمو بمعدل ثابت لكن بمعدل أقل من العائد المطلوب لأنه إذا كان معدل النمو أكبر من معدل العائد المطلوب لا يمكن تطبيق النموذج رياضياً، ويمكن حساب قيمة السهم العادي وفق هذا النموذج من خلال المعادلة الآتية² :

$$=_0 P \frac{Do(1+g)}{k-g} = \frac{D_1}{k-g}$$

¹ مرجع سابق محمد براق وحزمة غربي،

ص 217.

² ص 196. مرجع سابق فايز سليم حداد،

طلب شكوى تسمى مائتة مائة زير بتمويل آنا جيك زيل غي ك ل أ ز ر ب

D التوزيعات النقدية، k معدل العائد المطلوب، g معدل النمو في توزيعات 0 حيث تمثل:

الأرباح. يعتبر نموذج "جوردن" 1959 من بين أهم النماذج المتعلقة بتوزيع أرباح السهم،

حيث ناقش توزيعات أرباح السهم، وأثرها على القيمة السوقية للسهم. يعتمد نموذج "جوردن"

:¹ على عدة فرضيات هي

- لا تحتوي الهيكلية المالية للمؤسسة على تمويل خارجي، أي أن المؤسسة ممولة بالكامل

بالتنويل الذاتي.

- يتم تمويل جميع الإستثمارات عن طريق الأرباح المحتجزة.

- إستمرارية و إستدامة المؤسسة في نشاطها وعملها.

- ثبات العائد المتوقع على الإستثمار، معدل العائد المطلوب، ونسبة إحتجاز الأرباح .

- معدل العائد المطلوب أكبر من معدل نمو الأرباح .

. - كره المخاطرة لجميع المستثمرين وكذا إتصافهم بالعقلانية و الرشادة

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

طلب شكوكي تسمى مائث همطيفة زيئزب تموظ أناأجك زل غىك لأز زب

إعتمد "جوردن" في نظريته على نموذج رسملة توزيعات الأرباح والذي يؤكد بأن القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المتوقعة بمعدل خصم مناسب. حسب "جوردن" فإن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع إحتجاز الأرباح والإستثمارات المضافة، وذلك لأن إرتفاع أرباح السهم في المستقبل سببه الزيادة في الإستثمارات ، أما إرتفاع معدل العائد المطلوب من المساهمين فهو يعتبر نتيجة زيادة حالة عدم التأكد المرافقة للزيادة في الإستثمارات.

المبحث الثاني: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

لقد ظهرت العديد من النظريات التي ناقشت وفسرت شكل العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة والقيمة السوقية للسهم الواحد وبالتالي تعظيم ثروة الملاك.

المطلب الأول: نظرية الفائض (نظرية المتبقي)

من أكثر النظريات قبولا لدى المساهمين في مؤسسات الأعمال بشأن التصرف بالأرباح المحققة هي نظرية المتبقي (نظرية الفائض)، ومضمون هذه النظرية أن عموم المساهمين في مؤسسات الأعمال وطالما يسعون لتعظيم ثروتهم فهم لا يمانعون من قيام المؤسسة بإحتجاز الأرباح وإعادة إستثمارها في المؤسسة إذا ما كانت أمامها فرص إستثمارية جديدة ومربحة.

طلب شكوى تسمى مائتة مائة زير بتمويل آنا جك زيل غي ك ل أ ز ر ب

بشرط أن يكون معدل العائد على الأرباح المستثمرة في المؤسسة يفوق معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين إذا تمت عملية استثمار الأرباح الموزعة عليهم في مجال استثماري آخر خارج المؤسسة، ولكن بتساوي المخاطر، بل إن الملاك يعتقدون أن المؤسسة هي أقدر على إعادة استثمار أرباحهم قياسا بتصرفاتهم الاستثمارية الفردية. بمعنى آخر إذا كانت المؤسسة قادرة على استثمار الأرباح لتحقيق عائد يزيد على معدل العائد المطلوب من قبل الملاك، فإن الملاك سوف لن يمانعوا من إحتجاز الأرباح. ولكن إذا ما كان معدل العائد على إستثمارات المؤسسة أقل من معدل العائد المطلوب من قبلهم فإنهم يطلبون من المؤسسة توزيع الأرباح، فمضمون نظرية المتبقي تشير إلى أن المؤسسة سوف تغطي كل الفرص الاستثمارية المتاحة لديها من الأرباح المحققة والمتبقي من الأرباح سيتم توزيعه على الملاك، هذا يعني أن مقدار التوزيع من الأرباح سوف يتباين سنويا وفقا لمقدار الأرباح المحققة من جهة ووفقا لمقدار الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة من جهة أخرى. هذا يعني لو أن الأرباح المحققة من مؤسسة ما بلغت مليون دينار وأتيحت أمامها في ذات السنة فرصة استثمارية جديدة بمبلغ 650000 دينار، فإن معنى ذلك أن المؤسسة سوف تغطي هذه الفرصة وتوزع الباقي والبالغ 350000 دينار على الملاك.

طلب شكوى تسمى مائتة مائة زينة بتمويل آنا جليل على لآزري

بافتراض أن الفرصة الإستثمارية التي تسعى إلى إستثمارها المؤسسة وتضمن لها النمو¹ . بلغت مليون دينار، ففي مثل هذه الحالة فإن المؤسسة سوف لن توزع شيئاً على الملاك وكما يلاحظ من مضمون هذه النظرية أن الأرباح الموزعة على الملاك سوف تتقلب إرتفاعاً أو إنخفاضاً وفقاً لمقدار الأرباح المحققة من جهة، ووفقاً لحجم الفرص الإستثمارية المتاحة من جهة ثانية، على وفق هذا المضمون تعمل نظرية المتبقي، فالتوزيعات من الأرباح لا تخرج عن كونها وسيلة لتوزيع الفائض من الأرباح، وأن حجم التوزيعات يتوقف في المقام الأول على قرارات الإستثمار، بعبارة أخرى إذا كانت للقيمة السوقية للأسهم العادية أن ترتفع فإن هذا يرجع في الأساس إلى وجود إقتراحات إستثمارية يتولد عنها عائد يفوق العائد المطلوب، إن إجراءات توزيعات الأرباح أو عدم إجرائها لا أثر لها على قيمة المؤسسة فقرار التوزيع قرار تابع يتوقف على مدى وجود إقتراحات مربحة.

المضمون التحليلي لنظرية المتبقي قد تؤدي لوجود قدر كبير من عدم الإستقرار في مقدار الأرباح الموزعة على المساهمين ومعدل توزيع الأرباح من سنة إلى أخرى.

، ص 625. مرجع سابق حمزة محمود الزبيدي،¹

المطلب الثاني: نظرية عدم ملائمة التوزيعات

إن هذا قد يتضارب مع رغبات المساهمين في الحصول على أرباح موزعة تنمو باستمرار ومع سياسات المؤسسات التي تميل نحو إتباع سياسة توزيع أرباح ثابتة إلا أن الإدارة المالية في مؤسسات الأعمال تستطيع أن تتغلب على التضارب من خلال قدرتها في إتخاذ قرارات تمويل تحافظ من خلالها على أمثلية المزيج من مصادر التمويل على الأقل في الأمد الطويل¹.

المطلب الثاني: نظرية عدم ملائمة التوزيعات

من أهم أنصار هذه النظرية هما "مودجلياني" و"ميلر" "INAILGIDOM & RELLIM" سنة 1961 اللذان أوضحا أن قيمة المؤسسة تتوقف على مدى الإستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح، وأكدوا أن كفاءة الإستثمار هي المحدد الرئيسي لثروة المساهمين، وأن أسلوب تقسيم هذه الأرباح على شكل توزيعات نقدية أو أرباح محتجزة يتم إعادة إستثمارها لا يؤثر على قيمة المؤسسة.

، ص 626. مرجع سابق حمزة محمود الزبيدي،¹

طلب شكلي تسمى مائت همطيفة زينة بتموظ أناجك زلي غيكي لأزري

وللاشارة فإن هذه النظرية تقوم على مجموعة من الافتراضات الغير واقعية وغير قابلة

:¹ للتطبيق العملي منها

- ثبات سياسة الإستثمار للمؤسسة ومعروفة لدى المستثمرين.

- لا توجد ضرائب شخصية أو ضرائب على المؤسسات.

- لا يوجد عدم تماثل المعلومات، فالمعلومات متوفرة للجميع.

- لا توجد تكاليف الوكالة بين المسيرين والمستثمرين الخارجيين.

- لا وجود لتكاليف الإفلاس ولا تكاليف الصفقات.

.² تتميز السوق المالية بالمنافسة التامة والأعوان بالعقلانية والرشادة

يرى كل من "مودجلياني" و"ميلر" بعدم وجود علاقة بين سياسة التوزيعات وسعر السهم

وتكلفة الأموال للمؤسسة، وفقا لهذا فإن قيمة المؤسسة تتوقف أساسا على القوة الإيرادية

للمؤسسة ومخاطر النشاط.

، مجلة الباحث، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية عبد القادر بريس وعيسى بدروني،¹

الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، العدد العاشر، 2013، ص13.

، ص ص219-220. مرجع سابق محمد براق وحزمة غربي،²

طلب شكوى تسمى مائتة مائة زير بتمويل أنائج زير في غيرك لأزري

ومعنى هذا أن قيمة المؤسسة تعتمد على القوة الإيرادية للأصول أكثر من الطريقة التي تم بها تمويل تلك الأصول أو بالطريقة التي تم بها تجزئة أو تقسيم الأرباح بين التوزيعات و الإحتجاز ، وقد أشار كل من "مودجلياني" و "ميلر" وفي ظل الافتراضات السابقة أن المؤسسة إذا ما زادت التوزيعات ثم قامت بإصدار وبيع أسهم جديدة إلى مستثمرين جدد و أن قيمة السهم الذي حصل عليه المستثمر يساوي تماما التوزيعات المدفوعة.

فمثلا بفرض أن الموازنة الرأسمالية لمؤسسة ما تستلزم الحصول على تمويل عن طريق الملاك بما يعادل مليون دولار في عام 1999 وتتوقع المؤسسة صافي دخل مليون دولار وبذلك تم إيجاد ما يلي :

- يمكن للمؤسسة أن توزع الأرباح بالكامل وتوفر التمويل المطلوب عن طريق بيع أسهم لتوفير مليون دولار.

- أن تحتجز الأرباح بالكامل لتغطية التمويل المطلوب وبذلك لا تدفع أي توزيعات، ويكتفي بالأرباح الرأسمالية نتيجة إعادة استثمار الأرباح المحتجزة.

- توزع الأرباح ما بين الإحتجاز وإعادة الاستثمار وبين التوزيعات النقدية بما يحقق للمستثمرين عائد من التوزيعات وأرباح رأسمالية نتيجة إعادة استثمار الأرباح المحتجزة .

المطلب الثاني: نظرية صافور في اليد

لذلك يتطلب الأمر معالجة القرارات الثلاثة الرئيسية السابقة وفي ذات الوقت التعرض لنوعين من القرارات ذات الارتباط بالنقاط السابقة وهي التوزيعات في شكل أسهم بدلا من التوزيعات النقدية، وتجزئة الأسهم وعلاقة ذلك بقيمة السهم، يتضح من الافتراضات السابقة أنها غير واقعية وغير دقيقة، نظرا لأنه لا يعفى الأفراد أو المؤسسات من الضرائب على الدخل بصفة عامة، كما وأن المؤسسات تتحمل مصاريف نتيجة إصدار الأسهم ويتحمل المستثمر تكاليف التعامل في الأسهم، بالإضافة إلى أن المدراء في مركز أفضل من حيث المعلومات مقارنة بالمستثمرين خارج المؤسسة، كما وأن لسياسة التوزيعات تأثيرها على ¹الموازنة الرأسمالية من خلال الفائض النقدي المتاح لأغراض الإستثمار .

المطلب الثالث: نظرية صافور في اليد

من بين الإستنتاجات الرئيسية لنظرية عدم ملائمة التوزيعات أن سياسة توزيع أرباح السهم ليس لها أي تأثير على معدل العائد المطلوب على الأموال الذاتية، إلا أن كلا من جوردين 1959 و لنتر 1962 بينا أن العائد المطلوب على الأموال الذاتية يتناقص مع زيادة التوزيعات النقدية، لأن المستثمرين يصبحون أقل تأكدا من إستلام العوائد الرأسمالية الناتجة عن إحتجاز الأرباح.

، ص ص 233-234. مرجع سابق عبد الغفار حنفي، ¹

طلب شكلي تسمى مائت همفئة زير بتمويز أناجك زيل غيك لأزري

وبالتالي فإن قيمة الوحدة النقدية الموزعة حاليا أعلى من قيمة الوحدة النقدية المحتجزة

D أقل خطورة من معدل النمو g في معادلة P_1 / P_0 لأن مكونات عائد توزيع أرباح السهم

$k = D$ و النتيجة التي توصل إليها "جوردن" P_1 / P_0 العوائد المتوقعة الكلية $+ g$

و "لنتر" هي أنه في ظل عدم التأكد فإن سياسة توزيع أرباح السهم سوف تؤثر على القيمة السوقية للسهم، كما أن المستثمرون يفضلون الحصول على التوزيعات الآن بدلا من تأجيلها للحصول على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن نمو التوزيعات ومن ثم إرتفاع سعر السهم في المستقبل غير المؤكد أيضا، بعبارة أخرى، فقد أكد "جوردن" و "لنتر" بأن أرباح السهم التي تكون في يد المستثمر الآن أفضل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل، لأن المستقبل غير مؤكد، إلا أن "مودجلياني" و "ميلر" أكدا بأن معدل العائد المطلوب على الأموال الذاتية يكون مستقل عن سياسة توزيع أرباح السهم، وسميا حجة "جوردن" و "لنتر" بمغالطة عصفور فياليد، لأن معظم المستثمرين يخططون لإعادة استثمار أسهمهم في أسهم نفس المؤسسات أو مؤسسات شبيهة.

طلب شكوكي تسمى مائت همطفة زير بتمويز أنا جلك زيل غيظك لأزري

وعلى أية حال تتحدد مخاطرة التدفق النقدي للمؤسسة إلى المستثمرين في المدى الطويل بمخاطرة التدفقات النقدية للتشغيل وليس بسياسة نسبة أرباح السهم من مكاسب السهم الواحد بحصص الأرباح، يؤدي إرتفاع أرباح المؤسسة إلى إرتفاع أرباح السهم المتوقعة من طرف المساهمون، وهذه المعلومة أكثر تأثيرا على قيمة المؤسسة من معدل العائد الذي يطلبه المساهمون لأنها تؤدي إلى إرتفاع السعر السوقي للسهم الذي يمكن أن يعوض الأرباح الموزعة على المساهمين في قيمة المؤسسة، تثبت هذه البرهنة أن مخاطر المؤسسة تتحدد من خلال قراراتها الإستثمارية وليس كيفية تمويلها، ويتأثر معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين بمخاطرة الإستثمار ولا يتغير في حالة إذا تم تمويلها عن طريق حجز الأرباح أو طرح أسهم جديدة كما أكد "إستبروك" على أن المسيرين لا يستطيعون تغيير مخاطر¹ . الإستثمار بتوزيع أرباح السهم، وإنما يحولون هذه المخاطرة إلى المستثمرين الجدد يرى "مودجلياني" و "ميلر" أن ما توصل إليه "جوردن" و "لينتر" تحت ما يسمى عصفور في اليد ليست ذات قيمة، لأن معظم المستثمرين يستثمرون توزيعاتهم بنفس المؤسسة أو بمؤسسة أخرى.

، ص ص 223-224. مرجع سابق محمد براق وحمزة غربي،¹

طلب شكلي تسمى ملئث همطفئة زيز بتهوط آناجك زلي غيكي لآزري

وأن درجة المخاطرة للتدفقات النقدية للمؤسسة نتيجة إعادة الإستثمار في الأجل الطويل بالنسبة للمستثمر تتحدد بدرجة المخاطرة للتدفقات النقدية الناتجة عن الأصول التشغيلية¹ وليس على أساس سياسة التوزيعات النقدية .

المطلب الرابع: نظرية الإشارة وعدم تماثل المعلومات

تنص هذه النظرية على أن المعلومات التي يمتلكها أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي ليست متماثلة فأصحاب الفائض الفئة الأولى تبحث عن مصادر تمويل مثلى، فيقومون بإرسال إشارة نوعية وكمية تدل على حسن مركزهم المالي، مما يفسر قدرتهم على التسديد في المستقبل، وفي المقابل فالفئة الثانية تبحث عن أحسن إستثمار لفوائضها المالية، كما نصت هذه النظرية على إهتمام المستثمرين بتقييم التغيرات في توزيعات الأرباح وسعر السهم سواء بالزيادة أو النقصان، ليس بالضرورة ترجمة تفضيل هؤلاء المستثمرين لتوزيعات الأرباح على إحتجازها، بل تغير سعر السهم إنما هو نتيجة لإنعكاس المعلومات المهمة التي يحملها إعلان توزيع الأرباح حيث يستدل منها عن مضمون هذه التوزيعات.

، ص235. مرجع سابق عبد الغفار حنفي،¹

طلب شكلي تسمى ملئث همطفوة زيز بتهوط آناجك زلي غيظك لآزري

عندما وضع "مودجلياني" و"ميلر" نظريتهما لحيادية سياسة توزيع الأرباح إفترضا أن لكل الأفراد سواء المستثمرون أو المدراء على حد سواء معلومات متطابقة بالنسبة إلى الأرباح وحصص الأرباح المستقبلية للمؤسسة، لكن في الواقع يمكن أن يكون للمستثمرين المختلفين وجهات نظر مختلفة على كل من مستوى أرباح السهم المدفوعة المستقبلية، ويكون لدى المدراء معلومات أفضل عن التوقعات المستقبلية عن حملة الأسهم تكون المؤسسة التي تبحث عن تمويل مجبرة على التصريح بكفاءتها في عدة أمور، كالمكانة المالية التي تتمتع بها والتي تسمح لها بتسديد ما عليها من إلتزامات بالوقت و بالمبلغ المناسبين. وللمؤسسة عدة وسائل للوصول إلى كسب ثقة الممولين وذلك من خلال الإشارة إلى السوق المالية ومن بين هذه الوسائل توجد سياسة توزيع الأرباح التي تعتبر كإشارة على وضعية المؤسسة، وهذه الفكرة مبنية على أساس عدم تماثل المعلومات بين عناصر السوق المالية وبالأخص بين المسيرين والمساهمين، تؤثر المعلومات المتاحة لدى المستثمرين حول سياسة توزيع أرباح ¹السهم المتوقعة للمؤسسة على سعر السهم

، ص16. مرجع سابق عبد القادر بريس و عيسى بدروني، ¹

طلب شكلي تسمى ملئث هطفوءة زبؤز بهوط آناؤك زبؤز عىك لآز زب

فإذا توقع المستثمرون زيادة نسبة توزيعات أرباح السهم بالنسبة لمؤسسة ما، وبعد فترة قامت المؤسسة بتوزيع نفس النسبة المتوقعة فإن المعلومات في هذه الحالة لن تحدث تغييرا ملموسا في سعر السهم نظرا لتماثل المعلومات، أما إذا زادت نسبة التوزيعات عن النسبة المتوقعة فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع سعر السهم والعكس، ويرجع السبب في ذلك إلى أن معظم المستثمرين يفضلون الحصول على توزيعات أكثر من تحقيق زيادة في الأرباح الرأسمالية غير أن "مودجلياني" و "ميلر" ناقشا هذا الأمر بشكل مختلف حيث يروا بأن المؤسسات تكون مرغمة في العادة على قطع توزيعات أرباح السهم أو عدم زيادتها إذا ما تبين للإدارة أن هذا من شأنه زيادة الأرباح أو إستقرارها في المستقبل، لذلك عندما يحدث وتكون التوقعات المتاحة لدى المستثمرين عن سياسة توزيعات أرباح السهم لإحدى المؤسسات أعلى عما يحدث بالفعل فإن ذلك يؤخذ من جانب المستثمرين كإشارة عن أن المؤسسة تتوقع تحسنا في الأرباح المستقبلية، ولهذا يرى "مودجلياني" و "ميلر" أن رد فعل المستثمرين إتجاه التغير في سياسة التوزيعات لا يتحدد بتفضيلات المستثمرين للتوزيعات حول الأرباح الرأسمالية، ولكن يحدده بشكل أكبر المعلومات المعلنة عن سياسة التوزيعات للمؤسسة، يعتبر "روس" "ORSS" 1977 أول من قام بوضع نموذج يوضح فيه نظرية الإشارة، وذلك مرورا بنموذج "مودجلياني" و "ميلر" سنة 1961.

طلب شكلي تسمى ملئث همطفوة زيئز بهموظ أنائجك زل على ل أزري

حيث يشير نموذج "روس" إلى إتجاه تغيرات الهيكلية المالية بإستخدام الديون، وإعطاء إشارة من خلال القدرة على تغطية إلتزامات الديون من خلال زيادة التدفقات النقدية، كما قام "كلاي" 1980 بتمديد نموذج "روس" بإدخال الإعلانات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح إضافة إلى الهيكلية المالية، لكون أن توزيع أرباح السهم لها دور في إرسال معلومات إلى السوق المالية. من جهته قام "بتاشاريا" 1979 بتطوير نموذج "روس"، وقام بتفسير لماذا تختار المؤسسات دفع أرباح السهم حتى وإن كان العبء الضريبي لا يساعد على ذلك حيث يفترض "بتاشاريا" بأن مصادر المعلومات مثل البيانات المحاسبية ليست موثوقة تماما،¹ فالمستثمرون لا يمكنهم إستخدام هذه البيانات بشكل كامل في تحديد ربحية المؤسسة. وبإفترض أن المستثمرين الخارجيين يمتلكون معلومات غير كاملة عن ربحية المؤسسة وأن معدل الضريبة المفروضة على أرباح السهم أعلى من معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية، فليق هذا النموذج يظهر بأنه من الأفضل القيام بإشارة من المؤسسة لرفع أرباح أسهم المستثمرين، عوضا من التكلفة الحدية لتلقي الدخل الخاضع للضريبة المرتفع.

، ص ص 230-231. مرجع سابق محمد براق وحمزة غربي،¹

طلب شكلي تسمى ملئث مطفئة زيئز بهووظ آنأجك زل غي ك ل أ ز ر

كما قام "ميرتون" "notreM" 1987 من خلال نموذج توازن الأصول المالية بإدخال

تكلفة المعلومات التي تتكون من مركبتين، تتمثل المركبة الأولى في معالجة البيانات، أما

الثانية فتتمثل في تكلفة إنتاج وإصدار المعلومات المتعلقة بالمؤسسة، تمثل تكلفة المعلومات

حسب "ميرتون" تكلفة الإشارة و الوكالة، حيث يأخذ نموذج "ميرتون" في عين الاعتبار تكلفة

المعلومات كأنها مشابهة لمعدل الإستحداث المضاف في التدفقات في حالة اللا تأكد.

يعطى نموذج "ميرتون" كمايلي : $\lambda_s - \beta_s - r] + \lambda_m [R_s - r = \beta_s R$

R: العائد في التوازن للأصل S، **S:** حيث:

R: العائد في التوازن لمحفضة السوق. **m**

r: معدل الفائدة بدون مخاطر.

β $R_s = v_o C(R_s) / r a V (R_m R_s = v_o C(R_s) \beta_m)$ بيتا الأصل S ويعطى: **s)**

λ: تكلفة المعلومة المتوسطة لكل الأصول في السوق. **m**

يعتير نموذج "ميرتون" كامتداد لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM بإدخال تكلفة

¹.المعلومات

، ص232. مرجع سابق محمد براق وحمزة غربي، ¹

المبحث الثالث: الوقائع العملية لسياسة توزيع أرباح السهم في الدول

سيتم التطرق إلى بعض الوقائع العملية لسياسة توزيع أرباح السهم في الدول، إضافة إلى أهم العوامل التي تؤيد توزيع أرباح كبيرة.

المطلب الأول: وقائع عملية لسياسة توزيع الأرباح في الدول

توجد عدة ملاحظات تجريبية ووقائع عملية متعلقة بسياسة توزيع الأرباح في الولايات المتحدة الأمريكية يمكن تلخيصها فيما يلي:

- توزع المؤسسات الكبيرة نسبة كبيرة من أرباحها في شكل أرباح السهم وإعادة شراء الأسهم، فقبل سنة 1980 كانت الأهمية تعطى لتوزيع أرباح السهم أما بعد ذلك فقد أصبحت تفضل المؤسسات إعادة شراء الأسهم بدلا من توزيع أرباح السهم، نسبة توزيع أرباح السهم انخفضت بشكل مستمر في نصف مؤسسات البورصات الأمريكية منذ بداية 1980، فقد توجهت هذه المؤسسات إلى إعادة شراء الأسهم .

- يحصل الأفراد الذين يخضعون لنسب ضريبية مرتفعة على مبالغ كبيرة من أرباح السهم، حيث إنهم يدفعون قيمة كبيرة من هذه الأرباح على شكل ضرائب.

- تحدد المؤسسات توزيعات أرباح السهم تبعا لأرباحها لكن بدرجة من التأخر .

طلب شكلي تسمى ملئت مطفئة زيئز بهووظ أناجك زل على ل أز ز

- إعادة شراء الأسهم الأكثر تقلبا من توزيع أرباح السهم، لذا فإن المؤسسات في العادة لا تغير سياسة توزيع أرباح السهم خاصة إذا تعلق الأمر بتخفيض نسبتها.

- لإعادة شراء الأسهم والزيادة في توزيع أرباح السهم أثر إيجابي على السوق المالية عكس انخفاض أرباح السهم التي لها تأثير سلبي .

- أما بالنسبة لحصص الأرباح الموزعة، فهي تتغير بصورة كبيرة في الأسواق المالية المختلفة في جميع أنحاء العالم، فقد بلغ متوسط حصص أرباح السهم في الولايات المتحدة الأمريكية نسبة 1.6 % في عينة من المؤسسات من مؤشر "داوجونز الصناعي"

"Dawjones lairtsudnl" سنة 1999، ونسبة 1.2 % في عينة أوسع من المؤسسات

في مؤشر "ستاندار أندبور" "P & S 500"، وبلغت نسبة 0.3 % لأسهم مؤشر "نازداك"

"adsaNq"، وفي خارج الولايات المتحدة الأمريكية بلغ متوسط حصص الأرباح في مؤشر

"نيكاي" "Nikei" الياباني 0.7 % وبلغت في نيوزلندا 5.75 % ونسبة 0.7 % في تايوان

وإختلفت النسبة في أستراليا حيث بلغت نسبة أرباح السهم 3.1 % وبريطانيا وهونغ كونغ

¹ . بلغت النسبة 2.4 % وبلغت 2.1 % في فرنسا وألمانيا و 2 % في بلجيكا سنة (1999)

، ص ص 236-237. مرجع سابق محمد براق، حمزة غربي، ¹

المطلب الثاني: أهمية توزيع الأرباح على المساهمين

أما في المؤسسات التونسية فقد أكدت دراسة تجريبية لسياسة توزيع أرباح السهم لعينة تتكون من 48 مؤسسة مدرجة في البورصة التونسية خلال الفترة الممتدة بين 1996 إلى 2002 على أن المسيرين يحددون سياسة توزيع أرباح السهم تبعا للأرباح الحالية وليس للأرباح السابقة، كما أن سياسة توزيع أرباح السهم غير مستقرة في المؤسسات التونسية فهي¹ . تتغير من فترة إلى أخرى وبفارق كبير وهذا نتيجة للتغير الحاصل في أرباح نفس السنة

المطلب الثاني: العوامل التي تؤيد توزيع أرباح كبيرة

سيتم هنا شرح بعض الأسباب التي تدفع المؤسسات إلى اعتماد سياسة توزيع أرباح كبيرة وهي :

1- الرغبة بدخل (إيراد) جاري: يرغب بعض الأفراد بدخل مستمر مثل المتقاعدون وبعض

الفئات التي تعيش على الدخل الثابت مثل الأرامل و الأيتام ولذلك فإن هؤلاء الأفراد هم الذين يرفعون سعر السهم في حالة زيادة توزيعات الأرباح (بسبب زيادة طلبات الشراء) وهم الذين يساهمون كثيرا في تخفيض سعر السهم في حالة إن إتخذت المؤسسة قرار بتخفيض توزيعات الأرباح النقدية (بسبب كثرة عروض البيع).

طلب شكك تسمى ملئت همطوية زيئز بهموظ آناجك زلي غمطك لآزرب

لق ناقش عالمان ماليان معروفان هما "مود جلياني وميلر" أن الفكرة السابقة ليس لها وجود على أرض الواقع لأن الشخص الذي يرغب أن يكون لديه سهم لإحدى المؤسسات يعطي توزيعات أرباح نقدية كبيرة ولكن السهم الذي لديه الآن يختلف لأنه يعطي توزيعات أرباح نقدية قليلة. فيستطيع أن يبيع جزء من تلك الأسهم ليوفر السيولة المرغوبة وبالتالي فإن وجود هكذا مستثمر في سوق مالي يتصف بكفاءة عالية وعدم وجود تكاليف تداول أو عمولات فإن السهم الذي يعطي توزيعات أرباح كبيرة لن يختلف سعره عن السهم ذو توزيعات الأرباح المنخفضة وليس لتلك الصفة قيمة لحملة الأسهم.

ولكن في العالم الحقيقي فإن بيع الأسهم يتضمن تكاليف سمسة وتكاليف تداول أخرى، ويمكن تجنب دفع مثل هذه التكاليف من خلال الإستثمار مباشرة بشراء أسهم ذات توزيعات أرباح مرتفعة، وعملية إتخاذ قرارات شراء وبيع الأسهم تحتاج إلى الكثير من الوقت والجهد والمتابعة المتواصلة مما يدفع ببعض المستثمرين إلى شراء أسهم مباشرة ذات توزيعات أرباح¹ مرتفعة.

، ص383. مرجع سابق أسعد حميد العلي،¹

طلب شكك تسمى ملئت همطوية زيئز بتمووظ آناجك زلي غي طك ل أزرب

2- التمويل السلوكي: أفترض جدلا أن تكاليف التداول والرغبة في الحصول على دخل

مستمر ليس لها إعتبار، فهل هناك سبب آخر لتفضيل التوزيعات المرتفعة من قبل

المستثمرين؟ إن الأفراد والمستثمرين لا يستطيعوا أن يتقيدوا بإستمرار بالقواعد التي يضعونها

لأنفسهم وغالبا يميلون إلى التصرفات التي تحقق لهم رضا وإشباع فعلى سبيل المثال قد

يرغب أحد المتقاعدين أن ينفق من مدخراته 200000 دينار سنويا، فهو يستطيع أن يشتري

أسهم ذات توزيعات أرباح نقدية عالية وبالتالي يحصل على توزيعات أرباح توازي المبلغ

المطلوب، وبالمقابل لديه خيار آخر يعطيه تقريبا نفس النتيجة وهو شراء أسهم لا تدفع أي

توزيعات نقدية ولكن عندما يرغب بالإنفاق ويكون بحاجة للسيولة فإنه سيبيع جزء من تلك

الأسهم لتغطية إحتياجاته.

قد يبدو للقارئ وللوهلة الأولى أن الخيارين متماثلين، ولكن الحقيقة ليست كذلك والسبب

أن المستثمرين لا يستطيعوا أن يتقيدوا بإستمرار بالقواعد التي يضعونها لأنفسهم، ففي الخيار

الثاني بينت الدراسات أن المستثمرين (أو هؤلاء المتقاعدين) يبيعون عادة أسهم أكثر من

التي خططوا لها بمعنى أن قيمة مبيعات الأسهم السنوية تفوق مبلغ 20000 دينار التي

يحتاجونها والسبب كان سلوكي أكثر منه موضوعي وهو السيطرة على قرارات الفرد وتنفيذها

بدقة أو السيطرة الذاتية.

طلب شكوى تسمى مائتة مائة زينة بتمويل أنتاجك زينة على أزرار

إن المحصلة النهائية من التحليل السابق أن هناك مؤسسات توزع مبالغ أرباح نقدية

كبيرة، لأن الناس والمستثمرين لا يمتلكون القدرة دائما وفي كل وقت للسيطرة على قراراتهم

المالية، ولذلك فإن هذا الموضوع عادة يتم مناقشته تحت عنوان " التمويل السلوكي".

3- تكاليف الوكالة Agency Costs: في بداية إنشاء وتكوين المؤسسة تتفق أطراف

عديدة مثل المساهمون (المالكون) والمقرضون وإدارة المؤسسة على إنشاء المؤسسة والسبب

في ذلك التعاون والمصالح المشتركة والمتوقعة من إنشاء المؤسسة، ولكن في المراحل

اللاحقة يتضح أن كل طرف يرغب في تحقيق مكاسب على حساب الأطراف الأخرى.

وأبرز مثال على ذلك هو الصراع المحتمل بين حملة الأسهم والمقرضون، لأن المقرضين

يرغبون دائما أن تحتفظ المؤسسة بأكثر قدر من السيولة النقدية والأوراق المالية القابلة للبيع

والتسييل بسرعة (elbatekraM seitiruceS) وذلك من أجل الشعور بالإطمئنان على

الأموال التي قاموا بإقراضها .

إن المؤسسة (بسبب توفر السيولة) تستطيع الوفاء وتسديد إلتزاماتها المالية إتجاههم حتى لو

كانت تمر بصعوبات مالية، وبالمقابل يرغب حملة الأسهم أن تقوم المؤسسة بتوظيف معظم

الأموال التي لديها في مشروعات تحقق لها معدلات عائد عالية يكون لهم النصيب الأكبر

فيها حتى لو خاطرت إدارة المؤسسة وخفضت نسبة السيولة لديها.

طلب شكوى تسمى مائث همفية زير بتمويز آنا جك ز بل غي طك ل أ ز ر ب

وهنا يأتي دور الطرف الثالث وهم إدارة المؤسسة والذين من الطبيعي أن تكون توجهاتهم هي لخدمة المالكين (المساهمين) أكثر من خدمة المقرضين، ولذلك وجدت دراسات عديدة أن المؤسسات حتى عندما تواجه صعوبات مالية لا تقوم بتخفيض الأرباح بل تحافظ على ¹ مصالح المالكين (حملة الأسهم) وتستمر في دفع التوزيعات .

وفي سياق المناقشة السابقة، يرى العديد من المنظرين في علم المالية أن المدراء وفي حالة أن تكون لدى المؤسسة فوائض نقدية كبيرة يتعرضون إلى رقابة صارمة من قبل المالكين أو من يمثلهم حول الكيفية التي سينفقون بها تلك الفوائض النقدية، ولكي يتخلص المدراء من تلك الضغوطات والإحساس بأنهم تحت الرقابة المستمرة من خلال توزيع تلك الفوائض النقدية على شكل أرباح نقدية للمساهمين، وبالتالي تخليص المؤسسة من تحمل تكاليف الرقابة على تصرفات وقرارات المدراء أو ما يطلق عليها تكاليف الوكالة ولا تعني المناقشة السابقة أنه الأفضل للمدراء هو توزيع الأرباح النقدية دائما بل قد يكون من الملائم هو إعادة شراء الأسهم كبديل عن توزيع الأرباح النقدية لأنهما كما تبين سابقا في هذا

الفصل يؤيدان إلى نفس النتيجة.

، ص 384. مرجع سابق أسعد حميد العلي، ¹

طلب شكوى تسمى مائتة مائة في المئة بتمويل أنتاجك زيل في لك لآزري

4- المحتوى المعلوماتي للتوزيعات: لقد بات بالوقت الحاضر أن إعلان المؤسسة عن زيادة توزيعات الأرباح سيرفع سعر السهم السوقي والعكس، فقد وجدت إحدى الدراسات أن إعلان المؤسسة عن نيتها دفع توزيعات دون تحديد لكمية تلك التوزيعات سوف يرفع سعر السهم بالمتوسط بنسبة 3% بعد الإعلان مباشرة، وبالمقابل وجدت دراسة أخرى أن إعلان المؤسسة عن نيتها تخفيض أو عدم توزيع الأرباح وبدون تحديد لحجم ذلك التخفيض سيخفض سعر السهم بالمتوسط 7% بعد الإعلان مباشرة عن ذلك التخفيض، إن سبب ذلك أن المستثمرين والمساهمين (المالكين) عادة يدركون أن المؤسسات تقرر توزيع أرباح في فترة معينة عندما تتوقع إدارة تلك المؤسسات أن ترفع العوائد أو التدفقات النقدية بشكل كاف حيث¹. تستمر المؤسسة في دفع تلك التوزيعات وهي دلالة على تحسن وضع المؤسسة المالي

، ص 385. مرجع سابق أسعد حميد العلي،¹

خلاصة الفصل الثاني

بما أن موضوع سياسة توزيع أرباح السهم نال أهمية كبيرة وأثار إهتمامات مفكري الإدارة المالية حولها إذا كانت سياسة توزيع الأرباح لها تأثير على قيمة السهم أم لا، حيث وجدت العديد من التيارات التي ساققتها مجموعة من النظريات والتي كان الإشكال بينها حول هذه التوزيعات، فمنها من يعتبرها عملية لا بد منها حيث يبني إعتقاداته على القيام بما سيؤثر وبشكل مباشر على قيمة الأسهم (قيمة المؤسسة) في حين يرى البعض الآخر أنها ليس لها أدنى علاقة بالقيمة السوقية للأسهم فتوزيعات الأرباح أو احتجازها ليس له أي تأثير على أسعار الأسهم السوقية، كما تم التطرق إلى بعض النماذج التي تفسر وتشرح تلك النظريات. وفي الأخير تم تناول أهم العوامل والأسباب التي تدفع بالمؤسسات إعتقاد سياسة توزيع أرباح كبيرة.

الفصل الثالث

دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات الجزائرية

2011 _ 2010

طلب شككككككك خفزة بة جفوفك بكسممب لملك ل أز زك كك جفوفك ب (2010-2011)

فك ل بطلب شككككككك

لا تعتبر النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح كأدوات يعتمد عليها في تفسير هذه السياسة لمختلف المؤسسات لكونها تنطلق من فرضيات غير واقعية في مجملها أو في بعضها، لهذا ظهرت عدة دراسات تجريبية ميدانية تحاول تفسير سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات.

في هذا الفصل سيتم القيام بدراسة تجريبية لعينة من المؤسسات الجزائرية، وذلك لإبراز أهم العوامل المؤثرة عليها، ومعرفة النظريات المتعلقة بسياسة التوزيع التي توافقها، وإستنتاج دور تكلفة الإستدانة في تحديد سلوك المؤسسة تجاه سياسة توزيع أرباح السهم. ستعرض في هذا الفصل العناصر الموائية:

- أهم الدراسات التجريبية التي أجريت في مجال سياسة توزيع الأرباح لمختلف المؤسسات.
- تقديم عينة الدراسة، ومعرفة أهم المتغيرات التابعة والمستقلة، كما يتم عرض الأدوات الإحصائية المستعملة في التحليل، إضافة إلى تحديد النموذج المتعلق بسياسة توزيع أرباح السهم.

- عرض النتائج وتحليلها.

طلب شكك، تكت خفزة بة جفيلي بك سمد لمك ل أز زة كك جفيلي ب (2010-2011)

كك لاحتى لأك نك خفزة كك جفيلي بك زئى بك ل خفزة ة تموظ آنا جك زلى

في كل دراسة تجريبية يجب ذكر أهم نتائج الدراسات السابقة، ففي هذه الدراسة يجب التطرق إلى أهم محددات سياسة توزيع أرباح السهم في القانون التجاري الجزائري.

المطلب الأول: الدراسات العربية

توجد عدة دراسات عربية يتم ذكر أهمها:

1- دراسة هاشم حسن (2008)

جاءت هذه الدراسة لمعرفة أهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات المساهمة، ولدراسة وتوضيح كيفية إتخاذ القرار المتعلق بتوزيع الأرباح وإحتجازها، العوامل المؤثرة في المؤسسات المساهمة، وذلك من خلال عينة تكونت من 15 مؤسسة مساهمة مدرجة بسوق العراق للأوراق المالية التي تم إختيارها عشوائيا، توصل الباحث في دراسته إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الإستدانة في المؤسسات ونسب توزيع أرباح السهم، كما ¹ . توجد دلالة إحصائية لتأثير عامل السيولة على توزيع الأرباح

، ص 241. مرجع سابق محمد براق و حمزة غربي، ¹

طلب شكك، كنت خفزة بة جفيلي بكسهم ب لملك ل أز زك جفيلي ب (2010-2011)

إضافة إلى وجود علاقة عكسية بين حاجة المؤسسات لإجراء التوسعات والاستثمارات ونسبة توزيع الأرباح، ويعتبر أغلب المساهمين أن توزيع الأرباح بشكل دوري هو مصدر دخل لهم.

2- دراسة علي بن الضب "دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة- دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، مذكرة ماجستير في علوم التسيير،

جامعة ورقلة، 2009.

تتمحور إشكالية هذه الدراسة في " مدى تأثير كل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح لقيمة المؤسسة الاقتصادية المسعرة بالبورصة وتفسيرهما ؟ " حيث يهدف الباحث إلى الوقوف على القدرة التفسيرية للقرارات التمويلية على قيمة المؤسسة ومن ثم على أسعار أسهم الدول العربية، والتعمق في طرق التقييم المتعددة واختبار إمكانية تطبيقها والوقوف على النقائص والصعوبات في ظل الإصلاحات المحاسبية الوطنية وهذا من خلال اختبار الدراسة على عينة مكونة من 60 شركة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية في الفترة الممتدة بين 2006-2008، إضافة إلى اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف لكل أسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية في الفترة بين 2001_2008، محاولة اختبار الوعي الإستثماري العربي من خلال المراعاة لمؤشرات المردودية.

طلب شكك، تكت خفزة جفيل بكسب لملك ل أز زك جفيل ب (2011-2010)

وقد خلصت الدراسة إلى أن سوق الكويت للأوراق المالية تعد كسوق كفاءة عن المستوى الضعيف، وأن متغير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح لهما أهمية كبيرة في تفسير قيمة المؤسسة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية ولهما تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة وهما ليسا لوحدهما بل توجد متغيرات أخرى محاسبية وبورصية لها تأثير ذو معنوية إحصائية وهي حجم المؤسسة، المردودية، المخاطر النظامية و رمزها aTeB¹.

3- دراسة بريش وبدروني 2013 "محددات توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية"

قام "بريش" و "بدروني" سنة 2013 بدراسة تجريبية لمعرفة محدثات توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية من خلال عينة تكونت من 266 مؤسسة خاصة مأخوذة سنة 2008 وذلك باستعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد ونموذج التحليل التمييزي. خلصت دراسة "بريش" و "بدروني" إلى عدة نتائج من بينها إنخفاض نسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية، وهذا ما يعني أن هذه المؤسسات تفضل إحتجاز الأرباح لتمويل إستثماراتها المستقبلية.

، ص ص 12-13. مرجع سابق عبد الحق قنون،¹

طلب شكك، كنت خفزة بة جفيل بكسب ب لملك ل أز زك جفيل ب (2010-2011)

كما وجد أن أهم العوامل المحددة لسياسة توزيع أرباح السهم هي الأرباح الكلية للمؤسسة والضرائب على أرباح الشركات، وهذا ما يتوافق مع دورة حياة المؤسسة ومدى تحقيق المؤسسة للأرباح، في حين أن كلا من الديون قصيرة الأجل، المردودية، الإحتياجات والضرائب لها تأثير هام لتحديد سلوك المؤسسة إتجاه توزيع أو إحتجاز الأرباح.

المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية

إضافة إلى الدراسات العربية توجد عدة دراسات أجنبية

1- دراسة " إيبوتسون " " Ibbotson " 2002 بعنوان " عوائد الأسهم على المدى الطويل

ومدى مساهمته في الإقتصاد الحقيقي "

عمل الباحث على تقييم عوائد الأسهم على المدى الطويل ومعرفة مدى مساهمتها في الإقتصاد الحقيقي، وقد بين ذلك من خلال تحليل البيانات التاريخية لعوائد الأسهم الأمريكية للفترة (1926-2000)، حيث شمل التحليل عددا من العوامل هي (التضخم، الأرباح، التوزيعات، نسبة مضاعف السعر E/P ، القيمة الدفترية، العائد على السهم، الناتج المحلي الإجمالي لكل فرد). توصل الباحث إلى بعض النتائج، أولا أن النمو في إنتاجية الشركات المقاسة بالأرباح تسير بشكل متواز مع الإنتاجية الإجمالية، ثانيا أن الزيادة بنسبة مضاعف السعر تفسر فقط 1.25 % من مجموع عوائد الأسهم 10.7%.

طلب شكك، كنت خذزبة جفيل بكسب لأمك ل أز زك شك جفيل ب (2010-2011)

حيث إن حجم العائد ينسب إلى التوزيعات ومعدل نمو الأرباح شاملة التضخم و معدل نمو الأرباح الحقيقي، أما ثالثا فإن الزيادة في العائد على السهم بالإقتصاد الكلي يعود إلى الزيادة بنسبة مضاعف السعر، رابعا إن هبوط معدل الربح الموزع للسهم ونسبة التوزيعات يجعل¹ نمو التوزيعات مقياسا ضعيفا في قياس الربحية، ومعدل نمو الشركات المستقبلي

2- دراسة "جون" 2001 nhoJ بعنوان "نسب التقييم وعوائد الأسهم على المدى الطويل"

ركزت الدراسة على نسبة التوزيعات ونسبة مضاعف السعر كمتغيرات للتنبؤ بأسعار أسهم الولايات المتحدة الأمريكية باستخدام بيانات سنوية للفترة (1971-2000)، والتنبؤ بأسعار 12 دولة منذ عام (1970) باستخدام بيانات ربع سنوية، وقد استخدم نموذج السوق البسيط الكفاء من الأسواق المالية الذي يحتوي على هذه النسب، أي هذه النسب مفيدة للتنبؤ بمعدل نمو التوزيعات المستقبلية ومعدل نمو الأرباح أو معدل نمو الإنتاجية، والنتائج التي خلصت إليها الدراسة بينت أن هذه النسب ضعيفة للتنبؤ بأسعار الأسهم، كما بينت أيضا أن هذه النسب مفيدة فقط بالتنبؤ المستقبلي لأسعار الأسهم، ومعاكسة لنموذج السوق البسيط الكفاء.

، دار حامد للنشر و التوزيع، عمان، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة محمد محمود الخطيب،¹

الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص ص 29-30.

طلب شكك، كنت خنزيرة جفيلي بكسر ب ل م ك ل أ ز ز ك ج ج ن ف ي ب (2010-2011)

وقد جاءت الدراسة تحديدا لما جاءت به دراسة 1998، التي تحدثت عن سلوك أسعار
1 الأسهم خلال القرن 20 .

3- دراسة 1991Obaidat بعنوان "الحجم و الأداء" دراسة تجريبية على الشركات

الصناعية المساهمة العامة الأردنية"

هدفت الدراسة إلى أن مفتاح الربحية هو حجم المؤسسة أو حصتها السوقية، أي أنه كلما
زاد حجم المؤسسة زاد ربحها وزاد العائد على الإستثمار الذي تحققه، وقد أثبتت الدراسات
التي أجريت على الموضوع بإستخدام مشروع تحسين الأرباح القائم على أساس إستراتيجيات
السوق صحة هذا الإعتقاد، وأثبتت أن هناك علاقة بين الصحة السوقية، وبين العائد على
الإستثمار للشركات موضوع البحث، وقام الباحث بإستخدام " مربع كاي " لإثبات الفرضية
التي تقول أن أداء المؤسسة هو دالة لحجمه فيما يتعلق بالمؤسسات الأردنية الصناعية
المساهمة العامة، وإستخدام أيضا أسلوب التحليل المقارن لإختبار الفرضية.

توصلت الدراسة إلى أن وجود علاقة بين الحجم و الأداء، بمعنى أن الشركات الكبيرة
مازلت تحقق عائد جيد بالرغم من أن أدائها ليس بمستوى أداء الشركات الصغيرة.

، ص 31. مرجع سابق محمد محمود الخطيب،¹

طلب شكك، نكت خفزة بة جفيل بكسهم ب لملك ل أز زة قك جفيل ب (2010-2011)

المطلب الثالث: الإطار القانوني لتوزيع أرباح السهم في الجزائر

يعتبر الإطار القانوني من أهم العوامل التي تتم وفقها عملية توزيع أرباح السهم و تداول الحصص الإجتماعية و الأسهم، فمن خلاله يتم معرفة الجزء من السيولة الذي يمكنه أن يوزع على شكل أرباح السهم، كما يبين الشروط المتبعة في إحلال الحصص الإجتماعية و الأسهم. كيف يتم دفع أرباح السهم:

حسب المادة 723 من القانون التجاري، تحدد الجمعية العامة بعد الموافقة على الحسابات و التحقق من وجود مبالغ قابلة للتوزيع وتكون في شكل حصة ممنوحة للشركاء تحت شكل أرباح السهم، وكل ربح يوزع خلافا لهذه القواعد يعد ربحا صوريا، غير أنه لا تعد أرباحا صورية الدفعات المسبقة تحت الحساب من أرباح السنة المالية المقفلة أو الجارية، والتي يقرر مجلس الإدارة توزيعها قبل الموافقة على حسابات السنتين المذكورتين:

- إذا كانت للمؤسسة قبل التوزيع المقرر بعنوان السنة المالية السابقة، إحتياط من غير

¹ الإحتياطيات التي نصت عليها المادة 721، و زائد على مبلغ الدفعات

، مذكرة ماجستير في العلوم محددات سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية بدروني، عيسى¹

التجارية والمالية، الجزائر، 2009-2010، ص 71.

طلب شكك، تكت خفزة بة جفيل بكسب لمك ل أز زك جفيل بي (2010-2011)

- أو متى كانت الميزانية الموضوعة خلال السنة المالية أو في آخرها ومصادق عليها من مندوب الحسابات، تثبت أن المؤسسة حصلت خلال السنة المالية بعد تكوين الإستهلاكات والمؤونات الضرورية أرباحا صافية زائدة على مبلغ الدفعات، وذلك عند الإقتضاء، بعد طرح الخسائر السابقة، أما الأرباح الصافية فهي تشكل من الناتج الصافي من السنة المالية بعد طرح المصاريف العامة وتكاليف المؤسسة الأخرى وإيدراج جميع الإستهلاكات والمؤونات حسب المادة 720 من القانون التجاري، وفيما يخص كيفية توزيع أرباح السهم، فيتم ذلك تبعا لقرارات الجمعية العامة للمؤسسة أو مجلس الإدارة، غالبا ما يكون توزيع أرباح السهم في مدة لا تتعدى 9 أشهر بعد غلق حسابات المؤسسة، وتعدى هذا التاريخ يمكن أن يبرر قضائيا، وهذا حسب المادة 724 من القانون التجاري، أما حسب المادة 725 من القانون التجاري فإنه يحظر إشتراط فائدة ثانية أو إضافية لصالح الشركاء، ويعتبر كل شرط مخالف لذلك كأن لم يكن، ولا تطبق أحكام الفقرة المتقدمة متى منحت الدولة للأسهم ضمان ربح أدنى، ولا يجوز طلب إسترداد أي ربح من المساهمين أو حاملي الأسهم ما عدا حالة التوزيع¹ الجاري خلافا لأحكام المادتين 724 و725، المادة 726 من القانون التجاري.

¹ . نفس المرجع، نفس الصفحة

طلب شكك، كنت خنزيرة جفيلي بكسر مد لك لأز زك جفيلي ب(2010-2011)

المبحث الثاني: منهجية الدراسة الإحصائية ووصف واختبار النتائج المتوصل إليها

تتمثل منهجية الدراسة الإحصائية في تقديم العينة، ومصدر الحصول عليها، وأهم المعلومات التي تتوفر عليها، ثم التعريف بمتغيرات الدراسة، وكذا الأدوات الإحصائية المستعملة في التحليل، وفي الأخير وصف واختبار النتائج المتوصل إليها.

1- مصدر العينة

يصدر المركز الوطني للسجل التجاري (CNRC)، الكائن بالمحمدية بالجزائر العاصمة، نشرات رسمية دورية، تسمى بالنشرة الرسمية للإعلانات القانونية *secnonna selagél* *nitelluB leiciffo sed* (BOAL)، حيث يلزم القانون المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة (SARL)، مؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة (LRUE)، مؤسسات المساهمة *ne mon fitcelloC* par Société action (SPA)، ومؤسسات التضامن *Société* (SNC) على إيداع ملف يتكون من :

- تقرير الجمعية العامة المتضمن المصادقة على الحسابات الإجتماعية باللغة الوطنية، وترجمتها باللغة الفرنسية.

طلب شكلي، تمت خفزة جفيل بكيم ب لملك ل أز ز قك جفيل ب (2010-2011)

- جدول حسابات النتائج والميزانية المالية باللغة الوطنية وترجمتها باللغة الفرنسية.

ساعدت هذه المعطيات في الحصول على عينة الدراسة وهي 149 مؤسسة.

2- تحديد متغيرات الدراسة

2-1 المتغيرات التابعة: باعتبار أن الدراسة تتمحور حول محددات سياسة توزيع الأرباح،

فإنه من الواضح أن تكون سياسة توزيع أرباح السهم هي المتغير التابع، ويرمز له

:¹ بالرمز DIV، وتأخذ نسبة توزيع أرباح السهم قيمتين هما

$$VID = \begin{cases} 0 & \text{لم تقم المؤسسة بتوزيع الأرباح} \\ 1 & \text{قامت المؤسسة بتوزيع الأرباح} \end{cases}$$

2-2 المتغيرات المستقلة: تتحدد المتغيرات المستقلة على أساس المعلومات المتوفرة للعينة،

وعلى أساس الدراسات التجريبية السابقة ومن هذه المتغيرات يتم ذكر ما يلي:

- **حجم المؤسسة**، إستخدمت عدة مؤشرات لقياس حجم المؤسسة في الدراسات التجريبية،

منها صافي الأصول وحجم المبيعات، ومنها عدد العمال، فقد إستخدمت "بوصا نجاة"

(Najet Boussaa) في دراستها مقياس متوسط عدد العمال للحجم.

¹ the lanruoj fo ecnanif nadirehS tnamtiT & otreboR selesseW, the stnanimreted fo latipac erutcurts eciohc,

طلب شكك، كنت خنزربة جنوبي بكسر مد لك ل أز زك شكك جنوبي ب (2010-2011)

بينما استخدم "يوسف قريشي" متوسط إجمالي الأصول، كما توجد دراسات أخرى استعملت مقياس لوغاريتم رقم الأعمال، من بينها دراسة "تيتمان و ويسالس" (Wessel & Titman¹)، أوزكان 2001 (Ozkan)، راجان و زينقالاس (Zingales & Rajan). سيتم في هذه الدراسة، إعتبار لوغاريتم رقم الأعمال كمقياس لحجم المؤسسة، وذلك لعدة أسباب أهمها، أن العينة الموجودة لا تتوفر على عدد العمال، كما أن إختيار إجمالي الأصول يتعلق بمشاكل طرق التقييم المحاسبية، يرمز للحجم بالرمز TA ، $AT = nL (AC)$ - **المردودية**، استعملت عدة دراسات المردودية الإقتصادية للتعبير عن متغير المردودية، والتي يتم حسابها عن طريق قسمة النتيجة الإقتصادية والتي هي النتيجة قبل الفوائد و الضرائب على صافي الأصول، فقد إعتمدت بوسا نجاة (Najet Boussaa) في حساب ² المردودية الإقتصادية بنسبة النتيجة قبل الضريبة على رقم الأعمال

¹ inaJ, et noile duaG sed sesirpertenpilihpe ud latipac al erutcurts ed euqimanyd te tnanimretéd

, 2002, p11, www.ceh.ginu.hc, 15/02/2010 sessius:enu éedut euqiripme

-، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، التسيير المالي - الإدارة المالية دروس وتطبيقات إلياس بن ساسي و يوسف قريشي،² الطبعة الأولى، 2006، ص408.

طلب شكك، كنت خفزة بة جفيلي بكسب ب لملك ل أز زك كك جفيلي ب (2010-2011)

بينما إعتد إدريس زيان (2001)(Ziane Edriss) في قياس مردودية الأموال المستثمرة

على نسبة النتيجة الصافية للأصول.

أما في هذه الدراسة سيتم التعبير عن المردودية بواسطة قسمة النتيجة الصافية على مجموع

الميزانية، ويرمز لها بالرمز RE وهو ما إستعمله يوسف قريشي (2005).

$$ER = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{مجموع الميزانية}}$$

- الضمانات، إستعملت عدة مؤشرات للتعبير عن الضمانات كمحدد لسياسة توزيع الأرباح

في الدراسات التجريبية، إستعمل زيان (2001) معدل مجموع الإستثمارات المادية الصافية

مضافا إليها المخزونات على مجموع الأصول للتعبير عن الضمانات ويرمز له بالرمز GAR

$$RAG = \frac{\text{الأصول المملوكة + المخزونات}}{\text{مجموع}}$$

- النمو، تطور رقم الأعمال، ويرمز له بالرمز CR،

$$RC = \frac{\text{Ln } CA_{2011} - \text{Ln } CA_{2010}}{\text{Ln } CA_{2010}}$$

طيف شكك، تكت خفزة جفول بكعب لملك ل أز زك كجفني ب (2010-2011)

- الديون الطويلة ومتوسطة الأجل، ونرمز لها بالرمز TMLD، وتأخذ قيمة ثنائية البعد،

$$TMLD = \begin{cases} 0 & \text{لا توجد ديون طويلة ومتوسطة الأجل} \\ 1 & \text{إذا وجدت ديون طويلة ومتوسطة الأجل} \end{cases}$$

مستوى الديون، وهو عبارة عن نسبة الديون في الهيكل المالية، ونرمز لها بالرمز DT

$$DT = \frac{\text{مجموع ديون طويلة ومتوسطة الأجل}}{\text{مجموع الميزانية}} \quad \text{حيث:}$$

- تكلفة الإستدانة، ويرمز لها بالرمز dK، حيث

$$dK = \frac{\text{المصاريف المالية}}{\text{الديون - الموردين}}$$

- الشكل القانوني، تتوفر معطيات العينة على أربعة أشكال قانونية، وهي:

- المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة، وتأخذ الرمز LRAS.

- المؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة، ويرمز لها بالرمز LRUE.

- مؤسسات المساهمة، حيث تأخذ الرمز APS.

- مؤسسات التضامن، يرمز لها بالرمز CNS، وكل متغيرة تأخذ قيمتين، 0 و 1 كما يلي:

$$F_j = \begin{cases} 1 & \text{Si } J = \{LRAS, EURL, SPA, SNC\} \\ 0 & \text{Si NON} \end{cases}$$

طلب شكك، تكت خذربة جفول بكسب لملك ل أز زك جفول ب (2010-2011)

الجدول رقم (3-1): توزيع المؤسسات حسب الشكل القانوني

النسبة %	عدد المؤسسات (عينة)	
58.39	87	LRAS
21.48	32	EURL
13.42	20	SPA
6.71	10	SNC
100%	149	المجموع

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على عينة الدراسة.

3- الأدوات الإحصائية المستعملة

يعتبر رونالد أيلمر فيشر (Ficher Aylmer Ronald) أول من قام بوضع نموذج التحليل التمييزي (discriminante Analyse) عام 1963، يتمثل دور التحليل التمييزي في تقدير نموذج يساعد على التصنيف إنطلاقاً من عينة الدراسة، يستخدم نموذج التحليل التمييزي لبناء توقعات للمتغير التابع الذي يتكون من مجموعتين.

طلب شكك، كنت خفزة بة جفولي بكسهم ب لملك ل أز زك كج جفوني ب (2010-2011)

وذلك بالإعتماد على خصائص الظاهرة المدروسة من خلال تقدير دالة مميزة لمجموعة من إحدى المجموعتين التي يتكون منها المتغير التابع، حيث تقوم الدالة بإيجاد معاملات المتغيرات التي تستخدم في عملية التمييز للمجموعة المعنية، يتم ذلك بالإعتماد على تحليل¹ الانحدار .

في هذه الدراسة، تتمثل المجموعتين في كل من مجموعة المؤسسات التي تقوم بتوزيع أرباح السهم، ومجموعة المؤسسات التي لا تقوم بتوزيع أرباح السهم فالمجموعة الأولى تتكون من 95 مؤسسة، بينما تتكون المجموعة الثانية من 54 مؤسسة.

يهدف نموذج التحليل التمييزي إلى معرفة المتغيرات التي تؤدي بالمؤسسة إلى توزيع أرباح السهم، ويأخذ توزيع أرباح السهم متغيرة ثنائية البعد، حيث تأخذ القيمة 1 إذا كانت المؤسسة تقوم بتوزيع أرباح السهم، والقيمة 0 إذا لم تقم المؤسسة بتوزيع أرباح السهم، تتمثل المتغيرات المستقلة في كل من المردودية، الحجم، الضمانات، النمو، الديون الطويلة ومتوسطة الأجل، تكلفة الإستدانة، الشكل القانوني، ومستوى الإستدانة.

الأساليب التطبيقية لتحليل و إعداد البحوث العلمية مع حالات دراسية باستخدام عبد الحميد عبد المجيد البلداوي،¹

، دار الشروق، عمان، 2007، ص295. برنامج SPSS

طلب شكلك تكت خنزبة جفيلي بكسب لملك ل أز زك جفيلي ب (2010-2011)

4- الوصف الإحصائي للعينة

الجدول رقم (3-2): الوصف الإحصائي للعينة

DIV	المتوسط	الانحراف المعياري	Non pondérées	Pondérées
0				
SARL	,57407407	,499125721	54	54,000
EURL	,37037037	,487438290	54	54,000
SPA	0,00000000	0,000000000	54	54,000
SNC	,05555556	,231212282	54	54,000
GAR	,32604272	,261398142	54	54,000
RE	,11150397	,128548679	54	54,000
TA	16,70019363	1,410624135	54	54,000
CR	,02922872	,079430189	54	54,000
RE1	,06678326	,206754097	54	54,000
DLMT	,20370370	,406532954	54	54,000
kd	,03338205	,047783247	54	54,000
1				
SARL	,58947368	,494539047	95	95,000
EURL	,12631579	,333967296	95	95,000
SPA	,21052632	,409845244	95	95,000
SNC	,07368421	,262642272	95	95,000
GAR	,36408984	,285018872	95	95,000
RE	,15751329	,160471362	95	95,000
TA	18,05321961	2,081137245	95	95,000
CR	,00954763	,034486437	95	95,000
RE1	,15318151	,199666621	95	95,000
DLMT	,47368421	,501955861	95	95,000
kd	,02149996	,028755421	95	95,000
Total				
SARL	,58389262	,494574225	149	149,000
EURL	,21476510	,412044317	149	149,000
SPA	,13422819	,342047059	149	149,000
SNC	,06711409	,251063401	149	149,000
GAR	,35030096	,276408399	149	149,000
RE	,14083877	,150882411	149	149,000
TA	17,56286120	1,972134360	149	149,000
CR	,01668037	,055721126	149	149,000
RE1	,12186940	,205828659	149	149,000
DLMT	,37583893	,485972278	149	149,000
kd	,02580622	,037089986	149	149,000

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على عينة الدراسة

طلب شكك، كنت خفزة بة جفيلي بكسهم ب لملك ل أز زة شك جفيلي ب (2010-2011)

سيتم هنا تحديد نموذج التحليل التمييزي ثم إختبار صحته، بإعتبار أن أكثر من نصف

العينة تقوم بتوزيع أرباح السهم فإن أهمية طريقة التحليل التمييزي تكمن في معرفة المتغيرات التي تؤثر على توزيع أرباح السهم في المؤسسة، أو عدم توزيعها.

- إن LRUE تأخذ المتوسط 0.37 والانحراف المعياري 0.48 في المؤسسة التي لا توزع أرباح السهم، وتأخذ المتوسط 0.12 والانحراف المعياري 0.33 في المؤسسة التي توزع أرباح السهم.

- بينما الحجم AT يأخذ المتوسط 16.70 والانحراف المعياري 1.41 في المؤسسة التي لا توزع أرباح السهم، وتأخذ المتوسط 18.05 والانحراف المعياري 2.08 في المؤسسة التي توزع أرباح السهم.

- أما ديون طويلة ومتوسطة الأجل TMLD فتأخذ المتوسط 0.20 والانحراف المعياري 0.40 في المؤسسة التي لا توزع أرباحها، وتأخذ المتوسط 0.47 والانحراف المعياري 0.50 في المؤسسة التي توزع أرباحها.

- وفي الأخير تكلفة الإستدانة dK تأخذ المتوسط 0.03 والانحراف المعياري 0.04 في المؤسسة التي لا توزع أرباحها، وتأخذ المتوسط 0.021 والانحراف المعياري 0.03 في المؤسسة التي توزع أرباحها.

طلب شكوى التفتيش خنزيرة جوفلي بالسهم لـ طلبك لـ أز زك جوفلي بـ (2010-2011)

المطلب الثاني: تقدير نموذج التحليل التمييزي

لتكن المتغيرة ثنائية القيمة DIV، والتي تعطى كمايلي:

$$VID = \begin{cases} 1 & \text{Si: } DIV \neq 0 \\ 0 & \text{Si: } DIV = 0 \end{cases}$$

يمكن وضع النموذج بإستعمال البرنامج SPSS الذي يساعد على التمييز بين مجموع

المؤسسات التي تقوم بتوزيع أرباح السهم ومجموعة المؤسسات التي لا تقوم بتوزيع أرباحها

يبين الجدول رقم (3-3) إختبار نموذج التحليل التمييزي

الجدول رقم (3-3): إختبار نموذج التحليل التمييزي

إحصائية كاي التربيعي	درجة الحرية	مستوى الدلالة
35.154	4	0.000

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS

قبول النموذج، وذلك نسبة إلى مستوى الدلالة الذي يؤول إلى 0.

يوضح الجدول رقم (3-4) المتغيرات المفسرة للنموذج حسب نموذج التحليل التمييزي.

طلب شكوى التكت خفزة بة جفولي بكسم ب لملك ل أز زة كل جفولي ب (2010-2011)

الجدول رقم (3-4): المتغيرات المفسرة لسلوك المؤسسة إتجاه توزيع أرباح السهم حسب نموذج التحليل التمييزي.

المتغيرات	DIV=1
EURL	0.574
TA	-0.527
DLMT	-0.383
Kd	0.393

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS

ومنه يمكن صياغة النموذج كما يلي:

$$S=0.574LRUE-0.527 AT-0.383TMLD+0.393dK$$

حيث: S تمثل النتيجة.

طلب شكوى كانت خفزة جفوي بكسمب لأك لأك زأك جفوي ب (2010-2011)

من خلال الجدول رقم (3-4)، فإن كلا من الشكل القانوني المتمثل في المؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة LRUE، الحجم AT، الديون طويلة ومتوسطة الأجل TMLD، وتكلفة الإئندانة dK، تؤثر على سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة.

- كلما إرتفعت قيمة تكلفة الإئندانة dK أو كانت المؤسسة ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة، فإن ذلك يؤدي إلى إرتفاع نتيجة أن تقوم المؤسسة بتوزيع أرباح السهم.

- وكلما إرتفعت قيمة الحجم AT و/أو قيمة الديون طويلة ومتوسطة الأجل TMLD فإن ذلك يؤدي إلى إنخفاض نتيجة أن تقوم المؤسسة بتوزيع أرباح السهم.

أما المتغيرات TD، RC، ER، RAG وباقي الأشكال القانونية CNS، APS، LRAS ليس لها أثر على سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة.

2- جودة نموذج التحليل التمييزي

يتم دراسة مدى صحة هذا النموذج، وذلك بتصنيف المؤسسات السابقة على أساسه، والجدول رقم (3-5) يبين توزيع المؤسسات الفعلية والمقدرة حسب البرنامج.

طلب شكط التت خفزة جفول بكسمب لأك ل أز زك جفول (2010-2011)

الجدول رقم (3-5): تطبيق نموذج التحليل التمييزي.

توزيع المؤسسات المقدرة				DIV
المج	DIV=1	DIV=0		
54	17	37	DIV=0	توزيع
95	68	27	DIV=1	المؤسسات الفعلية
100	31.5	68.5	DIV=0	النسبة %
100	71.6	28.4	DIV=1	

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج SSPS

يوضح الجدول رقم (3-5) أن من بين 54 مؤسسة لا تقوم بتوزيع أرباح السهم، فإن النموذج

أخطأ في 17 مؤسسة، أي أن النموذج يعبر بنسبة 68.5 %، ومن بين 95 مؤسسة تقوم

بتوزيع أرباح السهم، فإن النموذج قد أخطأ في 27 مؤسسة، أي أن النموذج يعبر

بنسبة 71.6 %.

المبحث الثالث: تحليل نتائج الدراسة التجريبية للمؤسسات الجزائرية

سيتم في هذا المبحث عرض نتائج الدراسة التجريبية للمؤسسات الجزائرية وتحليلها، ثم إستنتاج دور و أثر تكلفة الإستدانة على سلوك المؤسسة إتجاه سياسة توزيع أرباح السهم.

المطلب الأول: عرض النتائج

تم التوصل في المبحث السابق إلى عدة نتائج تتعلق بسياسة توزيع أرباح السهم لعينة من المؤسسات الجزائرية.

باستعمال نموذج التحليل التمييزي، فإن المتغيرات المؤثرة على سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة تتمثل في كل من الحجم، الديون طويلة ومتوسطة الأجل، تكلفة الإستدانة، والمؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة.

- فالإرتباط عكسي بين كل من الحجم والديون طويلة ومتوسطة الأجل وسياسة توزيع أرباح السهم، وطردى بين تكلفة الإستدانة و سياسة توزيع أرباح السهم، كما أن توزيع الأرباح في المؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة أكبر من توزيع أرباح السهم في باقي الأشكال القانونية، في حين أن المردودية، الضمانات، النمو، الشكل القانوني

طلب شكوى التفتيش خفزة جويلي بكسم د لملك ل أز زء طلب جويلي د (2010-2011)

المتمثل في كل من مؤسسات المساهمة، مؤسسات ذات المسؤولية المحدودة، ومؤسسات التضامن، ليست لها أثر على سياسة توزيع أرباح السهم في مؤسسات العينة.

المطلب الثاني: تحليل النتائج المتعلقة بسياسة توزيع أرباح السهم

يتمثل تحليل النتائج المتعلقة بسياسة توزيع أرباح السهم في شرح أهم الأسباب التي أدت إلى تحقق هذه النتائج في مؤسسات العينة.

تتمثل محددات سياسة توزيع أرباح السهم في كل من تكلفة الإستدانة، الحجم، ديون طويلة و متوسطة الأجل و الشكل القانوني المتمثل في المؤسسات ذات الشخص الوحيد و ذات المسؤولية المحدودة.

فالعلاقة العكسية بين كل من الحجم و الديون طويلة ومتوسطة الأجل و سياسة توزيع أرباح السهم تؤكد أنه كلما إرتفع الحجم و الديون طويلة و متوسطة الأجل تنخفض نسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسة و العكس.

أما بالنسبة لتكلفة الإستدانة فعلاقتها طردية مع سياسة توزيع أرباح السهم، وهذا يبين أن لتكلفة الإستدانة دورا بارزا و مهما في قيام المؤسسة بتوزيع أرباح السهم أو عدم توزيعها، أي تؤثر بشكل إيجابي على سلوك المؤسسة إتجاه سياسة توزيع أرباح السهم.

طلب شكك في التفت خفزة بة جفيل بكسم ب لملك ل أز زك كجفني ب (2010-2011)

هذا يعني أنه كلما ارتفعت تكلفة الإستاذانة ترتفع نتيجة أن تقوم المؤسسة بتوزيع أرباحها بدل من إحتجازها ، و ليعتبار أن سياسة توزيع أرباح السهم هي شيء أساسي في المؤسسة، فلفه يتبين أهمية ودور تكلفة الإستاذانة في تحديد سلوك المؤسسة إتجاه سياسة توزيع الأرباح. حيث إن المؤسسة تقوم بتخصيص جزء من العائد لتغطية تكلفة الإستاذانة والباقي تقوم بتوزيعه على المساهمين في المؤسسة.

كما أن المؤسسات ذات الشخص الوحيد و ذات المسؤولية المحدودة لها علاقة طردية مع سياسة توزيع أرباح السهم، لأن نسبة توزيع أرباح السهم في هذه المؤسسات أعلى من نسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسات ذات الأشكال القانونية الأخرى، و يمكن إرجاع ذلك إلى أنه من مميزات هذه المؤسسات أنها ملك لشخص واحد، و بالتالي لا يوجد تضارب في المصالح بين المسيرين و المالكين.

أما فيما يتعلق بالمردودية و الضمانات ليس لهما تأثير على سياسة توزيع أرباح السهم، و هذا ما يبين أن توزيع الأرباح في المؤسسة لا يعتمد على المردودية و الضمانات بل على تكلفة الإستاذانة.

خاتمة الفصل الثالث:

أثبتت عدة دراسات تجريبية أثر كل من تكلفة الإستدانة، الحجم، الديون الطويلة و متوسطة الأجل و الشكل القانوني على سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات، حتى و إن إختلفت في نوع العلاقة إلا أن لكل نتيجة مبررها و نظريتها التي تركز عليها.

تتمثل العينة المدروسة في هذا البحث في مجموعة من المؤسسات الجزائرية، كل مؤسسة من هذه العينة تتوفر على عدة معلومات، من بينها رقم الأعمال، نسبة توزيع أرباح السهم و الشكل القانوني، هذه المعلومات كافية لإجراء دراسة حول دور تكلفة الإستدانة في تحديد سلوك تلك المؤسسات إتجاه سياسة توزيع أرباح السهم.

تتمثل محددات سياسة توزيع أرباح السهم في كل من تكلفة الإستدانة ، الحجم، الديون طويلة و متوسطة الأجل و الشكل القانوني المتمثل في المؤسسات ذات الشخص الوحيد و ذات المسؤولية المحدودة.

تعتبر تكلفة الإستدانة من بين أهم محددات سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة لأن لها دور مهم و بارز في تحديد سلوك المؤسسة إتجاه سياسة توزيع أرباح السهم، وتكلفة الإستدانة لها علاقة طردية مع توزيع أرباح السهم.

الخاتمة

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة:

يتمثل هدف هذا البحث في دراسة دور تكلفة الإستدانة في تحديد سلوك المؤسسة إتجاه سياسة توزيع أرباح السهم، حيث تم التطرق فيه إلى سياسة توزيع أرباح السهم من الجانب النظري، إبتداءً من تعريفها، ووضع أهم أشكال سياسة توزيع الأرباح ودوافع توزيعها، كما تم التعرف على بعض محددات سياسة توزيع أرباح السهم والقيود المؤثرة عليها، ثم التطرق إلى تكلفة الإستدانة، و أهم أنواع و إجراءات سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الجزائرية. كما تم التطرق إلى مجموعة من النماذج و النظريات المتعلقة بسياسة توزيع أرباح السهم منها نموذج جوردين، نموذج لينتر، نموذج والتر، ونظرية الإشارة، نظرية عدم ملاءمة التوزيعات، نظرية عصفور في اليد، وهذه النماذج و النظريات كانت لها آراء وتوجهات مختلفة ولكن كلها تدور حول سياسة توزيع أرباح السهم، إضافة إلى ذلك تم التعرف على الوقائع العملية لسياسة توزيع أرباح السهم و العوامل التي تؤيد توزيع أرباح كبيرة. وفي الأخير تم عرض أهم الدراسات التجريبية التي تناولت محددات سياسة توزيع أرباح السهم ومقارنتها مع النتائج المتوصل إليها في الدراسة التجريبية المطبقة على عينة من المؤسسات الجزائرية باستعمال نموذج التحليل التمييزي.

الخاتمة العامة

تتمثل إشكالية البحث فيما يلي:

ما هو دور تكلفة الإستدانة في تحديد سلوك المؤسسة إتجاه سياسة توزيع أرباح السهم؟

بعد معالجة هذه الإشكالية، تم التوصل إلى عدة نتائج أهمها:

_ لا يوجد تعريف موحد و شامل لسياسة توزيع أرباح السهم، حيث يختلف هذا التعريف من

هيئة إلى أخرى و من دولة إلى أخرى، و يرجع هذا الاختلاف إلى إختلاف النشاط

الإقتصادي، كما أن تعدد المعايير المستعملة في كل تعريف وعدم ثباتها لها دور بارز في

إختلاف هذه التعريفات.

_ يعتبر تحديد تكلفة الإستدانة أمرا بالغا في الأهمية، لما لهذه التكلفة من علاقة بسلوك

المؤسسة إتجاه سياسة توزيع أرباح السهم.

_ لا تتوافق نظريات سياسة توزيع أرباح السهم للمؤسسات فيما بينها، فلكل نظرية نتائجها

و تختلف هذه النتائج بسبب الفرضيات التي تركز عليها كل نظرية.

_ من خلال نتائج الدراسات التجريبية التي أجريت في الجزائر، تبين أن كلا من تكلفة

الإستدانة، الحجم، الديون الطويلة و متوسطة الأجل و الشكل القانوني من بين محددات

سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة، حيث وجدت علاقة عكسية بين كل من الحجم

و الديون طويلة و متوسطة الأجل مع سياسة توزيع أرباح السهم،

الخاتمة العامة

كما أن هناك علاقة طردية بين تكلفة الإستدانة و سياسة توزيع أرباح السهم، و كذلك الأمر بالنسبة للشكل القانوني المتمثل في المؤسسات ذات الشخص الوحيد و ذات المسؤولية المحدودة.

من خلال النتائج السابقة، يمكن قبول الفرضيات المتعلقة بالبحث، و العناصر الموائية توضح ذلك:

_ أظهرت الدراسة التجريبية بأن كلا من الحجم، الضمانات و تكلفة الإستدانة هي من محددات سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الجزائرية، و هذا ما يوافق الفرضية الثانية القائلة بأن تكلفة الإستدانة، الحجم و الضمانات هم من أهم محددات سياسة توزيع الأرباح.

_ أما بالنسبة للفرضية الثالثة و التي تقول بأن تكلفة الإستدانة تؤثر طرديا على سلوك المؤسسة إتجاه سياسة توزيع أرباح السهم، فقد أظهرت الدراسة التجريبية لعينة من المؤسسات الجزائرية صحة هذه الفرضية.

الخاتمة العامة

يمكن وضع عدة آفاق لهذا البحث، من بينها:

_ دراسة عوامل أخرى تؤثر على سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات مثل الضرائب على أرباح الشركات، المخاطرة و غيرها.

_ دراسة تكلفة الإستدانة لمختلف المؤسسات و تقديرها، نظرا لأهمية هذه التكلفة في إتخاذ عدة قرارات سواء كانت القرارات مالية أو قرارات إستثمارية.

_ دراسة أثر العوامل الدينية و الأخلاقية على أداء المؤسسة و قراراتها المختلفة كعدم التعامل مع البنوك بسبب الربا.

_ البحث على سياسات أخرى أفضل و أوضح لتوزيع الأرباح على المساهمين و ذلك للحفاظ على مصالح المؤسسة ككل.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ- الكتب

- ، الدار الجامعية الجديدة، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة1- براق محمد و غربي حمزة، الإسكندرية، 2015.
- الأساليب التطبيقية لتحليل وإعداد البحوث لبعلمية مع حالاتدراسية2- البلداوي عبد الحميد عبد المجيد، دار الشروق، عمان، 2007.
- باستخدام برنامج spss
- ، دار وائل التسيير المالي-الإدارة المالية دروس و تطبيقات3- بن ساسي إلياس و يوسف قريشي، للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2007.
- ، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الإدارة المالية4- تايه النعيمي عدنان وآخرون، 2009.
- ، دار حامد للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2009. الإدارة المالية5- حداد فايز سليم،
- ، دار حامد للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 2010. الإدارة المالية6- حداد فايز سليم،
- ، الدار الجامعية للنشر، الإدارة المالية و التمويل7- الحناوي محمد صالح و سلطان إبراهيم، الإسكندرية، 1999.
- ، الدار الإدارة المالية، مدخل للقيمة و اتخاذ القرارات8- الحناوي محمد صالح والعبد جلال إبراهيم، الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006. الإدارة المالية (مدخل إتخاذ القرارات)9- حنفي عبد الغفار،
- ، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007 أساسيات التمويل و الإدارة المالية10- حنفي عبد الغفار،
- ، الدار الجامعية، 2004. الإدارة المالية11- حنفي عبد الغفار وقرياقص رسمية زكي،
- ، الدار الجامعية للنشر والطباعة والتوزيع، الإسكندرية، الإدارة المالية12- حنفي عبد الغفار وآخرون، 1997.
- ، دار حامد للنشر الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة13- الخطيب محمد محمود، والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
- ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الإدارة المالية المتقدمة14- الزبيدي حمزة محمود، الطبعة الثانية، 2008.
- ، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، الإدارة المالية الدولية15- العامري محمد علي إبراهيم، 2013.

قائمة المراجع

دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الإدارية المالية-الأسس العلمية والتطبيقية-16- العلي أسعد حميد، الأولى، 2010.

أساسيات في الإدارة المالية (مدخل إلى قرارات الاستثمار وسياسات التمويل) 17- العمار رضوان وليد، دار المسيرة للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 1997.

بدون ذكر دار النشر ولا سنة النشر. الإدارة المالية-مدخل حديث-18- مطاوع سعد عبد الحميد، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل 19- هندي منير إبراهيم، الجزء الثاني، 1998.

المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر-20- هندي منير إبراهيم، مصر، 2003.

ب- المذكرات و الرسائل المذكرات

محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة 1- بدروني عيسى و قليز عبد القادر، مذكرة ماجستير، الجزائر، 2009-2010.

الجزائرية

التحليل المالي و تقييم الأسهم و دور الإفصاح في تعزيز 2- رابعة عبد الرؤوف و خطاب سامي،

مذكرة تخرج، أبو ظبي، دبي، فيفري، 2006.

كفاءة سوق الأوراق المالية

دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية، 3- قنون عبد الحق،

مذكرة ماستر، دراسة عينة من المؤسسات المدرجة بسوق قطر للأوراق المالية بين 2011-2012

جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.

الرسائل

إختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم 1- البراجنة أمجد إبراهيم،

رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية بغزة، 2009.

المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية

دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة 2- بن الضب علي،

رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2008-2009.

الإقتصادية بين 2006-2008

ج- المقالات

محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة 1- بريش عبد القادر و بدروني عيسى،

مجلة الباحث، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد العاشر، 2013.

الجزائرية

قائمة المراجع

- ، جامعة العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة2- حسيني هاشم حسن،
الإسراء، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 17، أيار، 2008.
- أثر الإكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة3- زرقون محمد،
مجلة الباحث، جامعة في البورصة - دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر،
ورقلة، العدد 8، 2010.
- ثانيا: باللغة الفرنسية

A/sel ouvrages:

- 1-Bellalah Mondher , **reflexion sur la politique optionel de dividendes en presence deconts d'information**, cahiers de recherches, université Paris IXdoudphine.
- 2- Damodaran Aswath, **Finance d'entreprise**, nouveaux horizons, Paris, 2^{eme} édition, 2008.
- 3- Whitehurst David, **Corporate finance**, sixth édition, ross-westerfield-joffe.

B/les articles:

- 1- Gaud Philippe et Jani Elion, **Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : une étude empirique**, 2002.
- 2- Titman Sheridan and wessels Roberto, **The determinants of capital structure choice**, the journal of finance, vol 43, no.1, 1988.

Les Sites d'internet

- 1- www.hec.unige.ch(date de téléchargement est 15/02/2010)
- 2- <http://www.iraqiislamicb.com/bohoth.ht> (date de consultation:20/03/2015)
- 3- <http://www.orient.com.km/arabic/research;arabic>(date de consultation:15/03/2015)

الحق لا يهلك

DT: مستوى الديون

RC: النمو

ER: المردودية

AT: الحجم

RAG: الضمانات

dK: تكلفة الإستدانة

VID: توزيع الأرباح

TMLD: الديون الطويلة و متوسطة الأجل

LRAS: المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة

LRUE: المؤسسات ذات الشخص الوحيد و ذات المسؤولية المحدودة

CNS: مؤسسات التضامن

APS: مؤسسات المساهمة

n	TD	SARL	EURL	SPA	SNC	GAR	RE	taille	CR	RE-1	DLMT	DIV	kd
2	0,32100408	1	0	0	0	0,94811613	0,00992545	15,708275	0,01882971	0,00969046	0	0	0,065992024
5	0,95314003	0	1	0	0	0,44628843	0,00590398	13,8047347	-0,07375609	0,00787005	0	0	0,003633984
6	0,96765104	0	1	0	0	0,82154811	0,0182539	14,578714	0,03591276	0,01070149	0	0	0,029785279
7	0,46479696	0	1	0	0	0,69821794	0,34044211	16,4061711	-0,00761169	0,04597071	1	0	0,015389001
8	0,63339637	1	0	0	0	0,0045647	0,19680517	15,9588497	-0,02176594	0,48568843	0	0	0,016160396
10	0,00682404	1	0	0	0	0,34452918	0,02373577	14,5157303	-0,12086098	0,27908908	0	0	0,003285343
12	0,05601253	0	1	0	0	0,00107901	0,11031613	16,7260075	0,01686206	-0,0448877	0	0	0,004859603
13	0,83598051	1	0	0	0	0,70452525	0,02948312	16,5559302	-0,00318424	0,02979148	0	0	0,001400142
15	0,60978148	1	0	0	0	0,2143957	0,09934153	17,3328059	0,02855165	0,11200733	1	0	0,03977111
18	0,5808939	1	0	0	0	0,00610946	0,16964624	16,243237	0,15795224	0,16717513	0	0	0,063741293
21	0,86822629	0	1	0	0	0,25641076	0,09023269	15,6544353	0,01457608	0,06890439	0	0	0,000232128
22	0,86174162	0	1	0	0	0,26555936	0,07850154	18,9065103	0,01556804	0,07452881	0	0	0,028258602
23	1,18383405	1	0	0	0	0,75424432	0,07132245	14,9206018	0,07663357	-0,25806136	1	0	0,054749462
24	0,71850575	1	0	0	0	0,1606621	0,0297149	17,8463241	-0,02769189	0,04641446	1	0	0,127205967
25	0,29794873	1	0	0	0	0,2401793	0,11662437	14,0709277	0,02109025	-0,28114558	0	0	0,017594831
26	0,88289483	1	0	0	0	0,01397836	0,14398062	17,4597595	0,02074872	0,06257159	1	0	0,050401199
27	0,75817638	0	0	0	1	0,66768708	0,04713919	16,1556156	0,01254887	0,04380714	0	0	0,045703202
889	0,49495372	0	1	0	0	0,46127922	0,00452072	19,6781347	0,00225136	0,0204203	1	0	0,003483801
890	0,82030046	1	0	0	0	0,7176612	0,02999777	17,24824	-0,01587133	0,0559782	0	0	2,99005E-05
891	0,05576054	0	1	0	0	0,00759676	0,25129665	14,9526055	-0,035471	0,25916933	0	0	0,022502769
894	0,17664527	1	0	0	0	0,05883981	0,02992876	16,6315775	-0,00643074	0,03997359	0	0	0,058749312
895	0,58858522	1	0	0	0	0,0418581	0,06524266	20,21024	-0,01016232	0,19190988	0	0	0,230250348
899	0,48479069	1	0	0	0	0,50563527	0,04920664	16,8243459	-0,00171748	0,03878496	0	0	0,007110315
903	0,23554693	1	0	0	0	0,1236201	0,14579491	19,3858343	0,00111921	0,10146058	0	0	0
904	0,40713335	0	1	0	0	0,38143376	0,05746884	18,6759672	-0,02916292	0,19210034	0	0	0,007559642
905	0,86751993	1	0	0	0	0,02816933	0,0294454	17,0841282	0,09182165	0,00232779	0	0	0,003053452
906	1,14863852	1	0	0	0	0,13980789	0,28308101	14,6310754	0,19867182	-0,67173112	0	0	0,095697995
907	0,94701514	0	1	0	0	0	0,04403832	15,9973231	0,36087604	0,06145666	0	0	0,004745322
909	0,96641678	1	0	0	0	0,65205634	0,0215728	15,6512608	-0,00024664	0,01262303	0	0	0,040295816
910	0,61549379	0	1	0	0	0,56133019	0,03469053	17,6263234	-0,03525821	0,018806	1	0	0,006574086
911	0,61432339	0	1	0	0	0,01650688	0,05154017	17,6265221	0,02061928	-0,00499952	0	0	0,000895586
912	0,7021909	1	0	0	0	0,09284656	0,18741834	19,233922	0,08537601	0,03254899	0	0	0,175738539

913	0,89950447	0	0	0	1	0,23719296	0,05633734	17,3514746	0,02970969	0,02930093	0	0	0,005982862
915	0,8174675	0	1	0	0	0,31106076	0,10902536	16,7267456	0,0198712	0,05055897	0	0	0,007789693
916	0,99028486	1	0	0	0	0,63379493	0,01535741	15,1270408	0,18989785	-0,15739425	0	0	0,000252187
917	1,05623846	0	1	0	0	0,26716133	0,11055617	16,1811084	0,08836778	-0,27783375	0	0	0,174406274
919	0,70652855	1	0	0	0	0,44399602	0,0882538	18,3097981	0,03278559	0,02528759	1	0	0,049255601
921	0,73954661	0	1	0	0	0,38133457	0,06047749	16,6909793	0,0082678	0,19877237	0	0	0,030171093
922	0,7266035	1	0	0	0	0,04994455	0,04143576	16,5214175	0,01925208	0,05454247	0	0	0,038350571
923	0,29066004	1	0	0	0	0,01671998	0,1732826	18,6204687	-0,00405888	0,19251536	0	0	0,037348181
925	0,44713395	0	1	0	0	0,54773337	0,10356078	16,7956745	-0,00629502	0,39700085	0	0	0,010263522
926	0,58182197	1	0	0	0	0,37660011	0,06159911	17,5251007	-0,09539796	0,17233937	0	0	0,047507944
928	1,05370896	1	0	0	0	0,37472156	0,01062229	16,9078494	0,18870288	-0,05299424	0	0	0,037462554
929	0,08658643	0	1	0	0	0,10116393	0,04646327	15,2871336	0,0345276	0,01731381	0	0	0,044557862
930	0,92211741	1	0	0	0	0,24595169	0,07006624	17,1823371	0,08037407	0,06343229	0	0	0,014932444
931	0,51041022	1	0	0	0	0,0717942	0,10969814	15,8745523	-0,03572995	0,22721139	1	0	0,005642633
933	0,19540144	1	0	0	0	0,42981468	0,02684491	16,4233246	-0,04993009	0,0308751	0	0	0,000161807
935	0,78870377	1	0	0	0	0,59162989	0,04135339	16,9211504	-0,02224009	0,1240358	1	0	0,056606984
936	0,90577853	0	1	0	0	0,31233586	0,1599803	16,1305717	0,15107033	-0,11845178	1	0	0,003276986
937	0,53534774	1	0	0	0	0,3022013	0,15896898	17,384525	0,01390514	0,27190231	0	0	0,002108516
939	0,0453729	1	0	0	0	0,14937262	0,55316046	15,9899775	0,02333205	0,89178901	0	0	0,005334014
940	0,53403371	0	0	0	1	0,76722339	0,45020247	17,0362047	0,00821694	0,18455339	0	0	0,000780722
941	0,26355584	0	1	0	0	0,09866295	0,6255648	15,154996	0,08053035	0,01620265	0	0	0
942	0,85612445	0	1	0	0	0,55915991	0,08179088	17,3658953	0,03237391	0,05439171	0	0	0,005587545
4	0,33369867	1	0	0	0	0,41762724	0,02333179	16,3580232	-0,01005922	0,02563095	0	1	0,002594639
9	0,74413311	1	0	0	0	0,20262609	0,11908567	14,4626138	0,01497446	0,05963115	0	1	0,011305169
16	0,52634393	1	0	0	0	0	0,18885044	14,4594675	-0,00164827	0,13249488	0	1	0,005072452
19	0,70848288	0	1	0	0	0,75109477	0,24842003	15,3337418	0,06408765	0,22420528	1	1	0,065457789
20	0,69268219	0	1	0	0	0,30553929	0,16445197	20,2567562	0,18449665	0,01382729	1	1	0,00330548
32	0,88400301	0	0	0	1	0,68895921	0,10362072	14,0452896	0,03309795	0,10894811	0	1	0,016100549
40	0,81368728	1	0	0	0	0,67097856	0,03366314	16,1824018	-0,05836905	0,35418219	1	1	0,00214124
42	0,98760925	0	1	0	0	0,07714	0,03311773	11,9829291	-0,11381613	-0,05599838	0	1	0,109023002
50	0,89462553	1	0	0	0	0	0,0533636	17,4966123	0,05598611	0,16083726	0	1	0,000449351
74	0,49539249	1	0	0	0	0,40863289	0,49749947	19,5400425	-0,00444387	0,62048496	0	1	0,003506838
86	0,29112756	1	0	0	0	0,58774544	0,1397082	20,1603127	-0,00919464	0,05269714	0	1	0,002793797

89	0,69746595	0	1	0	0	0,96520606	0,04899441	18,1126764	0,00563046	0,04639475	1	1	0,002686215
95	0,63916689	0	0	0	1	0,94230955	0,29953362	13,4915887	0,00016794	0,24889985	0	1	0,049717718
96	0,25615376	1	0	0	0	0,01692519	0,57771679	16,1140666	0,02826167	0,20337626	0	1	0,029659882
109	0,61931754	0	0	1	0	0,46671127	0,13844202	20,7418428	0,02149721	0,11943753	1	1	0,01103543
110	0,17339081	1	0	0	0	0,2495181	0,0983194	18,2063455	0,0008674	0,29882302	0	1	0,01288438
120	0,20283817	1	0	0	0	0,26331186	0,06849863	15,3167617	-0,00630568	0,21167491	0	1	0,024709991
133	0,28586397	1	0	0	0	0,00533601	0,6372528	15,7914232	-0,00079327	0,65985777	0	1	0,00875418
136	0,28864649	1	0	0	0	0,27160385	0,21896458	18,464458	0,01027463	0,33728543	0	1	0,027571241
137	0,97244481	0	1	0	0	0,59565079	0,00362913	15,9240975	0,06103005	0,01313882	0	1	0,008529732
138	0,18607587	1	0	0	0	0,18994161	0,01761024	15,8834336	0,02150823	0,00842039	0	1	0,004987094
139	0,58246401	1	0	0	0	0,45866422	0,13398559	18,4947266	-0,02340013	0,15038816	0	1	0,001820213
157	0,28501212	0	0	1	0	0,55047334	0,0206394	21,0907803	-0,01632947	0,15949151	1	1	0,027968417
161	0,19976209	0	1	0	0	0,28961896	0,24615014	18,3032926	-0,0074122	0,47117441	0	1	0,004546786
162	0,33255272	1	0	0	0	0,12613391	0,0854694	17,8485787	0,02035543	0,05059957	0	1	0,013593168
173	0,586428	0	0	1	0	0,68375505	0,40392843	21,2018538	0,00458294	0,35568943	1	1	0,01467243
183	0,42251311	0	0	1	0	0,10721134	0,04503495	18,3258934	0,00056713	0,04709009	1	1	0,019291697
190	0,06017661	0	0	1	0	0,62282795	0,07363107	18,8142299	-0,00313207	0,08468758	1	1	0,002116071
193	0,3203697	1	0	0	0	0,05488622	0,41187316	18,7424342	-0,00212277	0,52203996	0	1	0,006043179
199	0,83436531	1	0	0	0	0,73847275	0,03995876	17,8100849	0,02022274	0,05767273	1	1	0,022140363
202	0,9650986	1	0	0	0	0,12181478	0,02861227	17,6528908	0,08811821	0,03884564	0	1	8,9053E-05
205	0,26504333	0	0	1	0	0,01447236	0,20699074	21,0668812	0,0106721	0,20266818	1	1	0,092827646
207	0,76110999	0	0	1	0	0,17949412	0,03475416	20,2810956	0,0106828	0,09496667	1	1	0,038757692
226	0,68506712	1	0	0	0	0,48821879	0,02683555	19,1846285	0,01694087	0,01258547	0	1	0,025507111
227	0,85819502	1	0	0	0	0,94287556	0,02181247	20,9896928	0,02069938	0,02313058	0	1	0,023705748
235	0,3301623	0	1	0	0	0,06476671	0,31248771	20,1486485	-0,00905227	0,41442427	0	1	0,001289548
236	0,64769209	1	0	0	0	0,35578509	0,2689243	16,6145983	0,01500657	0,08920837	1	1	6,75042E-05
251	0,63794423	1	0	0	0	0,92065574	0,08104862	17,930904	-0,01113892	0,20084225	1	1	0,004089
256	0,9624927	1	0	0	0	0,92918684	0,03401493	15,6243952	0,01679492	0,01623089	1	1	0,02883502
264	0,40003648	1	0	0	0	0,22275993	0,1158714	17,4607476	-0,01119673	0,46267033	0	1	0,002866408
266	0,86622046	1	0	0	0	0,10720065	0,06159197	17,4063336	0,06051093	0,03378299	0	1	0,01204505
268	0,44712959	1	0	0	0	0,13320582	0,05270703	18,8868456	-0,00438424	0,05637965	1	1	0,016177188
273	0,03377763	0	0	1	0	0,14011517	0,01203172	17,1681805	-0,00694728	0,04380144	0	1	0,110149153
275	0,71569754	0	0	1	0	0,56675097	0,01984253	19,5645633	-0,0115519	0,04703816	1	1	0,000817817

277	0,630449	0	0	1	0	0,06186813	0,33119405	19,0776319	-0,01952008	0,37039759	0	1	0,009191072
278	0,31579439	1	0	0	0	0,18184851	0,62610605	17,0048138	0,063212	0,02313353	0	1	0,015463971
283	0,24978751	0	0	1	0	0,49441185	0,07687238	20,084179	0,02092161	0,03545647	0	1	0,00622684
293	0,62113805	1	0	0	0	0,00475953	0,07073981	14,7632503	0,00215169	0,09755733	0	1	0,033742818
306	0,75353516	1	0	0	0	0,179112	0,00120908	17,5065345	0,0686829	0,03582328	0	1	0,08964046
309	0,43277463	1	0	0	0	0,08958455	0,56656539	19,3563166	0,00684645	0,63050853	0	1	0,023020376
311	0,8620345	1	0	0	0	0,41312154	0,12270841	15,8875032	-0,02308627	0,15959987	1	1	0,013161358
316	0,29768107	1	0	0	0	0,00095646	0,32824352	18,6073263	0,0016246	0,65179208	1	1	0,011733597
322	0,77533832	1	0	0	0	0,70196929	0,22778369	19,9671805	0,0137557	-0,0039993	1	1	0,000313188
323	0,33713439	1	0	0	0	0,15489977	0,27771953	18,3811029	0,00142365	0,02508202	1	1	0,003745528
345	0,54527531	0	1	0	0	0,15300097	0,01220925	18,50988	0,01532125	0,09446342	0	1	0,021267038
375	0,30872115	1	0	0	0	0,44794954	0,05420437	18,7605086	-0,00408975	0,11810673	0	1	0,040051108
377	0,92099661	1	0	0	0	0,0588708	0,07171174	19,3915322	-0,01476221	0,29556659	1	1	0,012668644
379	0,37833936	0	0	1	0	0,45762439	0,11731756	20,893455	0,00238013	0,08507604	1	1	0,013407752
381	0,77590482	1	0	0	0	0,29450534	0,06183042	22,971371	0,0216904	0,02770425	1	1	0,01257661
383	0,77622358	0	0	0	1	0,05076532	0,20953118	19,5929785	0,00613782	0,19711876	1	1	0,007319149
385	0,68436502	0	0	1	0	0,81916671	0,14078564	16,7672947	0,00869476	0,0801375	1	1	0,002559048
387	0,4762734	0	0	1	0	0,66024088	0,03122063	22,17657	0,00873566	0,05608942	1	1	0,093165717
389	0,39685617	0	1	0	0	0,21173447	0,33405379	18,985082	0,00249365	0,46434551	1	1	0,004988796
391	0,47265143	1	0	0	0	0,33287864	0,16833483	18,9910847	0,02317346	0,16238389	0	1	0,034791438
403	0,79671881	1	0	0	0	0,0934061	0,02813686	17,268606	0,02433931	0,01083176	1	1	0,094033016
407	0,68961476	1	0	0	0	0,73968626	0,01146853	18,6273761	0,02382588	0,02314937	0	1	0,008035222
409	0,78065391	1	0	0	0	0	0,29388547	14,5647667	-0,02937563	-0,10968954	0	1	0,050260325
411	0,31149726	0	0	1	0	0,39651465	0,06861736	20,1379873	-0,00305047	0,04226295	1	1	0,046218567
413	0,7201171	0	1	0	0	0,34677575	0,10852573	18,2251787	-0,01455837	0,09006903	1	1	0,000676525
415	0,23974405	0	0	0	1	0,78948479	0,70354938	16,3030271	0,00078161	0,90811473	0	1	0,035414133
424	0,63255571	1	0	0	0	0,37124472	0,17559732	18,8506254	0,00500785	0,16984795	1	1	0,010135569
426	0,9419258	0	0	0	1	0,06005335	0,05712034	17,8164386	-0,02790649	0,03906325	0	1	0,048383891
429	0,56834462	1	0	0	0	0,19938126	0,19674136	18,4633402	0,00333467	0,11356073	0	1	0,0240782
432	0,66276229	1	0	0	0	0,90103966	0,10106967	15,5750463	-0,00462903	0,10715862	1	1	0,055020462
438	0,52733988	1	0	0	0	0,49401393	0,05451587	17,9612797	0,03703869	0,02064205	1	1	0,000160077
445	0,79960079	1	0	0	0	0,11624307	0,11589384	20,1663747	0,00578233	0,12676286	0	1	3,47794E-08
446	0,90472246	0	1	0	0	0,7155123	0,03947383	17,8520552	0,03375538	0,04973318	0	1	0,003030764

448	0,43860015	1	0	0	0	0,95906847	0,00782578	17,9522421	0,00159477	0,008059	1	1	0,002233913
453	0,37828886	0	0	1	0	0,03104916	0,22699546	19,7717257	0,01410519	0,12456209	1	1	0,010387899
465	0,87353732	1	0	0	0	0,21711176	0,11000323	14,9322902	-0,06666915	0,25043441	0	1	0,006111838
471	0,72524781	0	0	1	0	0,0770075	0,08341763	18,4882408	0,0030425	0,14949361	1	1	0,000493816
473	0,37526104	0	0	1	0	0,288197	0,59994844	20,9476182	0,01114489	0,63508868	0	1	5,59535E-05
474	0,83306701	0	0	0	1	0,40300317	0,16041957	15,0759412	-0,00039306	0,16986864	0	1	0,00105301
478	0,27604016	1	0	0	0	0,40293721	0,21736677	16,2368858	0,01896035	0,11779589	0	1	0,00322485
479	0,35153294	1	0	0	0	0,05108097	0,06881321	16,9063476	-0,00143325	0,07905634	1	1	0,017286642
481	0,76788652	1	0	0	0	0,40024236	0,10132237	19,7419027	0,00345031	0,16683754	1	1	0,011268558
482	0,36758521	1	0	0	0	0,87458908	0,04193398	18,2296938	-0,016499	0,07938413	1	1	0,006030363
483	0,59136465	0	0	1	0	0,03362739	0,19568364	18,8064043	0,04193759	0,14709053	0	1	0,041851367
485	0,88915098	1	0	0	0	0,00228825	0,2765134	17,1138234	0,12161439	-0,5966717	0	1	0,000352765
487	0,64675186	1	0	0	0	0,43440646	0,05969943	20,232424	0,02807844	0,02097835	1	1	0,002419934
489	0,26477789	1	0	0	0	0,51650132	0,10576651	19,3301806	-0,00371513	0,09235688	1	1	0,131501374
492	0,72652921	0	1	0	0	0,61007541	0,06015159	18,7700346	0,00824867	0,04060091	1	1	0,096974406
495	0,37387905	0	0	1	0	0,52307358	0,00934491	20,3004451	-0,00244568	0,03540192	1	1	0,008883641
507	0,76788652	1	0	0	0	0,40024236	0,10132237	19,7419027	0,00345031	0,16683754	1	1	0,003801387
518	0,01398213	0	0	0	1	0,4751993	0,30002628	14,0528979	0,0066829	0,18756071	0	1	0,00238089

Statistiques de groupe

		Moyenne	Ecart-type	(liste)	
				Non pondérées	Pondérées
DIV					
0	SARL	#####	####	54	####
	EUURL	#####	####	54	####
	SPA	#####	####	54	####
	SNC	#####	####	54	####
	GAR	#####	####	54	####
	RE	#####	####	54	####
	TA	#####	####	54	####
	CR	#####	####	54	####

1	RE1	#####	####	54	####
	DLMT	#####	####	54	####
	kd	#####	####	54	####
	SARL	#####	####	95	####
	EURL	#####	####	95	####
	SPA	#####	####	95	####
	SNC	#####	####	95	####
	GAR	#####	####	95	####
	RE	#####	####	95	####
	TA	#####	####	95	####
	CR	#####	####	95	####
	RE1	#####	####	95	####
	DLMT	#####	####	95	####
Total	kd	#####	####	95	####
	SARL	#####	####	149	####
	EURL	#####	####	149	####
	SPA	#####	####	149	####
	SNC	#####	####	149	####
	GAR	#####	####	149	####
	RE	#####	####	149	####
	TA	#####	####	149	####
	CR	#####	####	149	####
	RE1	#####	####	149	####
	DLMT	#####	####	149	####
	kd	#####	####	149	####

Lambda de Wilks

Test de la ou des fonctions	Lambda de Wilks	Khi-deux	ddl	Signification
1	,785	#####	4	,000

Coefficients des fonctions

	Fonction
	1
EURL	,574
TA	-,527
DLMT	-,383
kd	,393

Résultats du classement^a

DIV			d'affectation		Total
			0	1	
Original	Effectif	0	37	17	54
		1	27	68	95
	%	0	68,5	31,5	####
		1	28,4	71,6	####

a. 70,5% des observations originales classées

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

ملخص

تعد سياسة توزيع الأرباح من بين القرارات المالية الإستراتيجية الهامة في المؤسسة و تخضع إلى عدة إعتبارات في تحديدها من الضروري عدم تجاهلها ومراعاتها كتكلفة الوكالة، البعد المعلوماتي لهذه السياسة، مدى توفر السيولة الكافية لتغطية توزيع الأرباح، وهناك العديد من النظريات التي حاولت تفسير سلوك المسيرين إتجاه سياسة توزيع الأرباح حيث إختلفت هذه النظريات بين مؤيدة وحيادية إتجاه أثر سياسة توزيعات أرباح السهم على قيمة المؤسسة.

وبعد إستعراض مختلف النظريات والنماذج التي تناولت سياسة توزيع الأرباح، ومن خلال الدراسة التطبيقية على عينة من المؤسسات الجزائرية نستطيع القول أن النتائج المتوصل إليها من هذا البحث هي أن العوامل المحددة لنسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الجزائرية هي تكلفة الإستدانة، ديون طويلة ومتوسطة الأجل وحجم المؤسسة، أما الضمانات، المردودية فهي تعتبر كمحددات يمكن الإعتماد عليها فقط للتمييز بين المؤسسات الجزائرية الموزعة وغير الموزعة لأرباح السهم.

الكلمات المفتاحية: سياسة توزيع الأرباح، تكلفة الإستدانة، النماذج و النظريات.

Résumé

La répartition des bénéfices entre l'entreprise importante décisions financières stratégiques et la politique sont soumis à plusieurs considérations identifié ne devrait pas être ignoré et pris en compte comme une Agence de coûts, dimension informationnelle de cette politique, la disponibilité de suffisamment de liquidités pour couvrir la distribution des bénéfices, et il ya beaucoup de théories qui tentent d'expliquer le comportement des gestionnaires direction la politique de dividendes lorsque ces théories différaient entre la direction pro et impartiale de l'impact du résultat par la politique de dividende de la part de la valeur de l'institution.

Après avoir examiné les diverses théories et modèles qui ont abordé la politique de dividende, et à travers l'étude appliquée sur un échantillon des institutions algériennes, nous pouvons dire que eux ont atteint des résultats de la recherche est que les déterminants de la proportion de la distribution du bénéfice par action dans les institutions algériennes est le coût de l'emprunt, la dette à long et à moyen terme et de la taille de l'institution, Les garanties, elles sont considérées comme des séparateurs rentables la seule discrimination fiable entre les gains algérienne distribués et bénéfices non distribués par action pour les institutions.

Mots clés: politique de dividende, le coût d'emprunt, modèles et théories.