



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد بوضياف المسيلة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



شعبة: علوم التسيير

ماجستير مهني تخصص: التسيير المالي للمؤسسات

مذكرة ماجستير بعنوان:

# سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات

## الصغيرة والمتوسطة الجزائرية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير مهني في شعبة علوم التسيير تخصص التسيير المالي للمؤسسات

من إعداد:

بن بوبيرة محمد

رئيسا	أستاذ محاضر أ	قروش عيسى
مشرفا ومقررا	أستاذ	غربي حمزة
مناقشا	أستاذ محاضر أ	قمان مصطفى

سورة التين

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

وَمَا تَوْفِيقِي إِلَّا بِاللَّهِ  
عَلَيْهِ تَوَكَّلْتُ وَإِلَيْهِ أُنِيبُ

صدق الله العظيم

(سورة هود / الآية 88)

# إهداء

إلى والديا الكريمتين أطال الله في عمرهما

إلى زوجتي وأولادي

إلى زميلي في مرحلة الدراسة الجامعية الأولى بالمدرسة الجامعية و أستاذي في المرحلة الثانية في سنتيها الأولى و الثانية من مسيرتي الجامعية والذي اشرف على تأطيري في هذا البحث الأستاذ غربي حمزة الذي غمرني بكرمه في مختلف الميادين من المادة العلمية إلى كرم الضيافة و قبلهما التحفيز و الإصرار على عودتي إلى مجال الدراسة و المواصلة إلى اعلي المستويات الى زملائي السابقين في المدرسة العليا للتجارة و أساتذتي في سنتي الماجستير

الأستاذ قمان مصطفى و الأستاذ عيسى بدروني

اهدي هذا العمل إلي اختم به مرحلتي الجامعية الثانية التي بدأت العام الماضي بعد انقطاع عن

الجامعة دام 13 سنة أتمنى ان يكون لبنة و زادا معرفيا للباحثين في هذا المجال

# شكر وعرفان

أحمد الله عز وجل الذي وفقني في إتمام هذا البحث العلمي والذي الهمنى الصحة والعافية والعزيمة لذلك، فالحمد لله حمدا كثيرا،

أتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى الأستاذ الدكتور المشرف غربي حمزة على كل ما قدمه من توجيهات ومعلومات قيمه ساهمت في إطراء موضوع الدراسة في جوانبها المختلفة

كما نتقدم بجزيل الشكر الى الوالدين الكريمين والزوجة الغالية على السند و الدعم الذي قدموه خلال فترة الدراسة، اشكرا ثانية الأستاذ والزميل السابق و الأخ و الصديق الدائم غربي حمزة و اهله على كرم الضيافة

اشكرا كل زملائي على روح التنافس و التعاون خلال هذا المشوار الدراسي و بالأخص الطالبين: سليم بن سليم و خالد بلعمري اللذان تعدت علاقتي بهم الزمالة إلى الصداقة والأخوة .

# قائمة الفهارس

## الفهرس

الصفحة	العنوان
	الإهداء والشكر
I	الفهرس
IV	قائمة الجداول
أ	المقدمة العامة
1	الفصل الأول: مفاهيم حول سياسة توزيع الأرباح ونظرياتها
2	المبحث الأول: مفهوم وأشكال توزيع الأرباح
2	المطلب الأول: مفهوم توزيع الأرباح
2	المطلب الثاني: أشكال توزيع الأرباح
2	1- التوزيع النقدي للأرباح
3	2- توزيع الأرباح من خلال إعادة شراء الأسهم
3	3- توزيع الأرباح العيني
3	4- تجزئة السهم
4	5- توزيع الأرباح على شكل حصص أرباح السهم
5	المطلب الثالث: قيود توزيع الأرباح
7	المطلب الرابع: أنواع سياسات توزيع الأرباح
7	1- سياسة توزيع الأرباح المستقرة
7	2- سياسة توزيع الأرباح الثابتة
7	3- سياسة توزيع الأرباح المتبقية
8	المطلب الرابع: نماذج توزيع الأرباح
8	1- نموذج لنتنر
8	2- نموذج والتر
11	3- نموذج قوردين
12	4- نموذج كالاي
15	5- نموذج ميترون ومارش وتكاليف المعلومات
15	المبحث الثاني: نظريات سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بالقيمة السوقية للمؤسسة
15	المطلب الأول: نظريات سياسة توزيع الأرباح
15	1- نظرية الفائض في التوزيع

16	2- نظرية عدم ملائمة التوزيعات
16	3- نظرية ملائمة التوزيعات (نظرية عصفور في اليد)
16	4- نظرية التمييز الضريبي
17	5- نظرية الإشارة
17	6- نظرية الوكالة
18	7- نظرية دورة حياة المؤسسة في توزيعات أرباح السهم
19	المطلب الثاني: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم
20	1- سياسة توزيع الأرباح في ظل حالة التأكد التام
20	2- سياسة توزيع الأرباح في ظل حالة عدم التأكد
21	3- سياسة توزيع الأرباح في ظل وجود الضرائب
22	4- سياسة التوزيع في ظل وجود تكاليف الإصدار والمعاملات
22	5- نظرية الإشارة وسياسة توزيع الأرباح
23	6- نظرية الوكالة وسياسة توزيع الأرباح
25	خلاصة الفصل الأول
26	<b>الفصل الثاني: الدراسة التجريبية</b>
27	<b>المبحث الأول: الدراسات السابقة وتقديم عينة الدراسة</b>
27	المطلب الأول: الدراسات السابقة
27	1- مذكرات ومقالات
30	2- العوامل المؤثرة في الدراسات السابقة
39	المطلب الثاني: تحديد عينة الدراسة
39	<b>المبحث الثاني: منهجية الدراسة التجريبية</b>
39	المطلب الأول: تحديد المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة
39	1- المتغيرات التابعة
40	2- المتغيرات المستقلة
41	المطلب الثاني: خصائص العينة
43	المطلب الثالث: نموذج الدراسة
43	1- مقارنة المتوسطات
44	2- نموذج التحليل التمييزي
46	المطلب الرابع: تقديم نموذج التحليل التمييزي
46	1- صلاحية النموذج

47	2- تقدير النموذج
47	3- دقة النموذج
48	المطلب الخامس: تحليل النتائج
49	خاتمة الفصل الثاني
50	الخاتمة العامة
52	قائمة المراجع

## فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
41	وصف العينة	1
43	تحليل التباين لمقارنة المتوسطات بين المجموعتين	2
46	صلاحية نموذج التحليل التمييزي	3
47	معاملات نموذج التحليل التمييزي	4
47	جودة التصنيف	5

# المقدمة العامة

## 1- أهمية البحث

مند ظهور النظرية المالية تطورت الكثير من الأفكار على مستوى المالي، فقد كان من الأهداف الأساسية لنظرية المالية البحث في قضايا المؤسسات والأصول المالية من خلال البحث في مختلف القرارات المالية المبنية على الاستثمار، التمويل وتوزيع الأرباح، والتي تعكس استراتيجيات المؤسسات لما لها من تأثير على القيمة المؤسسة وتحقيق الأهداف المرجوة والمسطرة من طرف مؤسسة.

وتعتبر سياسة توزيع الأرباح من القرارات المالية الإستراتيجية الهامة في المؤسسة، حيث حظيت بقسط كبير من الدراسات ضمن النظرية المالية والتي حاولت دراسة تأثير هذه السياسة على قيمة الأسهم -قيمة المؤسسة- وانقسمت هذه الدراسات بين مؤيدة ومعارضة لها.

تعد سياسة توزيع الأرباح من بين القرارات المالية الإستراتيجية الهامة في المؤسسة، وتخضع إلى عدة اعتبارات في تحديدها من الضروري عدم تجاهلها وعلى المؤسسة مراعاتها، مثل تكلفة الوكالة، الضرائب، مدى توفر السيولة الكافية لتغطية توزيع الأرباح، وهنا العديد من النظريات التي حاولت تفسير سلوك المسيرين اتجاه سياسة توزيع الأرباح، حيث اختلفت هذه النظريات بين مؤيد وحيادي اتجاه تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة.

تعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حجر الزاوية في عملية التنمية الاقتصادية، لكونها الأساس لنهضة الدول المتقدمة حالياً، وهذا اعتباراً لمزاياها المتعددة، من قلة حاجاتها لرؤوس الأموال الضخمة، وقدرتها على توفير فرص عمل جديدة، ومساهمتها في زيادة الصادرات، إضافة إلى ما تتمتع به من مزايا في مجالات المهارات التنظيمية، والقدرة على الإبداع، واستيعاب التكنولوجيا الجديدة، والتعرف على السوق، وقربها من المتعاملين فيه، وقدرتها على إنتاج سلع وخدمات جديدة، وتعتبر مخرجاتها بمثابة مدخلات لإنتاج سلع وخدمات أخرى، وهو الدور المتميز في إمداد المؤسسات الكبرى.

ونظراً لخصوصية هذه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومميزاتها، فإن سياسة توزيع الأرباح في هذه المؤسسات تكون أيضاً متميزة عن سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الكبيرة.

## 2- إشكالية البحث

بناء على ما سبق، تتمثل إشكالية البحث فيما يلي:

- ما هي محددات توزيع أو احتجاز الأرباح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية؟

**3- الأسئلة الفرعية**

بالنسبة للأسئلة الفرعية، فهي:

- ما هو مفهوم توزيع الأرباح؟
- ما هي نظريات توزيع الأرباح؟
- ما هي العوامل الداخلة في تحديد توزيع الأرباح في الجزائر؟

**4- فرضيات البحث**

بالنسبة للفرضيات، فهي:

- توزيع الأرباح هو الجزء الذي توزعه المؤسسة على شركائها عند تحقيقها لأرباح حالية.
- يعتبر كل من المردودية ومستوى الاستدانة والضمانات من العوامل المؤثرة على توزيع الأرباح.
- لا يؤثر الشكل القانوني، النمو والحجم على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

**5- أهداف البحث**

تتركز أهداف البحث أساسا فيما يلي:

- معرفة سياسة توزيع الأرباح وأهم العوامل المؤثرة عليها.
- التطرق إلى بعض نماذج توزيع الأرباح التي قامت بتفسير سياسة توزيع الأرباح.
- النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح.
- معرفة العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

**6- مناهج البحث**

تم الاعتماد على المنهج الوصفي وكذا المنهج التحليلي، وذلك لعرض مختلف المفاهيم المرتبطة بسياسة توزيع الأرباح وتحليل نتائجها المتوصل إليها، وكذا لمعرفة العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الجزائرية، وتحليل نتائجها نظرا لخصوصية البيئة الجزائرية وكذا خصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

**7- هيكل البحث**

تم تقسم المذكرة إلى فصلين، نظري وتطبيقي، حيث يعرض الفصل النظري مفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح وأهم النظريات التي تطرقت إلى هذه السياسة، أما الفصل الثاني فتضمن دراسة تجريبية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

# الفصل الأول

مفاهيم حول سياسة

توزيع الأرباح ونظرياتها

## تمهيد الفصل الأول

يعتبر قرار توزيع الأرباح من القرارات الإستراتيجية التي يتوقف على المسيرين اتخاذها في ظل كل الظروف المحيطة بهم من تكلفة الوكالة إلى سمعة المؤسسة وكذا تضارب الآراء والمصالح واختلاف أحجام وسياسات المؤسسات ومراحل نموها ولهذا وجب أن نتطرق في الفصل الأول للبحث إلى مفاهيم توزيع الأرباح بمختلف أشكالها كما سنتطرق إلى قيود توزيعها وأنواع سياسات توزيع الأرباح وكذا أهم النظريات التي اعتنت بهذا الموضوع ومختلف الآراء التي جاءت حول أثر سياسة توزيع الأرباح المنتهجة على القيمة السوقية للمؤسسة وذلك للإحاطة نظريا بمختلف جوانب الموضوع.

## المبحث الأول: مفهوم وأشكال توزيع الأرباح

في هذا المطلب، سيتم عرض مفهوم توزيع الأرباح وكذا أشكال توزيع الأرباح بين التوزيع النقدي والتوزيع العيني. وأنواع كل شكل.

### المطلب الأول: مفهوم توزيع الأرباح

تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها " مضمون لاتخاذ القرار بتوزيع الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها في المؤسسة، وتتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية والتي ينتج عنها تعظيم سعر السهم".<sup>1</sup>

كما يمكن تعريف توزيعات الأرباح على أنها: جزء من الأرباح الذي يقوم المسير بتوزيعها على حملة الأسهم بعد موافقة الجمعية العامة في شكل نقدي أو عيني، هذه الأرباح ناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو السابقة لتلبية احتياجات الملاك أو إرسال إشارة للسوق عن وضعية معنية وتكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الخارجية للمؤسسة.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني: أشكال توزيع الأرباح

يوجد شكلين من أشكال توزيع الأرباح، وهي التوزيع النقدي والتوزيع غير النقدي وفي كل شكل عدة أنواع.

#### 1- التوزيع النقدي للأرباح

تقوم المؤسسة بتوزيع الأرباح على المساهمين على شكل نقد في الغالب، وينشأ حق المساهم في أرباح المؤسسة بعد صدور قرار الهيئة العامة للمساهمين (الجمعية العامة) بتوزيعها في يوم الإعلان عن التوزيع، ويكون الحق في استيفاء الربح تجاه المؤسسة لمالك السهم المسجل في سجلاتها في تاريخ اجتماع الهيئة العامة الذي تقرر فيه توزيع الأرباح.

يعتبر هذا النوع من التوزيع الأكثر تفضيلاً من قبل المساهمين، كما تجيز قوانين المؤسسات في بعض الدول توزيع أرباح السهم على شكل نقدي مرة واحد سنوياً أو كل نصف سنة أو كل ربع سنة

<sup>1</sup> - زرقون محمد، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر- مجلة البحث، جامعة ورقلة العدد الثامن، 2010، ص85.

<sup>2</sup> - علي بن صب، 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 2008-2006، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2008-2009، ص122.

بانظام أو بشكل غير منتظم، وتعتمد هذه التوزيعات على وجود أرباح وتوفر النقدية اللازمة لدى المؤسسة، وضرورة وجود خطط وسياسات الإدارة للتصرف في النقد أو التأثير في سعر السهم.<sup>(3)</sup>

## 2- توزيعات الأرباح من خلال إعادة شراء الأسهم

يعتبر قرار إعادة شراء السهم من أهم قرارات السياسة المالية في المؤسسة، مثل قرار توزيع أرباح السهم أو قرار الهيكلية المالية أو قرار الاستثمار وغيرها.<sup>(4)</sup>

يقصد بإعادة شراء الأسهم قيام المؤسسة بإعادة شراء أسهمها من السوق، ويمكن النظر إلى هذه العملية وكأن المؤسسة تستثمر في نفسها، حيث تقوم المؤسسة باستخدام السيولة لشراء أسهمها وكأن المؤسسة تعطي انطبعا بأنها لم تجد فرصة استثمارية أفضل من الاستثمار في أسهمها وإعادة شراء المؤسسة لأسهمها يؤدي إلى تخفيض عدد الأسهم المكتتب بها.

- حيث أصبحت إعادة شراء الأسهم Stock Repurchases والتي تحدث عندما تريد المؤسسة شراء أسهمها القائمة جزءا مهما من منظر التمويل، فقد أعادت الكثير من المؤسسات الكبيرة شراء حصصا أكثر مما أصدرت من أسهم منذ سنة 1985، كما أصبحت حالات إعادة الشراء الطريقة المفضلة لبدء توزيعات النقود على حملة الأسهم. ففي سنة 1981، بدأت 81% من المؤسسات الكبيرة بإعادة شراء أسهم بدلا من توزيع أرباح السهم بنسبة أكبر بكثير من 27% في سنة 1973، كما حلت إعادة شراء الأسهم بصورة مستقرة محل حصص الأرباح كصيغة للتوزيع أيضا.<sup>(5)</sup>

## 3- توزيع الأرباح العيني

في بعض الأحيان وعند عدم توفر السيولة النقدية لدى المؤسسة، قد يقترح مجلس الإدارة وبمصادقة الهيئة العامة للمساهمين توزيع الأرباح على شكل عيني، كتوزيع منتج المؤسسة على المساهمين بدلا من الأرباح النقدية، أي أن المؤسسة توزع الأرباح من أصولها، وقد تأخذ هذه التوزيعات العينية شكل البضائع أو العقارات أو الاستثمارات أو شكل آخر يحدده مجلس الإدارة.

## 4- تجزئة السهم

تحدث تجزئة السهم Stock Split عندما تقرر إدارة المؤسسة إعطاء أسهم جديدة لأصحاب الأسهم القائمة في المؤسسة، عادة ما يتم التعبير عن تجزئة السهم بنسبة، مثل النصف، حيث صاحب

<sup>3</sup> - حسن حسين هاشم، *العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة*، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 17، 2008، ص ص: 214-215.

4- Luis Krug Pacheco and Clara Raposo, **the Determinants of Initial Stock Repurchases**, SEMINÁRIOS DE FINANÇAS, Terça-Feira, Universidade Católica Portuguesa – Centro Regional do Porto, 16 de Outubro de 2007, p:3.

<sup>5</sup> - أوجين بريجهام وميشيل إير هارديت، ترجمة سرور على إبراهيم سرور، *مرجع سابق*، 2009، ص: 896.

كل سهم يتحصل على حصة إضافية. على سبيل المثال، عند تقسيم السهم إلى الثلث، فإن حامل 100 سهم قبل التجزئة، سيتحصل على 200 سهم إضافية، ويصبح المجموع 300 سهم بعد الانقسام. فإذا كان سعر السهم 90 وحدة نقدية قبل التجزئة، فإن سعر السهم بعد التجزئة تصبح 30 وحدة نقدية.<sup>(6)</sup> تلجأ المؤسسة لهذه السياسة في حالة ما إذا أرادت أن تجعل السهم في متناول فئة أكبر من المستثمرين، حيث تلجأ المؤسسة إلى تجزئة السهم إلى النصف أو الثلث أو غير ذلك حسب أهداف المؤسسة، وهذه العملية تؤدي إلى زيادة عدد أسهم المؤسسة مع تخفيض القيمة الاسمية لها، وما يتبعها من انخفاض في القيمة السوقية وكذا ربح السهم. بالإضافة إلى ذلك، فإن تخفيض سعر السهم يسمح للمستثمرين الصغار بإيجاد فرص استثمارية، مما يؤدي إلى تحفيز الطلب على هذه الأسهم فترتفع قيمتها السوقية.

يلجأ المسيريون إلى هذه الآلية عندما يكون سعر السهم مرتفع كثيرا في السوق بهدف جعل السهم في متناول عدد أكبر من المستثمرين، كما تلجأ المؤسسات التي تشهد أسهمها عوائدا غير طبيعية إلى تجزئة الأسهم. كما تعتبر عملية تجزئة السهم في الغالب بديل عن إصدارات جديدة من أجل تعزيز القابلية التسويقية للسهم وتحفيز النشاط في السوق المالية، ويمكن أن تتم عملية تجزئة الأسهم بالصورة المرغوب فيها والتي تتماشى وأهداف المؤسسة، كما يمكن أن تقوم المؤسسة باستبدال أسهم قديمة بسهم أو أسهم جديدة، والهدف من هذه العملية هو تخفيض عدد الأسهم المتداولة في السوق المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع السعر السوقي لها.<sup>(7)</sup>

## 5- توزيع الأرباح على شكل حصص أرباح السهم

تشبه حصص أرباح السهم Stock Dividends تجزئة الأسهم دون التأثير على الموقع الأساسي لحملة الأسهم الحاليين. على سبيل المثال، إذا كانت حصص أرباح السهم 5%، فإن حامل 100 سهم سيتحصل على 5 أسهم إضافية بدون تكلفة.<sup>(8)</sup> فعوض أن تقوم المؤسسة بتوزيع الأرباح في شكلها النقدي، فإنها تقوم بمنح أسهم إضافية للمساهمين.

تلجأ المؤسسة لهذه السياسة لعدة أسباب، أهمها:<sup>(9)</sup>

<sup>6</sup> - Baker H Kent, **Dividends and Dividend Policy**, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, 2009, p: 326.

<sup>7</sup> - عيسى بدروني، **محددات توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة-دراسة حالة الجزائر-**، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية والمالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2010، ص: 8.

<sup>8</sup> - أوجين بريهام وميشيل إيرهاردت، ترجمة سرور على إبراهيم سرور، **نفس المرجع**، 2009، ص: 908.

<sup>9</sup> - سعد عبد الحميد مطاوع، **نفس المرجع**، ص: 519.

- الرغبة في توسيع قاعدة ملكية المؤسسة، حيث أن معظم المساهمين يقومون ببيع الأسهم الإضافية التي يحصلون عليها كعائد إلى مستثمرين جدد، مما يؤدي إلى توسيع قاعدة ملكية المؤسسة.
- تسمح هذه العملية بتحويل الاحتياطات والأرباح المحتجزة إلى حساب رأس المال، مما يوفر إمكانية احتجاز أرباح مستقبلية على شكل احتياطات، حيث تزيد من فرص المؤسسة في النمو والتوسع.
- الرغبة في تخفيض سعر السهم بغرض جذب عدد كبير من المستثمرين الذين لا يستطيعون شراء الأسهم إلا عند انخفاض أسعارها إلى مستويات مناسبة، وينخفض سعر السهم نتيجة زيادة عرض الأسهم عوض توزيع الأرباح في شكلها النقدي.
- إمكانية زيادة العائد النقدي الذي يحصل عليه المستثمر مستقبلاً، نظراً لأن عدد الأسهم التي يمتلكها كل مستثمر سيزداد نتيجة قيام المؤسسة بتوزيع الأرباح في شكل أسهم، وذلك لأن عملية توزيع الأسهم مجانية.

### المطلب الثالث " قيود توزيع الأرباح

لتوزيع الأرباح عدة قيود، سيتم ذكر أهمها:

- عقود الحماية، حيث تفرض عقود الدين عادة قيوداً على توزيع الأرباح، ففي عدة حالات يفرض المقرض شرطاً بعدم توزيع الأرباح على المؤسسة المقترضة ما لم تكن نسبة السيولة ومعدل تغطية الفوائد تزيد عن حد أدنى.
- قاعدة إتلاف رأس المال والتي تقول بأنه لا يجب توزيع أرباح أكثر من المكاسب المحققة، والسبب في ذلك هو أن بعض المؤسسات قد تلجأ إلى توزيع رأس المال على المساهمين بدون تخصيص جانب للدائنين.
- توافر النقدية، فقد تحقق المؤسسة مكاسب، ولكن لا تتوفر لديها سيولة نقدية كافية لتوزيع الأرباح. في هذه الحالة، لا يمكن للمؤسسة توزيع الأرباح على المساهمين.
- فرص الاستثمار، تتوقف سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة على فرص الاستثمار المتاحة أمامها.
- أثر سياسة توزيع أرباح السهم على تكلفة الملكية، يتوقف اختيار سياسة التوزيع على الأثر الذي قد تتركه على تكلفة الملكية.
- تفضيلات المساهمين الحاليين، تؤدي تفضيلات المساهمين الحاليين للمؤسسة دوراً في تحديد سياسة توزيع الأرباح، ففي المؤسسات التي تنحصر ملكيتها في مجموعة صغيرة من الأفراد، يكون هناك اتجاه واضح نحو احتجاز نسبة عالية من الأرباح وتوزيع نسبة صغيرة على المساهمين.

- القوانين التنظيمية، تخضع الشركات لقوانين و أنظمة البلد الذي تعمل فيه، مثل قانون الشركات وقانون هيئة سوق الأوراق المالية أنظمتها و تعليماتها، وفيما يتعلق بتوزيع الأرباح فمعظم دول لا تسمح للشركات بدفع أرباح من رأس مالها القانوني و الذي يقاس بالقيمة الاسمية للأسهم العادية وفي بعض الدول يضاف الى القيمة الاسمية للأسهم العادية، علاوة إصدار الأسهم العادية كذلك لا يسمح للشركات عادة بأن توزع الأرباح إذا كانت غير مئنة ماليا أو مفلسة قانونيا<sup>10</sup>.
- عائد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة، من الواضح أنه إذا كانت الشركة ترغب في استثمار أصولها الإنتاجية في استثمارات رأسمالية أو زيادة أصولها المتداولة، أو أنها لا ترغب في استهلاك ديونها، فإنه يمكن توزيع هذه الأرباح نقدا ومن ناحية أخرى إذ ما توفر لدى الشركة فرصة استثمارية مربحة، فإنه يمكن استخدام هذه الأرباح في تمويلها.<sup>11</sup>
- الشروط و الاعتبارات التعاقدية، قد تتضمن الاتفاقات و العقود المبرمة بين المنظمة و الدائنين أو بينها و بين أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط تحد من حرية تصرف الشركة، حماية للدائنين أو أصحاب الأسهم الممتازة حيث قد يشترط الدائنون أن لا يتم إجراء أي توزيعات نقدية على أصحاب الأسهم العادية إلا بعد أن يتم الوفاء بشروط الاتفاقية حيث قد يشترط الحفاظ على مستوى ملائم من رأس المال العامل.<sup>12</sup>
- الضرائب الشخصية على دخل المساهم، يلاحظ أن المساهم يخضع لضريبة شخصية على الدخل الذي يحصل عليه سواء في شكل توزيعات للأرباح أو من الأرباح و المكاسب الرأسمالية التي تتحقق من بيع أصول يحتفظ بها لفترة أطول من الزمن، حيث نجد أن الضريبة على الأرباح أو المكاسب الرأسمالية أقل بصفة عامة عن تلك التي تفرض على التوزيعات و يعني هذا أن النظام الضريبي يشجع الحصول على إيرادات أو دخول إضافية في شكل مكاسب رأسمالية.<sup>13</sup>
- اعتبارات السوق، إن المحتوى المعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح سيؤخذ بعين الاعتبار من قبل السوق المالي، حيث المساهمين غالبا ما ينظرون إلى دفع الأرباح كإشارة عن أداء الشركة المستقبلي فسياسة توزيع الأرباح المستقرة و الثابتة تعتبر إشارة إيجابية تدل على قوة المركز المالي للشركة، وبالتالي ارتفاع سعر سهم الشركة في السوق، أما توزيعات الأرباح المنخفضة أو عدم توزيع الأرباح فتعتبر

<sup>10</sup> - فايزسليم حداد، مرجع سبق ذكره، مرجع سبق ذكره، ص310.

<sup>11</sup> - عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص204.

<sup>12</sup> - عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية، مدخل اتحاد القراءات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2007، ص241.

<sup>13</sup> - عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص205.

إشارة سلبية تدل على انخفاض أرباح الشركة المستقبلية و بالتالي انخفاض سعر سهم الشركة في السوق.<sup>14</sup>

### المطلب الرابع: أنواع سياسات توزيع الأرباح

توجد عدة أنواع لسياسات توزيع الأرباح، منها توزيع الأرباح المستقرة، وكذا سياسة توزيع الأرباح الثابتة والفائض في توزيع الأرباح.

#### 1- سياسة توزيع الأرباح المستقرة

سياسة توزيع الأرباح المستقرة هي الأسهل والأكثر استخدامًا. الهدف من هذه السياسة هو دفع أرباح ثابتة ومنتظرة كل عام، وهو ما يسعى إليه معظم المستثمرين. سواء ارتفعت الأرباح أو انخفضت، يحصل المستثمرون على أرباح. الهدف هو موازنة سياسة توزيع الأرباح مع النمو طويل الأجل للشركة بدلاً من تقلب الأرباح الفصلية. يمنح هذا النهج المساهم مزيداً من اليقين فيما يتعلق بحجم وتوقيت توزيع الأرباح.

#### 2- سياسة توزيع الأرباح الثابتة

العيب الرئيسي لسياسة توزيع الأرباح المستقرة هو أن المستثمرين قد لا يشهدون زيادة في الأرباح في سنوات الطفرة. بموجب سياسة توزيع الأرباح الثابتة، تدفع الشركة نسبة مئوية من أرباحها كأرباح سنوية. بهذه الطريقة، يختبر المستثمرون التقلب الكامل لأرباح الشركة. إذا ارتفعت الأرباح، يحصل المستثمرون على أرباح أكبر. إذا انخفضت الأرباح، فقد لا يحصل المستثمرون على أرباح. العيب الأساسي لهذا الأسلوب هو تقلب الأرباح والأرباح. من الصعب التخطيط مالياً عندما يكون دخل الأرباح متقلباً للغاية.

#### 3- سياسة توزيع الأرباح المتبقية

سياسة توزيع الأرباح المتبقية متقلبة للغاية، لكن بعض المستثمرين يرون أنها سياسة توزيع الأرباح الوحيدة المقبولة. مع سياسة توزيع الأرباح المتبقية، تقوم الشركة بدفع ما تبقى من أرباح بعد أن دفعت الشركة للنفقات الرأسمالية ورأس المال العامل. هذا النهج متقلب، لكنه أكثر منطقية من حيث العمليات التجارية. لا يريد المستثمرون الاستثمار في شركة تبرز زيادة ديونها مع الحاجة إلى دفع أرباح الأسهم.

### المطلب الرابع: نماذج توزيع الأرباح

<sup>14</sup> - فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، مرجع سبق ذكره، ص313.

تم وضع عدة نماذج لتفسير توزيعات أرباح السهم في المؤسسة، حيث تطرقت هذه النماذج في مجملها إلى أهم العوامل التي يمكن أن تكون لها علاقة مع توزيعات أرباح السهم، كما اعتمدت هذه النماذج على عدة فرضيات. من بين هذه النماذج يوجد نموذج لنتنر، ولتر، قوردين ونموذج كالاي.

### 1. نموذج لنتنر

قام جون لينتنر (1956) John Lintner<sup>(15)</sup> بإجراء سلسلة من مقابلات مع 28 مسيرا لعدة مؤسسات، حيث تركزت المقابلات حول سياسة توزيع أرباح السهم الخاصة بهم.<sup>(16)</sup> من خلال تلك المقابلات، توصل لينتنر إلى أن المسيرين يفضلون ثبات توزيعات أرباح السهم، ولا يتم تغيير سياسة التوزيع إلا إذا كان من الضروري القيام بذلك، كما توصل كذلك إلى أن أرباح المؤسسة تعتبر محددًا رئيسيًا لأرباح السهم، والمسير يقوم بالتعديل الجزئي لأرباح السهم تماشياً مع أرباح المؤسسة وأرباح السهم السابقة.

بافتراض أن المؤسسة تستهدف نسبة توزيع أرباح  $d$ ، ففي العام المقبل، ستكون أرباح السهم الموزعة  $DIV_1$  تساوي نسبة ثابتة من الأرباح لكل سهم  $MPA_1$ . ومنه، فإن  $DIV_1$  تعطي كما يلي:<sup>(17)</sup>

$$DIV_1 = d \times MPA_1$$

يكون التغيير في أرباح السهم في العام المقبل  $DIV_1$  مقارنة بأرباح السهم في العام الحالي  $DIV_0$

كما يلي:

$$DIV_1 - DIV_0 = (d \times MPA_1) - DIV_0$$

كما يوضح النموذج الموالي تعديلاً جزئياً للنموذج السابق، فهو يوضح وجود معامل التعديل  $c$

وثابت  $a$ :<sup>(18)</sup>

$$DIV_1 - DIV_0 = a + c(d \times MPA_1 - DIV_0)$$

<sup>15</sup> - John Lintner, *Distribution of Income of Corporation Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes*, *American Economic Review*, Vol. 45, No.2, 1956, pp: 97-113.

<sup>16</sup> - Abdullah Norhasniza Mohd Hasan, Ahmad Zuraidah and Roslan Shashazrina, *The Influence of Ownership Structure on the Firms Dividend Policy Based Lintner Model*, *International Review of Business Research Papers*, Vol. 8, No.6, 2012, p :74.

<sup>17</sup> - Richard A. Brealey; Stewart C. Myers et Pierre Laroche, *Principes de Gestion Financière des Sociétés*, McGraw-Hill, Editeurs, Saint-Laurent (Québec), 2e édition, 1992, P : 589.

<sup>18</sup> - Franklin Allen and Roni Michaely, *Payout Policy*, *Handbook of the Economics of Finance*, Vol, Part 1, 2003, p: 350.

إذا كان الثابت  $a$  موجبا، فإن ذلك يعني أن المؤسسة متحفظة ومتردة في تغيير توزيع الأرباح، وإذا كانت قيمة التعديل  $c$  صغيرة، فإن ذلك يعني أن قيمة الأرباح الموزعة لا تتغير مباشرة بعد تغير أرباح المؤسسة إلا بعدما يستمر هذا التغير.

توصل لنتنر إلى أن الأولوية تعطى لقرار توزيع أرباح السهم، أما باقي القرارات المالية فهي تابعة له، فإذا كانت طاقة التمويل الذاتي غير كافية لتمويل الاحتياجات الاستثمارية، فإن المؤسسة ستلجأ إلى التمويل الخارجي. كما أن أرباح السهم الخاصة بالسنة لمؤسسة ما تتعلق بالأرباح الحالية للمؤسسة وبدرجة أكثر على الأرباح الماضية. وللتأكد من ذلك، يمكن الاستدلال على ذلك بالبرهان في الفقرة الموالية مع تجاهل الثابت  $a$ .<sup>(19)</sup>

تكتب علاقة توزيع أرباح السهم في الزمن  $t$  كما يلي  $DIV_t = (c.d.BPA_t) + (1-c).DIV_{t-1}$  نفس العلاقة تكتب في الزمن  $t-1$  لكن بدلالة أرباح السهم للسنة التي قبلها  $DIV_{t-2}$  وتكتب كما يلي  $DIV_{t-1} = (c.d.BPA_{t-1}) + (1-c).DIV_{t-2}$ ، وهكذا حتى إلى الزمن  $t-N$ ، وبإحلال جميع العلاقات في العلاقة الأولى، يصبح توزيع أرباح السهم في الفترة الأولى  $DIV_t$  كما يلي:

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

تم اختبار نموذج لنتنر لتوزيع أرباح السهم على عدة دراسات تجريبية، وقد خلصت أغلبها إلى واقعية هذا النموذج، مثل الدراسة التي قام بها كل من فاما وبابياك<sup>(20)</sup> (1968) Fama and Babiak، حيث قاما بدراسة توزيعات أرباح السهم لمجموعة مكون من 392 مؤسسة في الولايات المتحدة الأمريكية بين سنة 1946 وسنة 1964، وكانت نتائج الدراسة متوافقة مع نموذج لنتنر.

## 2. نموذج والتر

يقوم الأساس الفكري لنموذج والتر (1956) Walter<sup>(21)</sup> على ملائمة التوزيعات مع القيمة السوقية للمؤسسة وبالتالي القيمة السوقية للسهم، حيث أن هناك علاقة طردية بين توزيعات أرباح السهم والقيمة السوقية للسهم.<sup>(22)</sup>

قام نموذج والتر 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

<sup>19</sup> - Richard A. Brealey; Stewart C. Myers et Pierre Laroche, **Op-cit**, 1992, P : 590.

<sup>20</sup> - Eugene Fama and Harvey Babiak, *Dividend Policy: An Empirical Analysis*, **Journal of the American Statistical Association**, Vol. 63, No.324, 1968, pp: 1132-1161.

<sup>21</sup> - James E. Walter, *Dividend policies and common stock prices*, **The Journal of Finance**, Vol. 11, No.1, 1956, pp: 29-41.

<sup>22</sup> - George M. Frankfurter and Bob G. Wood, **Dividend Policy, Theory & Practice**, Academic Press, San Diego (USA), 2003, p: 72.

أن تحقق ساسة توزيع مثلى وفق شكل العلاقة بين معدل العائد المتوقع على الاستثمار ومعد العائد المطلوب. فإذا ما كان معدل العائد المتوقع على الاستثمار يفوق تكلفة رأس المال وبالتالي معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين، فإن المؤسسة سوف تلجأ إلى احتجاز الأرباح، أما في حالة العكس، فإن المؤسسة سوف تقوم بتوزيع أرباح السهم على المساهمين.

يعتمد نموذج والتر على عدة فرضيات، وهي: (23)

- يتم تمويل جميع الاستثمارات في المؤسسة من الأرباح المحتجزة فقط، بدون استخدام مصادر التمويل الخارجية مثل القروض أو إصدار أسهم عادية.
- إذا ما حصلت أية استثمارات إضافية في المؤسسة، فإنها لن تغير من مخاطر الأعمال، وهو ما يعني ضمناً ثبات معدل العائد على الاستثمار ومعدل العائد المطلوب من طرف المساهمين.
- لا يوجد أي تغير في ربحية السهم الواحد ولا في توزيعات الأرباح للسهم الواحد.
- استمرارية حياة المؤسسة دون تحديد تاريخ انقضاء.

بالاعتماد 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 معدل العائد على الاستثمار، و  $D$  هي توزيع أرباح السهم السنوي، و  $B$  نصيب السهم من الربح الإجمالي للمؤسسة، أما فهو  $k_e$  معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين، فإن سعر السهم السوقي  $P$  يعطى بالعلاقة الموالية: (24)

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

والملاحظ من العلاقة السابقة، أنه عندما يكون معدل العائد المتوقع على الاستثمار  $R$  أكبر من معدل العائد المطلوب  $k_e$  فإن زيادة حيز الأرباح له تأثير إيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة، أما في حالة  $k_e > R$  فإن توزيع أرباح السهم ستكون لها دور في زيادة سعر السهم السوقي. أما في حالة  $k_e = R$ ، فإن كلا السياستين سواء توزيع الأرباح أو احتجازها لهما نفس التأثير على سعر السهم السوقي.

### 3. نموذج فوردن

<sup>23</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2010، ص: 628.  
<sup>24</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، 2010، ص: 433.

يعتبر نموذج قوردن (Gordon (1959)<sup>(25)</sup> من بين أهم النماذج المتعلقة بتوزيع أرباح السهم، حيث ناقش توزيعات أرباح السهم وأثرها على القيمة السوقية للسهم.

يعتمد نموذج قوردن على عدة فرضيات وهي:<sup>(26)</sup>

- لا تحتوي الهيكلية المالية للمؤسسة على تمويل خارجي، أي أن المؤسسة ممولة بالكامل بالتمويل الذاتي.
- يتم تمويل جميع الاستثمارات عن طريق الأرباح المحتجزة.
- استمرارية واستدامة المؤسسة في نشاطها وعملها.
- ثبات العائد المتوقع على الاستثمار ومعدل العائد المطلوب.
- ثبات نسبة احتجاز الأرباح.
- معدل العائد المطلوب أكبر من معدل نمو الأرباح.
- كره المخاطرة لجميع المستثمرين وكذا اتصافهم بالعقلانية والرشادة.

اعتمد قوردن في نظريته على نموذج رسملة توزيعات الأرباح، والذي يؤكد أن القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المتوقعة بمعدل خصم مناسب. توضح العلاقة المئوية توزيع أرباح السهم حسب نموذج قوردن:<sup>(27)</sup>

$$\hat{P}_0 = \frac{D_1}{k_e - g}$$

حيث تمثل  $\hat{P}_0$  سعر السهم السوقي المتوقع، وتمثل  $D_1$  أرباح السهم المتوقعة، أما  $k_e$  فهي تمثل تكلفة الأموال الذاتية وتمثل  $g$  معدل النمو في أرباح المؤسسة.

حسب قوردن، فإن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع احتجاز الأرباح والاستثمارات المضافة، وذلك لأن ارتفاع أرباح السهم في المستقبل سببه الزيادة في الاستثمارات، أما ارتفاع معدل العائد المطلوب من المساهمين فهو يعتبر نتيجة زيادة حالة عدم التأكد المرافقة للزيادة في الاستثمارات.<sup>(28)</sup>

25 - M J Gordon, *Dividends, Earnings, and Stock Prices*, the *Review of Economics and Statistics*, Vol. 41, No. 2, Part 1, 1959, pp. 99-105.

26 - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2008، ص: 639.

27 - Michael C. Ehrhardt and Eugene F. Brigham, *Corporate Finance A Focused Approach*, South-Western College Pub, Cincinnati (USA), 5 Edition, 2013, p: 508.

28 - George M Constantinides, Milton Harris and René M Stulz; *Corporate Finance*, Elsevier, Amsterdam, volume 1, 2003. P: 341.

## 4. نموذج كالاي

يسمح نموذج الإشارة للمؤسسة باستعمال أرباح السهم، الاستثمار أو الاستدانة لإعلام المستثمرين بوضعيتها. وتحمل المؤسسة تكاليف في كل إشارة تقوم بها، حيث تكون هذه التكاليف مرتفعة بالنسبة للمؤسسات الرديئة عكس التكاليف في المؤسسات الجيدة.

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 تحسن في التدفقات النقدية والعكس.

من بين نماذج الإشارة، يوجد نموذج كالاي (Kalay(1980)<sup>(29)</sup>، والذي يقوم على عدة فرضيات وهي:<sup>(30)</sup>

- لا وجود لتكاليف الصفقات، ولا تكاليف الوكالة ولا تكاليف الإفلاس والضرائب.
  - تتميز الأسواق بعدم تماثل المعلومات.
  - نموذج مكون من فترتين، فالقرارات المالية تؤخذ 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 الاستثمار.
  - يعلم المستثمرون بأن للمسيرين معلومات داخلية حول أداء المؤسسة الحالي والمستقبلي.
  - يتميز المستثمرون بالحيادية اتجاه المخاطر.
  - سياسة المسيرين في العائد  $M$  تكون كما يلي  $M = (1+r)\varphi_0 V_0 + \varphi_1 E_1$  حيث تمثل  $\varphi_0$  و  $\varphi_1$  معاملات غير سالبة، و  $V_0$  تمثل القيمة السوقية للمؤسسة في الفترة 0، وتمثل  $E_1$  الأرباح في السهم في الفترة 1 وتمثل  $r$  معدل الفائدة.
- بافتراض أن هناك نوعين من المؤسسات A و B في السوق، وأن أرباح هذه المؤسسات في الفترة 1 هي  $E_A$  و  $E_B$  على التوالي. تعادل هذه الأرباح قيمة أرباح السهم في الفترة 1. إذا، فالقيمة السوقية للمؤسسة A في الفترة 0 هي  $V_0^A$  وتعطي كما يلي  $V_0^A = \frac{E_a}{1+r}$ ، وكذلك الأمر بالنسبة للقيمة السوقية

<sup>29</sup> - Avner Kalay, *Signaling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends*, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 15, No. 4, 1980, pp. 855-869

<sup>30</sup> - Robert Cobbaut, *Théorie financière*, Economica, Paris, 1997, p: 457.

للمؤسسة B في الفترة 0 وهي  $V_0^B$  التي تعطي كما يلي  $V_0^B = \frac{E_b}{1+r}$ . فإذا كانت  $E_A > E_B$  فإن  $V_0^A > V_0^B$ .

بافتراض أن احتمال أن تكون المؤسسة من النوع A هو  $q$  ومن النوع B هو  $(1-q)$ ، فإن القيمة السوقية للمؤسسة  $V_0$  هو  $V_0 = \frac{qE_a + (1-q)E_b}{1+r}$  و  $V_0^A > V_0 > V_0^B$ . حسب هذه العلاقة، فإنه من غير الممكن للمؤسسة أن تعلم المساهمين بنوعها باستعمال أرباح السهم، لأن المؤسسات من النوع A يمكن أن تقوم بإرسال نفس الإشارة إلى السوق فتصبح بذلك من النوع B ويصبح المستثمرون هنا أمام الخطر المعنوي.

إذا تم افتراض أن أحد النشاطات المالية التي تقوم بها المؤسسة A هو  $X^A$ ، فمن خلاله يستطيع المساهمون تحديد نوع المؤسسة  $V_0(X^A)$ ، فإذا كانت  $V_0(X^A) > V_0$  فإن مؤسسات النوع B تحاول الوصول إلى هذه القيمة  $V_0(X^A)$ . وبالتالي، فإنه عند التوازن يصبح  $V_0(X^A) = V_0$ . ومن جهة أخرى، إذا قامت المؤسسة B بالنشاط  $X^B$  حيث  $V_0(X^A) > V_0(X^B)$ ، فيمكن للمستثمر أن يشتري أسهم المؤسسة B بقيمة  $V_0(X^B)$  ثم القيام بالنشاط  $X^B$ ، فيكون بذلك قد حقق أرباحاً رأسمالية تقدر بقيمة  $V_0(X^A) - V_0(X^B)$ . وبما أن الوسيلة المستعملة في الإشارة هي أرباح السهم، وأن هذا الأخير لا يحمل تكاليف، فإن علاقة التقييم في السوق المالية تكون نفسها بالنسبة لجميع المؤسسات، والتوازن الوحيد هو  $V_0^A = V_0^B$ .<sup>(31)</sup>

يتردد المسيريون في خفض الأرباح. وبدلاً من ذلك، فإن المؤسسة ستتحمل تكاليف C في حالة خفض الأرباح. وبالتالي يصبح عائدهم  $M$  كما يلي:

$$M = \varphi_0(1+r)V_0 + \varphi_1 \begin{cases} E_1 & \text{if } E_1 > D_0 \\ E_1 - \frac{C}{\varphi_1} & \text{if } E_1 < D_0 \end{cases}$$

حيث تمثل  $E_1$  قيمة الأموال الذاتية في الفترة 0، وتمثل  $D_0$  قيمة أرباح السهم المدفوعة في الفترة 0. يحدد المسيرين في الفترة 0 قيمة أرباح السهم المدفوعة  $D_0$  التي تعظم العائد  $M$ ، فحسب سبناس *Spence* وبالاعتماد على العلاقة السابقة، يمكن إيجاد التوازن في الإشارة، فبافتراض أن المستثمرين يستعملون أرباح السهم كإشارة من خلالها يتم تحديد نوع المؤسسة، فإنه يمكن تحديد العتبة من أرباح السهم  $D^*$  التي يمكن من خلالها التفرقة بين المؤسسات إن كانت من النوع A أو من النوع B،

<sup>31</sup> عيسى بدروني، مرجع سابق، 2010، ص: 37.

حيث  $V_B > D^* > V_A$ . فإذا كان  $D_0 > D^*$  فإن المؤسسة تكون من النوع  $A$ ، أما إذا كان  $D_0 \leq D^*$ ، فإن المؤسسة هي من النوع  $B$ .

فالمؤسسة التي تدل إشارتها على أنها من النوع  $A$  مع  $D^* < D_0^A \leq V_A$ ، فإن قيمتها السوقية  $V_0$  هي  $V_0 = V_0(D_0^A) = \frac{a}{1+r}$  وبالمقابل، فإن المؤسسة التي تدل إشارتها على أنها من النوع  $B$  مع

$$V_0 = V_0(D_0^B) = \frac{b}{1+r} \text{ هي، فإن قيمتها السوقية هي } D^* > V_B \geq D_0^B$$

ويعطى عائد المسيرين  $M^A$  في المؤسسة  $A$  كما يلي: (32)

$$M^A = \begin{cases} \varphi_0 E_a + \varphi_1 E_a & \text{if } D^* < D_0^A < E_a \\ \varphi_0 E_b + \varphi_1 E_a & \text{if } D^* > D_0^A \end{cases}$$

فإذا كان  $E_a > E_b$ ،  $M^A(D_0^A > D^*) > M^A(D_0^A < D^*)$ ، فإن المساهمون في المؤسسة من النوع  $A$  يختارون  $D_0^A > D^*$  وليس لديهم الحافز للتغيير. بمعنى آخر، فإن المسيرين يفضلون قول الحقيقة. وفي المقابل، فإن عائد المسيرين  $M^B$  في المؤسسة  $B$  كما يلي:

$$M^B = \begin{cases} \varphi_0 E_a + \varphi_1 E_b - C & \text{if } E_b < D^* < D_0^B \\ \varphi_0 E_b + \varphi_1 E_b & \text{if } E_b > D_0^B \end{cases}$$

وبالتالي، فإن المسيرين في المؤسسة من النوع  $B$  سيقومون بإعطاء إشارة حقيقية في السوق أي يختارون  $D_0^B < D^*$ ، كما أنهم سيستفيدون من إشارة غير حقيقية  $D_0^B > D^*$  أكبر من التكلفة التي تأتي بسبب تخفيض أرباح السهم. وتصاغ رياضياً كما يلي:

$$\varphi_0 E_b + \varphi_1 E_b > \varphi_0 E_a + \varphi_1 E_b - C$$

أو

$$.C > \varphi_0 (E_a - E_b)$$

يوضح نموذج كلاي بأن المسيرين لا يقومون بزيادة أرباح السهم إلا إذا كانوا متأكدين من أن وضعية المؤسسة المستقبلية سوف تتحسن وتستمر في ذلك، لأنه إذا كان العكس، فإن المسيرين سوف يتحملون التكلفة التي ليست في صالحهم. وبذلك، فالمسيريون يفضلون توزيع نسبة منخفضة من أرباح السهم ولا يتم الزيادة إلا إذا كان هناك تغيير 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 انخفاضاً مستمراً في التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، والتي تعتبر معلومة سيئة بالنسبة للسوق.

<sup>32</sup> - Avner Kalay, Op-cit, 1980, p: 858.

### 5. نموذج ميرتون ومارش وتكاليف المعلومات

يفترض نموذج ميرتون (1987) Merton لتوازن الأصول المالية أن تكلفة المعلومات تشتمل على مركبتين أساسيتين، تتمثل المركبة الأولى في تكلفة جمع ومعالجة البيانات، أما المركبة الثانية فهي تتمثل في تكلفة إنتاج وإصدار المعلومات من طرف المؤسسة. تعطي هذه التكاليف صورة معكوسة لتكاليف نموذج الإشارة والوكالة. كما يقوم هذا النموذج على طريقة الاستحداث في حالة عدم التأكد.

يصاغ نموذج ميرتون كما يلي:

$$R_S - r = \beta_S [R_m - r] + \lambda_s - \beta_S \lambda_m$$

حيث تمثل  $R_S$  عائد الأصل  $S$  في حالة التوازن، وتمثل  $R_m$  عائد محفظة السوق في حالة التوازن، أما  $r$  فهي معدل العائد بدون مخاطرة، وتمثل  $\beta_S$  بيتا الأصل حيث  $\beta_S = \text{cov}(R_S, R_m) / \text{Var}(R_m)$ ، أما  $\lambda_s$  فهي تكلفة المعلومة في حالة التوازن للأصل  $S$  و  $\lambda_m$  التكلفة المتوسطة للمعلومات لكل أصول السوق.

يعتبر نموذج ميرتون ومارش (1987) Merton&Marsh كتعميم لنموذج ميرتون لوصف تطور أرباح السهم للمؤسسة وكذلك لمحفظة السوق.

#### المبحث الثاني: نظريات سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بالقيمة السوقية للمؤسسة

جاءت الأدبيات المالية بالعديد من النظريات فيما يتعلق بسياسة توزيع الأرباح، أهمها نظرية موديليانى وميلر 1961 التي تنص على حيادية توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة.

#### المطلب الأول: نظريات سياسة توزيع الأرباح

##### 1- نظرية الفائض في التوزيع

من أكثر النظريات قبولا لدى المساهمين في شركات الأعمال بشأن التصرف بالأرباح المحققة هي نظرية المتبقي أي الفائض،<sup>33</sup> حيث تقوم هذه النظرية على عدم توزيع الأرباح على المساهمين إلا بعد أن تكون قد قامت بتمويل كافة المشاريع الاستثمارية المرحة، أي أن الشركة تقوم بتوزيع الأرباح من الأموال التي بقيت فيها بعد أخذ كل المشاريع المجدية اقتصاديا لشركة.<sup>34</sup>

<sup>33</sup> - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، الأردن، 2008، ص 625.

<sup>34</sup> - فايز سليم حداد، مرجع سابق ذكره، ص 309.

## 2- نظرية عدم ملائمة التوزيعات

من أهم أنصار هذه النظرية هما موديجلياني وميلر "M&M" سنة 1961 اللذان أوضحا أن قيمة المؤسسة تتوقف على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح وأكدوا أن كفاءة الاستثمار هي المحدد الرئيسي لثروة المساهمين، و أن أسلوب تقسيم هذه الأرباح على شكل توزيعات نقدية أو أرباح محتجزة يتم إعادة استثمارها لا يؤثر على قيمة المؤسسة وللاشارة فإن هذه النظرية تقوم على مجموعة من الافتراضات غير الواقعية وغير القابلة للتطبيق العملي.<sup>35</sup>

تتمثل هذه الفرضيات فيما يلي:<sup>(36)</sup>

- سياسة الاستثمار للمؤسسة ثابتة 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.
- تتميز السوق المالية بالمنافسة التامة والأعوان بالرشادة والعقلانية.

## 3- نظرية ملائمة التوزيعات (نظرية عصفور في اليد)

تنسب هذه النظرية الى "ميرون غوردن وجون لنتر"، وجاءت على نقد واعتراض لفرضية "موديجلياني وميلر" التي قامت عليها النظرية وهي عدم وجود علاقة بين سياسة التوزيع و القيمة السوقية، والذين اقترحوا أن هنالك علاقة مباشرة بين سياسة الشركة في التوزيعات الأرباح وقيمتها السوقية، وأساس هذه النظرية هو كمثل عصفور في اليد والتي يرون فيها أن توزيعات الأرباح الحالية أقل مخاطرة من توزيعات الأرباح المستقبلية.

## 4- نظرية التمييز الضريبي

تحاول هذه النظرية توضيح أثر الضريبة على المستثمر و التي تبناها "ليزن بيرجي وراما سواني" ترفض نظرية عدم ملائمة التوزيعات في حين تأخذ مركزا مضادا مع النظرية السابقة وهي تدعو

<sup>35</sup> - بريش عبد القادر وب دروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مجلة الباحث، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية، العدد العاشر، 2013، ص13.

<sup>36</sup> - Luis Correia da Silva, Marc Goergan and Luc Renneboog, **Dividend Policy and Corporate Governance**, Oxford University Press, New York, 2004, p: 36.

المؤسسات لاحتجاز أكبر قدر من الأرباح المتولدة، حيث تقوم على مبدءان المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على توزيعها بسبب التميز الضريبي و الذي يرجح الأرباح الرأسمالية لأنها تخضع لمعدل ضريبة أقل بمقارنة بالضريبة على التوزيعات، ووفقا لنظرية التميز الضريبي، فإنه يجب على الشركات أن تدني التوزيعات النقدية إلى أدنى مستوى إذا كانت ترغب في تعظيم قيمة الأسهم، ومن ثم يمكن أن نطلق عليها نظرية عصفور على الشجرة<sup>37</sup>.

### 5- نظرية الإشارة

هذه النظرية تنص 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 و كمية تدل على حسن مركزهم المالي مما يفسر قدرتهم على التسديد في المستقبل، وفي المقابل فالفئة الثانية تبحث عن أحسن استثمار لفوائضها المالية، كما نصت هذه النظرية على اهتمام المستثمرين بتقييم التغيرات في توزيعات الأرباح و سعر السهم سواء بالزيادة أو بالنقصان، ليس بالضرورة ترجمة لتفضيل هؤلاء المستثمرين لتوزيعات الأرباح على احتجازها، بل تغير سعر السهم إنما هو نتيجة لانعكاس المعلومات المهمة التي يحملها إعلان توزيع الأرباح، حيث يستدل منها عن مضمون هذه التوزيعات.<sup>38</sup>

### 6- نظرية الوكالة

ينشأ نموذج الإشارة لتوزيع الأرباح السهم بناء على عدم تماثل المعلومات الموجود بين المسيرين والمساهمين، حيث يرى أصحاب هذا النموذج أن لتوزيع أرباح السهم دور بارز في تخفيض عدم تماثل المعلومات باعتبارها إشارة ذات مصداقية من داخل المؤسسة للمساهمين. ببساطة، تعتبر زيادة أرباح السهم ورفعها كأخبار جيدة Good News في حين خفض الأرباح فتعتبر أخبار سيئة Bad News. أوضح جونسون (1986) Jensen<sup>(39)</sup> بأن آلية الديون أكثر فعالية من توزيع أرباح السهم للحد من تكاليف الوكالة، لأن تسديد الديون ملزمة قانونيا. فحملة السندات لهم الحق في اتخاذ المؤسسة إلى محكمة الإفلاس إذا لم تفي المؤسسة بالتزاماتها اتجاههم. كما أشار باركلي، سميث وواتس، Barclay

<sup>37</sup> - زرقون محمد، مرجع سبق ذكره، ص 85.

<sup>38</sup> - بريش عبد القادر و بدريني عيسى، مرجع سبق ذكره، ص 16.

Smith and Watts (1995)<sup>(40)</sup> إلى أن المحدد الرئيسي لحجم المشاكل هو بين مساهمي المؤسسة وهيكلتها الإدارية.

تنتج نظرية الوكالة من طبيعة الملكية وتركيزها. توصل كالاي (Kalay (1982) في دراسة له حول سياسة توزيع الأرباح ونظرية الوكالة، إلى أن دفع التوزيعات في حالة العسر المالي يؤدي إلى تحويل الثروة من الدائنين إلى المساهمين، في حين توصل لولان (Lewellen (1981 إلى أن معدل توزيعات أرباح السهم يرتبط إيجابياً مع علاوة المسيرين وأجورهم السنوية، والتي لها أثر سلبي على قيمة المؤسسة. من شأن البحث عن التمويل المناسب تخفيض تكاليف الوكالة، فليجاء المؤسسة إلى التمويل عن طريق الديون يرفع احتمال إفلاسها والذي يؤدي إلى رفع تكاليف الوكالة. كما أنه بإمكان المؤسسة أن تلجأ إلى سياسة توزيع الأرباح لتأكيد صحتها المالية. وعليه، فإن الزيادة في توزيعات أرباح السهم تؤدي إلى تخفيض الوكالة، وقد تكون مؤشراً على أن إدارة المؤسسة لا تفرط في استخدام أموال المساهمين لإشباع المنافع غير المالية التي تكون نتيجة قيام المسيرين باستعمال فائض التدفقات النقدية في مصلحتهم، كاختيار الاستثمارات، التي تعظم من منفعتهم الشخصية دون منفعة المساهمين. وبذلك، فإن توزيع أرباح السهم يؤدي إلى تخفيض المجال الذي يمكن للمسيرين أن يستعملوه لتحقيق الأغراض الشخصية، وترتفع بذلك القيمة السوقية للمؤسسة. وفي المقابل، فإن الزيادة في توزيعات هذه الأرباح يعني حاجة المؤسسة إلى أموال خارجية إضافية مثل إصدار الأسهم الجديدة، مما يزيد من تكاليف الإصدار والمعاملات المالية.<sup>(41)</sup>

في المقابل، فإن اعتماد المؤسسة على الديون في هيكلتها المالية تؤدي بظهور مشكل الوكالة، كما ترتفع مخاطر المؤسسة مما يؤدي إلى انخفاض الأرباح المتوقعة. فتكلفة الوكالة ترتفع مع ارتفاع نسبة المديونية في المؤسسة ما يجعل المؤسسة تبحث عن النسبة المثلى في توزيع أرباح السهم للتقليل من مشكل الوكالة.

## 7- نظرية دورة حياة المؤسسة في توزيعات أرباح السهم

تستند نظرية دورة حياة المؤسسة في توزيعات أرباح الأسهم على فكرة أن المؤسسة في حالة نضجها تكون قادرة على توليد النقود وقدرتها على إيجاد فرص استثمارية مربحة، حيث يمكنها تحويل

40 - Michael J. Barclay, Clifford W. Smith and Ross L. Watts, *The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies*, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 7, No.4, 1986, pp: 4-19.

<sup>41</sup> - عيسى بدروني، مرجع سابق، 2010، ص: 51.

التدفقات النقدية الناتجة للمساهمين عن طريق أرباح السهم. كما أن هذه النظرية تتضمن بأن سياسة توزيعات أرباح السهم المثلى للمؤسسة ترتبط بمختلف مراحل دورة حياة المؤسسة.

اقترح مولر (Mueller(1972)<sup>(42)</sup> صياغة نظرية خاصة، حيث قال بأن للمؤسسة دورة حياة محددة، وهذه الدورة مرتبطة بسياسة توزيع أرباح السهم، حيث ركز على مشكل الوكالة داخلية المؤسسة، وهي ما إذا كان يقوم مسير المؤسسة بتعظيم حقوق الملكية أو متابعة النمو في المؤسسة أو الاستثمار في الأصول التي تلقى معارضة مع مصالح المساهمين.

ظهرت العديد من نماذج صياغة توزيع أرباح السهم المثلى بالنظر إلى دورة حياة المؤسسة، على غرار نموذج بودي، كان وماركوس (Bodie, Kane and Marcus(2005)، الذي يعتبر نموذج ساكن بسيط لسياسة توزيع أرباح السهم المثلى. حسب هذا النموذج، فإن المؤسسة تمول بشكل كامل بالأموال الذاتية وتعمل لمدة لا نهائية، ولتسهيل النموذج أكثر، فإن عدد المساهمين في المؤسسة هو مساهم واحد فقط، كما أن عائد المؤسسة على الأصول يساوي العائد على حقوق المساهمين  $ROE$ ، إضافة إلى إمكانية تحقيق المؤسسة لمشاريع استثمارية بمعدل عائد متوقع يساوي معدل العائد على حقوق الملكية في أي فترة.

هذه النظرية التي تعطي نسبة توزيع أرباح السهم المثلى تتوافق بالضبط مع ما ذكره مولر (Mueller(1971)، حيث قال بأنه يجب الحفاظ على نسبة توزيع أرباح السهم 0 لتعظيم قيمة المؤسسة السوقية في المراحل الأولية، وزيادة دفع أرباح السهم لتصل نسبة 100% في مرحلة النضج. فعندما يكون معدل العائد على الاستثمارات يفوق تكلفة رأس المال  $k$  فإنه يجب إعادة استثمار المؤسسة لجميع أرباحها في أصول جديدة، وهو يتوافق بالنسبة للمؤسسات الصغيرة التي تكون في مرحلة التوسع. أما إذا كان معدل العائد على الاستثمارات أقل من تكلفة رأس المال، فإن سياسة توزيع الأرباح المثلى هي دفع كل الأرباح للمساهمين، وهذا ما يتوافق مع المؤسسات التي استغلت جميع الفرص الاستثمارية أو الابتكارية والتي وصلت إلى مرحلة النضج في دورة حياتها.

**المطلب الثاني: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم:**

تمثل سياسة توزيع الأرباح أحد القرارات الإستراتيجية التي من شأنها التأثير على مستقبل المؤسسة، هذه السياسة لها اتجاهين متناقضين فالمساهمون (خاصة منهم الصغار) يفضلون توزيع الأرباح للحصول

42 - Dennis C Mueller, *A Life Cycle Theory of the Firm*, Journal of Industrial Economics, Vol. 20, No.3, 1972, pp:199-219.

على العوائد اما المسيرون فيفضلون احتجاز هذه الأرباح لتمويل المشاريع الاستثمارية المتاحة امام المؤسسة. ولا تزال السياسة المثلى لتوزيع Dividend puzzle (1976) بتسميته باللغز BLACK الأرباح محل اختلاف بين الباحثين

### 1- سياسة توزيع الأرباح في ظل حالة التأكد التام:

بدا النقاش بافتراض حيادية سياسة توزيع الأرباح حيث توصلت دراسة Modigliani & Miller (1961) الى إن المستثمرين لا يبالون إذا ما قامت الشركة بتوزيع الأرباح او احتجازها ، ففي الحالة الأولى يتحصل المساهم على التوزيع لكن لا يطرأ أي تغيير على ثروته ، لان قيمة السهم ستتنخفض بنفس مقدار الربح الموزع، أما في الحالة الثانية فلا يطرأ أي تعديل على القيمة السوقية للسهم لان الربح يبقى بحوزة الشركة ، ففي كلتا الحالتين يبقى للمستثمر نفس الثروة (Thauvron,2009,page140)

على العكس من ذلك يرى الباحثان ان توزيع الأرباح هنا ليس له تأثير على ثروة المستثمر لكن له تأثير سلبي على القيمة السوقية للسهم لان هذه الأخيرة تنخفض بنفس قيمة التوزيعات ما يعني وجود علاقة عكسية بين المتغيرين.

اما دراسة Gordon 1962 فتوصلت الى ان سياسة توزيع الأرباح لها تأثير على قيمة السهم حتى في ظل فرضية كفاءة سوق راس المال، لان المستثمرين يفضلون التوزيعات النقدية الحالية على الأرباح الرأسمالية المستقبلية لكون المخاطر المرتبطة بهذه الأخيرة كبيرة، وأضاف ان هناك علاقة مباشرة بين سياسة توزيع الأرباح والسعر السوقي للسهم حتى في ظل تساوي معدل العائد الداخلي مع معدل العائد المطلوب.

### 2 سياسة توزيع الأرباح في ظل حالة عدم التأكد:

طور Gordon 1962 نموذجا ثانيا أطلق عليه تسمية عصفور في اليد يرى من خلاله ان لسياسة توزيع الأرباح تأثيرا على قيمة الشركة، ولتأكيد وجهة نظره قدم نموذجا يقوم على فكرة مؤداها ان درجة تأكد المستثمر بشأن التوزيعات المتوقع الحصول عليها في العام القادم تزيد عن درجة تأكده بشأن التوزيعات المتوقع الحصول عليها في العام الذي يليه، و عليه اذا كانت قيمة الشركة تتحدد بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتمثلة في التوزيعات على فرض ان الشركة ممولة بالكامل عن طريق الأموال الخاصة فان معدل خصم هذه التوزيعات ينبغي أن يتزايد من عام آخر . كما يقوم نموذج جوردين 1962

على فكرة العلاقة الطردية بين الزمن و عدم التأكد أي ان درجة التأكد بشأن التوزيعات تتناقض كلما طال تاريخ استحقاق هذه التوزيعات، اما إذا تجاهلنا العلاقة بين الزمن ودرجة التأكد وهو امر يترتب عليه ثبات معدل الخصم، فان سياسة التوزيعات لا يكون لها أثر على القيمة السوقية للأسهم العادية (هندي، 2007، ص.679).

وأثبتت وجهة نظر جوردن 1962 ان توزيع الأرباح سيساعد على حل مشكلة عدم التأكد لدى المستثمرين الذين يرون أن توزيع الأرباح عبارة عن عصفور في اليد وان الأرباح الرأسمالية عبارة عن عصفور في الغصن. (Jakata & Nyamugure, 2013)

### 3 سياسة توزيع الأرباح في ظل وجود الضرائب :

في ظل وجود الضرائب تقوم سياسة توزيع الأرباح على مبدأ أن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على التوزيعات بسبب التمييز الضريبي الذي يرحج الأرباح الرأسمالية لأنها تخضع لمعدل ضريبة اقل مقارنة بالضريبة على التوزيعات، و على هذا الأساس يجب على الشركات تخفيض التوزيعات إلى ادني مستوى اذا كانت راغبة في تعظيم قيمة أسهمها(زرقون، 2010). و حتى في ظل تساوي معدل الضريبة على كل من التوزيعات و الأرباح الرأسمالية يعطي احتجاز الأرباح بدلا من توزيعها مرونة اكبر للمستثمر اذ يمكنه من تأجيل دفع الضريبة على الأرباح الرأسمالية إذا ما قرر الاحتفاظ بالسهم و عدم التصرف فيه بالبيع. وبالتالي كلما طالت فترة الاحتفاظ بالسهم انخفض المعدل الفعلي للضريبة وكذا القيمة الحالية للضرائب المدفوعة بسبب القيمة الزمنية للنقود وبالنتيجة ترتفع القيمة السوقية للسهم وتزداد جاذبيته لدى المستثمرين.

و قد توصلت دراسات Poterba & Litzenberger & Ramaswamy (1979) و Summers (1986-1987) الى ان تكلفة رأس المال تتأثر بالضريبة على كل من التوزيعات والأرباح الرأسمالية، فعندما يفضل المستثمرون الأرباح الرأسمالية على التوزيعات يكون لتوزيع قيمة كبيرة من الأرباح تأثير سلبي على تكلفة رأس المال. وبالمقابل توصلت الى ان الضرائب Miller & scholes (1978) و Black & scholes (1974) دراسات (Bellalah, p.3). ليس لها تأثير على تكلفة رأس المال .

## 4- سياسات التوزيع في ظل وجود تكاليف الإصدار و المعاملات:

يرتبط بعملية إصدار الأسهم والسندات تكاليف معاملات مثل تكلفة إصدار وترويج الأوراق المالية، بالإضافة الى تكاليف المعاملات الخاصة بالإصدارات الجديدة من الأسهم او السندات، ما يعني ان التمويل الخارجي سيكون اكثر تكلفة من التمويل الداخلي، و على ذلك سوف تكون الأرباح المحتجزة مصدرا اكثر جاذبية للشركات مقارنة بالتمويل الخارجي الى ان المستثمر بإمكانه بناء سياسة توزيعات ( الحناوي و مصطفى، 2008، ص.340).

كما يشير (M & M (1961 الى ان المستثمر بإمكانه بناء سياسة توزيعات خاصة به دون الحاجة لتوزيعات المؤسسة غير أن هناك العديد من الأسباب التي تعقد نوعا ما هذه العملية .

يتمثل السبب الأول في وجود تكلفة المعاملات التي يدفعها المستثمر للسماسرة في كل مرة يقوم فيها بشراء او بيع الأوراق المالية علما ان جزءا كبيرا من تكلفة المعاملات هو من النوع الثابت، فاذا ما قرر المستثمر بيع عدد صغير من الأسهم ستكون تكاليف المعاملات مرتفعة. اما السبب الثاني هو وجود حد ادنى لصفقات بيع او شراء الأوراق المالية ما يعني ان المستثمر سيكون مضطرا لبيع جزء من الاستثمارات يفوق احتياجه، كما قد لا يستطيع شراء مزيد من الاستثمارات اذا كان الفائض من التوزيعات يقل عن الحد الأدنى لقيمة صفقة الشراء، بعبارة أخرى قد يكون من الأفضل للمستثمر ان تتبع المؤسسة سياسة توزيع تتناسبه بدلا من قيامه بتشكيل هذه السياسة نظرا لتكلفة المعاملات (هندي، 2007، ص.371).

## 5- نظرية الإشارة وسياسة توزيع الأرباح:

يشير معظم الباحثين وعلى رأسهم ميلر و روك 1985 الى ان إدارة المؤسسة تمتلك معلومات أكثر دقة و سرية حول الوضعية الحقيقية للمؤسسة مقارنة بالأطراف الأخرى ما يخلق فجوة بين الإدارة والمستثمرين لذلك يمكن للمسيرين استعمال الإعلان عن توزيعات الأرباح كإشارة للسوق المالي حول المستقبل الجيد للمؤسسة وتدفقات الخزينة الواعدة في المستقبل القريب (Shah & Noreen, 2016).

وفي نفس السياق تشير دراسة Pettit 1972 إلى ان قيمة التوزيعات تحمل معلومات مهمة حول الاستحقاقات المستقبلية التي تعكسها القيمة السوقية للأسهم، فارتفاع قيمة التوزيعات يمكن ان يفسر على انه إشارة مالية جيدة واستحقاقات مستقبلية مباشرة و العكس صحيح . بالمقابل يلاحظ Lintner

(1956). ان المسيرين يتحفظون من تخفيض التوزيعات حتى وان كان ذلك ضروريا، كما انهم لا يرفعون من قيمتها الا اذا كانوا يعتقدون ان الأرباح سترتفع بصفة مستمرة ( الحسيني و اخرون 2011) .

و في دراسة (Asquith & Mullins 1983) على عينة من 168 مؤسسة تدفع توزيعات لأول مرة او بعد 10 سنوات من التوقف عن دفعها درس الباحثان أداء الأسهم قبل وبعد الإعلان عن التوزيعات ب 10 أيام وتوصلا إلى أن أداء الأسهم يحقق عوائد غير عادية تقدر ب 7.3 بالمئة خلال اليومين المواليين للإعلان عن التوزيعات تؤكد دراسة (Amihud & Murgia 1997) ان تغيير قيمة توزيعات الأرباح يعطى إشارة مالية حول الاستحقاقات المستقبلية . و توصلت الدراسة الى تحقيق عوائد غير عادية تقدر ب 0.965 % في حالة ارتفاع التوزيعات و انخفاض غير عادي في العوائد يقدر ب 1.73 % في حالة انخفاض التوزيعات Hashimijoo 2012.

#### 6- نظرية الوكالة وسياسة توزيع الأرباح

تنشأ تكلفة الوكالة بين إدارة المؤسسة ومساهميها عندما تعمل هذه الأخيرة على خدمة Ross & al حسب مصلحتها الشخصية بدلا من تعظيم ثروة مساهميها و هذا عكس ما يشير اليه (M & M 1961) اللذان يفترضان ان إدارة المؤسسة هي وكيل مثالي عن المساهمين ولا يوجد اي تضارب في المصالح بين الطرفين (Shah & Noreen, 2016) .

هذه التكاليف يتحملها المساهمون وبالنتيجة سيطلب هؤلاء بتوزيعات أكبر للأرباح في حال وجود تدفق نقدي متاح . كما يمكن ان تنشأ تكلفة الوكالة بين حملة الأسهم والسندات، فالمساهمون عادة ما يطلبون بتوزيعات أكبر للأرباح في حين يطالب حملة السندات بتوزيعات اقل للمحافظة على السيولة الكافية لتسديد التزامات الديون . وهذا بوضع قيود في عقد القرض تضمن تحقيق ذلك تضمن تحقيق ذلك ( الحسيني و اخرون 2011).

كما تشير دراسة (Kalay 1982) الى ان توزيع الأرباح في حالة المؤسسات التي تعاني من مشاكل مالية يمكن ان يؤدي الى تحويل ثروة الدائنين الى المساهمين، ودرس طبيعة الشروط الحمائية التي تضع قيودا على توزيعات الأرباح في عقود اصدار السندات (Bellalah, p.16).

كما توصلت دراسة Jensen & al 1992 إلى أن المؤسسات التي تملك عددا كبيرا من المساهمين الداخليين توزع حجما أقل من الأرباح وبالتالي هناك علاقة سلبية بين الملكية الداخلية وتوزيعات الأرباح وهو ما يؤكد نظرية الوكالة.

### خاتمة الفصل الأول:

من خلال الفصل الأول اتضح لنا ان لسياسة توزيع الأرباح دورا أساسيا في استمرارية المؤسسة كما إن لها أثرا كبيرا على قيمة المؤسسة السوقية لهذه الأخيرة، حيث نرى ذلك من خلال التعدد الكبير لأنواع السياسات ونماذجها وكذا النظريات المفسرة لسياسات توزيع الأرباح المختارة من طرف المؤسسة بها وكثرة الدراسات التي تطرقت لهذا الموضوع. كما يتضح تضارب واختلاف آراء الباحثين في المجال من تأثير العوامل المحيطة المتمثلة في تكليف الإصدار ووجود الضرائب من عدمها، نظرية الوكالة وحياديتها على السياسة المتبناة من طرف المؤسسة، كما رأينا ان المؤسسات يمكنها في بعض الأحيان أن تتبنى سياسة توزيع الأرباح بالرغم من أن وضعيتها لا تسمح بذلك إن فعلت ذلك فقط من اجل تلميع صورتها في السوق.

# الفصل الثاني

## الدراسة التجريبية

## مقدمة الفصل الثاني

بعد التعرف على مفهوم توزيع الأرباح في المؤسسات، وأهم أشكال التوزيع بين التوزيع النقدي والتوزيع العيني، وكذا معرفة أهم نماذج التي قامت بتفسير نسبة التوزيع، إضافة إلى نظريات سياسة توزيع الأرباح، وأهم العوامل المؤثرة عليها، وجب الآن إجراء دراسة تجريبية على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

في هذا الفصل، سيتم إجراء دراسة تجريبية لمعرفة العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية من خلال اتباع منهجية الدراسة التجريبية بعرض الدراسات السابقة، ثم تقديم العينة والمتغيرات، وكذا النموذج المراد تقديره وأخيرا تحليل النتائج المتوصل إليها بناء على نماذج ونظريات سياسة توزيع الأرباح.

### المبحث الأول: الدراسات سابقة وتقديم عينة الدراسة

جاءت العديد من الدراسات التجريبية التي قامت بتفسير سياسات توزيع الأرباح ميدانيا بناء على عينيات مختارة لهذا الغرض، سيتم عرض بعضها معنا مع النتائج المتوصل إليها، كما سيتم عرض عينة المؤسسات محل الدراسة التجريبية في هذا الفصل.

#### المطلب الأول: الدراسات السابقة

##### 1- مذكرات ومقالات

بعد أن تطرقنا إلى الجانب النظري لموضوع الدراسة وجب علينا تقديم أهم الدراسات السابقة والتي تم الاطلاع عليها والمتعلقة أساسا بموضوعنا قصد التعرف على النتائج التي تما الوصل إليها والمناهج المستعملة وهذا بهدف مناقشتها ومقارنتها بالنتائج المتوصل إليها في دراستنا، فقد نال الموضوع قيد الدراسة قدر كبير من الاهتمام على المستوى الأكاديمي نظرا لأهميته بالنسبة للمؤسسات والمستثمرين إضافة الى اختلاف خصائص الأسواق المالية و اختلاف أحجام الشركات.

فمن بين الدراسات التي تم الاطلاع عليها منها رسالات جامعية ومقالات منشورة تم اختيار أهمها لدراسات التي لها علاقة مباشرة بموضوع دراستنا، ومن أهمها ما يلي:

##### 1-1- دراسة:

Imad Zeyad Ramadan, **Dividendpolicy and pricevolatility,**

**empircalevidencefromjordan,** International journal of academicresearch in accounting, finance and management sciences, vol.3, No2,2013.

هدفت هذه الدراسة الى تبيان أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة أسهم الشركات الصناعية من خلال دراسة عينة مكنة من 77 شركة صناعية مدرجة في سوق عمان- الأردن- للأوراق المالية خلال الفترة 2000-2011 حيث اعتمد الباحث على تحليل الارتباط بين المتغيرات و أسلوب بيانات السلاسل الزمنية المقطعية إضافة الى تقديم نموذج باستخدام الانحدار المتعدد، توصل الباحث الى أن كل من ربحية السهم و التوزيعات النقدية على علاقة عكسية مع قيمة أسهم الشركات الصناعية وأن مديري الشركات الصناعية الأردنية لهم القدرة على التأثير على قيمة الأسهم من خلال تبني سياسة توزيع الأرباح التي تناسب المستثمرين.

من خلال هذا التقديم نقول أن الدراسة اعتمدت على المتغيرات " ربحية الأسهم و التوزيعات النقدية" كمتغيرات مستقلة لتفسير تقلبات الأسهم إلا أن هذه الدراسة أغفلت دور احتجاز الأرباح في تفسير هذه الظاهرة و الذي سنعتمده في دراستنا اضافة الى المتغيران " ربحية السهم و التوزيعات النقدية".

1-2- دراسة: عبد الحق قنون، "دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية-دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية-خلال الفترة 2011-2012"، مذكرة ماستر في علوم تسيير، جامعة ورقلة 2013.

هدفت هذه الدراسة إلى تباين و قياس تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية من خلال تقدير نموذج يفسر تأثير هذه السياسة على التغيرات الإجمالية لأسعار السوقية للأسهم -قيمة المؤسسة- ، تطلبت هذه الدراسة اختيار عينة مكونة من 25 مؤسسة مدرجة في سوق قطر للأوراق المالية موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع المالي في الفترة بين 2011-2012، إضافة إلى تبيان أكثر أشكال سياسة توزيع الأرباح تأثيراً على القيمة البورصية للمؤسسة، وهذا من خلال استعمال الانحدار الخطي المتعدد و البسيط لإجراء هذه الاختبارات، وخُصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح و قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 0.05، كذلك توصلت الدراسة إلى أن التوزيعات النقدية تُعتبر من أكثر أشكال توزيعات الأرباح تأثيراً على قيمة المؤسسة البورصية.

أغفل الباحث في هذه الدراسة تبيان العلاقة بين ربحية السهم بالقيمة السوقية للسهم - قيمة المؤسسة- حيث تعتبر ربحية السهم مؤشراً لمقدار الثروة التي سيحصل عليها المستثمر.

1-3- دراسة:

Zuriawati Zakaria jorah Muhammad abdulhadiZulikifli, **The Impact of dividend policy on the sharpricevolatility: malaysian construction and material companies**, Internationa journal of economics and management science, vol.2, No, 2012.

هدفت هذه الدراسة الى اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تقلبات أسهم الشركات العملة مجال البناء و المدرجة في سوق ماليزيا للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2011 و اعتمد الباحث على الانحدار المتعدد لتقديم نموذج مفسر للظاهرة ، وتوصلت الدراسة الى أن لتوزيعات النقدية و حجم المؤسسة هما المحددان الأساسيان لقيمة الأسهم حيث أنهما على علاقة إحصائية موجبة مع قيمة

الأسهمو أن الرفع المالي على علاقة عكسية مع قيمة السهم ، كذلك توصل الباحث الى أن ربحية السهم ، معدل النمو، وتقلبات الأرباح ليست لها دلالة إحصائية ولا تفسر تقلبات الأسهم. في هذه الدراسة اعتمد الباحث على المتغيرات " حجم المؤسسة، الرفع المالي، معدل النمو و تقلبات الأسهم" كمؤشرات محددة لسياسة توزيع الأرباح و مكمله للدراسة، إلا أن دراستنا ستركز فقط على المتغيرات " ربحية السهم، التوزيعات النقدية و احتجاز الأرباح" وعلاقتها بقيمة الأسهم ضنا منا أنها كافية للدراسة.

1-4- دراسة:

Mohammad hashemijoo, ArefMahdaviardekani, Najat younesi, **The impact of dividendpolicy on sharepricevolatility in the Malaysian stock market**, Journal of business studiesquarterly, vol.4, No.1, 2012

قام الباحثون في هذه الدراسة باختبارالعلاقة بين سياسة توزيع الأرباحو تقلبات أسهم شركات المنتجات الاستهلاكية وهذا من خلال دراسة عينة مكونة من 84 شركة مدرجة في سوق ماليزيا للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2010 اعتمادا على الانحدار المتعدد و البسيط لتفسير العلاقة بين المتغيرات. وتوصلت الدراسة الى أن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة"ربحية السهم والتوزيعات النقدية" و قيمة الأسهم و أن التوزيعات النقدية يعتبر الأكثر تأثيرا على تقلبات الأسهم. اعتمدت هذه الدراسة على نفس المتغيرات " ربحية السهم و التوزيعات النقدية" باستثناء احتجاز الأرباح والذي يعتبر أحد أشكال سياسة توزيع الأرباح والذي يساعد في فهم السياسة الاستثمارية و التمويل الداخلي للمؤسسة.

1-5- دراسة: عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، " تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة - حالة المؤشر CAC 40 - خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و2009»، مجلة الباحث العدد 2012/10.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة القدرة التفسيرية لسياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم «قيمة المؤسسة» -وإبراز المتغير الأكثر تأثيرا من بين مغيرات سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، إضافة إلى محاولة اختبار تأثير المحتوى المعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 وهذا من خلال إجراء دراسة اختباريه على 33 مؤسسة مدرجة في هذا المؤشر في الفترة ما بين 2008/2010، ودراسة الحدث الخاص بإعلان توزيع الأرباح النقدية فكانت الفترة سنة واحدة هي

2009. وكشفت الدراسة عن عدم وجود تأثير لكل من سياسة الأرباح المحتجزة وسياسة إعادة شراء الأسهم، وأن سياسة التوزيعات النقدية هي المحدد لسعر السهم السوقي (قيمة المؤسسة) أكثر من المتغيرات الأخرى لسياسة توزيع الأرباح من خلال ما تؤكد دراسة الحدث على أهمية المعلومات المتعلقة بالتوزيعات النقدية.

نقول أن هذه الدراسة أمت بأهم أشكال سياسة توزيع الأرباح المستعملة من طرف الشركات إلا أن دراستنا لم تعتمد على المتغير "إعادة شراء الأسهم" كونه غير مستعمل خلال فترة الدراسة.

**1-6- دراسة: خديجة خوي، "دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة -دراسة عينة من الشركات المدرجة بسوق دبي المالي-لفترة 2007/2008"** «مذكرة ماستر في علوم تسيير، جامعة ورقلة 2012»

هدفت هذه الدراسة الى قياس تأثير قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بسوق دبي المالي، حيث شملت الدراسة 36 شركة مدرجة بسوق دبي للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 الى 2008 موزعة على عدة قطاعات مختلفة ماعد القطاع المالي، و ذلك بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد و البسيط، حيث توصلت الدراسة الى أن سوق دبي للأوراق المالية يعد من بين أهم الأسواق العربية، والى أن سياسة توزيع الأرباح تفسر بشكل متوسط قيمة السهم في كلتا السنتين، حيث أن لسياسة توزيع الأرباح تأثير ذو معنوية إيجابية عند مستوى 0.05 على قيمة المؤسسة.

ومن خلال تقديمنا للدراسات التي تم الاطلاع عليها نلاحظ أنها اختلفت في النتائج المتوصل إليها و هذا بسبب اختلاف أشكال سياسة توزيع الأرباح من طرف المؤسسات و خصائص الأسواق التي تنشط فيها و نلاحظ كذلك أن هذه الدراسات اعتمدت على عدة متغيرات تعكس سياسة توزيع الأرباح، إلا أن الدراسة التي نحن بصدد القيام بها سنعتمد على المتغيرات " ربحية السهم، التوزيعات النقدية واحتجاز الأرباح" كون أن التوزيعات النقدية والاحتجاز يعتبران الشكلان المعتمدان في سوق الدار البيضاء بالمغرب.

## 2- العوامل المؤثرة في الدراسات السابقة

يعتبر قرار توزيع الأرباح احد القرارات التمويلية الهامة في المؤسسات الاقتصادية و البنوك، باعتباره يناقش مآل الأرباح المحققة فأمثليه سياسة توزيع الأرباح تكون حول القيمة من الأرباح الاتي يتم توزيعها و القيمة التي يتم احتجازها

فقرار توزيع الأرباح مثله مثل أي قرار (التمويل و الاستثمار) يتأثر بالعديد من العوامل المحيطة بالمؤسسة الاقتصادية او البنك , و التي يجب اخذها بعين الاعتبار عند وضع السياسة الملاءمة , منها بعض العوامل التي تمثل الخصائص المالية التي تم تناولها في Allen et Michaely 1995 , Fama et French العديد من الدراسات النظرية و التطبيقية كدراسة : 2001 , 2000 , 1992Mancinelli et Ozkan, 2006DeAngelo et al

حيث اتفقت البعض من هذه الدراسات على تأثير بعض الخصائص طبيعة علاقاتها بسياسة توزيع الأرباح , في حين اختلفت بعض الدراسات حول تأثير بعض الخصائص على سياسة توزيع الأرباح.

## 2-1- الأرباح الموزعة سابقا

تعرف بانها عبارة عن الأرباح النقدية المدفوعة و الموزعة من طرف البنك على المستثمرين ( المساهمين) قبل السنة الجارية , فتوزيعات الأرباح في السنة الماضية لها تأثير ذو أهمية كبيرة على سياسة توزيع الأرباح الحالية باعتبار ان غالبية المؤسسات تتبع سياسة توزيع الأرباح المستقرة , و لقد تعرضت العديد من الدراسات التطبيقية السابقة الى العلاقة الى دراسة العلاقة بين الأرباح الموزعة ر للسنة الماضية و سياسة توزيع الأرباح الحالية , و قد خلصت كلها الى وجود علاقة طردية معنوية احصائيا , فدراسة Christopher et Khoury 2014 التي هدفت الى دراسة العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح فسرت ذلك في كون الأرباح الموزعة في السنة الماضية تعتبر كمؤشر لتوقع الأرباح التي ستوزع في السنوات القادمة.

أما دراسة Hashim, Z et al 2013 التي حاولت دراسة محددات سياسة توزيع الأرباح في باكستان فسرت ذلك في كون الأرباح الموزعة في السنة الماضية تعتبر مؤشر مهم في معرفة سلوك أو سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات .كما بينت هذه الدراسة إن المؤسسات تحاول اتباع سياسة توزيع أرباح مستقرة و تحاول المحافظة عليها او رفع أرباحها الموزعة عوض تخفيضها ,كما أوضحت هذه الدراسة كذلك إن توزيع الأرباح من طرف المؤسسات يعطي إشارة للمستثمرين حول الوضعية المالية المستقبلية للمؤسسة في حالة ما إذا بينت توزيعات الأرباح السابقة ان المؤسسة توزع أرباح عالية فان المستثمرين سوف يتوقعون ان المؤسسة ستتبع نفس السلوك في المستقبل, كما أوضحت ان المؤسسات الباكستانية لا تتبع سياسة غياب توزيعات الأرباح و هي تحاول دائما رفع معدل التوزيع من سنة الى أخرى.

حاولت دراسة Eng., S., H et al. 2013 البحث في محددات سياسة توزيع الأرباح , و توصلت هي الأخرى ان أغلب المؤسسات تقوم بتوزيع أرباحها الجارية بناءا على على التوزيعات في السنة الماضية .

كما قامت دراسة أخرى ل Turki et Ahmed2013 بدراسة أثر الأرباح الموزعة في السنة الماضية على سياسة توزيع الأرباح , و ذلك باستخدام نماذج السالس الزمنية المقطعية على عينة مكونة من 105 مؤسسة غير مالية في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2004-2010 و قد توصلت الى وجود علاقة طردية معنوية احصائيا حيث تولي هذه المؤسسات عند توزيع الأرباح أهمية كبيرة لمعدل توزيع الأرباح في السنة الماضية .

كما توصلت دراسة Abdella, A., B., et al 2016 التي هدفت الى البحث في محددات توزيع الأرباح في 12 مؤسسة السعودية خلال الفترة 2011- 2015 الى وجود علاقة طردية معنوية إحصائيا بين الأرباح الموزعة في السنة الماضية و سياسة توزيع الأرباح و قد فسرو ذلك انها تفضل سياسة توزيع الأرباح المستقرة باعتبار ان ذلك يطمأن المساهمين حول الوضعية المالية للمؤسسة و يخفض من حالة عدم التأكد لديهم و هذا من جهة , و من جهة أخرى فتغير سياسة توزيع الأرباح من طرف المؤسسات ينعكس اثره مباشرة على البنك باعتبار ان هذا التغيير في سياسة توزيع الأرباح يمكن ان يعكس ان هذه المؤسسة تمر بوضعية مالية غير جيدة و بالتالي ينعكس ذلك سلبا على قيمة المؤسسة ( نظرية الإشارة) .

## 2-2- الربحية

تطرقت العديد من الدراسات الى علاقة الربية بسياسة توزيع الأرباح , فحسب النظرية المالية فان لسياسة توزيع الأرباح تأثيرا إيجابي على قرار توزيع الأرباح بحيث كلما زادت ربحية المؤسسة كلما قامت بتوزيع أرباح أكبر على المساهمين Jensen, et al , 2000, Fama et French, 1992 , فمن خلال بعض الدراسات التطبيقية التي تناولت اثر الربحية على سياسة توزيع الأرباح نلاحظ تباين او اختلاف في النتائج المحصل عليها فدراسة كل من Ibrahim Elsididg, و Yong et Mazilina, 2015 الى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربحية و سياسة توزيع الأرباح و بعض الدراسات توصلت إلى وجود علاقة طردية معنوية إحصائيا كدراسة (Eliasu, N, et al) التي هدفت الى البحث في محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات المالية و غير المالية في غانا خلال الفترة 2009-200 و قد فسرو ذلك ب انه كلما زادت معدلات الربحية كلما ارتفعت توزيعات الربحية في حين

توصلت الى وجود علاقة عكسية بين الربحية و سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات غير المالية و على حد تفسير الباحثين فإن هذه النتيجة متناقضة مع الدراسات النظرية وقليلة الحدوث في الواقع باعتبار أن النتيجة المتوصل إليها تنص على أن المؤسسات ذات معدلات ربحية قليلة توزع أرباحا كبيرة مقارنة بالمؤسسات الأخرى ذات الربحية العالية، توصلت دراسة هاشم وآخرون 2013 إلى أن المؤسسات التي تكون لديها معدلات ربحية عالية تكون نسبة توزيع الأرباح لديها عالية.

كما أوضحت الدراسة كذلك أن كلا من الأرباح الموزعة في السنة الماضية الأرباح الخاصة بالسنة الجارية تعطي إشارة للمستثمرين حول الوضعية المالية للمؤسسة وإمكانية نموها مستقبلا، حيث تستطيع هذه المؤسسات الاقتراض من السوق المالية بتكلفة اقل، وذلك كون أن هذه البنوك تمتلك سمعة جيدة وتعطي إشارات إيجابية للمستثمرين حول المؤسسة، وتخفيض مشكلة عدم تماثل المعلومات بين المسيرين والمساهمين، وتسمح بتوقع أرباحا مستقبلية، كما توصلت دراسة أخرى إلى وجود علاقة ارتباطية طردية، حيث إن المؤسسات التي لديها ربحية عالية واستقرار في توزيع الأرباح تدفع أرباحا عالية للمساهمين، وحاولت بعض الدراسات الكشف عن العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة المدرجة في السوق المالية في بنغلادش، وتم تطبيق نماذج السلاسل الزمنية المقطعية ووجدت هذه الدراسة علاقة عكسية بين الربحية وسياسة توزيع الأرباح، وذلك بسبب الظروف الاقتصادية والسياسة التي يمر بها هذا البلد، كما إن معظم المؤسسات تفضل احتجاز الأرباح وعدم توزيعها على المساهمين بهدف إعادة استثمارها في مشاريع أخرى ذات قيمة عالية صافية موجبة أو استغلالها في عملية النمو من خلال التوسع في المشاريع القائمة أو إنشاء مشاريع في مناطق أخرى.

### 2-3- السيولة

تناولت نظرية الوكالة أثر السيولة على سياسة توزيع الأرباح حيث نتيجة لتضارب المصالح بين المساهمين، فإن المساهمون يرغبون المسيرين على توزيع الأرباح كي لا يتم استثمارها في مشاريع ذات قيم عالية صافية سالبة، فقد توصلت العديد من الدراسات إلى وجود علاقة طردية بين سياسة توزيع الأرباح والسيولة، وقد تم تفسير هذه النتيجة الطردية إلى أن المؤسسات ذات السيولة العالية تفضل توزيع الأرباح بهدف تخفيض تكاليف الوكالة كما تعتبر السيولة لدى المؤسسات الاقتصادية بصفة عامة والبنوك بصفة خاصة ذات أهمية كبيرة وعامل يفترض تأثير ارتباطه طرديا مع سياسة توزيع الأرباح، فقد أوضحت دراسات عديدة أخرى أن معدل توزيع الأرباح لدى المؤسسات التي تتمتع بنسب سيولة عالية كبيرة، وعكس ذلك، فإن نسب السيولة المنخفضة يعني أن المؤسسة بحاجة إلى تمويل، وهذا ما يؤدي إلى

عدم توزيع الأرباح واحتجازها من أجل توفير السيولة لها. يعكس ذلك، فقد وجدت دراسات تجريبية أخرى علاقة عكسية بين السيولة وتوزيع الأرباح، وأرجعوا ذلك إلى أن المؤسسات ذات الربحية العالية تكون أمام فرص استثمار وتكون حافزا للاستثمار، لأن توزيع الأرباح في هذه الحالة يقلل من الأموال المتاحة للاستثمار، وتكون المؤسسات في حاجة ماسة إلى السيولة مقارنة بالمؤسسات الأخرى كذلك الأمر بالنسبة لدراسة هاشم 2013 إلى وجود علاقة عكسية معنوية إحصائيا بين السيولة و سياسة توزيع الأرباح, و قد أرجع الباحثين ذلك الى أنه كلما كان العائد عالي كلما حقز ذلك المؤسسات على الاستثمار , لان توزيع الأرباح يقلل من الأموال المتاحة للاستثمار ,

كذلك الأمر بالنسبة لدراسة Devanadhen et Karthik, 2015 التي حاولت اختبار العوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح في المؤسسات الهندية خلال الفترة 2007-2014 , و باستخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية على عينة مكونة من 29 مؤسسة , فقد توصلت الى وجود علاقة عكسية معنوية احصائيا و يرجع ذلك الى أهمية السيولة , اما دراسة Yong et Mazilina 2016 فقد توصلت الى وجود علاقة ارتباطية معنوية احصائيا بين السيولة و سياسة توزيع الأرباح , و قد دعمت هذه النتيجة نظرية الوكالة في كون أن المؤسسات التي تكون لديها معدلات سيولة عالية تدفع أرباح عالية بهدف تخفيض السيولة المتوفرة لدي المسير و ذلك لكي لا يتم استثمارها في مشاريع ذات قيمة عالية سالبة و غير مربحة, نفس النتيجة توصلت اليها دراسة Ibrahim Elsidig A 2015 التي تهدف الى اختبار أثر كل السيولة , الربحية على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الإماراتية , باعتبار أن سياسة توزيع الأرباح تحد من مشكل الاستثمار و مشكل الوكالة.

#### 2-4- اثر النمر ( الفرص الاستثمارية)

غالبا ما تكون المؤسسات في نمر مستمر و سريع تستلزم توفر أموال كبيرة و في و في الغالب ما تقوم المؤسسات في هذه الحالة باحتجاز الأرباح و عدم توزيعها على المساهمين, حيث أوضحت بعض الدراسات (Rozeff, 1982 ; Bajaj et Vijih, 1990; La porta et al, 2000; Fama et French, 2001 ; Gosh et Sirmans, 2006) أن المؤسسات التي تكون في عملية نمو مستمرة و تكون لها فرص استثمارات كبيرة تقوم بتخفيض في حجم أرباحها الموزعة بغرض الاحتفاظ بتلك الأموال بغرض استثمارها مستقبلا, فقد أوضح Fama et French, 2001 ان المؤسسات التي تقوم بتوزيع الأرباح كاني لديها احسن الفرص الاستثمارية,

كما توصلت دراسة : Michaely et Swaminathan 2022 الى أن المؤسسات التي لديها فرص استثمارية ضعيفة تقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين , اما دراسة Christopher et El Khoury, 20114 فقد توصلت الى وجود علاقة عكسية معنوية إحصائياً بين النمو و سياسة توزيع الأرباح, فعملية النمو تتطلب المزيد من الأموال و بالتالي تقوم البنوك باحتجاز أرباح كبيرة و عدم توزيع الأرباح او دفع توزيعات قليلة.

## 2-5- حجم المؤسسة

يقاس حجم المؤسسة عادة بمقدار ما تملكه من موجودات و حقوق , فحسب دراسة Fama et French 2001 , فان المؤسسات التي تقوم بتوزيع الأرباح حجمها كبير مقارنة بالمؤسسات التي لا تقوم بتوزيع الأرباح , كما أوضح الباحثان انه خلال الفترة الممتدة ما بين 1993 - 1998 بلغ اجمالي أصول المؤسسات التي قامت بتوزيع الأرباح 13 مرة أعلى من المؤسسات التي لم تقم بتوزيع الأرباح.

كما أوضحت دراسة Kim et Gu 2000 أهمية حجم المؤسسة في تحديد سياسة توزيع الأرباح المعتمدة, إضافة الى هاتين الدراستين فقد قامت العديد من الدراسات بدراسة أثر حجم المؤسسة على سياسة توزيع الأرباح , نذكر منها دراستي Yusuf Hashim, Z et al., 2013 ; etNasiru,2015 اللذان توصلا إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لحجم البنك على سياسة توزيع الأرباح.

أما دراسة Christopher et El Khoury 2014 التي توصلت الى وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة و سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات , فاحتمال توزيع الأرباح يرتفع مع زيادة حجم المؤسسة حيث تقوم المؤسسات كبيرة الحجم بتوزيع الأرباح لعدة أسباب : المؤسسات ذات الحجم الكبير تواجه تكاليف وكالة عالية نتيجة لفصل الملكية عن التسيير لذلك تقوم بتوزيع الأرباح, ضعف مراقبة التسيير في المؤسسات الكبيرة و بالتالي فان توزيع اراع عالية تزيد من الحاجة الى التمويل الخارجي و بالتالي فرض رقابة خارجية من طرف المقرضين, المؤسسات الكبيرة يمكنها الحصول على الأموال بتكلفة اصدار اقل من الموال الخارجية

في حين توصلت دراسة Yong et Mazilina 2016 كذلك إلى وجود علاقة طردية معنوية إحصائياً بين حجم المؤسسة و سياسة توزيع الأرباح, و توافقت نتائج دراسته مع العديد من الدراسات السابقة لديه , حيث اعتبر ان المؤسسات كبيرة الحجم تفضل أرباح عالية باعتبارها أكثر نضجا و لديها

مستويات عالية من التدفقات النقدية, كما ان هذه المؤسسات لديها خصوم عالية و يمكنها الولوج الى سوق راس المال و الحصول على مصادر تمويلية بسهولة و بتكلفة أقل مقارنة بالمؤسسات الصغيرة .

هدفت دراسة Mahdzan, N., S., et al, 2016 الى البحث عن محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي خلال الفترة 2005-2009 , و قد تم تطبيق نماذج السلاسل الزمنية المقطعية للاختبار أثر كل من ( تكاليف الوكالة , الحجم , الربحية , الرفع المالي و النمو ) على سياسة توزيع الأرباح في 08 قطاعات مختلفة , و قد توصل الباحثون الى وجود علاقة عكسية معنوية إحصائيا بين الحجم و توزيع الأرباح و قد فسروا ذلك في كون أن المساهمين في المؤسسات الكبيرة ليس لديهم القدرة على مراقبة المسيرين بخصوص تسيير السيولة الفائضة عن حاجتهم من جهة , و من جهة أخرى للمسيرين الرغبة في الاحتفاظ بهذه السيولة الفائضة لخدمة مصالحهم الشخصية و بالتالي يعملون على عدم توزيع الأرباح أو توزيع القليل منها على المساهمين.

كذلك بالنسبة لدراسة Ranti, U., O., 2013 التي هدفت الى تحديد العوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح في المؤسسات المدرجة في السوق المالي النيجيري خلال الفترة 2006 - 2011 , فقد توصلت الى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسات و سياسة توزيع الأرباح , و قد فسّر ذلك كون المؤسسات كبيرة الحجم لديها القدرة على توزيع أرباح عالية على المساهمين مقارنة بالمؤسسات صغيرة الحجم.

## 2-6 - الرفع المالي

تناولت العديد من الدراسات أثر الرفع المالي على سياسة توزيع الأرباح وقد اختلفت النتائج المتوصل إليها ما بين عدم تأثير الرفع المالي على سياسة توزيع الأرباح، تأثير سلبي وتأثير إيجابي، فقد أوضح Rzeff, 1982 أن المؤسسات التي لديها معدل رفع مالي عالي تقوم بتوزيع أرباح منخفضة لكي تتفادى تكلفة الحصول على الأعمال الخارجية، كما توصلت العديد من الدراسات إلى وجود أثر الرفع المالي سلبي للرفع المالي على سياسة توزيع الأرباح نذكر منها al Bradley et ;1992, Jensen et Wang et دراسة 2006, cinelli et OzkanMan;1999, Chen et Steiner;1998al , al Gosh Sirmans;1993, 2006, إلى وجود علاقة طردية بين الرفع المالي و سياسة توزيع الأرباح،

## 2-7 - أثر المخاطر (إستقبال الأرباح )

تتسم الأعمال المصرفية بارتفاع حجم المخاطر لديها نظرا لطبيعة تعاملها بالأحوال وتوظيف مواردها المالية إما بالإقراض أو الاستثمار وصعوبة ضمان إسترداد تلك الموارد في ظل تعقيدات وتقلبات الأسواق التجارية و المالية والسلعية، حيث تسعى الإدارات التنفيذية في البنوك وكذلك الجهات الرقابية على العمل المصرفي إلى فهم طبيعة هذه المخاطر وذلك حتى تحسن إدارتها و مراقبتها بشكل ملائم.

فقد توصلت دراسة Jensen et al, 1992 إلى وجود أثر إيجابي لاستمرار الأرباح على سياسة توزيع الأرباح حيث من المتوقع أن المؤسسات لا تقوم بتوزيع الأرباح إلا عندما تتأكد من العوائد التي سوف تحققها في المستقبل، كما توصلت دراسة Amidu et Abor, 2006 إلى أن المؤسسات التي تكون لديها أرباح مستقرة تكون لديها القابلية أكثر لتوزيع الأرباح على المساهمين، حيث توصلت دراسة Eng, H.S., et al, 2013 إلى وجود تأثير لمعدل نمو عوائد البنك السنوية على سياسة توزيع الأرباح في البنوك التقليدية،

فسرت الدراسة ذلك كون البنوك التقليدية المايزية لها معدل نمو في العوائد مستقر و مقبول و بالتالي تقوم بتوزيع أرباح عالية، في حين توصل الباحثون إلى وجود علاقة طردية غير معنوية إحصائيا بين نمو العوائد وسياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الكينية خلال الفترة (2004-2015)، وبغرض الإجابة على إشكالية الدراسة تم استخدام طريقة نماذج السلاسل الزمنية المقطعية على عينة مكونة من 60 مؤسسة كينية مدرجة في البورصة تمثل ما نسبته 93.75% من إجمالي المؤسسات المدرجة، وقد حاولت هذه الدراسة اختبار أثر العديد من العوامل على سياسة توزيع الأرباح (الربحية، المخاطر، السيولة، الضرائب، النمو، الملكية المؤسسية) و من بين النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة هي وجود علاقة عكسية غير معنوية إحصائيا بين المخاطر ممثلة بالتغيرات السنوية في إجمالي الأرباح المحققة وسياسة توزيع الأرباح في هذه المؤسسات، حيث فسر الباحثون ذلك في أن كثرة المخاطر التي تواجه المؤسسة تؤدي بها إلى دفع أو توزيع أرباح قليلة على المساهمين، باعتبار ان التقلبات التي تحدث في الأرباح المحققة تحد من إمكانية توزيع الأرباح على المساهمين أو تؤدي بالمؤسسة إلى توزيع أرباح قليلة.

كما لم تتوصل كل من دراستي Hashim, Z et al, 2013, Ttus et Ambrose, 2015 إلى

عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المخاطر (استقرار الأرباح) وسياسة توزيع الأرباح.

## 8-2 - هيكل الملكية

قامت دراسة A et al, Mossadek, 2015 بدراسة العلاقة بين هيكل الملكية و سياسة توزيع الأرباح في 53 مؤسسة في المغرب خلال الفترة (2011-2013)، وقد توصلت إلى: وجود علاقة طردية معنوية إحصائيا بين تركيز الملكية وسياسة توزيع الأرباح، حيث يقوم المساهمون الذين يسيطرون على الملكية، بالضغط على المسيرين لتخفيض الموارد المتاحة لديهم، كون أن المسيرين يستطيعون استثمار هذه الأموال في مشاريع تكون في مصلحتهم، ولعل أهم إضافة لهذه الدراسة هي تأكيدها على ضرورة تشجيع أو جذب المستثمرين الأجانب كغيرهم من المستثمرين المحليين للإستثمار في أسهم المؤسسات المغربية المدرجة في البورصة، الأمر الذي يتطلب توزيع أرباح عالية على المساهمين ويسمح بتطور وتنمية النشاط الاقتصادي في المغرب، حيث توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة طردية معنوية إحصائيا بين الملكية الأجنبية وسياسة توزيع الأرباح، وفسرت ذلك في كون المستثمرين الأجانب يرغبون في تخفيض حجم الأموال المستثمرة خارج بلادهم ولذلك يبحثون دائما على تخفيض ذلك من خلال المطالبة بتوزيعات أرباح كبيرة.

قامت دراسة et ZuraidahNorhasniza 2012 بدراسة أثر هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح من خلال تطبيق نموذج بيانات مقطعية على 100 مؤسسة ماليزية خلال سنة 2010، وتوصلت في الأخير إلى أن متغير تركيز الملكية هو الوحيد المؤثر على سياسة توزيع الأرباح، وقد فسرا الباحثان ذلك بأن هذه النتيجة تتوافق مع نظرية الوكالة، أي توزيع أرباح عالية بهدف تخفيض مشاكل الوكالة بحيث تسمح الأرباح الموزعة للمساهم بمراقبة المؤسسة، ولم تتوصل إلى وجود تأثير معنوي إحصائيا للملكية الأجنبية على قرار توزيع الأرباح.

هدفت دراسة U et al, Hamid, 2012 إلى البحث في أثر هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح في باكستان، والتحقيق ذلك تم الإعتماد على عينة مكونة من 70 مؤسسة مدرجة في البورصة خلال الفترة (2003-2010)، وتوصلت إلى وجود : علاقة عكسية بين الملكية الإدارية و سياسة توزيع الأرباح، علاقة طردية بين الملكية المؤسساتية والأجنبية و سياسة توزيع الأرباح، حيث زيادتهم ترتفع توزيعات الأرباح من طرف المؤسسة الأمر الذي يؤدي الى تخفيض النقدية المتاحة للمسيرين والحد من إمكانية تخفيض ثروة المساهمين، توصلت دراسة iCheinetBo songY, 2015 إلى وجود علاقة طردية

بين الملكية الأجنبية وسياسة توزيع الأرباح، حيث أن المؤسسات التايوانية تقوم برفع توزيعات الأرباح بهدف جذب المستثمرين الأجانب.

توصلت دراسة Aetal, Hussain, 2014 التي هدفت إلى تحليل أثر هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح في باكستان، وذلك خلال مدة 8 سنوات خلال الفترة (2005-2012) وبتطبيق نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (نموذج التأثيرات الثابتة) توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية معنوية إحصائياً بين الملكية الأجنبية وسياسة توزيع الأرباح، وقد أرجع الباحثون ذلك إلى أن المستثمرين الأجانب يفضلون الحصول على توزيعات الأرباح في شكل نقدي عوض رفع رأس المال وذلك كنتيجة لعدم الاستقرار السياسي و الاقتصادي في البلد محل الدراسة، توصلت دراسة H,D,Chai, 2010 التي هدفت اختبار العلاقة بين الملكية الأجنبية وسياسة توزيع الأرباح في كوريا، إلى وجود علاقة طردية معنوية إحصائياً بين الملكية الأجنبية وسياسة توزيع الأرباح حيث بارتفاع نسبة مساهمة المستثمرين الأجانب في رأس المال المؤسسات ترتفع الأرباح الموزعة.

#### المطلب الثاني: تحديد عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في مجموعة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تم الحصول عليها من المركز الوطني للسجل التجاري بالجزائر العاصمة، وقد تم الحصول على 150 مؤسسة صغيرة ومتوسطة، تتوفر كل مؤسسة على الميزانية المالية للسنة 2010 و 2011، إضافة إلى جدول حسابات النتائج وكذا محضر الجمعية العامة والتي يتم فيها اتخاذ قرار توزيع الأرباح أو احتجازها. هذه المؤسسات المتحصل عليها حققت أرباحاً للسنة 2011، وتتنوع من مؤسسات ذات المسؤولية المحدودة ومؤسسات ذات الشريك الوحيد وذات المسؤولية المحدودة وكذا الشركات ذات أسهم إضافة إلى شركات التضامن.

#### المبحث الثاني: منهجية الدراسة التجريبية

##### المطلب الأول: تحديد المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة

في هذا العنصر سيتم تحديد المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

##### 1- المتغيرات التابعة

باعتبار أن هناك عدة مؤسسات من العينة لم تقم بتوزيع الأرباح على الشركاء، حيث قامت باحتجاز الأرباح، فإنه يتم تحديد أهم المتغيرات التي أثرت على سلوك المؤسسة بتوزيع الأرباح على المساهمين والشركاء أو عدمه. وبالتالي، فإن المتغير التابع الآخر سيكون متغير ثنائي البعد *Div* الذي

يأخذ القيمة 1 إذا قامت المؤسسة بتوزيع أرباح على المساهمين أو الشركاء في سنة 2011، والقيمة 0 في حالة لم توزع المؤسسة الأرباح على المساهمين أو الشركاء، ويعطى كما يلي:

$$Div = \begin{cases} 1 & \text{si Distribution Dividend} \\ 0 & \text{si non} \end{cases}$$

## 2- المتغيرات المستقلة

تتمثل المتغيرات المستقلة في كل من المردودية، الضمانات، الحجم، النمو، مستوى الاستدانة الكلية في المؤسسة، الشكل القانوني والديون الطويلة ومتوسطة الأجل. وتعرف كما يلي:

- حيث تتمثل المردودية  $RE$  الأرباح الصافية الحالية (سنة 2011) على مجموع الميزانية،

$$RE = \frac{Résultat\ Net_{2011}}{Total\ Bilan_{2011}}$$

- الأرباح السابقة  $RE-1$ ، والتي تتمثل في المردودية لسنة 2010، أي الأرباح الصافية لسنة 2010

$$.RE_{-1} = \frac{Résultat\ Net_{2010}}{Total\ Bilan_{2010}}$$

- وتتمثل الضمانات  $GAR$  في مجموع الأصول الملموسة والمخزونات على مجموع الميزانية،

$$.GAR = \frac{Actif\ Tangibles + Stocks}{Total\ Bilan}$$

- أما الحجم  $TA$  فهو لوغاريتم رقم الأعمال،  $.TA = \ln(Chiffre\ d'Affaires)$

- أما النمو  $CR$  فهو نسبة التغير في لوغاريتم رقم الأعمال بين سنتي 2011 و 2010،

$$.CR = \frac{\ln(CA_{2011}) - \ln(CA_{2010})}{\ln(CA_{2010})}$$

- يعبر مستوى الاستدانة  $TD$  عن نسبة الاستدانة الكلية في المؤسسة في الهيكل المالية لها،

$$.TD = \frac{Total\ Dettes}{Total\ Billan}$$

- يعبر الشكل القانوني عن أربع متغيرات ثنائية البعد، فإذا كانت المتغيرة هي  $SARL$  فإنها تأخذ القيمة

1 إذا كانت المؤسسة ذات مسؤولية محدودة وتأخذ القيمة 0 في حالة العكس، وكذلك الأمر مع

$$.SARL = \begin{cases} 1 & \text{si SARL} \\ 0 & \text{si non} \end{cases} \text{، المتغيرات } SNC \text{ و } SPA \text{ و } EURL$$

- أما متغيرة الديون الطويلة ومتوسطة الأجل  $DLMT$ ، فهي أيضا عبارة عن متغيرة ثنائية البعد، حيث

تأخذ القيمة 1 إذا كان للمؤسسة استدانة طويلة ومتوسطة الأجل والقيمة 0 في حالة العكس.

## المطلب الثاني: خصائص العينة

يوضح الجدول (1) وصف المتغيرات الإحصائية للعينة. حيث يعطي أدنى وأعلى قيمة لكل متغيرة، وكذا المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لها.

الجدول رقم (1): وصف العينة

		N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard	Intervalle de confiance à 95% pour la moyenne		Minimum	Maximum
						Borne inférieure	Borne supérieure		
TD	0	123	,666869	,2883754	,0260019	,615395	,718342	,0000	1,1838
	1	27	,522292	,2603336	,0501012	,419307	,625276	,1734	,9876
	Total	150	,640845	,2881375	,0235263	,594357	,687333	,0000	1,1838
SARL	0	123	,55	,499	,045	,46	,64	0	1
	1	27	,56	,506	,097	,36	,76	0	1
	Total	150	,55	,499	,041	,47	,63	0	1
EURL	0	123	,38	,488	,044	,30	,47	0	1
	1	27	,22	,424	,082	,05	,39	0	1
	Total	150	,35	,480	,039	,28	,43	0	1
SPA	0	123	,02	,127	,011	-,01	,04	0	1
	1	27	,15	,362	,070	,00	,29	0	1
	Total	150	,04	,197	,016	,01	,07	0	1
SNC	0	123	,05	,216	,020	,01	,09	0	1
	1	27	,07	,267	,051	-,03	,18	0	1
	Total	150	,05	,225	,018	,02	,09	0	1
GAR	0	123	,378468	,2822662	,0254511	,328085	,428851	,0000	1,0000
	1	27	,381212	,2854591	,0549366	,268288	,494135	,0000	,9652
	Total	150	,378962	,2818810	,0230155	,333483	,424441	,0000	1,0000
RE	0	123	,096981	,1225981	,0110543	,075097	,118864	,0002	1,0320

	1	27	,172196	,1739387	,0334745	,103388	,241004	,0036	,6373
	Total	150	,110519	,1357448	,0110835	,088618	,132420	,0002	1,0320
TA	0	123	16,547879	1,9138268	,1725640	16,206271	16,889486	8,1320	20,5466
	1	27	17,170000	2,4541602	,4723034	16,199167	18,140834	11,9829	21,2019
	Total	150	16,659861	2,0266974	,1654792	16,332872	16,986850	8,1320	21,2019
GR	0	123	,023530	,0847560	,0076422	,008402	,038659	-,4841	,5700
	1	27	,010208	,0493370	,0094949	-,009309	,029725	-,1138	,1845
	Total	150	,021132	,0795800	,0064977	,008293	,033972	-,4841	,5700
REI	0	123	,087350	,1586192	,0143022	,059038	,115663	-,3076	,7698
	1	27	,188099	,1835158	,0353176	,115503	,260696	-,0560	,6599
	Total	150	,105485	,1672896	,0136591	,078495	,132476	-,3076	,7698
DLMT	0	123	,24	,426	,038	,16	,31	0	1
	1	27	,30	,465	,090	,11	,48	0	1
	Total	150	,25	,433	,035	,18	,32	0	1

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS

من خلال الجدول رقم (١)، يلاحظ أن متوسط الاستدانة في المؤسسات التي قامت بتوزيع الأرباح 52.22% في حين أن متوسط الاستدانة في المؤسسات التي احتجزت جميع أرباحها 66.68%، أما بالنسبة للضمانات، فقد بلغ معدلها 37.84% بالنسبة للمؤسسات التي احتجزت جميع أرباحها، أما باقي المؤسسات فهي 38.12%، وبالنسبة للمردودية، فيلاحظ أن معدلها بالنسبة للمؤسسات التي احتجزت جميع أرباحها 9.69% أما بالنسبة للمؤسسات التي وزعت الأرباح فقد بلغ معدل المردودية فيها 17.22%، وهو فارق كبير بينهما، وبالنسبة لمتغيرة الحجم، فإن معدل حجم المؤسسات الموزعة لأرباحها هي 17.17% مقابل 16.52% للمؤسسات المحتجزة للأرباح. أما معدل النمو فقد بلغ 1.02% مقابل 2.35% للمؤسسات التي احتجزت أرباحها، أما بالنسبة للديون طويلة الأجل، فإن معدلها بالنسبة للمؤسسات التي احتجزت جميع أرباحها وصل 24% و30% لباقي المؤسسات.

أما بالنسبة للتقسيم المؤسسات حسب الشكل القانوني، فإن العينة تتكون من 55% من المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة، و35% من المؤسسات ذات الشريك الوحيد ذات المسؤولية المحدودة و4% شركات ذات أسهم و5% شركات تضامن.

## المطلب الثالث: نموذج الدراسة

## 1- مقارنة المتوسطات

من خلال الجدول السابق، لوحظ وجود فروقات في معدلات المتغيرات المستقلة بين المؤسسات التي قامت باحتجاز جميع ارباحها والتي وزعت الأرباح، لكن لا نعرف إن كان هذا الفرق جوهريا أم لا، ويمكن معرفة ذلك من خلال اختبار مقارنة المتوسطات باستعمال تحليل التباين. يوضح الجدول رقم (2) مقارنة المتوسطات بين المجموعتين.

الجدول رقم (2): تحليل التباين لمقارنة المتوسطات بين المجموعتين						
		Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	F	Significatio n
TD	Inter-groupes	,463	1	,463	5,752	,018
	Intra-groupes	11,908	148	,080		
	Total	12,370	149			
SARL	Inter-groupes	,000	1	,000	,001	,980
	Intra-groupes	37,073	148	,250		
	Total	37,073	149			
EURL	Inter-groupes	,566	1	,566	2,485	,117
	Intra-groupes	33,707	148	,228		
	Total	34,273	149			
SPA	Inter-groupes	,385	1	,385	10,604	,001
	Intra-groupes	5,375	148	,036		
	Total	5,760	149			
SNC	Inter-groupes	,014	1	,014	,277	,599
	Intra-groupes	7,559	148	,051		
	Total	7,573	149			
GAR	Inter-groupes	,000	1	,000	,002	,964
	Intra-groupes	11,839	148	,080		
	Total	11,839	149			

RE	Inter-groupes	,125	1	,125	7,074	,009
	Intra-groupes	2,620	148	,018		
	Total	2,746	149			
TA	Inter-groupes	8,569	1	8,569	2,102	,149
	Intra-groupes	603,449	148	4,077		
	Total	612,018	149			
CR	Inter-groupes	,004	1	,004	,619	,433
	Intra-groupes	,940	148	,006		
	Total	,944	149			
RE1	Inter-groupes	,225	1	,225	8,431	,004
	Intra-groupes	3,945	148	,027		
	Total	4,170	149			
DLMT	Inter-groupes	,081	1	,081	,432	,512
	Intra-groupes	27,792	148	,188		
	Total	27,873	149			

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS

من خلال الجدول السابق، فإن مستوى الدلالة يوضح بأن كلا من متوسط الاستدانة والشركات ذات الأسهم، المردودية الحالية والمردودية السابقة ذات فروقات جوهرية بين مجموعة المؤسسات التي قامت بتوزيع الأرباح والمؤسسات التي قامت باحتجاز جميع أرباحها. في حين أن باقي المتغيرات فروقاتها غير جوهرية.

وعليه، يمكن القول مبدئياً أن كلا من مستوى الاستدانة الكلية، الشكل القانوني المتمثل في المؤسسات ذات أسهم والمردودية الحالية والمردودية السابقة من العوامل التي تؤثر على قرار توزيع الأرباح في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، لكن يجب تأكيد ذلك من خلال نموذج التحليل التمييزي.

## 2- نموذج التحليل التمييزي

قبل تقدير النموذج، سيتم تعريف التحليل التمييزي ثم صلاحية النموذج وأخيراً دقة التقدير حسب

هذا النموذج.

## 2-1- تعريف التحليل التمييزي

يعد التحليل التمييزي (Discriminant Analysis) أحد أساليب التحليل المتعدد المتغيرات (Multivariate Analysis) الهامة، ففي ظل استخدام هذه الأساليب يتم تحليل المتغيرات الداخلة في النموذج بطريقة مترابطة مع الأخذ في الحسبان العلاقات المتداخلة بين هذه المتغيرات، كما أنه يسعى إلى تكوين نموذج إحصائي يصور العلاقة المتبادلة بين المتغيرات المختلفة، وتعود أهميته بصفة أساسية إلى فاعليته في التمييز بين المشاهدات باستخدامه العديد من المتغيرات، وذلك من خلال إيجاد تركيبات خطية Linear Combination لمجموعة من المتغيرات يطلق عليها متغيرات التمايز.

ويعتمد نموذج تحليل التمايز على الوصول إلى دالة التمايز (Discriminant Function) التي تعمل على تعظيم الفروق بين متوسط المجموعات وتقليل التشابه في أخطاء التصنيف في الوقت ذاته، وذلك من خلال إيجاد تجميعات خطية لمجموعة من المتغيرات

## 2-2- أهداف التحليل التمييزي:

- تصميم التوليفات الخطية للمتغيرات الأفضل في موضوع الدراسة.
- التحقق من مدى وجود فروق ذات دلالة بين المجموعات فيما يتعلق بالمتغيرات.
- تحديد المتغيرات التي تسهم بأكبر قدر من الاختلاف بين فئات المتغير التابع.
- تقسيم الحالات بين فئات المتغير التابع بناءً على قيم المتغيرات المستقلة.
- تقييم دقة التصنيف (كنسبة مئوية)

## 2-3- أنواع التحليل التمييزي:

- يأخذ التحليل التمييزي ثلاثة أنواع، وهي:
  - تحليل التمايز المباشر، حيث يتم إدخال جميع المتغيرات مرة واحدة إلى المعادلات.
  - تحليل التمايز الهرمي، حيث يتم إدخال المتغيرات طبقاً لجدول ينظمها المستفيد (الباحث).
  - تحليل التمايز المتدرج، حيث يتم تحديد معيار إحصائي يحدد أولوية إدخال المتغيرات إلى النموذج

## 3-4- مسلمات التحليل التمييزي:

يستند التحليل التمييزي إلى عدد من المسلمات أولها: أن تتوزع المتغيرات التابعة الكمية توزعاً اعتدالياً، لهذا يفضل استخدام عينات من حجم متوسط أو كبير للحصول على نتائج صادقة نسبياً. أما المسلمة الثانية تتمثل في أن: تباينات وتغايرات المتغيرات التابعة في المجتمع واحدة في جميع مستويات العامل. ويختبر باستخدام Box's M. أما المسلمة الثالثة فهي: اختيار العينة اختياراً عشوائياً، كما أن

درجة أي فرد في العينة في أي متغير مستقلة عن جميع درجات أفراد العينة الآخرين. لهذا لا يجب الثقة في اختبار الدلالة للتحليل التمييزي إذا انتهك شرط الاستقلالية .

للتحليل التمييزي عدة شروط، أهمها:

- أن تكون المجتمعات موضوع الدراسة منفصلة وقابلة للتحديد حتى وإن كانت هذه المجتمعات متداخلة فيما بينها بدرجات معينة.

- أن تكون كل مفردة في كل مجتمع قابلة للوصف والتحديد بمجموعة من المقاييس أو المتغيرات المستقلة، وأن تكون جميع متغيرات دالة التمايز مقاسة بقيم محدودة .

- أن تختلف المجتمعات موضوع الدراسات بالنظر إلى أوساطها، أي أن تكون متجهات أوساط المتغيرات للمجتمعات غير متساوية.

- أن تكون البيانات المستخدمة في التحليل تحتوي على عينة عشوائية من أعضاء كل مجتمع من مجتمعات الدراسة، بحيث تعد هذه العينات ممثلة للمجتمعات موضوع التحليل.

- أن تمثل المجتمعات الإحصائية موضوع الدراسة مجتمعات إحصائية ذات توزيع طبيعي، حيث يتوزع أي متغير بطريقة عادية في كل مجتمع.

- تساوي مصفوفة التباين المشترك (Variance Covariance Matrix) في المجتمعات الإحصائية محل الدراسة.

المطب الرابع: تقديم نموذج التحليل التمييزي

### 1- صلاحية النموذج

قبل تقديم نموذج التحليل التمييزي، يجب التأكد من صلاحية النموذج للتقدير، والجدول رقم (3) يوضح دلالة النموذج.

الجدول رقم (3): صلاحية نموذج التحليل التمييزي

	Nombre de variables	Lambda	ddl1	ddl2	ddl3	F exact			
						Statistique	ddl1	ddl2	Signification
1	2	,882	2	1	148	9,807	2	147,000	,000

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS

حسب الجدول السابق، فإن مستوى الدلالة أقل من 1%، وعليه، فإن نموذج التحليل التمييزي صالح لتقدير العوامل المؤثرة لتحديد سلوك المؤسسات لتوزيع الأرباح من احتجازها.

### 2- تقدير النموذج

يوضح الجدول رقم (4) معاملات نموذج التحليل التمييزي.

الجدول رقم (4): معاملات نموذج التحليل التمييزي

	Fonction
	1
SPA	,758
RE1	,681

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS

ومنه، فإن النموذج كما يلي:

$$Z=0.758 SPA + 0.681 RE_{-1}$$

يلاحظ أن نموذج التحليل التمييزي يتضمن متغيرتين فقط، وهما الشكل القانوني المتمثل في الشركات ذات أسهم وبالعلاقة إيجابية، وكذا مردودية السنة السابقة وبالعلاقة إيجابية أيضا، فيما استبعد باقي المتغيرات.

### 3- دقة النموذج

يمكن معرفة دقة النموذج من خلال التصنيف الفعلي والتصنيف المقدر الموضح في الجدول الموالي.

الجدول رقم(5): جودة التصنيف

		DIV	Classe(s) d'affectation prévue(s)		Total
			0	1	
Original	Effectif	0	103	20	123
		1	15	12	27
	%	0	83,7	16,3	100,0
		1	55,6	44,4	100,0

a. 76,7% des observations originales classées correctement.

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS

دقة النموذج حسب الجدول السابق بلغت 76.7%، وهي نسبة مرتفعة نوعا ما.

### المطلب الخامس: تحليل النتائج

بالنسبة للمؤسسات ذات أسهم، فإن لها دور إيجابي في اتخاذ قرار توزيع أرباح السهم. فالمؤسسات ذات أسهم تقوم بتوزيع نسب من أرباح السهم مقارنة بالمؤسسات الأخرى، ويمكن تبرير ذلك بحسب نظرية الوكالة، والتي بينت أن لهيكل المساهمين أثر على توزيع أرباح السهم، ووجدت علاقة طردية بين المساهمين وقرار توزيع أرباح السهم، فالمساهمون في المؤسسة يعني وجود درجة من المراقبة على المسيرين والتي ينجم عنها تكلفة الوكالة، وهو ما يضطر بالمسيرين إلى توزيع جزء من الأرباح على المساهمين للتخفيض من تكلفة الوكالة. كما أن المؤسسات ذات أسهم يمكنها تحمل تكاليف توزيع أرباح السهم التي تنص عليها نظرية الصفقات وذلك نظرا لحجمها، عكس المؤسسات الأخرى.

كما يمكن تفسير العلاقة الطردية بين المردودية السابقة على اتخاذ قرار توزيع أرباح السهم في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بنظرية الإشارة، فالهدف من المسيرين هو إرسال إشارة إلى المستثمرين لها دلالة على أن للمؤسسة أرباح معتبرة، وأنها تتمتع بوضعية مالية جيدة، ومهما اختلف الهدف من تغيير نسب أرباح السهم، فإن الكثير من الدراسات التجريبية مثل بنارتزي وآخرون Benartzi et al(1997) أكدت بأن توزيع أرباح السهم يعطي معلومات مستقبلية وأنية عن المؤسسة.

## خاتمة الفصل الثاني

من خلال عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تم اختيارها بهدف الدراسة التطبيقية لمحددات سياسة توزيع الأرباح فيها , حيث اخذ بعين الاعتبار في الدراسة العديد من المتغيرات التابعة و المستقلة و اثر كل متغير على قرار توزيع الأرباح من عدمه بالنسبة لهذه العينة توصلنا أخيرا أن مردودية السنة السابقة و الشكل القانوني للمؤسسة المتمثل في الشركات ذات أسهم هما المتغيرين الوحيدين اللذان يحددان سياسة توزيع الأرباح المختارة اما باقي المتغيرات المتمثلة في المردودية الحالية , الضمانات , حجم الشركة , النمو و مستوى الاستدانة ف لا إثر لها في تحديد قرار توزيع الأرباح أو حجزها بالنسبة للعينة المدروسة.

الخاتمة العامة

## الخاتمة العامة

يهدف هذا البحث إلى معرفة محددات سياسة توزيع الأرباح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، وذلك من خلال عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تم اختيارها لهذا الغرض.

ولأهمية سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة، فقد ظهرت العديد من النماذج التي فسرت سياسة توزيع أرباح السهم، منها نموذج لينتير، والذي يؤكد على أن المحدد الأساسي لتوزيع أرباح السهم الحالية هو الأرباح الحالية والأرباح السابقة. كما ظهر نموذج والتر، قوردن، كالاي وميرتون. إضافة إلى النماذج، فقد ظهرت الكثير من النظريات، بدايةً بنظرية موديقلياني وميلر سنة 1961، والتي تؤكد على حيادية توزيع أرباح السهم اتجاه القيمة السوقية للمؤسسة، ثم ظهرت نظرية عصفور في اليد، والتي قامت على نقد نظرية موديقلياني وميلر 1961، كما أدت النظريات الأخرى بعض العوامل المؤثرة، مثل التفضيل الضريبي، أثر الزبائن، الإشارة وعدة تماثل المعلومات، الوكالة ونظرية دورة حياة المؤسسة.

تم الوصول إلى عدة نتائج أهمها:

- لتحديد سياسة توزيع أرباح السهم أهمية كبيرة في المؤسسة، لما لها من دور في رفع القيمة السوقية لها. وهذا ما أدى إلى ظهور عدة نماذج تفسر سياسة توزيع أرباح السهم. في المقابل، فقد ظهرت العديد من النظريات في الأدبيات المالية التي أوضحت أهمية سياسة توزيع أرباح السهم على قيمة المؤسسة السوقية، فمنها من أدخلت الضرائب، ومنها من أدخلت الوكالة أو الإشارة وحتى دورة حياة المؤسسة.
  - يؤثر كل من المردودية السابقة والمؤسسات ذات أسهم على نسب توزيع أرباح السهم.
  - يتوافق توزيع أرباح السهم في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية مع نموذج لينتير، والذي يؤكد على أثر الأرباح الحالية والسابقة على قرار ونسب توزيع أرباح السهم في المؤسسة. كما تبرز نظرية الإشارة من خلال توزيع نسب مرتفعة من أرباح السهم، وذلك دلالة على أن المؤسسة تحقق أرباحاً كبيرة، وأنها تتمتع بصحة مالية جيدة.
- من خلال النتائج المتوصل إليها، يمكن القول بأن العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تتمثل في كل من المردودية السابقة والشكل القانوني المتمثل في الشركات ذات أسهم. أما باقي المتغيرات، فلا تؤثر على قرار المؤسسة فيما يخص توزيع أو احتجاز الأرباح.

تتمثل توصيات البحث أساسا في تنشيط السوق المالية في الجزائر، وذلك لتسهيل عمليات الاستثمار في البورصة وتداولها، حيث تظهر في هذه الحالة أهمية سياسة توزيع الأرباح على المستثمرين، وكذا توصية مسيري المؤسسات على الاهتمام بسياسة توزيع الأرباح لما لها أهمية بالغة في تحديد القيمة السوقية لها.

بالنسبة لآفاق البحث، يمكن عرض بعضا منها كما يلي:

- أثر الشكل القانوني على توزيع الأرباح في المؤسسات الجزائرية.
- علاقة توزيع الأرباح بسياسة التمويل في المؤسسة.
- تكامل سياسات المؤسسة المالية فيما بينها.

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع

أولاً/ باللغة العربية

- عيسى بدروني، محددات توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة-دراسة حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية والمالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2010، ص: 8.
- عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 241.
- زرقون محمد، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر- مجلة البحث، جامعة ورقلة العدد الثامن، 2010، ص 85
- علي بن ضب، 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 2008-2006، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2008-2009، ص 122.
- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، الأردن، 2008، ص 625.
- بريش عبد القادر وب دروني عيسى، محدثات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مجلة الباحث، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية، العدد العاشر، 2013، ص 13.
- حسن حسين هاشم، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 17، 2008، ص ص: 214-215.

ثانياً/ باللغات الأجنبية

- Luis Krug Pacheco and Clara Raposo, **the Determinants of Initial Stock 1-Repurchases**, SEMINÁRIOS DE FINANÇAS, Terça-Feira,Universida de Católica Portuguesa – Centro Regional do Porto, 16 de Outubro de 2007.
- Baker H Kent, **Dividends and Dividend Policy**, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, 2009.

- John Lintner, *Distribution of Income of Corporation Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes*, **American Economic Review**, Vol. 45, No.2, 1956, pp: 97-113.
- Abdullah NorhasnizaMohd Hasan, Ahmad Zuraidah and RoslanShashazrina, *The Influence of Ownership Structure on the Firms Dividend Policy Based Lintner Model*, **International Review of Business Research Papers**, Vol. 8, No.6, 2012.
- Richard A. Brealey; Stewart C. Myers et Pierre Laroche, **Principes de Gestion Financière des Société**, McGraw-Hill,Editeurs, Saint-Laurent(Québec), 2e édition, 1992.
- FranklinAllen and Roni Michaely, *Payout Policy*, **Handbook of the Economics of Finance**, Vol, Part 1, 2003.
- -Richard A. Brealey; Stewart C. Myers et Pierre Laroche,**Op-cit**, 1992.
- Eugene FFama and Harvey Babiak, *Dividend Policy: An Empirical Analysis*, **Journal of the American Statistical Association**, Vol. 63, No.324, 1968, pp: 1132-1161.
- James E. Walter, *Dividend policies and common stock prices*, **The Journal of Finance**, Vol. 11, No.1, 1956, pp: 29-41.
- George M. Frankfurter and Bob G. Wood, **Dividend Policy, Theory & Practice**, Academic Press, San Diego (USA), 2003.
- M J Gordon, *Dividends, Earnings, and Stock Prices*, the **Review of Economics and Statistics**, Vol. 41, No. 2, Part 1, 1959, pp. 99-105.
- Michael C. Ehrhardt and Eugene F. Brigham, **Corporate Finance A Focused Approach**, South-Western College Pub, Cincinnati (USA), 5 Edition, 2013.
- George M Constantinides, Milton Harris and René M Stulz; **Corporate Finance**, Elsevier, Amsterdam, volume 1, 2003.
- AvnerKalay, *Signaling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends*, **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 15, No. 4, 1980, pp. 855-869
- Robert Cobbaut, **Théorie financière**, Economica, Paris, 1997.
- Luis Correia da Silva, Marc Goergan and Luc Renneboog, **Dividend Policy and Corporate Governance**, Oxford University Press, New York, 2004.

- 
- Michael C Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, **American Economic Review**, Vol. 76, No.2, 1986, pp: 323-329.
  - Michael J. Barclay, Clifford W. Smith and Ross L. Watts, *The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies*, **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol. 7, No.4, 1986, pp: 4-19.
  - Dennis C Mueller, *A Life Cycle Theory of the Firm*, **Journal of Industrial Economics**, Vol. 20, No.3, 1972, pp:199–219.



## تصريح شرفي

بالالتزام بمعايير الأمانة والنزاهة العلمية في إعداد مذكرة الماستر

أنا الممضي اسقله:

الطالب (ة): \* بن بوبتر محمد المولود(ة) بتاريخ: 28 أوت 1985 ب. سليف

الحامل لبطاقة التعريف الوطنية (أور.س.) رقم: A01843142 الصادرة بتاريخ: 18/29 عن: بلدية سليف

المسجل بالسنة الثانية ماستر شعبة: علوم التسيير تخصص: التسيير المالي المؤسسات خلال السنة الجامعية: 2021/2022

والمعد لمذكرة الماستر التي تحمل عنوان\*\*:

سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات المهنية  
والمؤسسات الجزائرية

أصرح بشرفي أنني إلتزمت بمراعاة معايير الأمانة والنزاهة العلمية المطلوبة في إنجاز مذكرة الماستر المذكور أعلاه.

حرر بتاريخ: 2022/06/19

التوقيع و البصمة