

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

المدرسة العليا للتجارة - الجزائر -

مذكرة تخرج

مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية والمالية

تخصص: مالية

الموضوع:

سياسة توزيع الأرباح في ظل حوكمة الشركات

دراسة عينة من شركات المساهمة الجزائرية

تحت إشراف الأستاذ الدكتور:

محمد براق

من إعداد الطالب:

طارق وهابي

السنة الجامعية: 2014-2015

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

المدرسة العليا للتجارة - الجزائر -

مذكرة تخرج

مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية والمالية

تخصص: مالية

الموضوع:

سياسة توزيع الأرباح في ظل حوكمة الشركات

دراسة عينة من شركات المساهمة الجزائرية

تحت إشراف الأستاذ الدكتور:

محمد براق

من إعداد الطالب:

طارق وهابي

السنة الجامعية: 2014-2015

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

كلمة شكر

الحمد لله حمدا كثيرا مباركا يوافي نعمه ويشكر مزیده

اللهم إنا نشكرك شكرا يليق بجلال وجهك وعظيم سلطانك فيا رب لك الحمد حتى

ترضى ولك الحمد إذا رضيت ولك الحمد بعد الرضا.

الشكر الخالص للأستاذ المحترم محمد براق على تقبله الإشراف على هذا العمل

بصدر رحب وعلى صبره وتفانيه حاملا له في قلبي كل الاحترام والتقدير

سائلا الله عز وجل أن يديم فضله وعطاءه.

والشكر كذلك للأستاذ الدكتور عبد القادر قليز والأستاذ الدكتور عبد القادر بريش

والأستاذ الدكتور الطاهر لطرش والأستاذ لمين تغليسية والأستاذ ابراهيم صبيعات

والأستاذ إسماعيل بوغازي على التوجيهات والنصائح المقدمة من أجل إعداد هذا

البحث، وكذلك دون أن ننسى عمال المكتبة بالمدرسة العليا للتجارة على تقديمهم يد

المساعدة من تسهيلات في الحصول على المراجع، ومسيري الشركات عينة

الدراسة على تقبلهم الإجابة على الاستبيان.

ونشكر كل من ساهم من قريب أو من بعيد في إتمام هذا العمل

راجين من الله تعالى أن نكون قد وفقنا في عملنا هذا آملين أن يكون فيه منفعة لنا

ولغيرنا.

الإهداء

اللهم إني أعوذ بك من علم لا ينفع ومن عمل لا يرفع وقلب لا يخشع

ودعاء لا يسمع.

أهدي هذا العمل، ثمرة جهدي إلى من قال فيهما الله عز وجل "ولا تقل لهما أف ولا تنهرهما وقل لهما قولا كريما واخفض لهما جناح الذل من الرحمة وقل ربي ارحمهما كما ربياني صغيرا". سورة الإسراء الآية: 23 و24.

إلى أسمى عاطفة وأحلى ما ينطق به اللسان "أمي الحنون الغالية" أطال الله في عمرها.

إلى من اعتبره قدوتي التي أقتدي بها والذي ألبسني لباس العلم والأخلاق، وشجعني طوال مشواري الدراسي ووفر لي كل أسباب النجاح "أبي الغالي" أطال الله في عمره.

إلى روح جدتي رحمها الله.

إلى كل إخوتي رابع ورضوان وحسام والكتكوت هشام والمدللة فطيمة.

إلى أخي الخير وزوجته ليلى وأبنائه حاتم والأمورة ونأم.

إلى كل أستاذتي وأستاذاتي.

إلى زملائي وإخوتي: عثمان، وليد، يوسف، عمر، موسى، يوسف، الطاهر، ياسين،

عصام ونجيب، زهير ومولود.

وإلى كل زملائي في المدرسة العليا للتجارة.

وإلى كل طلبة المدرسة العليا للتجارة.

وإلى كل طالب علم.

...طارق وهابي

الفهرس العام

III-I	الفهرس العام.....
IV	قائمة الأشكال.....
V	قائمة الجداول.....
VI	قائمة الملاحق.....
أ	مقدمة عامة.....
1	الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح.....
2	المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح.....
2	المطلب الأول: مفهوم الربح.....
3	المطلب الثاني: مفهوم وإجراءات سياسة توزيع الأرباح.....
6	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح.....
10	المبحث الثاني: أنواع ونماذج سياسة توزيع أرباح السهم.....
10	المطلب الأول: أنواع سياسات توزيع أرباح السهم.....
15	المطلب الثاني: نماذج سياسة توزيع أرباح السهم.....
23	المطلب الثالث: أشكال أخرى من توزيعات الأرباح.....
26	المبحث الثالث: نظريات سياسة توزيع الأرباح.....
27	المطلب الأول: نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح.....
30	المطلب الثاني: نظرية عصفور في اليد.....
32	المطلب الثالث: نظرية التفضيل الضريبي.....
37	خلاصة الفصل الأول.....
39	الفصل الثاني: سياسة توزيع الأرباح وحوكمة الشركات.....
40	المبحث الأول: حوكمة الشركات.....

- المطلب الأول: مفهوم حوكمة الشركات وأهدافها 40
- المطلب الثاني: مبادئ ومقومات حوكمة الشركات 44
- المطلب الثالث: محددات وآليات حوكمة الشركات 48
- المبحث الثاني: تباين المعلومات وسياسة توزيع الأرباح 52
- المطلب الأول: مفهوم ومقاييس تباين المعلومات 52
- المطلب الثاني: تباين المعلومات والإشارة 56
- المطلب الثالث: العلاقة بين الحوكمة والمعلومات المالية 58
- المبحث الثالث: نظرية الوكالة وحوكمة الشركات 60
- المطلب الأول: نظرية الوكالة والعلاقات الأساسية لأطراف الوكالة 60
- المطلب الثاني: أهمية الحوكمة في تخفيض مشكلة تضارب المصالح 63
- المطلب الثالث: نظرية الوكالة وتوزيعات الأرباح 66
- خلاصة الفصل الثاني 69
- الفصل الثالث: دراسة عينة من شركات المساهمة لولاية الجزائر 71
- المبحث الأول: منهجية الدراسة وتحليل المعلومات العامة 72
- المطلب الأول: طبيعة الدراسة 72
- المطلب الثاني: مجتمع وأداة الدراسة 74
- المطلب الثالث: تحليل البيانات الشخصية 75
- المبحث الثاني: اختبار الاستبيان وتحليل نتائج العينة 81
- المطلب الأول: اختبار الاستبيان 81
- المطلب الثاني: اختبار الصدق البنائي، الثبات واعتدالية التوزيع 86
- المطلب الثالث: تحليل نتائج العينة 89
- المبحث الثالث: تحليل فقرات محاور الدراسة واختبار الفرضيات 93

93.....	المطلب الأول: تحليل فقرات محاور الدراسة.....
100.....	المطلب الثاني: اختبار الفرضيات
102.....	خلاصة الفصل الثالث.....
104.....	الخاتمة العامة
110.....	قائمة المراجع
119.....	ملخص البحث.....

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
35	نظرية مودقلياني وميلر، عصفور في اليد والتفضيل الضريبي وعلاقتهم بسعر السهم وتكلفة الأموال الذاتية	01
50	محددات الحوكمة	02
66	دور حوكمة الشركات في تخفيض مشكلة تضارب المصالح	03
73	متغيرات الدراسة	04
76	توزيع أفراد العينة المدروسة حسب متغير الوظيفة	05
77	توزيع أفراد العينة المدروسة حسب متغير الدرجة العلمية	06
78	توزيع العينة المدروسة حسب متغير التخصص العلمي	07
79	توزيع العينة المدروسة حسب متغير العمر	08
81	توزيع العينة المدروسة حسب متغير عدد سنوات الخبرة	09

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
74	عينة الدراسة	01
75	مستويات مقياس ليكارت	02
76	توزيع العينة المدروسة حسب متغير الوظيفة	03
77	توزيع أفراد العينة المدروسة حسب متغير الدرجة العلمية	04
78	توزيع أفراد العينة حسب متغير التخصص العلمي	05
79	توزيع العينة المدروسة حسب متغير العمر	06
80	توزيع العينة المدروسة حسب متغير عدد سنوات الخبرة	07
84	الأساتذة المحكمين للاستبيان	08
85	الاتساق الداخلي لفقرات المحور الأول	09
84	الاتساق الداخلي لفقرات المحور الثاني	10
85	الاتساق الداخلي لفقرات المحور الثالث	11
86	الاتساق الداخلي لفقرات المحور الرابع	12
87	صدق الاتساق البنائي لمحاور الاستبيان	13
88	ثبات الاستبيان	14
88	اختبار Kolmogorov-Smirnov لاعتدالية التوزيع	15
89	إجابات أفراد العينة حول فقرات المحور الأول	16
91	إجابات أفراد العينة حول فقرات المحور الثاني	17
92	إجابات أفراد العينة حول فقرات المحور الثالث	18
93	إجابات أفراد العينة حول فقرات المحور الرابع	19
94	تحليل فقرات المحور الأول	20
96	تحليل فقرات المحور الثاني	21
98	تحليل فقرات المحور الثالث	22
99	تحليل فقرات المحور الرابع	23

رقم الملحق	عنوان الملحق
1	الاستبيان باللغة العربية
2	الاستبيان باللغة الفرنسية
3	نتائج التحليل الاحصائي وفق برنامج SPSS

مقدمة عامة

مقدمة عامة

يعد قرار توزيع الأرباح في الشركات من بين أهم القرارات المالية التي تتخذها الشركة نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين وانعكاسها على سعر السهم في السوق. تتحدد سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة ذلك الجزء من الأرباح الذي يوزع على المساهمين وذلك الجزء الذي يتم احتجازه، حيث أن الأرباح المحتجزة تعتبر مصدراً رئيسياً لتمويل الاستثمار والتوسع في الشركات وعلى الرغم من أن التوسع مرغوب فيه فإن توزيع الأرباح مرغوب فيه أيضاً وهذا يعني أن الهدفين متناقضين. وارتفاع معدل توزيع الأرباح معناه انخفاض في الأرباح المحتجزة ومعدل نمو أقل أو أبطأ في الأرباح المستقبلية، والعكس صحيح من خلال تأثير ذلك على حجم التوسع والاستثمار.

لسياسة توزيع الأرباح مجموعة من المحددات لا يمكن غض النظر عنها قبل الحكم على هذه السياسة، ومن بين العوامل التي تم تناولها في الآونة الأخيرة هي مسألة تباين المعلومات بين المستثمرين، ويحدث هذا التباين لما المدراء أو المستثمرين ذوي العلاقات الداخلية في الشركة هم على علم بإمكانيات الشركة وظروفها المستقبلية أكثر من غيرهم من المستثمرين الخارجيين.

ومصطلح تباين المعلومات يراد به أن مديري الشركات هم أكثر الناس معرفة عن وضع الشركة نظراً لما تتوفر لديهم من معلومات عن القيمة المالية والواقعية والمستقبلية للشركة من المستثمرين وهي الدعائم التي تؤهل الشركة لدورها الفاعل في السوق حيث توظف هذه المعلومات لإعطاء الوضع الجاذب للمستثمرين بقدرة الشركة التي يعبر عنها بتوزيع الأرباح على المساهمين بالشركة، وفي حالة انعدام هذه المعلومات ما بين الشركة والمستثمرين، يقوم مديرو الشركات بزيادة مستوى الإفصاح عن القوائم المالية وذلك بكشف معلومات عن الشركة غير مجبرين عن الإفصاح عنها قانونياً ليتم تحليلها ونقلها إلى السوق من قبل المحللين الماليين، لذلك، فإن زيادة عدد المحللين الماليين يوحى بوجود مستوى أقل من تباين المعلومات والتي يُستنتج منها علاقة عكسية ما بين سياسة توزيع الشركات لأرباحها على المستثمرين وتباين المعلومات. بالإضافة إلى نظرية الوكالة التي هي إحدى النظريات المفسرة لها، فوفقاً لهذه النظرية فإن سياسة توزيع الأرباح تتحدد وفقاً لتكلفة الوكالة بانفصال الملكية عن الإدارة، وهي تفترض وجود تعارض في المصالح بين أصحاب الشركات ومديريها مما يُسفر عنه وجود ما يسمى بمشكلة تكلفة الوكالة والتي من الممكن تداركها أو تخفيفها بواسطة توزيع الشركة لأرباحها.

وتعد نظرية الاشارة أيضا من بين أهم النظريات التي لها علاقة مباشرة بسياسة توزيع الأرباح حيث أن توزيع الأرباح يعطي إشارة للمستثمرين على أن الشركة في حالة جيدة أي تتوفر على سيولة كافية لتغطية كل الاحتياجات وخاصة بالنسبة للمستثمرين الصغار الذين يعتبر توزيع الأرباح كدخل بالنسبة لهم.

ومن أجل التقليل من التباين في المعلومات والتخفيف من تضارب المصالح بين المدراء والمستثمرين هنا يبرز الدور الذي تؤديه حوكمة الشركات إذ لها صلة مباشرة مع سياسة توزيع الأرباح، إذ أن حوكمة الشركات تحقق التوازن بين مصالح حملة الأسهم والمديرين، وبالتالي تحد من مشكلة الوكالة، وعليه فإن الشركات ذات حوكمة جيدة من المفترض أن يقل فيها تضارب المصالح والتباين في المعلومات، ومنه من المفترض أن يكون لحوكمة الشركات دور في سياسة توزيع الأرباح.

إشكالية الدراسة

على ضوء ما سبق ذكره تبرز إشكالية الدراسة والمتمثلة في الآتي: كيف تؤثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة الجزائرية؟

الأسئلة الفرعية

وتدعيما لإشكالية الدراسة يتم طرح مجموعة من التساؤلات الفرعية والتي يتم ذكرها كالاتي:

- هل تطبق شركات المساهمة الجزائرية الحوكمة في تسيير إدارة أرباحها؟

- ما علاقة تباين المعلومات بسياسة توزيع الأرباح؟

- فيما تساهم مبادئ حوكمة الشركات المتمثلة في الشفافية والافصاح فيما يخص مشكلة الوكالة؟

- هل تلتزم شركات المساهمة الجزائرية بحقوق المساهمين والمعاملة المتكافئة لهم؟

- هل تختلف المعلومة التي يحصل عليها المستثمر الداخلي عن المعلومة التي يحصل عليها المستثمر الخارجي؟

فرضيات الدراسة

ومن أجل الإجابة عن التساؤلات السابقة الذكر يتم اقتراح فرضيات كرد أولي على هاته التساؤلات والمتمثلة في الآتي:

- تقوم شركات المساهمة الجزائرية بتطبيق الحوكمة في تسيير إدارة أرباحها.
- توجد علاقة معنوية بين تباين المعلومات وسياسة توزيع الأرباح في الشركة.
- مبادئ حوكمة الشركات المتمثلة في الشفافية والإفصاح تساهم في تخفيض مشكلة تضارب المصالح.
- تلتزم شركات المساهمة الجزائرية بجميع حقوق المساهمين والمعاملة المتكافئة لهم.
- المستثمر الداخلي بحكم اطلاعه على كل ما يجري داخل الشركة وتعامله فيها تمكنه من الحصول على معلومات أكثر من ذلك المستثمر الخارجي.

أسباب اختيار الموضوع

الأسباب الذاتية تتمثل في:

- الرغبة في التعمق أكثر في موضوع سياسة توزيع الأرباح وحوكمة الشركات.
- الرغبة في معرفة تأثير الحوكمة على سياسة توزيع الأرباح بصفة خاصة وعلى القرارات المالية الأخرى.

أما الأسباب الموضوعية ترتبط بزيادة الاهتمام بالموضوع في الآونة الأخيرة من خلال الملتقيات العلمية الوطنية والدولية وكذا المشاكل التي تعاني منها شركات المساهمة الجزائرية فيما يخص توزيع الأرباح.

أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في أن موضوع حوكمة الشركات موضوع جد مهم لكثرة الإهتمام به وخاصة في الآونة الأخيرة بالنسبة لمخابر البحث في الجامعات الجزائرية، لأن تطبيق الحوكمة ومبادئها سيضفي المزيد من الشفافية في عمل المسيرين داخل الشركة وكذا استقرار الأسواق المالية، مما يزيد من ثقة المساهمين في الشركات وتشجيعهم على الاستثمار فيها، وبالتالي يكون اتخاذ القرار في الشركات قرار صائب وفي مصلحة كل الأطراف ويؤدي ذلك إلى سياسة توزيع أرباح مثلى.

أهداف الدراسة

تتمثل أهداف الدراسة في الآتي:

- التعرف على مفهوم سياسة توزيع الأرباح وأهم النظريات المتعلقة بها.
- التعرف على مفهوم حوكمة الشركات وكذا الجوانب المتعلقة بها.
- التعرف على خصائص جودة المعلومات المالية.
- معرفة العلاقة الموجودة بين الحوكمة وسياسة توزيع الأرباح.
- إبراز كيفية تأثير الحوكمة على سياسة توزيع الأرباح.

المنهج المتبع

للتأكد من صحة هذه الفرضيات والإجابة على الأسئلة الفرعية ومن ثم الإشكالية المطروحة يتم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، ففي الجانب النظري يتم تناول سياسة توزيع الأرباح بنظرة عامة ثم الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح من خلال مختلف النظريات في هذا المجال كنظرية الوكالة، نظرية الإشارة، وغيرها من النظريات، وكذا التعرض إلى العلاقة التي تربط كل من سياسة توزيع الأرباح وتباين المعلومات وحوكمة الشركات على التوالي .

أما في الجانب التطبيقي فتم اعتماد المنهج الاستقرائي من خلال إعداد استمارة استبيان تعالج أربعة محاور وتوزيع هذه القائمة على أعضاء مجالس الإدارة ومتخذي القرار في شركات المساهمة لولاية الجزائر وذلك من أجل اختبار صحة الفرضيات إحصائياً بالاعتماد على برنامج SPSS.

الدراسات السابقة

أما فيما يخص الدراسات السابقة والتي لها علاقة بموضوع الدراسة يتم ذكرها كالآتي:

1. محمد موسى علام، أثر جودة حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح في سوق الكويت المالية، دورية الإدارة العامة، المجلد الرابع والخمسون، العدد الثالث، ماي 2014.

تناولت هذه الدراسة سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بحوكمة الشركات، وقد اختبرت نظريتين مفسرتين لهذه العلاقة استناداً إلى بيانات 175 شركة من 07 قطاعات مختلفة داخل سوق الكويت المالية، وخلال الفترة 2008-2011 وبما يمثل 700 مشاهدة، وباستخدام مجموعة من الاختبارات المعلمية والغير

معلمية. حصلت الدراسة على أدلة تجريبية تدعم وجود علاقة إيجابية بين حوكمة الشركات والتوزيعات، وتدعم فرضية أن زيادة التوزيعات تأتي نتيجة لجودة حوكمة الشركات.

2. ياقوت موساوي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية والمالية، المدرسة العليا للتجارة، 2013.

هدفت هذه الدراسة إلى قياس تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة المدرجة في البورصة، حيث شملت الدراسة 60 مؤسسة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2008/1/1 إلى 2011/12/31 موزعة على كل من قطاع الصناعة وقطاع الخدمات، وذلك بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد.

حيث خلصت الدراسة إلى أن بورصة عمان تعد أحد أهم الأسواق المالية العربية، وإلى أن متغيرات الهيكل المالي ومتغيرات سياسة توزيع الأرباح نالت الحصة الأكبر في تفسير قيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان، ولها تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة الشركة، كما خلصت الدراسة إلى أن التوزيعات النقدية هو المتغير الأكثر تفسيراً لهذه القيمة.

3. وليد زيرام، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة : دراسة مقارنة بين السوق المالية السعودية و المغربية خلال الفترة : 2003 - 2011، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة سطيف، 2013.

هدفت هذه الدراسة إلى شرح أثر توزيعات الأرباح على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بسوق الأسهم السعودي و مقارنتها مع نظيرتها بسوق الأسهم المغربي. من أجل هذا فقد قام الباحث بتحديد مفاهيم القيمة السوقية للمؤسسة وكل من التدفقات النقدية وطرق تقييم الأسهم. إضافة إلى معالجة تأثير سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسة من خلال تقديم النماذج التجريبية في ظل النظرية المالية النيوكلاسيكية (M & M) والنظرية المالية الحديثة من خلال نظرية الإشارة ونظرية الوكالة. وركز على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في كل من سوق الأسهم السعودي وسوق الأسهم المغربي، حيث اعتمدت منهجية الدراسة على جمع البيانات من خلال تقارير السوق. وغطت الدراسة الفترة ما بين 2003-2011، وتم استخدام أسلوب الانحدار البسيط والمتعدد لإختبار فرضيات الدراسة، ولقد توصلت هذه الدراسة على عدة نتائج كان من أهمها ما يلي:

أولاً : الدراسة بينت أن الأرباح الموزعة والأرباح غير الموزعة لها تأثير ضعيف جداً على القيمة السوقية لإجمالي أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي، وأن تأثير الأرباح الموزعة كان أكبر من تأثير الأرباح المحتجزة من حيث التأثير على القيمة السوقية للأسهم المصدرة.

ثانياً: الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة تؤثر على القيمة السوقية لإجمالي أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي المغربي، لكن تأثير الأرباح الموزعة أقل من تأثير الأرباح المحتجزة من حيث درجة التأثير على القيمة السوقية للأسهم المصدرة.

4. عيسى بدروني، محددات توزيع أرباح السهم في الشركات الخاصة، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية والمالية، المدرسة العليا للتجارة، 2010.

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل سياسة توزيع أرباح السهم في الشركات الخاصة الجزائرية من خلال تحليل نسب توزيع أرباح السهم من جهة، ومن جهة أخرى إيجاد العوامل المحددة لنسب توزيع أرباح السهم باستعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد ونموذج التحليل التمييزي.

النتائج المتوصل إليها من هذا البحث هو أن العوامل المحددة لنسبة توزيع أرباح السهم في الشركات الخاصة الجزائرية هي التدفقات النقدية، الأرباح السابقة والضرائب على أرباح الشركات. أما المردودية، الديون قصيرة الأجل والاحتياطات فهي تعتبر كمحددات يمكن الاعتماد عليها فقط للتمييز بين الشركات الخاصة الجزائرية الموزعة وغير الموزعة لأرباح السهم. والنسبة المتوسطة لتوزيع أرباح السهم 32%، وهذه النسبة هي أقل من النسبة التي تم التوصل إليها في دراسة تجريبية على عينة مكونة من 124 مؤسسة خاصة جزائرية حيث كانت النسبة المتوسطة لتوزيع أرباح السهم، وكذلك فهي أقل من النسبة المتوسطة لأرباح السهم الموزعة في الولايات المتحدة الأمريكية وتونس، والتفسير الممكن لهذه النتيجة هو أن الشركات الأمريكية والتونسية هي مؤسسات مدرجة في البورصة مما يسهل للمساهمين الحصول على السيولة بفضل تداول الأسهم بدل المطالبة بأرباح السهم وهذا ما جعل النسبة المتوسطة لأرباح السهم الموزعة في هذه الدول أقل منها في الجزائر.

بهدف إتمام هذه الدراسة والإجابة على الإشكالية المطروحة تم تقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول.

خصص الفصل الأول للتعريف بسياسة توزيع الأرباح من خلال إبراز مفهومها، اجراءاتها والعوامل المؤثرة فيها وكذا التعرض إلى أنواع ونماذج سياسة توزيع أرباح السهم. كما سيتم كذلك تناول أهم النظريات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح.

أما الفصل الثاني، فيهتم بدراسة سياسة توزيع الأرباح وحوكمة الشركات من خلال المفاهيم والأهداف المتعلقة بحوكمة الشركات إضافة إلى المحددات والآليات، كما سيتم كذلك تناول العلاقة بين تباين المعلومات وسياسة توزيع الأرباح عن طريق تقديم مفهوم محدد لمصطلح تباين المعلومات وأهم مقاييسه وعلاقة تباين المعلومات بحوكمة الشركات، كما سيتناول هذا الفصل أيضا العلاقة بين نظرية الوكالة وحوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح.

أما الفصل الثالث سوف يخصص لدراسة عينة من شركات المساهمة الجزائرية، وذلك عن طريق إعداد قائمة استبيان موجهة لمسؤولي الشركات السابقة الذكر لمحاولة إيجاد تأثير لحوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح من خلال التقليل في التباين في المعلومات والحفاظ على حقوق المساهمين وتخفيض مشكلة تضارب المصالح عن طريق الطرق والأساليب الإحصائية باستخدام برنامج SPSS.

الفصل الأول:

الإطار النظري

لسياسة توزيع

الأرباح

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

تمثل أرباح السهم تلك الدفعات التي يتم دفعها إلى حملة الأسهم من الأرباح التي يتم تحقيقها من طرف الشركة من خلال قيامها بنشاطاتها المختلفة، والتي تكون على شكل نقدي أو أسهم. ومن بين أهم القرارات المالية في الشركة هو قرار توزيع السهم لما له من تأثير مباشر على الشركة وخاصة قيمتها إضافة إلى أنه قرار يمس أحد أهم الأهداف التي تسعى إليها الشركة ألا وهو الربح، ومن خلال هذا القرار يمكن معرفة ان كانت الشركة ستقوم بتوزيع الأرباح والتي تمثل أحد مصادر التدفقات النقدية للمساهمين وتزودهم بمعلومات عن أداء الشركة الحالي والمستقبلي أو يتم حجزها والتي تعتبر أحد أشكال التمويل الداخلي.

ولقد تناولت العديد من الدراسات سياسة توزيع الأرباح، ومن بين أهم النماذج التي اهتمت بسياسة توزيع أرباح السهم هي نموذج لیتنر 1956 (LITNER) والذي توصل إلى أن أرباح الشركة تعتبر محدد رئيسي لأرباح السهم، وأيضا نموذج مودغلياني وميلر (MODIGLIANI ET MILLER) 1961 وهو من بين أهم النماذج رغم بعض الانتقادات التي وجهت له لكنه يبقى كمرجع في مالية الشركة وخاصة فيما يتعلق بسياسة توزيع الأرباح حيث يبين هذا النموذج بأن القيمة السوقية للشركة مستقلة عن سياستها في توزيع الأرباح.

ولسياسة توزيع الأرباح مجموعة من العوامل المؤثرة فيها، ومن أجل الإحاطة بجميع هذه العناصر جاء هذا الفصل الذي سيتم التعرض فيه إلى ثلاثة مباحث حيث كل مبحث يعالج عنصر ما والمتمثلة في الآتي:

المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح؛

المبحث الثاني: أنواع ونماذج سياسة توزيع أرباح السهم؛

المبحث الثالث: نظريات سياسة توزيع أرباح السهم.

المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح

يعد قرار توزيع الأرباح من أهم القضايا في السياسات الاستثمارية والتمويلية التي تؤثر على قيمة الشركة، والتي يمكن أن تؤثر في خططها الاستثمارية والتمويلية وذلك لاختلاف الباحثين والممارسين أيهما أفضل توزيع الأرباح أم احتجازها. وسيتم تناول في هذا المبحث ثلاثة مطالب وهي كالاتي:

- المطلب الأول: مفهوم الربح؛

- المطلب الثاني: مفهوم واجراءات سياسة توزيع الأرباح؛

- المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح.

المطلب الأول: مفهوم الربح

تحقق الشركات الناجحة أرباحا والتي يمكن لها إما إعادة استثمارها في الأصول التشغيلية أو استخدامها لاقتناء الأوراق المالية، أو استخدامها في اطفاء الديون والالتزامات المستحقة عليها، وإما توزيعها على حملة الأسهم كمقسوم أرباح¹. وللربح مفهوم اقتصادي ومفهوم محاسبي.

1. المفهوم الاقتصادي: يعرف الاقتصاديون الربح بأنه القيمة القصوى التي يمكن استهلاكها خلال الفترة مع عدم تغير الثروة آخر المدة عنها في أول المدة، أي الحفاظ على رأس المال. وبتعبير آخر الربح الاقتصادي هو مقدار التغير في القيمة الصافية للمؤسسة خلال فترة زمنية معينة. ووفقا لهذا المفهوم فإن الربح تدخل فيه كافة العناصر المحققة وغير المحققة (أرباح الحيازة) والناجحة في التغير من القيم السوقية، ومن عيوب هذا المفهوم عدم ظهور العناصر المسببة له مما يساعد المستخدمين للحمك على الأداء وتمكينهم من تقدير الأرباح المستقبلية.²

2. المفهوم المحاسبي: يركز هذا المفهوم على الأنشطة التي تحدث خلال فترة زمنية معينة بدلا من إظهار التغير في صافي الأصول، فهذا المفهوم يؤدي إلى الإفصاح عن أسباب هذا التغير والمكونات المؤدية إلى الربح. وبالتالي هذا المفهوم يعتبر مفضل عن المفهوم الاقتصادي لأنه يقدم معلومات أكثر

¹ عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص:457.

² حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة المسعرة في السوق المالي، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية أسواق، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2011، ص: 21.

للمستخدمين. فالمفهوم المحاسبي يعرف الربح بالإشارة إلى الأحداث والعمليات التي ينتج عنها الإيرادات والمصرفات خلال فترة زمنية معينة.¹

المطلب الثاني: مفهوم وإجراءات سياسة توزيع الأرباح

سيتم تناول في هذا المطلب مفهوم وإجراءات سياسة توزيع الأرباح كالموالي:

1. مفهوم سياسة توزيع الأرباح

سياسة توزيع الأرباح من بين أهم السياسات التي تؤثر على السياسة التمويلية في الشركة إضافة إلى انعكاس هذه السياسة على العلاقة مع المالكين والمساهمين وعلى قيمة السهم في السوق المالي، وتقوم سياسة توزيع الأرباح على مبدأ تحديد مقدار الأرباح التي يتم احتجازها والأرباح المقرر توزيعها على المساهمين العاديين، وتأتي أهمية سياسة توزيع الأرباح من كونها تؤثر على حجم الاستثمارات التي تقوم بتنفيذها الشركة، وتعددت وجهات النظر بصدد سياسات توزيع الأرباح فسم من النظريات يرى بان عملية توزيع الأرباح أمر لا بد منه للمؤسسات لأنها تؤثر على القيمة السوقية للسهم وتعظيم ثروة الشركة ومالكها، ويرى البعض الآخر بأن القيمة السوقية للسهم ليس لها علاقة بعملية التوزيع.²

وهناك فئات تتأثر وتؤثر في عملية توزيع الأرباح والتي يتم ذكرها في الآتي:

- الفئة الأولى: الإدارة العليا والتي لها السلطة في قرار توزيع الأرباح والتي تسعى إلى احتجاز أكبر كمية من صافي الأرباح المحققة وهذا من أجل الاعتماد عليها في تمويل استثماراتها المستقبلية وبطريقة أسهل ومتحكم فيها.
- الفئة الثانية: المساهمين مالكي الأسهم وهذه الفئة ممكن تقسيمها إلى قسمين كالموالي:
 - صغار المساهمين وهم فئة ترغب في الحصول على أكبر كمية من توزيعات الأرباح باعتبارها تشكل لهم عوائد أي دخل جاري.

¹ حورية بديدة، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

² دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 205.

- كبار المساهمين وهؤلاء هم أصحاب الحصص الكبيرة في الشركة أي أصحاب الأموال الكبيرة وهته الفئة تنظر إلى توزيع الأرباح بمنظارين:

- يفضلون احتجاز الأرباح إذا كان معدل العائد على الاستثمار بالشركة أكبر من معدل العائد على الاستثمار بالسوق.

- وفي حالة معدل العائد على الاستثمار بالشركة أصغر من معدل العائد على الاستثمار بالسوق فهنا يفضلون توزيع الأرباح على احتجازها.

ومن خلال ما سبق ذكره يتبين ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على انتقال الأموال وجذب المستثمرين والمساهمين من خلال بيع وشراء الأسهم.¹

تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها " مضمون لاتخاذ القرار بتوزيع الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها في الشركة، و تتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية و الأرباح المستقبلية و التي ينتج عنها تعظيم سعر السهم.²

توزيعات الأرباح هي ذلك الخيار الذي يمكن المديرين الماليين من دفع توزيعات نقدية بنسبة مئوية من الأرباح المحققة من طرف الشركة لصالح المساهمين (حملة الأسهم).³

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.⁴

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص:206.

² محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر- مجلة الباحث، جامعة ورقلة العدد الثامن، 2010، ص85.

³ Megginson, William Smart, Scott B.Gitman, Lawrance J, **corporate finance**, 2th Thomson, Thomson south western, 2007, P529.

⁴ علي بن ضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة الاقتصادية المدرجة بالبورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2008-2006، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، 2008-2009، ص122.

1.1. الأرباح المحتجزة

تعتبر الأرباح المحتجزة أحد مصادر التمويل الداخلي، وهي أقل تكلفة من إصدار الأسهم العادية وأيضاً قد تكون مصدر التمويل الداخلي الوحيد إذا كانت الشركة تعمل في اقتصاد لا توجد فيه أسواق مالية، أو أن الشركة مملوكة من عدد قليل من الأفراد ولا توجد لديهم رغبة بإدخال مساهمين جدد معهم، أو أن الشركة صغيرة وجديدة وأن إمكانيات دخولها الأسواق المالية للتمويل ما زالت محدودة. إن التمويل بالأرباح المحتجزة يعني ضمناً أن لدى الشركة استثمارات رابحة وإن هذه الاستثمارات سينتج عنها أرباح أعلى في المستقبل الأمر الذي ينعكس إيجاباً على سعر السهم في السوق.

2.1. الأرباح الموزعة

تمثل الأرباح الموزعة التدفق النقدي الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم في أسهم الشركة التي يحملونها. هذه الأرباح الموزعة تمثل دخلاً جالياً ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين على استهلاكهم الجاري من السلع والخدمات. لذلك فإن مستوى الأرباح الموزعة وتغيرها له تأثير مباشر على سعر السهم في السوق.

يستنتج مما سبق أن قرار توزيع الأرباح على المساهمين يعتبر واحداً من أهم قرارات السياسة التمويلية في الشركة، أما قرار احتجاز الأرباح فيرتبط بقرارات الاستثمار والتمويل في الشركة.

2. إجراءات توزيع الأرباح النقدية

قرار توزيع الأرباح من صلاحيات مجلس الإدارة من خلال اجتماعاته السنوية أو نصف السنوية أو الربع سنوية. وهناك العديد من العوامل التي تؤثر على هذا القرار من بينها أداء الشركة، الأرباح النقدية السابقة، إضافة إلى مستقبل الشركة وهذه الإجراءات تختلف من بلد لآخر.

1.2. مقدار توزيع الأرباح

قرار تحديد مبلغ توزيعات الأرباح مهم جداً ويعتمد على السياسة التي تتبعها الشركة في توزيع أرباحها. وأغلبية الشركات لديها سياسة توزيع معينة تتبعها في تحديد هذه الكمية من التوزيعات، لكن

يحق لمجلس الإدارة في تغيير هذا المبلغ وذلك يعتمد بشكل كبير على الزيادة أو النقصان في الربح المحقق من طرف تلك الشركة.

2.2. تواريخ توزيعات الأرباح

في حالة ما إذا قام مجلس إدارة الشركة بالإعلان عن توزيعات الأرباح، وهذا الإعلان يتضمن تاريخ التسجيل، وتاريخ الدفع ويتم توثيقه في سوق الأوراق المالية وينشر في وسائل الإعلان المختلفة.¹

1.2.2. تاريخ التسجيل

يضع مجلس الإدارة تاريخ تسجيل معين، والأشخاص المسجلين فيه يحصلون على توزيعات أرباح معلنه في فترة محددة في المستقبل.

بسبب حاجة الشركة إلى وقت كافي من أجل استكمال كل اجراءات التسجيل الخاصة بنقل ملكية الأسهم المتداولة والتي يحق لأصحابها استلام الأرباح الموزعة، تاريخ تسجيل السهم يبدأ بفترة يومين عمل قبل تاريخ التسجيل. ويسمى هذا التاريخ بتاريخ فقدان حق الأرباح الموزعة في السهم. وشراء الأسهم في نفس تاريخ حق فقدان الأرباح الموزعة يعني عدم حصول المساهم على توزيعات الأرباح.²

2.2.2. تاريخ الدفع

يتم تحديد هذا التاريخ من قبل مجلس الإدارة، وهو اليوم الفعلي الذي تبدأ فيه الشركة بالقيام بدفع توزيعات الأرباح للمساهمين المسجلين في تاريخ التسجيل.³

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح

هناك العديد من العوامل المحددة لقرار توزيع الأرباح أو احتجازها والتي يجب أخذها بعين الاعتبار عند وضع السياسة الملائمة، ويختلف أثر كل عامل منها باختلاف ظروف الشركة ويمكن إيجازها في الآتي :

¹ عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص:459.

² فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الثالثة، الطبعة الث عمان، الأردن، 2010، ص:301.

³ المرجع نفسه.

1. المحددات القانونية

تخضع الشركات لقوانين وأنظمة البلد الذي تعمل فيه، مثل قانون الشركات و قانون هيئة سوق الأوراق المالية أنظمتها و تعليماتها، و فيما يتعلق بتوزيع الأرباح فمعظم دول لا تسمح للشركات بدفع أرباح من رأس مالها القانوني و الذي يقاس بالقيمة الاسمية للأسهم العادية و في بعض الدول يضاف الى القيمة الاسمية للأسهم العادية، علاوة إصدار الأسهم العادية كذلك لا يسمح للشركات عادة بأن توزع الأرباح إذا كانت غير مليئة ماليا أو مفلسة قانونيا. هذه المحددات القانونية لرأس المال توضع من أجل حماية أموال الدائنين والمقرضين¹.

2. المحددات التعاقدية

بالإضافة إلى القيود القانونية هناك قيود تعاقدية، فمثلا عادة ما تضع عقود القروض قيودا يقضي بأن لا تجري التوزيعات من أرباح سبق احتجازها قبل تاريخ إبرام العقد، فالتوزيعات تكون فقط من الأرباح المتولدة بعد ذلك التاريخ. كما قد ينص العقد على منع إجراء التوزيعات ما لم تكن نسبة التداول ومعدل تغطية الفوائد في مستوى معين، وذلك من أجل توفير موارد لخدمة الدين. إضافة إلى ما سبق يمكن أن يتضمن عقد إصدار أسهم ممتازة قيد يقضي بعدم إجراء توزيعات على حملة الأسهم العادية، ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المجتمعة لهم عن سنوات سابقة، وهو ما يطلق عليه بقيد الأسهم الممتازة.²

3. المحددات الداخلية

قدرة الشركة على دفع توزيعات أرباح مقيدة بكمية الأموال المتوفرة لديها على شكل نقد وأوراق مالية قابلة للتسويق. ومع أنه ممكن للشركة أن تقترض من أجل دفع توزيعات أرباح للمساهمين فيها، إلا أن المقرضين يكونوا مترددين في اقراض الشركة لهذه الغاية، والسبب في ذلك لأن هذه الأموال المقترضة من قبل الشركة لن تنتج فوائد ملموسة أو تشغيلية تساعد الشركة على دفع ديونها.³

¹ فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص:310.

² منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، دار الكتب والوثائق القومية، الطبعة الثانية، الإسكندرية، 2005، ص ص: 339-

340.

³ فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص: 310.

4. فرص النمو

حاجة الشركة للتمويل متعلق مباشرة بتوقعاتها للنمو المستقبلي وأي أصول هي بحاجة لاملاكها. ويجب على الشركة تقييم العائد والمخاطرة لمشاريعها الاستثمارية لتمدها بالقدرة على الحصول على التمويل الخارجي. بالإضافة إلى ذلك، يجب على الشركة تحديد تكلفة وسرعة الحصول على التمويل.

وبشكل عام، الشركات الكبيرة تستطيع بسهولة دخول الأسواق أو الاقتراض من الشركات المالية والحصول على التمويل الجديد لمشاريعها الاستثمارية، وبالتالي فهي تعتمد على التمويل الخارجي وتقوم بدفع جزء كبير من أرباحها كتوزيعات أرباح. بينما الشركات الصغيرة التي تنمو بشكل كبير ومستمر قد يكون من الصعب عليها دخول الأسواق المالية أو الحصول على القروض من الشركات المالية لدعم مشاريعها الاستثمارية. وبالتالي فإن الشركات الصغيرة النامية تعتمد بشكل كبير على التمويل الداخلي من خلال احتجاز الأرباح، وعدم دفع توزيعات أرباح أو دفعها بنسب قليلة.¹

5. سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري

تشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قرارا استثماريا إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على المصدر الأول، وهو النقدية الناتجة عن عمليات التشغيل، وفي مثل هذا الموقف قد يمتد آثار هذه القرارات على فرص الاستثمارات المتاحة للشركة، ومن ثم فإن قرار التوزيع الخاص بالأرباح هنا قد يعكس مشكلة استثمارية يحتم الموقف الخاص بها اتخاذ قرار ضروري لمجابهتها.

البحث عن حلول لسياسة توزيع الأرباح كمشكلة استثمارية قد يفرض على الشركة أن تنتظر حتى تقرر اختيار الفرص الاستثمارية المتاحة، واستخدام ذلك الجزء المتبقي من النقدية الناتجة عن التشغيل في عملية توزيع الأرباح وذلك بعد استيفاء كافة متطلبات الاستثمار في الشركة.²

6. سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي

قد تلجأ الشركة في بعض الحالات إلى الاعتماد على مصدر خارجي في توزيعات الأرباح، وذلك لتجنب المشكلة الاستثمارية الناجمة عن استخدام النقدية المترتبة عن عمليات التشغيل الداخلية، وفي مثل هذا الموقف قد يعكس قرار توزيع الأرباح باستخدام الأموال الخارجية (القروض أو الأسهم الجديدة)

¹ فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص: 311.

² زرقون محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 85.

مشكلة تمويلية، خاصة إذا ما كان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في الشركة، وهذا يعنى بالدرجة الأولى أن الاتجاه نحو استخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح، لابد وأن يتم تخطيطه في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل، أي بما لا يخل هدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى أقصى حد ممكن (تعظيم ثروة الملاك) إن الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار والتمويل تبدو واضحة من خلال العلاقة التالية:

توزيعات الأرباح = (النقدية الناتجة عن التشغيل + مصادر التمويل الخارجية) - الأموال المطلوبة للاستثمار

وهذه العلاقة السابقة توضح أن عملية توزيع الأرباح في الشركة، ما هي إلا محصلة للفرق بين ما هو متاح لهذه الشركة من نقدية (داخلية أم خارجية) وبين ما تحتاجه من أموال لعمليات الاستثمار، وذلك مع ملاحظة أنه إذا ما كانت النقدية الداخلية كافية لتغطية مطالب الاستثمار أو تزيد عنها، فلا حاجة أصلاً للحصول على الأموال الخارجية كاتجاه لتمويل عملية التوزيع¹.

7. اعتبارات المساهمين

على الشركة أن تتبع سياسة توزيع أرباح لها تأثير ايجابي على ثروة المساهمين فيها، والأثر يتعلق بالوضع الضريبي للمساهمين، فإذا كانت نسبة المساهمين الممثلين مالياً كبيرة، والذين يقعون ضمن شريحة ضريبية مرتفعة، فقد تقرر الشركة دفع نسبة قليلة من الأرباح لتأخير دفع المساهمين في الشركة لأرباحهم لحين بيع أسهمهم. إذا حقق المساهمون أرباح رأسمالية عند البيع، فإنهم سيدفعون ضريبة على هذه الأرباح والتي هي في الغالب الضريبة عليها أقل من الضريبة على توزيعات الأرباح. بينما المساهمون ذوي الدخل المنخفضة، فإنهم يفضلون دفع نسبة عالية من توزيعات الأرباح.²

تؤدي تفضيلات المساهمين الحاليين للشركة دوراً في تحديد سياسة توزيع الأرباح، ففي الشركات التي تنحصر ملكيتها في مجموعة صغيرة من الأفراد، يكون هناك اتجاه واضح نحو احتجاز نسبة عالية من الأرباح وتوزيع نسبة صغيرة على المساهمين، حيث إنهم يفضلون تأمين احتياجات التمويل بالملكية

¹ محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص: 85.

² فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص: 311.

عن طريق الأرباح المحتجزة بدلا من إصدار أسهم جديدة حتى لا يخسروا سيطرتهم على الشركة بدخول مساهمين جدد، وعدم الاقتراض حتى لا يتحملوا فوائد القروض¹.

المبحث الثاني: أنواع ونماذج سياسة توزيع أرباح السهم

بعدما تم تناول ماهية سياسة توزيع الأرباح في المبحث الأول وذلك من خلال معرفة كل من مفهوم سياسة توزيع أرباح السهم، إجراءاتها والعوامل المؤثرة فيها، سيتم التعرض في هذا المبحث لكل من أنواع سياسة توزيع أرباح السهم في الشركة وأهم النماذج التي اقترحت صيغا رياضية لتفسير هذه السياسة على النحو الموالي:

المطلب الأول: أنواع سياسات توزيع أرباح السهم

تختلف سياسات توزيع الأرباح التي تتبعها الشركات، فالشركة ليست مجبرة على توزيع أية نسبة، بل إن سياسة توزيع أرباح السهم ترجع إلى مجلس الإدارة.² إلا أن الملاحظ وهو أنه مهما اختلفت هذه السياسة، فإنها تنحصر في واحدة من أربع سياسات³.

عند تشكيل سياسة توزيع الأرباح فعلى الشركة أن تأخذ في الحسبان هدفين رئيسيين، وهو توفير أموال كافية لدفع توزيعات الأرباح إضافة إلى تعظيم ثروة المساهمين في الشركة. وهناك سياسات توزيع أرباح يتم ذكرها على النحو الآتي:

1. سياسة الفائض في توزيع أرباح السهم

طبقا لسياسة الفائض في توزيع أرباح السهم (Residual Dividend) فإن الشركة تقوم بتوزيع المبلغ المتبقي من أرباحها بعد تمويل استثمارات التي يكون معدل عائدها أكبر من تكلفة الأموال الذاتية.

¹ حمزة غربي، محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2015، ص: 219-220.

² Richard A. Brealey, Stewart C. Myers and Alan J. Marcus, Fundamentals of Corporate Finance, McGraw-Hill Prims Companies, Inc, Boston, Third Edition, 2001, p: 497.

³ Blerman H and Smidt S, the Capital Budgeting Secession, New York Macmillan Publishing Co, Inc, 2006, p: 155.

وتبعاً لهذه السياسة، فإن نسبة الأرباح القابلة للتوزيع تكون غير واضحة للمساهمين، حيث تقوم أغلب الشركات بتوزيع أرباح منخفضة نتيجة حاجتها إلى التمويل الذاتي لاستثماراتها، ويمكن تفسير ذلك على وجود درجة ثقة عالية بين الشركة ومستثمريها.¹

غير أن أغلب الشركات الصغيرة تقوم بتوزيع نسب عالية من الأرباح، فالفرص الاستثمارية المتوفرة يمكن اعتبارها من المحددات الرئيسية لنسبة الأرباح الموزعة، فكلما انخفضت هذه النسبة، فإن هذا يدل على توفر فرص استثمارية للشركة، لأن الشركات ذات معدلات نمو مرتفعة تلجأ إلى احتجاز الأرباح لتمويل نموها والعكس.

تتلخص خطوات هذه السياسة فيما يلي:²

- تحديد الاستثمارات المرتقب تنفيذها، وكذلك حجم الأموال الضرورية لتمويلها.
- تحديد نسبة الأموال الذاتية اللازمة لتمويل هاته الاستثمارات وفقاً للهيكل المالية المناسبة.
- تغطية كافة متطلبات الاستثمارات المرتقب تنفيذها من قيمة الأرباح المحققة في نهاية العام.
- توزيع الجزء المتبقي من الأرباح على المساهمين.

2. سياسة نسبة توزيع أرباح ثابتة

إجراء التوزيعات بنسبة ثابتة من الأرباح تلجأ إليه الشركة في حالة تأثر التوزيعات بالموازاة مع التغيرات في حجم الأرباح، غير أن هذه السياسة قد لا تكون فعالة نتيجة لعدم استقرار الأرباح من فترة إلى أخرى، الأمر الذي يؤثر على توزيعات الأرباح.³

كما أن لينتر (linter) سنة 1956 من خلال مقابلاته الشخصية مع المسيرين والتي قام بها في إطار علمي من أجل معرفة الإجراءات التي تقوم بها الشركة عند تحديدها لسياسة توزيع الأرباح والتي يمكن تلخيصها في الآتي:⁴

- تحدد الإدارة نسبة مستهدفة للأرباح الموزعة.
- لا تهتم الإدارة بتحديد التوزيعات وإنما بالتغيرات التي تحدث فيها من نسبة لأخرى.

¹ حمزة غربي، مرجع سبق ذكره، ص: 220.

² حمزة غربي، مرجع سبق ذكره، ص: 220-221.

³ Jean louis Merton, l'essentiel à connaitre en gestion financière, 3^{eme} édition, maxima, Paris, 2002, P : 45.

⁴ Patrick piget, gestion financier de l'entreprise, economica, paris, 1998, p :459.

- إمكانية إجراء تغييرات في التوزيعات التي من الممكن الحفاظ عليها في المستقبل، وهذا الإجراء مفضل لدى الإدارة.

- التغيير في التوزيعات مرتبط بالتغيرات الدائمة في الأرباح وليس التغيرات الطارئة.

تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح نقدية للمساهمين في الشركة كنسبة من الأرباح بعملة البلد الذي تعمل به الشركة، ويمكن حسابها عن طريق تقسيم توزيعات الأرباح النقدية لكل سهم على صافي الربح لكل سهم عادي من الأرباح المحققة.¹

مشكلة هذه السياسة تكمن في أنه إذا انخفضت أرباح الشركة أو حققت خسائر في مرحلة معينة، فإن توزيعات الأرباح ستخفض، أو قد لا تكون هناك توزيعات في حالة خسارة، وباعتبار أن توزيعات الأرباح هو من بين المؤشرات الدالة على وضعية الشركة. فإن هذا سيؤثر بشكل سلبي على سعر سهم هذه الشركة في السوق، ومع أن هناك شركات تتبع سياسة التوزيعات الثابتة إلا أن هذه السياسة غير محبذة.²

المبرر في استخدام تلك التوزيعات يتمثل في إعادة استثمار الأرباح المحتجزة في مشاريع مربحة يؤدي إلى ارتفاع ربحية السهم الواحد مما ينعكس إيجابياً على توزيعات الأرباح المستقبلية.³

3. سياسة توزيع أرباح مستقرة

سياسة توزيع الأرباح المستقرة هي اختيار نسبة توزيع محددة مسبقاً، وما يميز هذه السياسة عدم الاتجاه نحو تخفيض التوزيعات حتى في أوقات الأزمات المالية أخذ بقاعدة لا تخفض من توزيع أرباح السهم السنوية.⁴

طبقاً لهذه السياسة، فالشركة تقوم بتوزيع مبلغ منخفض من أرباحها مع إمكانية الزيادة في حالة الراج أو تحسن أرباحها في مدة ما مثلاً قبل القيام بتوزيع الأرباح، تلجأ الشركة عادة لهذه السياسة عندما تكون أرباحها غير مستقرة أي تتسم بالقلب المستمر.⁵

¹ فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص:313.

² نفس المرجع أعلاه، ص: 313-314.

³ الحناوي محمد صالح، العبد جلال ابراهيم، الإدارة المالية - مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2007، ص:405.

⁴ حمزة غربي، مرجع سبق ذكره، ص:221.

⁵ عيسى بدروني، مرجع سبق ذكره، ص:3.

يفضل حملة الأسهم والإدارة الاستقرار في توزيعات الأرباح وهناك العديد من الأسباب التي تدفعهم إلى تفضيل هذا النوع من السياسات منها: المحتوى المعلوماتي للتوزيعات حيث أن عدم استقرار التوزيعات يعد مؤشرا غير جيد عن أداء الشركة فعدم استقرار التوزيعات يرتبط لدى المساهمين بربحية الشركة، فإذا انخفضت التوزيعات فهذا دليل على انخفاض في الأرباح المتوقعة من طرف الشركة، أما ارتفاع التوزيعات فقد يفسر على أن الإدارة تتوقع زيادة الأرباح مستقبلا.¹

الهدف الأساسي للشركة هو الحرص على منفعة المساهمين، فإذا كان الحفاظ على سياسة ثبات التوزيعات لكل وحدة نقدية ما يبرزها، فإنه يجب مراعاة مصلحة الملاك قبل كل شيء آخر لذلك توجد مجموعة من التفسيرات لتفضيلات المستثمر فيما يخص ثبات سياسة التوزيعات عن كل وحدة نقدية² والتي يتم ذكرها كالاتي:

- غالبية الملاحظين يعتقدون بأن سياسة توزيع أرباح مستقرة مرغوب فيها من طرف المستثمرين الذين لهم تفضيلات أسهم يتوقع أن تعود عليهم بتوزيعات كبيرة من تلك الأسهم التي لها مقدار معين من التوزيعات لكن بطريقة أقل استقرارا، وهذا ما يدل على أنه سيتم التخفيض في تكلفة رأس المال بقدر الإمكان وبذلك تعظيم سعر السهم وكل هذا عندما تعتمد الشركة على استقرار توزيعات بأكبر درجة ممكنة.³

- يعتمد المستثمرون على هذه التوزيعات باعتبارها مصدر للأموال لهم (دخل)، فإذا كانت هناك تقلبات في هذه التوزيعات فإن هذا يؤدي بذلك إلى التقلب في دخولهم وهذا ما ينتج عنه بالضرورة إما بيع الأسهم أو إعادة استثمار جزء من التوزيعات إذا كان الدخل الناتج عن التوزيعات يتجاوز الحد الأدنى من الدخل المطلوب.⁴

- عملية تصفية بعض الأموال بالبيع كأسهم أو استثمار هذه التوزيعات تتطلب نفقات يمكن تجنبها إذا كانت هناك سلسلة توزيعات مستقرة ويمكن التنبؤ بها.

¹ أمجد ابراهيم البراجنة، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق

المالية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية غزة، 2009، ص ص: 26-27.

² وليد زيرام، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة، دراسة مقارنة بين السوق المالية السعودية والمغربية خلال الفترة 2003-2011، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص: دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، 2013، ص:31.

³ Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, **fundamentals of financial management**, 10th edition, south-western college pub, USA, 2003,P:651.

⁴ وليد زيرام، مرجع سبق ذكره، ص:32.

- يفضل المستثمرون سياسة التوزيعات المستقرة لأنها تزيل من الأذهان عدم التأكد كما أن الاستقرار في التوزيعات مؤشر إيجابي على قدرة الشركة في جذب المزيد من المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها.

تلجأ الكثير من الشركات إلى اعتماد سياسة توزيع أرباح مستقرة. ولذلك، فإن أي تغييرات في مقدار الأرباح سواء كان بالزيادة أو النقصان لن يؤثر على مقدار الربح الموزع. ويلاحظ وفق هذا الإجراء أن الإدارة المالية في الشركة سوف لن تكون راغبة في زيادة مقدار التوزيع من الأرباح إلا إذا تأكدت من أن الأرباح المتوقعة في المستقبل سوف تزداد وفق مستوى جديد من الأداء الذي يضمن استمرارية تحقيق تلك الأرباح، وعموما هذا الاجراء عند تطبيقه يضمن توزيع أرباح بنمط منظم ومستقر.¹

تعتمد الشركات على سياسة توزيع أرباح مستقرة لعدة أسباب أهمها يتمثل في الآتي:

- يفضل المساهمون والمستثمرون اعتماد سياسة توزيع أرباح مستقرة بشكل أفضل من سياسة توزيع أرباح متقلبة فإنهم يرضون بعائد أقل ضمن سياسة توزيع أرباح مستقرة.²
- يرغب الكثير من المستثمرين في الحصول على إيرادات مستقرة ومنظمة ومتنامية بصورة دائمة لدعم الدخل الجاري، وتحسين مستوى المعيشة وإذا استمر عدم الاستقرار في توزيع الأرباح فانهم يلجؤون إلى التخلص من الأسهم التي يملكونها عن طريق بيعها في السوق وهذا يؤدي إلى تدهور سعر السهم لهذه الشركة.³
- اعتقاد الكثير من المدراء أن توزيع نسبة مستقرة من الأرباح يزيد من سعر السهم، إضافة إلى ذلك فإن هذا الاستقرار يؤكد التوقعات النقدية من التوزيعات للمستثمرين.⁴
- لا تميل الشركات إلى تخفيض التوزيعات بسبب ما يعرف بنظرية الإشارة، وهي نتيجة عدم تماثل المعلومات، والتي تعني أن التغير الذي يحدث في التوزيعات يعتبر كإشارة أو علامة على تنبؤ الشركة بمكاسب رأسمالية في المستقبل.⁵

¹ حمزة غربي، مرجع سبق ذكره، ص: 221.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 209.

³ نفس المرجع أعلاه.

⁴ عاطف طه جابر عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص ص: 401-404.

⁵ حمزة غربي، مرجع سبق ذكره، ص: 222.

المطلب الثاني: نماذج سياسة توزيع أرباح السهم

من أجل تفسير توزيعات أرباح السهم في الشركة تم الاعتماد على عدة نماذج، حيث تناولت هذه الأخيرة في مجملها أهم العوامل التي لها علاقة مباشرة مع توزيعات الأرباح، ولقد اعتمدت هذه النماذج على فرضيات مختلفة، ومن بين أهم النماذج الآتي:

1. نموذج لينتر (LINTNER) 1956: من خلال الأعمال التي قام بها لينتر فيما يخص توزيعات أرباح السهم توصل سنة 1956 إلى أن المسيرين يفضلون ثبات توزيعات أرباح السهم، ولا يتم تغييرها إلا في حالة الضرورة، كما توصل أيضا إلى أن أرباح الشركة تعتبر محددا رئيسيا لأرباح السهم، ويقوم المسير بالتعديل الجزئي لأرباح السهم تماثيا مع أرباح الشركة وأرباح السهم السابقة، وهذا ما تبينه العلاقة الآتية:¹

$$D_t - D_{t-1} = a + c(dB_t - D_{t-1})$$

D_t : قيمة أرباح السهم للسنة الحالية. D_{t-1} : قيمة أرباح السهم للسنة الماضية. d : معدل توزيع أرباح السهم.

B_t : النتيجة الصافية للسنة. a و c ثوابت موجبة.

إذا كانت قيمة الثابت a موجبة، فإن هذا يدل على أن الشركة متحفظة ومترددة في تغيير توزيع الأرباح، وإذا كانت قيمة الثابتة c صغيرة، فإن ذلك يعني أن قيمة الأرباح الموزعة لا تتغير مباشرة بعد تغير أرباح الشركة إلا بعد ما ستمر هذا التغير.²

ولقد تم اختيار نموذج لينتر في العديد من الدراسات والتي خلصت في مجملها إلى واقعية النموذج، فمثلا الدراسة التي قام بها فاما وبابياك (Fama and Babiak) 1968 اللذان قاما بدراسة عينة من الشركات والمتمثلة في 392 شركة بالولايات المتحدة الأمريكية من 1946 إلى 1964 وكانت النتيجة المتوصل إليها توافق نموذج لينتر.³ توصل لينتر 1956 إلى أن الأولوية في القرارات

¹ Allen. F and Michely. R, **Payout Policy**, handbook of the economics of finance, volume1, Elsevier north Holland, 2003, pp: 349-351.

² حمزة غربي، مرجع سبق ذكره، ص 223

³ عبد القادر بريش وعيسى برودي، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 10، جوان 2013 ص 17.

المالية تكون لقرار توزيع الأرباح أما باقي القرارات المالية الأخرى فهي تابعة لقرار توزيع الأرباح. فمثلاً إذا كانت طاقة التمويل الذاتي غير كافية لتمويل الاحتياجات الاستثمارية فإن الشركة سوف تلجأ إلى التمويل الخارجي.¹

أرباح السهم الخاصة بالنسبة لشركة ما حسب لينتر تتعلق بالأرباح الحالية للشركة وبدرجة أكبر الماضية، وكل هذا ما يفسر التأخر في تغيير سياسة توزيع الأرباح مقارنة بتغيير أرباح الشركة.²

2. نموذج والتر (Walter): يقوم هذا النموذج على مبدأ ملاءمة التوزيعات للشركة منطلقاً من أسس التوزيع ومدى مساهمة توزيع الأرباح وتأثيرها على قيمة السهم وتعظيم قيمة الشركة. ولقد ناقش هذا النموذج العلاقة بين توزيع أرباح السهم والقيمة السوقية لأسهم الشركات.

قام نموذج والتر على أساس العلاقة بين معدل المتوقع على الاستثمار في الشركة ومعدل العائد المطلوب من المساهمين مالكي الشركة، قيم احتجاز الأرباح عندما يكون العائد الداخلي للشركة أو العائد على الاستثمار بها أكبر من معدل عائد السوق أو معدل العائد المطلوب والعكس صحيح.³

ولقد استند والتر في نموده على عدة فرضيات، يتم ذكرها كالاتي:⁴

- يتم تمويل استثمارات الشركة من خلال الأرباح المحتجزة فقط.
- طبيعة الاستثمارات الجديدة لن تغير من المخاطر التي تتعرض لها عوائد الشركة، وهو ما يعني ثبات العائد على الاستثمار ومعدل العائد المطلوب من طرف الساهمين.
- لا يوجد أي تغير في ربحية السهم الواحد ولا في توزيعات الأرباح للسهم الواحد.
- استمرارية حياة الشركة.

انطلاقاً من الفرضيات السابقة، توصل والتر إلى العلاقة التي تحدد سعر بأن السهم عبارة عن مجموع كل من القيمة الحالية لتوزيع أرباح السهم والقيمة الحالية للأرباح الرأسمالية كالاتي:⁵

1 عيسى برودي، مرجع سبق ذكره، ص 34.

2 عيسى برودي، نفس المرجع اعلاه.

3 دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 210.

4 حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 628.

5 محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار اثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 433 .

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

حيث:

P: سعر السهم السوقي.

D: توزيع الأرباح السنوي للسهم الواحد.

R: معدل العائد المتوقع على الاستثمار.

K_e : معدل العائد المطلوب من المساهمين.

B: نصيب السهم من الربح الاجمالي للشركة.

يتضح من خلال العلاقة السابقة أنه عندما يكون معدل العائد المتوقع على الاستثمار (R) أكبر من معدل العائد المطلوب من المساهمين (K_e) فإن زيادة حجم الأرباح لها تأثير ايجابي على القيمة السوقية للسهم، وأما في حالة العكس فتوزيع الأرباح هو الأمثل لتعظيم سعر السهم.¹

وأما في حالة التساوي بين معدل العائد على الاستثمار ومعدل العائد المطلوب من المساهمين، فإن كلتا السياستين توزيع الأرباح أو احتجازها لهما نفس التأثير على السعر السوقي للسهم.²

الفرضيات التي اعتمد عليها والتر كانت نظرية ولكن بالرغم من ذلك، فيعتبر نموذج والتر من بين النماذج المهمة التي قامت بتفسير العلاقة بين توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم.

3. نموذج قوردن (Gorden) 1959 ناقش قوردن في نمودجه³ هذا توزيعات أرباح السهم وأثرها على قيمة الشركة في السوق وبالتالي على القيمة السوقية للسهم .

¹ عيسى برودي، مرجع سبق ذكره، ص 36.

² حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 906.

³ Myron Gorden, dividends, Earning, and stoch prices , the revieu of economics and statistics, MIT press journals, cambridge, vol 41,1959.

يختلف فكر قوردين اختلافا جوهريا عن فكر ميلر ومدقلياني، اذا يعتقد في أن اساسيات التوزيع تؤثر على القيمة السوقية للشركة.¹

ويستند هذا النموذج على مجموعة من الفرضيات كالموالي:²

- لا تحتوي الهيكله الماليه للشركه على تمويل خارجي، أي أن الشركه مموله بالكامل ذاتيا .
- يتم تمويل جميع الاستثمارات عن طريق الأرباح المحتجزه .
- استمرارية الشركه واستدامتها في نشاطها.
- ثبات كل من العائد على الاستثمار ومعدل العائد المطلوب.
- ثبات نسبة احتجاز الأرباح.
- معدل العائد المطلوب أكبر من معدل نمو الأرباح.
- كره المخاطرة لجميع المستثمرين واتصافهم بالعقلانية والرشادة.

يرتكز نموذج قوردين على افتراض ان العائد يتزايد بمعدل ثابت g من فترة إلى أخرى، أي

رسمله توزيع الأرباح، وعليه فإن قيمة السهم المتوقعه تعطى بالعلاقة الموالية:³

$$P = \frac{D_1}{K_e - g}$$

حيث:

P : قيمة السهم المتوقعه

D_1 : ارباح السهم المتوقعه، K_e : تكلفه الأموال الذاتية، g : معدل النمو في ارباح الشركه

انطلاقا من نموذج قوردين، فان ارتفاع معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين مرتبط بالزيادة في احتجاز الأرباح والاستثمارات المضافه، وهذا ما يفسر بأن ارتفاع أرباح السهم مستقبلا سببه الزيادة في الاستثمارات، أما ارتفاع معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين هو نتيجة حالة عدم التأكد المرافقة للزيادة في الاستثمارات.⁴

¹ منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، دار الكتب والوثائق القومية، الطبعة الثانية، الاسكندرية، 2005، ص 314 .

² حمزة عربي، مرجع سبق ذكره، ص 225-226.

³ Michael C Erhard and Eugene F Brigham, corporate finance focused approach, south-westerne college pub, USA, 5eme edition, 2013, P: 508.

⁴ Milton Harris and others, corporate finance, Elsevier, Amsterdam, volume 1, 2003, P :341 .

4. نموذج كالاي (Kalay) 1980 نموذج الإشارة و ارباح السهم (نموذج كالاي)¹ يسمح للشركة باستعمال ارباح السهم، الاستثمار أو الاستدانة لإعلام المستثمرين بوضعيتها، وتحمل الشركة تكاليفها في كل إشارة تقوم بها، حيث تكون هذه التكاليف مرتفعة بالنسبة للشركات الرديئة عكس التكاليف في الشركات الجيدة.²

هناك العديد من نماذج الإشارة المعرفة مثل : Miller et Rock 1985 و Battachary 1979
John et Willian 1985، اضافة الى نموذج كالاي 1980.³

الفكرة الرئيسية في جميع هذه النماذج هو ان الشركات تعدل من ارباح السهم بغية الإشارة عن وضعيتها الحالية او المستقبلية المحتملة، ارتفاع ارباح السهم يعني أن الشركة تتوقع تحسن في التدفقات النقدية، وانخفاضها يعني العكس.⁴

يعتبر توزيع ارباح السهم كإشارة مراد توصيلها، التي يمكن تفسيرها بمشكلة الخطر المعنوي (Aléa Moral)، بدون هذه الإشارة فإن المستثمرين غير قادرين على تقييم الشركة.

يستند نموذج كالاي على عدة فرضيات هي كالآتي :⁵

- المستثمرون على علم بأن المسيرين لهم كافة المعلومات حول الوضعية الحالية والمستقبلية للشركة.
- المستثمرون يتميزون بالحيادية في ما يخص المخاطرة.
- غياب كل من تكاليف الصفقات، الوكالة وكذا تكاليف الافلاس.
- التحليل مبني على فترة واحدة.
- تتميز الاسواق بعدم تماثل المعلومات.
- اعتبر كالاي في نمودجه وجود نوعين من الشركات :⁶

¹ Nesrine yahi, **les déterminants de la distribution des dividendes des entreprises privée algériennes**, mémoire de magister dans les sciences commerciales et financière, ESC, Alger, 2008, pp ; 101-104.

² حمزة غربي، **مرجع سبق ذكره**، ص 226

³ Avner kalay, **signaling, information content and the reluctance to cut dividends**, the journal of financial and quantitative, Cambridge university press, vol 15, No 4, pp: 855-869.

⁴ عيسى برودي، **مرجع سبق ذكره**، ص 36.

⁵ Robert cobalt, **théorie financière**, Economica, paris, 1997, P : 457.

⁶ عبد المالك بلعشي، **أثر فتح رأس المال على سياسة توزيع الأرباح بالوسوسة العمومية الاقتصادية المسعرة بالبورصة – دراسة تحليلية لمجمع صيدال –** مذكرة ماجستير جامع الجزائر 3، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، 2014/2013، ص ص: 59-62.

- النوع الأول (A) : أحسن الشركات
- النوع الثاني (B) : الشركات الغير فعالة أو الرديئة

في حالة غياب الإشارة، فالمؤسستين تكون لهما نفس القيمة لأن المساهمين لا يمكنهم التمييز بينهما بوضع:

a : الدخل الكلي للشركة A خلال الفترة.

b: الدخل الكلي للشركة B خلال الفترة.

r: معدل الاستحداث.

q: نسبة الشركات ذات النوع A، اذا كان احتمال أن تكون الشركة من النوع A هو q، فإن احتمال أن تكون من النوع B هو (1-q) والشركتان لهما نفس القيمة V_0 حيث:

$$V_0 = \frac{qa + (1-q)b}{1+r}$$

مع : $V_0^A > V_0 > V_0^B$

من خلال هذه العلاقة، فانه يصعب على الشركة ان تعلم المساهمين بنوعها باستعمال أرباح السهم، لأن الشركات من النوع الآخر هي الاخرى يمكنها ان ترسل نفس الاشارات الى السوق المالية فتصبح بذلك من نفس النوع وهذا كما يعرف بالخطر المعنوي .

بافتراض أن أحد النشاطات المالية للشركة هو X^A الذي يمكن أن تقوم به الشركة A ومن خلال هذا النشاط يمكن للمساهمين تحديد نوع هذه الشركة $V_0(X^A)$ ، اذا كانت القيمة $V_0(X^A)$ أكبر من V_0 فإن الشركات من النوع B تحاول الوصول الى هاته القيمة $V_0(X^A)$ علما أنه في حالة التوازن فإن:

$$V_0(X^A) = V_0$$

من جهة اخرى، إذا قامت الشركة B بنشاط معين وليكن X^B بحيث $V_0(X^B) > V_0(X^A)$ فهنا يمكن للمستثمر أن يشتري الشركة B بقيمة $V_0(X^B)$ ثم يقوم بالنشاطات X^A فيكون بذلك قد حقق أرباح رأسمالية بقيمة $(V_0(X^A) - V_0(X^B))$.

أرباح السهم هي الوسيلة المستعملة في الإشارة، وهي أيضا لا تحمل تكاليف، وبالتالي فإن علاقة التقييم في السوق المالية (V_0) تكون نفسها بالنسبة لجميع الشركات، وحالة التوازن الوحيدة هي :

$$V_0^B = V_0^A$$

ومن أجل عزل قيمة الشركة A عن قيمة الشركة B، فعلى المسير إيجاد طريقة تمكنه من ذلك، وبالتالي يتخذ قرارات مالية في بداية الفترة ويسعى الى تأكيد الإشارات المالية وفي نفس الوقت تجنب الخطر المعنوي، النظام المثير للاهتمام من طرف المسيرين والمعروف من طرف المستثمرين هو كالتالي :

$$M = (1+r)Y_0V_0 + Y_1 \left\{ \left[\begin{array}{ll} V_1 \text{ si } V_1 \geq D_0 \\ V_1 - \frac{L}{Y_1} \text{ si } V_1 < D_0 \end{array} \right] \right.$$

حيث:

M: عائد المسيرين

V_0, V_1 : قيمتي الشركة في اللحظة 0 وفي اللحظة 1 على التوالي.

Y_0, Y_1 : ثوابت موجبة.

L: الجراء الذي يتحمله المسير إذا كانت أرباح السهم الموزعة في بداية الفترة أكبر من النتيجة المحققة

في بداية الفترة، يحدد المسيرين D_0 بهدف تعظيم عائدهم (M)، بالاعتماد على العلاقة السابقة يمكن إيجاد التوازن في الإشارة كالتالي:

- بافتراض أن المستثمرين يستعملون أرباح السهم التي من خلالها يمكن التفرقة بين الشركات إذا كانت من النوع A أو B، حيث $V_B < D^* < V_A$ فتكون التفرقة كالتالي:

- إذا كان $D^* < D_0$ فإن الشركة هي من النوع A

- إذا كان $D^* \geq D_0$ فإن الشركة هي من النوع B

الشركة التي تكون اشارتها تدل على أنها من النوع A مع $D_0 \leq V_A < D^*$ ، فإن قيمتها السوقية سوف تكون كالآتي:

$$V_0 = V_0(D_0^A) = \frac{a}{1+r}$$

الشركة التي تكون اشارتها تدل على أنها من النوع B مع $D_0^B \leq V_B < D^*$ ، فإن قيمتها السوقية سوف تكون كالآتي:

$$V_0 = V_0(D_0^B) = \frac{b}{1+r}$$

5. نموذج ميرتون ومارش وتكاليف المعلومات¹

يفترض نموذج ميرتون (1987) Merton لتوازن الاصول المالية أن تكلفة المعلومات تشمل على مركبتين أساسيتين، تتمثل المركبة الأولى في تكلفة جمع البيانات ومعالجتها، بينما المركبة الثانية فهي تكلفة انتاج واصدار المعلومات من طرف الشركة، تعطي هذه التكاليف صورة معكوسة لتكاليف نموذج الاشارة والوكالة، كما يقوم هذا النموذج على طريقة الاستحداث في حالة عدم التأكد.

يصاغ نموذج ميرتون كالآتي :

$$R_s - r = B_s (R_m - r) + K_s - B_s K_m$$

حيث :

R_s : عائد الأصل S في حالة التوازن.

R_m : عائد محفظة السوق في حالة التوازن.

r : معدل العائد بدون مخاطرة.

¹ حمزة غربي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 229-230.

B_s : بيتا الأصل، حيث $B_s = \text{cov}(R_s, R_m) / \text{VAR}(R_m)$

K_s :تكلفة المعلومة في حالة التوازن للأصل S.

K_m :التكلفة المتوسطة للمعلومات.

ويعتبر نموذج ميرتون ومارش (Merton et Marsh) كتعميم لنموذج ميرتون لوصف تطور

أرباح السهم للشركة وكذلك لمحفظه السوق.¹

المطلب الثالث: أشكال أخرى من توزيعات الأرباح

1.توزيعات أرباح على شكل أسهم مجانية

توزيع الأرباح في صورة أسهم هو دفع أسهم إضافية للمساهمين بدلا من توزيعات نقدية، وهو لا يمثل أكثر من اعادة رسملة لأرباح الشركة.² أي بدلا من أن تتخذ الشركات قرارا بتوزيعات الأرباح النقدية، تقرر أن تجعل توزيعات الأرباح غي نقدية للمساهمين، تتمثل هذه الأنواع من التوزيعات للأرباح بصورة أسهم.

ويقصد بتوزيعات الأرباح في صورة أسهم إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية، على أن يتم سداد قيمة ما حصل عليه من نصيبه من الأرباح المحتجزة، ومع هذا يطلق على تلك الأسهم بالأسهم المجانية أو أسهم المنحة.³

تقوم هذه السياسة على أساس احتجاز الأرباح المحققة واعطاء المساهمين أسهم بشكل منحة بدلا من توزيع الأرباح مما يؤدي الى اعادة هيكلة مكونات التمويل بحقوق الملكية دون أي تغيير في قيمة مساهمة حقوق الملكية برأسمال الشركة او بحصة المساهم في رأسمال الشركة أو نسبة من حقوق الملكية.⁴

¹ حمزة غربي، مرجع سبق ذكره، ص: 229-230.

² العامري الحاج على ابراهيم، الادارة المالية المتقدمة، اثره للنشر والتوزيع، الاردن، 2010، ص 439.

³ منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 369.

⁴ دريد كامل آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص 224 .

ومع أنه لا توجد قيمة حقيقية لتوزيعات الأرباح على شكل أسهم مجانية، إلا أن المساهمين يفضلون هذه الأسهم لأنها تمثل شيئاً لم يكن المساهمون يمتلكونه من قبل.¹

1.1. أثر الأسهم المجانية على المساهمين

لا يحصل المساهمين الذين حازوا على أسهم مجانية على زيادة في قيمة أسهمهم، فبعد توزيع هذه الأسهم، فإن سعر السهم سينخفض بنفس نسبة انخفاض توزيعات الأرباح، بحيث أن مجموع القيمة السوقية لكل مساهم في الشركة لن يتغير، وكذلك تبقى نسبة ما يمتلكه كل مساهم في الشركة كما هي، ومادامت أرباح الشركة على حالها فإن حصة كل مساهم من مجموع الأرباح لن تتغير، أما في حالة ارتفاع أرباح الشركة وتوزيعاتها النقدية عند إصدار الأسهم المجانية، فإنه من الممكن لسعر سهم الشركة في السوق أن يرتفع.²

2.1. أثر الأسهم المجانية على الشركة

تكلفة الإصدار التي تتحملها الشركة أكبر من تكلفة توزيعات الأرباح النقدية، لكن هناك بعض الميزات التي تبرز هذه الزيادة في التكلفة، فالشركة تقدم للمساهمين شيئاً دون أن تستخدم النقد، وبشكل آخر، فإن الشركة في حالة الحاجة إلى التمويل من أجل النمو فإنها تستخدم الأسهم الجانية. عندما يعلم المساهمون بأن الشركة تقوم بإعادة الاستثمار وذلك بغية الزيادة في الأرباح المستقبلية فإن هذا لا يؤثر قيمتها السوقية، بينما إذا تم توزيع أسهم مجانية واستخدم النقد في تسديد الديون ودفع الديون ودفع الالتزامات فهذا يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للشركة.³

2. تجزئة الأسهم

تلجأ الشركة إلى تجزئة أسهمها من أجل تنشيط الطلب عليها في الأسواق المالية، تجزئة السهم هي إحدى الطرق التي تستخدمها الشركة لتخفيض سعر سهمها في السوق عندما يصل سعر السهم للشركة إلى مستوى مرتفع وذلك عن طريق زيادة عدد الأسهم المتداولة، أو تتفق تجزئة الاسهم مع توزيعات الأرباح في شكل أسهم مجانية في أنها تهدف في النهاية إلى تخفيض القيمة السوقية للسهم، بما يسمح بزيادة الطالب على أسهم الشركة، ولما كانت مضاعفة عدد الأسهم لا تؤدي في حد ذاتها

¹ فايز سليم جداد، مرجع سبق ذكره، ص 315.

² المرجع نفسه، ص: 316-317.

³ المرجع نفسه، ص 318.

الى زيادة أرباح الشركة، فإن تجزئة الأسهم لابد ان تسفر عن انخفاض نصيب السهم في الأرباح والتوزيعات، وهو أمر يؤدي في النهاية الى انخفاض القية السوقية للسهم، بما يحقق له سيولة أفضل.¹

تجزئة السهم يمكن أن تتم بأي اتجاه، فانه يمكن أن يكون هناك ما يسمى بتجزئة السهم العكسية، حيث يتم تبادل عدد معين من الأسهم مقابل سهم جديد، وتقوم الشركة بتجزئة السهم العكسية من أجل رفع قيمته السوقية عندما يكون السهم منخفضا جدا ليظهر أنه سهم لشركة جديدة.²

3 . إعادة شراء الأسهم

إعادة شراء الأسهم يقصد بها استرداد الشركات لجزء من أسهمها العادية في التداول³، عندما ترغب الشركة في إعادة شراء مجموعة من الأسهم يتوجب عليها لفت انتباه حملة الأسهم الى تلك الرغبة ويجب أن تحيظهم علما بشكل خاص عن الغرض من إعادة الشراء،⁴ وهناك مجموعة من الدوافع التي تؤدي بالشركة الى عملية إعادة شراء الأسهم والتي يتم ذكرها في الموالي:⁵

- رغبة الادارة في توفير عدد من الأسهم لمواجهة مشاركة العاملين في ملكية الشركة.
- تنفيذ خطة لاستحواذ شركة أخرى والتي تتم من خلال الاتصال ببعض حملة أسهم الشركة المستهدفة واقناعهم باستبدال ما يملكونه من أسهمها مقابل عدد من أسهم الشركة المعنية.
- تحويل الشركة من شركة تتداول أسهمها بين الجمهور إلى شركة تتداول أسهمها بين عدد محدود من المستثمرين.
- إجراء تعديل في هيكل رأس مال الشركة.
- سحب جزء من الأسهم المتداولة بغرض الحد من الكمية المعروضة.
- انتقال الثروة من الدائنين القدامى إلى ملاك الشركة.
- استراتيجية ملائمة لمواجهة محاولة السيطرة على الشركة من قبل مستثمرين آخرين.

¹ منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص373

² فايز سليم جداد، مرجع سبق ذكره، ص320

³ أحمد محمد غنيم، الادرة المالية مدخل التحويل من الفقر الى الثراء، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، مصر، 2008، ص230.

⁴ عدنان تايه النعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 496.

⁵ منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص379-382.

- أسلوب لالتفاف حول القيود التي تعرضها الحكومة على التوزيعات.

- إزالة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين والادارة.

وتوجد ثلاثة اساليب في اعادة شراء الشركة لأسهمها من السوق والتي يتم ذكرها كالاتي¹:

1.3. الاسلوب الأول: تقوم الشركة في هذا الاسلوب بشراء الأسهم عن طريق عمليات السوق المفتوح، وهذه الطريقة قد تولد ضغوط كبيرة على سعر السهم في حالة ما إذا كان عدد الأسهم المراد شراؤها كبيرة نسبيا مقارنة مع العدد المتداول في السوق.

2.3.الاسلوب الثاني: في هذا الاسلوب تقوم الشركة عروض خاصة بإعادة الشراء، وتكون هذه العروض رسمية بجدد فيها الأسهم المراد شراؤها والسعر المحدد لشراء السهم الواحد، الذي يكون أعلى من سعر السهم السائد في السوق المالي وهذا من أجل جذب البائعين. وفي حالة عد تحقيق شراء العدد المطلوب من الاسهم تلجأ الشركة الى شراء العدد المتبقي عن طريق عمليات السوق المفتوح. تفضل الشركات أسلوب العروض عند إعادة أعداد كبيرة من الأسهم باعتبارها تتيح فرص متساوية أمام حملة الأسهم من أجل الاستفادة من العرض المقدم من طرف الشركة

3.3. الاسلوب الثالث: قد تستخدم الشركات في بعض الاحيان بما يسمى أسلوب التفاوض عند إعادة شراء الأسهم بأعداد كبيرة من واحد أو اكثر من حملة الأسهم الرئيسيين. في حالة اعتاد الشركة على أسلوب التفاوض فإنه يجب عليها إحاطة جميع حملة الأسهم علما من هذا الأسلوب، والسعر الذي ستعيد الشركة اعادة شراء الاسهم به يجب ان يكون عادلا أي يجب أن يأخذ بعين الاعتبار مصلحة وفرص حملة الأسهم الآخرين.

المبحث الثالث: نظريات سياسة توزيع الأرباح

نظرا للأهمية البالغة لسياسة توزيع الأرباح في الشركة، وباعتبار أن قرار توزيع الأرباح من بين القرارات المهمة في مجال الإدارة المالية إلى جانب قراراتي الاستثمار والتمويل، فكل هذا أدى بالعديد من المفكرين في مجال مالية الشركات إلى بناء نظريات من أجل هذه السياسة، وهذه النظريات بطبيعة الحال تعتمد على مجموعة من الفرضيات الأولية تكون صالحة لغالبية الشركات على اختلاف

¹ عدنان تايه النعيمي، مرجع سبق ذكره، ص496-497.

حجمها، شكلها وكذا مجال نشاطها، لذلك سيتم في هذا المبحث التعرض لأهم النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح على النحو الموالي:

المطلب الأول: نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح

تقوم هذه النظرية على عدم وجود علاقة بين توزيعات الأرباح والقرار الاستثماري، حيث تشير هذه النظرية إلى أن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر في السعر السوقي للسهم والقرار الاستثماري، كما لا تؤثر على تكلفة تمويل الشركة في ظل أسواق المال التي تتصف بالكمال، بينما تتأثر قيمة الشركة بقدرتها على تحقيق الأرباح، وبمستوى المخاطر المحيطة بها.¹ ومن مؤيدي هذه النظرية مودقلياني وميلر (Modigliani and Miller) والذان تناولوا هذه النظرية في مقال لهما نشر سنة 1961². ولقد أوضح مودقلياني وميلر أن قيمة الشركة تتوقف على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح. ولقد اعتمدا في نظريتهما هذه على مجموعة من الافتراضات التي يتم ذكرها كالاتي:³

-المستثمر رشيد.

- الشركة تعمل في ظروف السوق الكامل، حيث لا يوجد مستثمر وحيد يمكنه التأثير على أسعار الأسهم في السوق، وأنه يمكن شراء وبيع الأوراق المالية بكميات. كما لا توجد تكلفة للمعاملات أو ضرائب. أما المعلومات عن سوق المال فهي متاحة بالمجان.

- الشركة تعمل في ظل التأكد التام، فالاستثمارات وكذا الأرباح المستقبلية معروفة مسبقا.

- لا توجد تكلفة اصدار، أي الشركة لا تتحمل مصاريف عند إصدار أسهم أو سندات.

- سياسة الاستثمار للشركة ثابتة ولا تتغير، وهذا شرط ضروري يستهدف عزل تأثير قرار الاستثمار.

- لا توجد تكاليف الوكالة بين المسيرين والمستثمرين الخارجيين.⁴

¹ نضال عمر زلوم واسحق محمود الشعار، أثر توزيعات الأرباح على القرار الاستثماري في ضوء جودة التقارير المالية، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد 2، العدد 1، 2015، ص:34.

² Merton miller and Franco Modigliani, dividend policy growth and the valuation of shares, the journal of business, the university of chicago press, vol 34, N 4, 1961, pp: 411-433.

³ منير ابراهيم هندي، مرجع سيق ذكره، ص ص: 309-308.

⁴ حمزة غربي، مرجع سيق ذكره، ص: 231.

يقوم فكر مودقلياني وميلر على أن ثروة المستثمرين قبيل اجراء التوزيعات تتمثل في القيمة السوقية للأسهم العادية، والتي تعكس الأرباح التي تحققت خلال الفترة.

ففي حالة ما إذا قررت الشركة توزيع جزء من هته الأرباح، فإن القيمة السوقية للسهم سوف تنخفض بنفس قيمة التوزيعات التي حصل عليها حامل السهم، أي أن سياسة توزيع الأرباح لا تعني شيء بالنسبة لحامل السهم، فإذا ما أجريت التوزيعات فسوف تزيد القيمة السوقية للسهم الذي يملكه بنفس مقدار التوزيعات التي لم يحصل عليها.¹

ومن أجل التأكيد على حيادية سياسة توزيع الأرباح بالنسبة لسعر السهم، فلقد استعان مودقلياني وميلر على البرهان الرياضي مع الاعتماد على الفرضيات السابقة الذكر، وباعتبار معدل العائد يبقى ثابتا ويساوي:

$$r_e = \frac{D_t + p_{t+1} - p_t}{P_t}$$

حيث:

r_e : معدل العائد.

D_t : مجموع أرباح السهم لكل شركة.

p_t : الأرباح الرأسمالية بالقيمة السوقية.

t : يمثل الزمن.

انطلاقا من المعادلة السابقة، يمكن ايجاد قيمة الأرباح الرأسمالية بالقيمة السوقية P_t وهي كالاتي:²

$$P_t = \frac{D_t + p_{t+1}}{1 + r_e}$$

¹ حمزة غربي، مرجع سبق ذكره، ص: 231.
² المرجع نفسه.

لقد تعرضت هذه النظرية لمجموعة من الانتقادات، وذلك نظرا لصعوبة تطبيق الافتراضات التي قامت عليها والمتمثلة في المنافسة التامة وعدم وجود تكاليف التمويل، وعدم وجود ضرائب، وعدم وجود التباين في المعلومات أي توفرها لجميع المستثمرين. ومن بين منتقدي هذه النظرية قوردن سنة 1963، وكنتيجة لهذه الانتقادات قدم افكارا بديلة للنتائج التي جاءت بها نظرية مودقلياني وميلر، وقدم بعض الأدلة التي تناقض هذه النظرية، حيث يرى أن الزيادة في الأرباح الموزعة يمكن أن تؤثر بشكل ايجابي على ثروة المساهمين وهذا راجع إلى عدم توفر المعلومات وكفايتها، وحالة عدم التأكد في السوق.¹

وبالرغم من الانتقادات الموجهة لهذه النظرية والفرضيات الغير واقعية التي قامت عليها فيما يخص حيادية سياسة توزيع الأرباح، إلا أن هناك دراسات قامت باختبار هذه النظرية والمتمثلة في دراسة فاما Fama سنة 1974، والذي قام باختبار هذه النظرية على مجموعة من الشركات الأمريكية والمتكونة من 298 شركة، والذي أكد في هذه الدراسة على أن هناك استقلالية بين سياسة توزيع أرباح السهم والاستثمار.²

وكذلك لقد أكد فان هورن Van Horne سنة 1989 حيادية سياسة توزيع أرباح السهم على قيمة الشركة، ولقد اعتمد في تأكيده هذا على التدفقات النقدية المستحدثة، باعتبار أن قيمة السهم في بداية الفترة تمثل القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية، والقيمة الحالية للتدفقات المستقبلية عبارة عن مجموع توزيعات أرباح السهم المستحدثة إضافة إلى السعر، وبالتالي يمكن استنتاج العلاقة الآتية:

$$P_0 = \frac{DPA + p_1}{1 + K}$$

حيث:

K: معدل الاستحداث.

DPA: توزيعات أرباح السهم الواحد.

p₁: سعر السهم بعد دفع توزيعات أرباح السهم.

¹ نضال عمر زلوم واسحق محمود الشعار، مرجع سبق ذكره، ص: 34-35.

² حمزة غربي، مرجع سبق ذكره، ص: 232.

P_0 : قيمة السهم في بداية الفترة.

وباعتبار أن N تمثل عدد الأسهم في بداية الفترة، فإن قيمة الأموال الذاتية $N.P_0$ في الشركة تعطى بالعلاقة الموالية:

$$N.P_0 = \frac{N.DPA + N.P_1}{1 + K}$$

وبالتالي إذا تم افتراض أن التمويل في الفترة المقبلة كان عن طريق إصدار أسهم جديدة يكون عددها N' ، فقيمة الأموال الذاتية بعد هذا الإصدار تصبح كالآتي:¹

$$N.P_0 = \frac{N.DPA + (N+N')P_1 - N.P_1}{1 + K}$$

ومن الواضح أن هذه النظرية التي خرج بها مودقلياني وميلر لا تستند على أي أساس من أرض الواقع، اللذان أكدا على أن النظرية لا تعتمد على الواقع بقدر ما تتحدد عن طريق الاختبارات العملية والميدانية لإثبات صحتها. ولكن بالرغم من كل هذا، إلا أهم نتيجة مستخلصة من هذه النظرية أن الشركة يمكنها الرفع من قيمتها السوقية وذلك من خلال سياسة الاستثمار المثلى التي تنتهجها وليس عن طريق اتباع سياسة توزيع مبالغ مهمة من الأرباح.

المطلب الثاني: نظرية عصفور في اليد

تقوم هذه النظرية على أساس أن معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة ينخفض بازدياد توزيعات الأرباح، وهذا عائد إلى أن درجة تأكد المستثمرين حول حصولهم على المكاسب الرأسمالية المتحققة من الأرباح المحتجزة أقل من درجة تأكد حصولهم على التوزيعات، حيث تزداد درجة المخاطرة نتيجة ارتفاع حالة عدم التأكد المصاحبة لاحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها.² وهذا يعني

¹ علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص: 141-142.

² نضال عمر زلوم واسحق محمود الشعار، مرجع سبق ذكره، ص: 35.

تفضيل المستثمرين لتوزيع الأرباح على تحقيق مكاسب رأسمالية في المستقبل، ناتجة عن احتجاز الأرباح واستثمارها في فرص النمو، كون الأرباح الموزعة في الوقت الحاضر أكثر تأكداً من احتمالية الحصول على مكاسب رأسمالية مستقبلية، وكنيجة لزيادة نسبة التوزيع ينخفض معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم، ويرتفع معدل العائد المطلوب على الاستثمار كلما زادت نسبة الأرباح المحتجزة، وذلك نظراً لاستعداد المستثمرين دفع سعر أعلى للسهم في حالة ما إذا كانت نسبة توزيع الأرباح أكبر.¹

ومن بين مؤيدي هذه النظرية كل من قوردين ولينتر والذان بينا بأن العائد المطلوب على الأموال الذاتية يتناقص مع زيادة التوزيعات النقدية، لأن المستثمرين في هذه الحالة يصبحون متخوفين من استلام العوائد التي تنتج من احتجاز الأرباح أي أقل تأكد من استلام هذه العوائد. وبالتالي، قيمة الوحدة النقدية الموزعة حالياً أعلى من قيمة الوحدة النقدية المحتجزة، لأن مكونات عائد توزيع أرباح السهم أقل خطورة من معدل النمو.²

وحسب هذه النظرية فإن المسيرين يقومون بتوزيع أرباح السهم لتقديم السيولة إلى المساهمين، وهذا ما يسمح لهم بتخفيض حالة عدم التأكد أي يعطيهم نوع من الثقة في المسيرين حول التدفقات المستقبلية، ولكن إذا ما تم النظر من جهة إلى فرصة ضائعة، إضافة إلى أن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع انخفاض أرباح السهم الموزعة لاعتبار أن هناك تخفيض في حالة عدم التأكد لدى المساهمين في الحصول على أرباح.³

توصل قوردين ولينتر وذلك في ظل عدم التأكد، أن سياسة توزيع أرباح السهم لا بد أن تؤثر على القيمة السوقية للسهم، إضافة إلى أن المستثمرين يفضلون الحصول على أرباح أو توزيعات حالية وأكيدة دون تأجيلها إلى المستقبل والتخوف من عدم الحصول على أرباح رأسمالية قد تنتج عن نمو هذه التوزيعات. وهذا ما يؤدي مباشرة إلى أن ارتفاع سعر السهم مستقبلاً يكون غير أكيد، وبعبارة أخرى فإن أرباح السهم التي تكون في يد المستثمر حالياً أفضل له من أرباح رأسمالية التي سيحققها من خلال نمو هذه التوزيعات مستقبلاً، باعتبار أن المستقبل غير أكيد.⁴

¹ شومان حسين فيصل وكوتر حميد الموسمي، أثر ربحية ومقسوم أرباح السهم في قيمة الشركة، مجلة كلية الدراسات الإنسانية، العدد 2، 2012، ص ص: 35-88.

² محمد قاسم خصالوة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، عمان، 2011، ص: 196.

³ سرور علي إبراهيم سرور، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق العلمي، الرياض، السعودية، 2009، ص: 882.

⁴ محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004، ص: 379.

لقد بنيت هذه النظرية على افتراضات عديدة يتم ذكرها كالاتي:¹

- لا تخضع مردودات المستثمرين في أسهم الشركة للضريبة سواء كانت هذه المردودات متمثلة بالمكاسب الرأسمالية المتحققة من جراء بيع الأسهم أو بتوزيعات الأرباح.
- معدل العائد على الاستثمارات ثابت وكذلك معدل العائد المطلوب ثابت ويمثل تكلفة التمويل أي تكلفة الفرصة البديلة لحقوق الملاك.
- اعتماد إدارة الشركة في تمويل استثماراتها على حقوق الملكية، أي لا يوجد تمويل خارجي.
- معدل نمو الشركة ثابت ويمثل نسبة الأرباح المحتجزة من الإيرادات مضروباً في معدل العائد المتوقع على الاستثمار.
- معدل العائد على الاستثمار يكون أكبر من معدل النمو.
- نسبة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم ثابتة لا تتغير.

يؤدي ارتفاع أرباح الشركة إلى ارتفاع أرباح السهم المتوقعة من طرف المساهمين، وهذه المعلومة هي أكثر تأثيراً على قيمة الشركة من معدل العائد الذي يطلبه المساهمون لأنها تؤدي إلى ارتفاع السعر السوقي للسهم الذي يمكن أن يعوض الأرباح الموزعة على المساهمين في قيمة الشركة. هذه البرهنة تثبت أن مخاطرة الشركة تتحدد من خلال قراراتها الاستثمارية وليس كيفية تمويلها، ويتأثر معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين بمخاطرة الاستثمار، ولا يتغير في حالة ما إذا كان تمويلها عن طريق حجز الأرباح أو طرح أسهم جديدة. تغيير مخاطرة الاستثمار بتوزيع أرباح السهم، وإنما يحولون هذه المخاطرة إلى المستثمرين الجدد.²

المطلب الثالث: نظرية التفضيل الضريبي

ترفض هذه النظرية عدم ملاءمة التوزيعات، كما تأخذ مركزاً مضاداً من نظرية عصفور في اليد، ذلك أنها تقضي بأنه طالما أن معدل الضريبة على التوزيعات يفوق معدل الضريبة على الأرباح

¹ صباح أسامة علي الشراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، كلية التجارة، قسم المحاسبة، غزة، فلسطين، 2006، ص: 67.

² حمزة غربي، مرجع سبق ذكره، ص: 235.

الرأسمالية، فإن حملة الأسهم سوف يطلبون معدلا عاليا على الاستثمار في أسهم الشركة التي تجري توزيعا لنسبة كبيرة من أرباحها، مقارنة بشركة مثيلة تحتجز كل الأرباح أو النسبة الأكبر من أرباحها.¹

ووفقا لهذه النظرية فإن المستثمرون يفضلون الاستثمار في الشركات التي ترغب في الاحتفاظ بالأرباح لإعادة استثمارها، وتقوم بتوزيع نسبة منخفضة من أرباحها على شكل توزيعات نقدية، وهذا راجع إلى أن الضريبة على العوائد الرأسمالية أقل من الضريبة على توزيعات الأرباح، وهذا يشجع المستثمرين على الاستثمار في الشركات التي تقوم باحتجاز المقدار الأكبر من الأرباح من توزيعها على المساهمين، إذ سيؤدي ذلك إلى إعادة استثمار الأرباح في نشاطات الشركة، وهذا بدوره سيؤدي إلى ارتفاع معدل النمو، وبالتالي ارتفاع أسعار السهم.² نظرا لأن الضريبة على توزيعات الأرباح تدفع فورا، بينما لا يدفع المستثمرون ضرائب على الأرباح الرأسمالية ما لم يقرر المستثمر بيع السهم، مما يدفع المستثمرين إلى دفع سعر أعلى لسهم الشركات التي تتبنى سياسة احتجاز الأرباح.

الضرائب المستحقة على الأرباح الرأسمالية لا تدفع إلا مرة واحدة وهي عند بيع السهم، فبأخذ القيمة الزمنية للنقود والتي تتناقص قيمتها مع مرور الوقت، هذا ما يجعل الأرباح الرأسمالية أقل تكلفة من أرباح السهم، كم أن في حالة الاحتفاظ بالسهم حتى وفاة المساهم فإن الورثة لا يدفعون ضريبة على الأرباح الرأسمالية في حالة ما إذا قاموا ببيع السهم، ذلك أن سعر السهم السوقي عند وفاة المساهم هو بمثابة تكلفة شرائه وبالتالي لا يوجد فرق القيمة. فانطلاقا من هذه الأسباب، فالمساهمون يفضلون الشركات التي تقوم باحتجاز الأرباح بدل توزيعها ويكونون مستعدين لدفع سعر أعلى لشراء أسهم تلك الشركات. ففي حالة ما إذا أرادت الشركة توزيع الثروة على المساهمين فإنها سوف تلجأ إلى إعادة شراء الأسهم وذلك بغية تجنب أن تحمل المساهمين تكاليف إضافية عند توزيعها لأرباح السهم وذلك نتيجة الضرائب الزائدة. وكننتيجة مستمدة من الواقع فإنه قد لوحظ زيادة في شراء الأسهم بدل توزيع الأرباح ابتداء من سنوات الثمانينات من خلال دراسات كل من Allen and Michaely and Fama and Frenche 2001, Stephens and Weisbach 2000, Jagannathan 1995 Miller and scholes سنة 1978 بينوا أنه يوجد اختلاف بين المستثمرين نتيجة اختلاف الضريبة بين أرباح السهم وربح القيمة، وعلاوة على ذلك، مودفلياني وميلر سنة 1961 أثبتوا أن كره الضرائب

¹ منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 362.

² نضال عمر زلوم واسحق محمود الشعار، مرجع سبق ذكره، ص: 35.

يؤدي إلى تخفيض تكلفة الضريبة على أرباح السهم والفكرة هي أن كلا المستثمرين الذين سوف يحصلون على أرباح سهم عالية أو منخفضة تكون قراراتهم مرتبطة بتكلفة الضرائب المختلفة بينها.

الشركات التي لا تتحمل الضرائب، كالشركات الاجتماعية والمتمثلة في صناديق التقاعد والأشخاص الذين لديهم تفضيلات ضريبية على أرباح السهم فإنهم يلجؤون إلى شراء أسهم تلك الشركات التي توزع نسبة عالية من أرباحها على شكل أرباح السهم عكس الذين ليس لديهم هذه التفضيلات فإنهم يميلون إلى الاستثمار في الشركات التي تكره توزيع أرباح السهم، وبالتالي فالمساهمون يختارون الشركات التي تتوافق وتفضيلاتهم.¹

تختلف التفضيلات بين المساهمين نتيجة اختلاف المعدلات الضريبية، وهذا ما ينتج عنه شرائح مختلفة من المساهمين، ما يسمى بتأثير الزبائن، وكل هذا يؤدي بالمسيرين إلى اتباع سياسة توزيع أرباح تتماشى ونوع مساهمي الشركة وتفضيلاتهم، أو ربما من أجل جذب نوع معين من المساهمين.

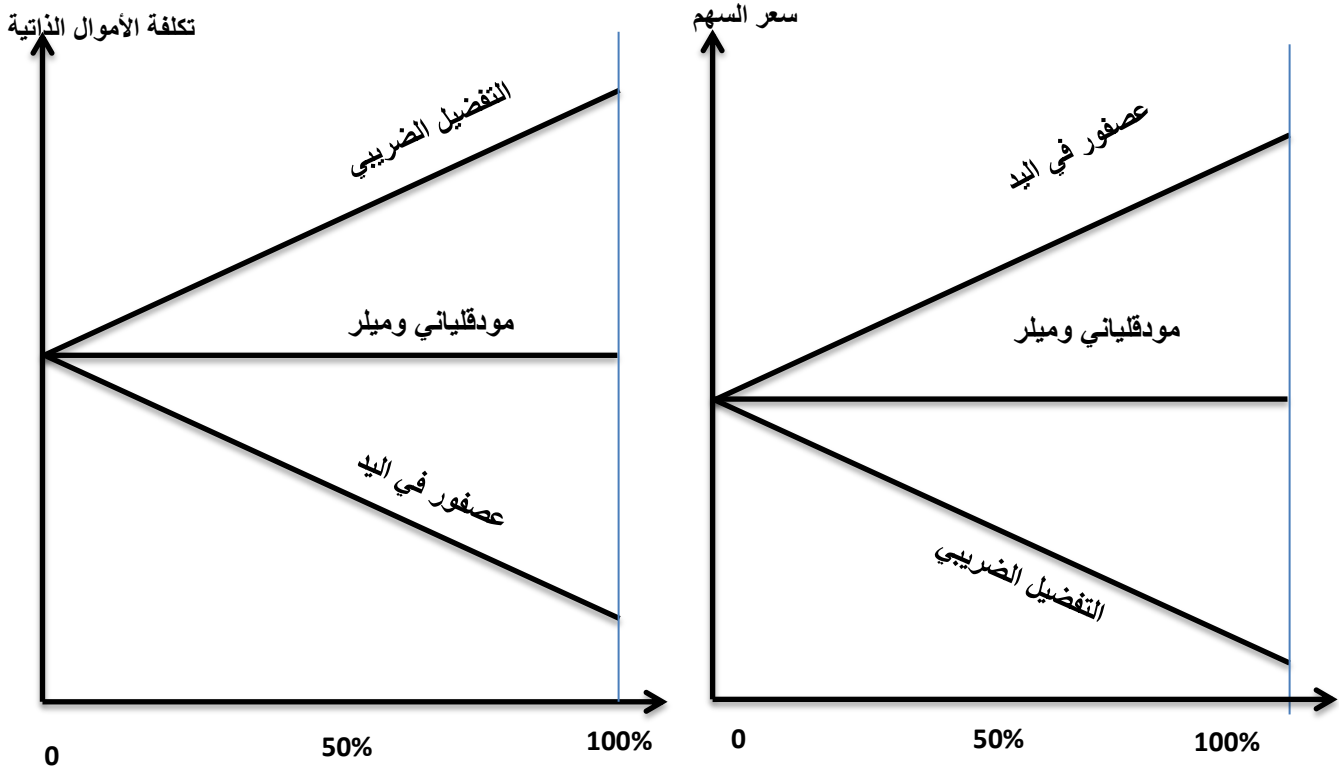
لقد تم تأكيد نظرية التفضيل الضريبي تجريبياً من خلال عدة دراسات، حيث بين كل من قريلون وميشايلي Grullon and Michaely سنة 2002 بأن مستوى نسبة حصص الأرباح من مكاسب السهم الواحد أكبر من حصص الأرباح خلال آخر ثلاثين 30 سنة من القرن العشرين. ففي سنة 1978، دفعت حوالي 66.5% من شركات نايز NYSE، أماكس AMEX ونازداك NASDAQ أرباح سهم. أما في سنة 2002، فقد انخفضت النسبة لتصل إلى 20.8% فقط من الشركات التي دفعت حصص أرباح السهم.²

والشكل الموالي يوضح علاقة مختلف النظريات بكل من سعر السهم وتكلفة الأموال الذاتية.

¹ عيسى بدروني، مرجع سبق ذكره، ص: 47.

² حمزة غربي، مرجع سبق ذكره، ص: 237.

الشكل رقم 01: نظرية مودقلياني وميلر، عصفور في اليد، والتفضيل الضريبي وعلاقتهم بسعر السهم وتكلفة الأموال الذاتية



المصدر: سرور علي ابراهيم سرور، مرجع سبق ذكره، 2009، ص: 884.

من خلال الشكل، يلاحظ أنه لا أثر لنسبة توزيعات أرباح السهم على سعر السهم أو على تكلفة الأموال الذاتية حسب نظرية مودقلياني وميلر، وبالتالي على تكلفة رأس المال. بينما حسب نظرية العصفور في اليد، فإن سعر السهم السوقي يرتفع بارتفاع نسبة أرباح السهم الموزعة وبالمقابل انخفاض تكلفة رأس المال على عكس نظرية التفضيل الضريبي فإن سعر السهم السوقي ينخفض بارتفاع نسبة أرباح السهم الموزعة وبالمقابل ارتفاع تكلفة رأس المال.

يلاحظ من خلال النظريات السابقة الذكر، أن كلها تعطي نتائج ونصائح مختلفة ومتباينة لمتخذي القرار، ذلك لأن لكل واحدة منها وجهة نظر تختلف عن الأخرى، فبينما يرى مودقلياني وميلر حيادية سياسة توزيع الأرباح لعدم تأثيرها على قيمة السهم. بينما نظرية عصفور في اليد فإنها تفضل أن يكون معدل التوزيعات أكبر ما يمكن، أما نظرية التفضيل الضريبي فيفضل روادها تدنية معدل توزيع

الأرباح إلى أدنى حد ممكن، ولكن هذا الاختلاف والتباين في رغبات المستثمرين فيما يخص نسبة الأرباح التي ينبغي توزيعها يمكن أن يشترك ويأخذ بثلاث عوامل تتمثل في الآتي:¹

- **المحتوى المعلوماتي أو الإشارة:** تنص على أن اهتمام المستثمرين بتقييم التغيرات في توزيعات الأرباح وسعر السهم سواء بالزيادة أو النقصان، ليس بالضرورة يدل على تفضيل هؤلاء المستثمرين لتوزيعات الأرباح على احتجازها، بل تغير سعر السهم إنما هو نتيجة لانعكاس المعلومات المهمة التي يحملها إعلان توزيع الأرباح.

- **أثر الزبون:** يقصد به قيام الشركات بتبني سياسة توزيع أرباح معينة تجذب فئة معينة من الزبائن والمتكونة من المستثمرين اللذين يفضلون تلك السياسة والتي تتماشى وتفضيلاتهم.

- **تكاليف الوكالة:** تؤثر هذه التكاليف على قيمة الشركة خاصة عند مقارنة تصرفات المدير المالك للمشروع بالكامل، وبين تصرفاته عندما يبيع جزء من ملكية المشروع لملاك آخرين عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة تطرح للبيع، ولكنه يحتفظ لنفسه بحق الإدارة والرقابة، لذلك تمثل تكلفة الوكالة الفرق بين قيمة الشركة عند مستوى الإنفاق الأمثل للمنافع الغير مالية، وبين قيمة الشركة عند مستوى الانفاق الجديد. ووفقا لمفهوم هذه النظرية يجب مراعاة عاملين أساسيين هما:

- العامل الأول: الملاك يفضلون أن تكون تكلفة الوكالة في أدنى حد لها.

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

¹ محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص ص: 87-88.

خلاصة الفصل الأول

لقد تناول هذا الفصل الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح، حيث تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، حيث تناول المبحث ماهية سياسة توزيع الأرباح الذي تم من خلاله إعطاء مفهوم شامل للربح إضافة إلى تحديد مفهوم واجراءات سياسة توزيع الأرباح المتمثلة في كل من مقدار توزيع الأرباح والتواريخ المتعلقة بالتوزيعات، بينما هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر في سياسة توزيع الأرباح من بينها المحددات القانونية والمحددات التعاقدية، إضافة إلى فرص النمو واعتبارات المساهمين ورغباتهم المفضلة.

أما المبحث الثاني الذي تناول أنواع ونماذج سياسة توزيع أرباح السهم، والذي يبين أن هناك سياسات توزيع أرباح مختلفة منها سياسة الفائض في توزيع أرباح السهم التي تقوم الشركة بتوزيع المبلغ المتبقي من أرباحها بعد تمويل استثماراتها، وهناك أيضا سياسة نسبة توزيع أرباح ثابتة والتي تبين أنها قد لا تكون فعالة نتيجة لعدم استقرار الأرباح من فترة إلى أخرى، وأخيرا سياسة توزيع أرباح مستقرة والتي تتميز بعدم الاتجاه نحو تخفيض التوزيعات حتى في أوقات الأزمات المالية. أما النماذج، فهناك عدة نماذج خاصة بتوزيعات الأرباح منها نموذج لينتتر 1956 ونموذج والتر إضافة إلى نموذج قوردين 1959 ونموذج كالاي 1980، وأخيرا نموذج ميرتون ومارش.

ولقد تناول المبحث الثالث والأخير أهم النظريات المفسرة لتوزيع أرباح السهم حيث تم التعرض لنظرية مودفلياني وميلر والتي أكدت على عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة أي لا توجد علاقة بين توزيعات الأرباح والقرار الاستثماري، أما فيما يخص نظرية عصفور في اليد والتي قامت على أساس أن معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة ينخفض بازدياد توزيعات الأرباح، أي أن أرباح السهم التي تكون في يد المستثمر حاليا أفضل له من أرباح رأسمالية غير أكيدة. وأخيرا نظرية التفضيل الضريبي وهي عكس نظرية عصفور في اليد أي أن المستثمرين يفضلون احتجاز الأرباح على توزيعها لأن الضرائب على توزيعات الأرباح أكبر منها على احتجازها.

الفصل الثاني:

سياسة توزيع

الأرباح وحوكمة

الشركات

الفصل الثاني: سياسة توزيع الأرباح وحوكمة الشركات

الأزمات المالية الأخيرة أدت بالعديد من الشركات الكبرى في العالم إلى الإفلاس، أدت إلى إلزامية وجود حل لهذا المشكل أو على الأقل التخفيف منه، كل هذا نتج عنه ظهور مفهوم حوكمة الشركات الذي يعتبر مصطلح مهم وضروري لصحة البيئة الاقتصادية وخاصة الوضعية ويعتمد مصطلح حوكمة الشركات على عدة عوامل وضوابط إضافة إلى المشاكل التي تعاني منها الشركات فيما يخص قرار توزيع الأرباح من عدمه، وكيفية اتخاذ هذا القرار، وما هي السياسة المثلى لتوزيع الأرباح، ومن أجل توضيح هذا، تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث على النحو الموالي:

يخصص المبحث الأول لدراسة الإطار العام لحوكمة الشركات من خلال المفاهيم وأهم الضوابط والأهداف، ثم تحديد مبادئ حوكمة الشركات والمقومات، وفي هذا الأخير التعرض إلى محددات والأليات حوكمة الشركات .

أما المبحث الثاني فيخصص لعنصر مهم والذي يتعلق بتباين المعلومات وعلاقته بتوزيعات الأرباح، وذلك من خلال مفهوم تباين المعلومات ومقاييسه، إضافة إلى علاقة تباين المعلومات بالإشارة. وفي الأخير علاقة الحوكمة والمعلومات المالية .

بينما المبحث الثالث فيتناول نظرية الوكالة من خلال التعريف بهذه النظرية وأهم العلاقات الأساسية لأطرافها، بالإضافة إلى أهمية الحوكمة في تخفيض مشكلة تضارب المصالح، ومن ثم التعرض إلى العلاقة التي تربط نظرية الوكالة بتوزيعات الأرباح .

المبحث الأول: حوكمة الشركات

تعد حوكمة الشركات إحدى الأدوات الفعالة لتشجيع الاستثمار في سوق الأوراق المالية وذلك لأثرها في أسعار السهم، وبالتالي لها تأثير على سياسة توزيع الأرباح. وباعتبار قرار توزيع الأرباح من أهم القرارات المالية في الشركة لذلك يجب على الشركات تطبيق الحوكمة فيها من أجل اتخاذ قرار صائب وسليم. ومن أجل ذلك تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب كالآتي:

- المطلب الأول: مفهوم حوكمة الشركات وأهدافها؛

- المطلب الثاني: مبادئ ومقومات حوكمة الشركات؛

- المطلب الثالث: محددات وآليات حوكمة الشركات؛

المطلب الأول: مفهوم حوكمة الشركات وأهدافها

سيتم في هذا المطلب تناول كل من مفهوم حوكمة الشركات وأهدافها.

1. مفهوم حوكمة الشركات

لقد اختلفت وتعددت تعريفات مصطلح حوكمة الشركات باختلاف وتعدد الباحثين، هذا ما أدى إلى عدم وجود تعريف محدد لمصطلح حوكمة الشركات، وهذا راجع إلى تداخل العديد من الأمور التنظيمية والاقتصادية والمالية والاجتماعية¹.

لفظ الحوكمة يعني الرقابة أو السيطرة (controlling)²، كما تعني كلمة الحوكمة في قاموس اللغة العربية: الانضباط والسيطرة والحكم، ويتضمن مفهوم الحوكمة العديد من الجوانب تتمثل في³:

- الحكمة: ما تقتضيه من التوجيه والإرشاد.

- الحكم: ما يقتضيه من السيطرة على الأمور بوضع الضوابط والقيود المتحكمة في السلوك.

¹ حمزة ضويفي، فعالية تطبيق مبادئ الحوكمة في دعم مقومات الإفصاح واثرها على الاداء المالي، اطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، 2015، ص 17.

² طارق عبدالعال جماد، حوكمة الشركات المفاهيم، المبادئ والتجارب، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص: 72.

³ لمين تغليسية، تطبيق مبادئ حوكمة الشركات لفرض جودة المعلومات المالية، مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة، مراجعة وتدقيق، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2013، ص: 10.

- الاحتكام: ما يقتضيه من الرجوع إلى مرجعيات أخلاقية وثقافية وخبرات تم الحصول عليها من تجارب سابقة.

- التحاكم: طلباً للعدالة خاصة عند انحراف السلطة وتلاعبها بمصالح المساهمين.

وأبرز من تبنى حوكمة الشركات وبحث فيه لجنة كادبوري 1992 والتي عرفت حوكمة الشركات على أنها النظام الذي تدار وتراقب به الشركات، ويكون مجلس الإدارة مسؤول عن حوكمة الشركة، ويكون دور المساهمين في الحوكمة هو انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والمدققين والتأكد من أن هناك هيكل حوكمة ملائم وفي مكانه، وأن مسؤولية المجلس تتضمن وضع الأهداف الإستراتيجية للشركة، وتوفير القيادات التي تحقق هذه الأهداف، ومراقبة إدارة العمل¹.

تعرف الحوكمة على أنها مجموعة من القوانين والنظم التي تهدف إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء عن طريق اختيار الأساليب المناسبة والفعالة لتحقيق خطط وأهداف الشركة، وبمعنى آخر مصطلح الحوكمة يعني النظام أي وجود نظم تحكم العلاقات بين الأطراف الأساسية داخل الشركة².

ويعرفها شليفير وفيشني Shleifer et Vishny (1997) على أنها مجموعة الآليات والميكانيزمات التي تضمن لمختلف المستثمرين عائد على استثماراتهم، وهذا بتجنب امتلاك المسيرين والمساهمين لقيم مبالغ فيها في أسهم الشركة³.

وعرفت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية الحوكمة على أنها نظام يوجه ويضبط أعمال الشركة، حيث يقوم بوصف وتوزيع الحقوق والواجبات بين مختلف الأطراف في الشركات، مثل مجلس الإدارة والمساهمين الذين لهم علاقة بذلك. وكذلك هي نظام يضع القواعد والإجراءات اللازمة لاتخاذ القرارات المتعلقة بالشركة ووضع الأهداف والاستراتيجيات اللازمة لتحقيق تلك الأهداف.

من خلال التعاريف السابقة الذكر يمكن اعطاء تعريف لحوكمة الشركات بأنها عبارة عن نظام تضعه الشركة من أجل الاشراف والرقابة والذي يحتوي على مجموعة من القواعد والاسس المنظمة للعلاقات، وكل هذا من أجل تقليل التضارب في المصالح داخل الشركة والتعارض بين الادارة

¹ عمر عيسى فلاح المناصير، اثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على اداء شركات الخدمات المساهمة العامة الاردنية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الهاشمية، الزرقاء، الأردن، 2013، ص: 20_21.

² هشام طلعت عبدالحكيم وعما عبدالحسن دلول، حوكمة الشركات ودورها في التقييم العادل للاسهم العادية، مجلة الادارة والاقتصاد، العدد 77، 2009، ص:

³ لمين تغليسية، مرجع سبق ذكره، ص: 11

والمستثمرين واصحاب المصالح في الشركة والتوصل إلى احداث التوازن بينهم من خلال الرقابة الجيدة والافصاح والشفافية.

والملاحظ أن هناك مدخلين لتعريف حوكمة الشركات حيث يتمثل المدخل الأول في مدخل المساهم والذي له علاقة بالمالك وأصحاب الأموال، بينما المدخل الثاني وهو مدخل الأطراف ذات العلاقة وهو مرتبط بجميع الأطراف التي لها مصلحة في الشركة. ويتم توضيح هذين المدخلين كالموالي:

- **مدخل المساهم:** يركز هذا المدخل على الجانب المحاسبي للحوكمة من حيث توفير حماية لأموال المستثمرين وحماية حقوقهم وخاصة العوائد. تعرف الحوكمة من خلال هذا المدخل على أنها مجموعة من الاجراءات والضوابط والمعايير المحاسبية التي تفرض على الشركات لحماية اموال المستثمرين خاصة المتعلقة بالشفافية والافصاح عن الوضعية المالية للشركة¹.

- **مدخل الأطراف ذات الصلة:** هذا المدخل يقوم على تحقيق مصالح الأطراف التي تتعامل مع الشركة والمتمثلين في: العمال، الدائنين، المواطنين... الخ، وتعرف الحوكمة انطلاقاً من هذا المدخل على أنها عبارة عن مجموعة من القوانين والقواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية وحملة الاسهم وأصحاب أو الاطراف المعنية المرتبطة بالشركة من ناحية أخرى².

ويعتمد التطبيق الجيد للحوكمة على توفر مجموعتين من الضوابط هي كالاتي³:

- **الضوابط الخارجية:** لابد من وجود تشريعات تؤكد على مسؤولية الادارة في العمل على تعظيم قيمة الشركة، والاهتمام بالإفصاح والشفافية من خلال توفير التقارير المالية، إضافة إلى توفير المعلومة داخل الشركة والتقليل من مشكل التباين بين في المعلومات، وهذا كله من أجل سلامة قواعد وأسس حوكمة الشركات التي تم وضعها. ويجب أيضاً أن يتوفر ذلك التشريع على عقوبات ردية في حالة عدم الالتزام.

- **الضوابط الداخلية:** وهي القواعد والأسس المحددة للكيفية التي تتخذ فيها القرارات داخل الشركة، مع تحديد واضح وصريح للدور الذي تقوم به الجمعية العامة، ومجلس الادارة، والادارة التنفيذية. أي

¹ سالم بن سلام بن حامد الفيلقي، حوكمة الشركات المساهمة العامة في سلطنة عمان، دار اسامة، الاردن، 2010، ص: 21.

² محمد مصطفى سليمان، الفساد المالي والاداري، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص: 18.

³ منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الاداء: (مدخل حوكمة الشركات)، دار المعرفة الجامعية، الاسكندرية، الطبعة الاولى، 2009، ص: 15_20.

الأسس والقواعد داخل الشركة تحكم تصرفات الإدارة من أجل تحسين الأداء وتفاذي حدوث أزمات مالية.

2. أهداف حوكمة الشركات

تختلف أهداف حوكمة الشركات لاختلاف تعاريفها، فمثلا في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، ينصب هدف أو أهداف حوكمة الشركات على حماية حقوق حملة الأسهم وتعظيم قيمتهم على المدى الطويل، بينما تهدف حوكمة الشركات في بلدان القارة الأوروبية مثل ألمانيا إلى حماية حقوق الآخرين من أصحاب المصلحة (إلى جانب حقوق حملة السهم)، وخاصة العاملين والدائنين والذين يعتبرون أطراف أطراف لا تقل اهميتهم عن حملة الاسهم، وعليه تهدف حوكمة الشركات في تلك الدول إلى تشجيع مجالس الإدارة لرقابة الإدارة والإشراف عليها من أجل تعزيز رفاهية حملة الأسهم والعاملين ورفاهية العامة¹.

ويمكن استخلاص مجموعة من الاهداف تذكر على النحو التالي²:

- التأكد من وجود هيكل إداري تنظيمي حيد داخل الشركة من حيث يكون كل عضو في مكانه المناسب مع تحديد سلطاته ومسؤولياته.
- تكوين لجنة مراجعة من غير اعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين للعمل على تجنب الغش.
- عدم الخلط بين المهام والمسؤوليات الخاصة بالمديرين التنفيذيين ومهام مجلس الإدارة ومسؤوليات أعضائه.
- تجنب حدوث أزمات مالية وضمنان النمو والاستمرار وكفاءة فاعلية الشركات.
- العمل على تقارب مصالح الاطراف ذات العلاقة.
- خلق والحفاظ على قيمة طويلة الأجل من خلال إدارة المخاطر.
- تحسين الصورة الذهنية للشركات.³

¹ حمزة ضويقي، مرجع سبق ذكره، ص:25.

² أحمد مهدي الهادي العنزي، تحليل اثر حوكمة الشركات على جودة الإفصاح المحاسبي، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 16، العدد 04، 2014، ص ص: 226-227.

³ بن علي بلعزوز وعبدالرزاق حبار، الحوكمة في المؤسسات المالية والمصرفية، مدخل للوقاية من الازمات المالية والمصرفية بالاشارة لحالة الجزائر، الملتقى الدولي حول الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009، ص: 5.

المطلب الثاني: مبادئ ومقومات حوكمة الشركات

ازدياد الاهتمام بمقومات حوكمة الشركات من قبل الباحثين والهيئات والمنظمات مع مختلف التطورات العديدة التي حدثت في العالم، أدى بالضرورة إلى صياغة مبادئ محددة في قواعد من أجل ترشيد جميع الأطراف من المستخدمين ولتحديد وتوضيح الصلاحيات والمسؤوليات.

وقد وافقت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) على مجموعة من المبادئ في سنة 1999، وتم مراجعة هذه المبادئ سنة 2004.

1. مبادئ الحوكمة لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية

لقد وضعت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية مجموعة من المبادئ يتم ذكرها على النحو الموالي:

1.1. وضع أساس فعال لاطار حوكمة الشركات

حيث يتم من خلال هذا المبدأ تشجيع الشفافية والكفاءة في الأسواق، ويحدد بطريقة واضحة توزيع المسؤوليات بين الأطراف ذات المصالح داخل الشركة ومختلف السلطات الأخرى التي لها علاقة بالشركة فيما يخص التنظيم والتطبيق والرقابة. ومن أجل التطبيق الجيد لهذا المبدأ يجب ان تتوفر شروط من بينها انسجام بعض المتطلبات التنظيمية والقانونية التي لها تأثير على تطبيق الحوكمة مع قواعد القانون والشفافية المعمول بها، إضافة إلى إمكانية تنفيذها وأن تكون السلطات التي تقوم بالإشراف والتنفيذ والتنظيم لها كل الصلاحيات والنزاهة¹.

2.1. حقوق المساهمين

يتمثل هذا المبدأ في حماية حقوق المساهمين من خلال وضع الضوابط والآليات التي تحقق للمساهمين التمتع بحقوق الملكية والوقوف على كافة المعلومات المتعلقة بالشركة وتوفير حقوق التصويت والمشاركة الخاصة بالتغيرات الجوهرية في الشركة.²

¹ Organisation de coordination et de développement économique, principe de gouvernement d'entreprise de l'OCDE. France : service des publications de l'OCDE, 2004, p :17.

² سهام موسى وفراح خالدي، اثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية، الملتقى الوطني حول: حوكمة الشركات كالية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر – بسكرة – الجزائر، 06-07 ماي 2012، ص:6

نظام حوكمة الشركات ينبغي أن يحمي حقوق المساهمين ويسهل ممارسة حقوقهم وذلك من خلال ضمان حقوق المساهمين الأساسية كالحق في الاستفادة من طريقة صادقة لتسجيل ممتلكاتهم، والاستفادة من الأرباح، الحق في بيع أو تحويل حصصهم، الحصول على المعلومات عن الشركة بشكل منتظم وفي الوقت المحدد، المشاركة والتصويت في الجمعية العامة للمساهمين، انتخاب أعضاء مجلس الإدارة وإزالة عضويتهم، وكذلك أن لا تستخدم أجهزة مضادة تعيق وتقي الإدارة ومجلس الإدارة من المساءلة¹.

3.1. المعاملة العادلة للمساهمين

يتمثل هذا المبدأ في ضمان المعاملة العادلة لجميع حملة الأسهم بمن فيهم حملة الأسهم الذين ينتمون إلى الأقلية وحملة الأسهم الأجانب. ويجب أن يعطى جميع حملة الأسهم الفرصة للحصول على التصحيح الفعال لانتهاك حقوقهم².

كما يجب ان يحصل المساهمين على تعويضات كافية في حالة تعرض حقوقهم للمخاطر وذلك من خلال مراعاة ما يلي³:

- معاملة جميع المساهمين من نفس الفئة بالتساوي، عبر توفير حقوق التصويت المتساوية لهم داخل كل فئة، مع اخضاع التغييرات في حقوق التصويت التي تؤثر سلبا على بعض فئات المساهمين لموافقتهم، ومراعاة حماية الأقلية من المساهمين من الممارسات الاستغلالية.

- حظر الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية، ويمنع التداول بين الداخليين في الشركة.

- يجب على أعضاء مجلس الإدارة والمديرين الإفصاح عن تعاملاتهم الخاصة بالصفقات أو الأمور التي لها تأثير على الشركة.

¹ حمزة ضويبي، مرجع سبق ذكره، 2015، ص: 27.

² علاء بن ثابت ومحمد بن جاب الله، الحوكمة المؤسسية ومنطلبات الإصلاح لتطبيقها في الدول النامية، الملتقى الدولي الاول حول: ابعاد

الجيل الثاني من الإصلاحات الاقتصادية في الدول النامية، جامعة امحمد بوقرة - بومرداس- الجزائر، ص: 09

³ ماجد اسماعيل أبو حمام، أثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية-غزة-، عمادة الدراسات العليا، كلية التجارة، قسم المحاسبة والتمويل، 2009، ص: 21.

4.1. دور الأطراف ذات العلاقة في حوكمة الشركات

يجب على إطار حوكمة الشركات الاعتراف بحقوق اصحاب المصالح في الشركة وفقا لما ينص عليه القانون والاتفاقيات المتبادلة، وتشجيع التعاون الفعال ما بين إدارة الشركة وأصحاب المصالح في تعظيم ثروة الشركة وخلق المناصب بشكل دائم وذلك من خلال احترام الحقوق المنصوص عليها، وتزويد أصحاب المصالح بمعلومات دقيقة وكافية بشكل منتظم وفي الوقت المناسب.¹

5.1. الإفصاح والشفافية

ينبغي على إطار حوكمة الشركات أن يضمن التوقيت المناسب وصحة الإفصاح لكل المشاكل المتعلقة بالشركة بما في ذلك التقارير المالية، وأهداف الشركة، والقضايا الأساسية والمهمة التي يشترك بها أصحاب المصالح داخل الشركة، والإفصاح عن كبار الملاك وحقوق التصويت، وأن يتم معايير المحاسبة والتدقيق ذات الجودة العالية.²

ولقد حددت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية أن يكون الإفصاح بحده الأدنى سنويا أو نصف أو ربع سنوي، وأن يتم الإفصاح عن المعلومات التي تم حذفها ذات الأهمية، والتي من الممكن أن تؤثر على قرارات مستخدمي المعلومات، ويجب أن تعرض المعلومات والإفصاح عنها في وقت مناسب لجميع المساهمين بدون خلق تكاليف إضافية.³

والإفصاح يتمثل في الآتي:⁴

- النتيجة المالية للشركة.

- ملكية الحصص الأساسية وحقوق التصويت.

- سياسة التعويض لأعضاء مجلس الإدارة والهيئات التنفيذية الفاعلة وكذا إعطاء معلومات عن أعضاء مجلس الإدارة ومؤهلاتهم وظروف سيرورة الانتخاب، وضمان عدم انتمائهم إلى مجلس إدارة شركة أخرى.

¹ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية الاقتصادية لحوكمة الشركات، مشروع الازدهار للطبعة العربية، العراق، 2004، ص:5-6.

² عمر عيسى فلاح المناصير، مرجع سبق ذكره، ص:36-37.

³ OECD, op-cit, p :18.

⁴ حمزة ضويفي، مرجع سبق ذكره، ص:28.

- الصفقات الهامة مع الأطراف ذات العلاقة.
- الأخطار المتوقعة.
- القضايا المتعلقة بالموظفين والأطراف الخرى ذات العلاقة.
- هياكل وسياسات الحوكمة وخصوصا محتوى القانون واستراتيجية التسيير المحررة من طرف الشركة.

كما يجب ان تتصف المعايير المفصح عنها بمعايير الجودة العالمية والافصاح المالي وغير المالي.

6.1. مسؤوليات مجلس الادارة

يجب على مجلس الادارة وضع وتشغيل أنظمة الرقابة الفاعلة وكذا مسؤوليته أمام المساهمين وأصحاب المصالح داخل الشركة وخارجها.¹ كما ينبغي أيضا على مجلس الادارة أن يقوم بتطبيق معايير أخلاقية تراعي مصالح المساهمين، واتخاذ قرارات هادفة من أجل تحقيق مصلحة الشركة ووضع الاستراتيجيات والخطط إضافة إلى الموازنات التقديرية.²

2. مقومات حوكمة الشركات

تقوم حوكمة الشركات على مجموعة من المقومات يتم ذكرها على النحو الموالي:³

- توفر إطار قانوني مسؤول عن تحديد اختصاصات كل طرف من الاطراف المعنية بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات وتحديد حقوق المساهمين، كذلك تحديد العقوبات الواجب اتخاذها في حالة انتهاك هذه الحقوق، كما يجدد هذا الاطار الجهة الحكومية المخول لها مراقبة تطبيق اجراءات الحوكمة داخل الشركة.

- وجود رؤية واضحة المعالم تحدد استراتيجية الشركة مع ضمان توفر الأدوات التي تمكن من تحقيق هذه الرؤية عن طريق ترجمتها إلى خطط واهداف على المدى القصير، المتوسط والطويل.

¹ عبد الكريم نصر، تقييم تجربة الإدراج والإفصاح في سوق فلسطين للأوراق المالية، الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، فلسطين، 2007، ص:3.

² Abdelmalek Hamel, le rôle du comité d'audit dans la gouvernance de l'entreprise, mémoire magister, école supérieure de commerce, Alger, Algérie, 2008, pp :62-63.

³ لمين تغليسية، مرجع سبق ذكره، ص:27.

- توفر إطار تنظيمي يتضمن كل من النظام الأساسي للشركة والهيكل التنظيمي لها مع توضيح أسماء واختصاصات كل من رئيس، اعضاء ولجان مجلس الادارة والمديرين التنفيذيين.

- فعالية نظام التقارير وقدرته على تحقيق الشفافية وتوفير المعلومات في الوقت المناسب.

تنصيب لجان مهمتها متابعة وتقييم الاداء، مثل لجنة التدقيق الداخلي وتكون هذه اللجان تابعة لمجلس الادارة.

- المراجعة والتعديل للقوانين الحاكمة في أداء الشركات.¹

المطلب الثالث: محددات وآليات حوكمة الشركات

يعتمد التطبيق لحوكمة الشركات على مجموعة من الضوابط والاليات الداخلية الخاصة بداخل الشركة، والخارجية التي تتعلق بمحيط الشركة وهذه الاليات تتحكم فيها مجموعة من المحددات ولذلك سيتم تناول في هذا المطلب كل من محددات وآليات حوكمة الشركات على النحو الموالي:

1. محددات حوكمة الشركات

هناك محددات داخلية ومحددات خارجية تتحكم في اليات حوكمة الشركات وهي كالآتي:

1.1. المحددات الداخلية لحوكمة الشركات: تتمثل المحددات الداخلية في الآتي:

- هيكل الملكية حيث يؤدي هيكل رأس المال دور فعال في حوكمة الشركات، باعتبار أن تركيز الملكية أو تشتتها له تأثير كبير على إدارة الشركة والسيطرة عليها. وتجدر الإشارة إلى أن هيكل الملكية لها أهمية كبيرة في فعالية الآليات الداخلية والخارجية، لأنه يؤثر في تقسيم السلطات بين المساهمين، إذ يجب التفرقة بين المساهمين الخارجيين الذين لهم تأثير غير فعال على إدارة الشركة والمساهمين الرئيسيين الذين يمكن أن يمارسوا الرقابة على إدارة الشركة من خلال الهيمنة على الجمعية العامة. إذ أنه في هذه الشركات فإن المساهمين لا يحتاجون إلى الآليات الداخلية للحوكمة من أجل الرقابة على أفعال مجلس الادارة، لكن في المقابل تطبيق الآليات الداخلية يقلل من التباين في المعلومات بين المساهمين الرئيسيين والمساهمين الخارجيين.²

¹ سامح محمد رضا رياض أحمد، دور لجان المراجعة كأحد دعائم الحوكمة في تحسين جودة التقارير المالية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، الأردن، مجلد 7، العدد 1، 2011، ص:48.

² حمزة ضويفي، مرجع سبق ذكره، ص:31.

- قيم الشركة التي تتعلق بالسلوك الاخلاقي للشرطة وبمستويات عالية من القيم القائمة على الاخلاق المهنية من نزاهة وموضوعية وامانة في تنفيذ عمليات الشركة.

- القواعد والأسس التي تحدد كيفية وطريقة اتخاذ القرار.¹

2.1. المحددات الخارجية لحوكمة الشركات: تتمثل في الموالي:

- البيئة الاقتصادية والاجتماعية والقانونية والتي تتعلق بطبيعة النظام الاقتصادي والاجتماعي والقانوني السائد في البلد.

- المعايير الدولية للمحاسبة والتدقيق.

- وجود نظام مالي جيد باعتبارها الممول الأساسي في الأسواق، وهذا ما يشجع الشركات على الاستثمار والتوسع من أجل تحقيق القدرة على المنافسة.²

- تنظيم المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية والافلاس.

- كفاءة الأسواق المالية التي تركز المنافسة كما تضمن للشركات تخصيص مواردها بكفاءة، إضافة إلى أن المنافسة تؤدي إلى التخفيض في السلع والخدمات ويشجع على الريادة والابتكار في الاعمال وعلى تدفق المعلومات.³

- وجود شركات خاصة بالمهن الحرة.⁴

ويمكن توضيح هذه المحددات من خلال الشكل الموالي:

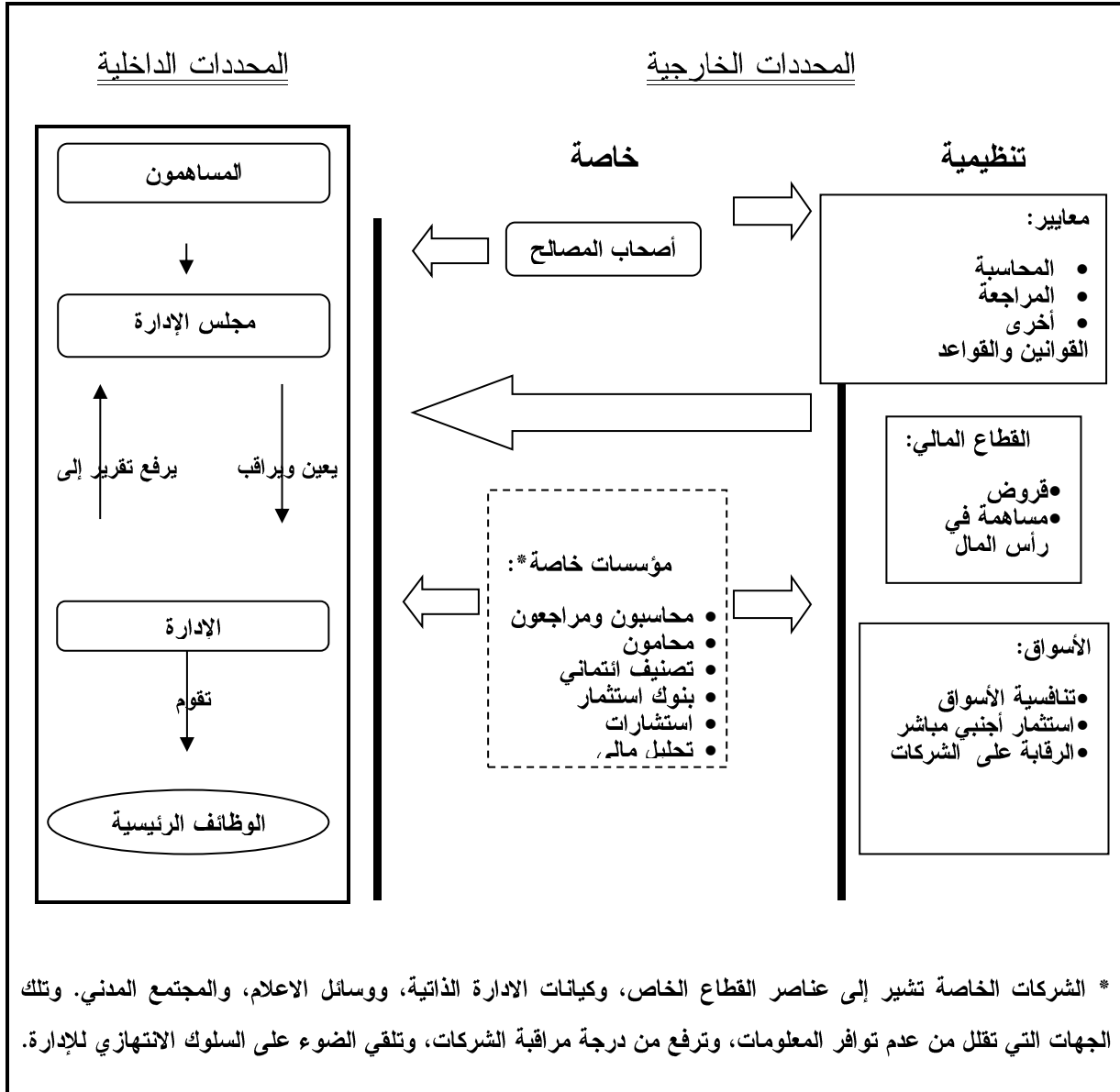
¹ نور الدين حامد وفطيمة ساسي، دور حوكمة الشركات في الحد من الفساد المالي والإداري للقطاع الخاص الجزائري، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 06-07 ماي 2012، ص: 7-8.

² عنان عبد المجيد عبد الرحمان قباجة، أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، أطروحة دكتوراه، الأردن، 2008، ص: 44.

³ معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفا للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص: 73.

⁴ مهدي شرقي وبوحفص رواني، الإصلاحات في مجال حوكمة الشركات كأداة لتحسين أخلاقيات الأعمال، الملتقى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 18-19 نوفمبر 2009، ص: 222.

الشكل رقم (02): محددات الحوكمة



المصدر: محمد حسن يوسف، محددات الحوكمة ومعاييرها، بنك الاستثمار القومي، 2007، ص: 7.

2. آليات حوكمة الشركات

باعتبار أن حوكمة الشركات هي مجموعة من الآليات التي تعمل على تقليل المخاطر التي تواجه المستثمرين وتساهم في جذب رؤوس الأموال الاستثمارية وتعمل على تحسين أداء الشركة، وأن آليات الحوكمة تضمن على ضمان حقوق الاطراف ذات المصلحة داخل الشركة. لقد اختلف الباحثون في تحديد آليات حوكمة الشركات، إلا أنهم أكدوا على وجود مجموعتين من آليات الحوكمة.

2.1. الآليات الداخلية لحوكمة الشركات

- وهي جميع الإجراءات التي تضعها الشركة ويتم الاشراف عليها من قبل مجلس الادارة، وتساعد ايضا على التقليل من التباين في المعلومات، وتتكون من العناصر الآتية:¹
- مجلس الادارة: يعتبر مجلس الادارة المحرك الرئيسي داخل أي شركة من خلال السياسات الاستراتيجية التي يضعها والتخطيط والكشف المبكر على المخاطر التي قد تتعرض لها الشركة من خلال العمليات التي يقوم بها من رقابة ومراجعة وتدقيق.
 - سياسة الحوافز الادارية: وهي حوافز مؤثرة على أداء العاملين حيث تدفع بهم إلى بذل جهد أكبر من أجل تنفيذ المهام المخولة لهم بإتقان وكفاءة.
 - تركيز الملكية: يقصد بها عدد حملة الاسهم، الذين يمتلكون النسبة الاجمالية الاكبر من الاسهم المصدرة من الشركة 5% على الاقل.
 - القانون الأساسي واللوائح الداخلية: تكمن أهميتها عندما تحدد الشركة بوضوح منظومة قوية متجانسة من القيم فإنها تعطي العاملين بها الشعور بالالتزام تجاه الشركة، والتعامل بنزاهة، حيث أن مراقبة الالتزام دون تلك الارشادات المكتوبة صعب وقد يتفادها العاملون والمديرون بدعوى الكفاءة المهنية.

2.2. الآليات الخارجية لحوكمة الشركات

- وهي تلك الأساليب والاجراءات التي لا يمكن للشركة ممارسة سلطتها وتأثيرها عليها، وأهمية هذه الآلية يبرز في أنه في حالة وجودها فان الشركة تكون في وضعية جيدة فيما يخص إدارتها، وهذه الآليات تتكون من مجموعة من العناصر يتم ذكرها في الموالي:
- الجمعية العامة والتي لها دور فعال ومحوري في حوكمة الشركات، لأنها تخلق الصلة بين المساهمين والشركة، كما تعطي أيضا فرص للمساهمين في التعبير عن آرائهم وذلك من خلال التصويت من أجل انتخاب أعضاء مجلس الادارة.
 - القوانين والتشريعات المطبقة.

¹ حمزة ضويفي، مرجع سبق ذكره، ص:35.

- الأسواق التنافسية وذلك من خلال الدور الرقابي والتحفيزي.

محللو الاوراق المالية الذين لهم دور فعال وهام في الرقابة على المديرين بحجة ان لديهم المعلومات والقدرة على تحليلها وتفسيرها.¹

المبحث الثاني: تباين المعلومات وسياسة توزيع الأرباح

يعتبر تباين المعلومات من بين أهم العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح والتي تم تناولها في الأونة الأخيرة، وهذا التباين يكون بين المستثمرين، بالنظر للأهمية البالغة التي يشكلها الإفصاح المعلوماتي للشركة والتقارير المالية والتي تعد من بين أهم المحاور الأكثر جدل وأهمية لدى المستثمرين فتقديم التقارير والقوائم المالية في الوقت المناسب وبشكل دوري يؤدي إلى التقليل من التباين في المعلومات بين المستثمرين.

المطلب الأول: مفهوم ومقاييس تباين المعلومات

يتم في هذا المطلب تناول كل من مفهوم ومقاييس تباين المعلومات على النحو الموالي:

1. مفهوم تباين المعلومات

يطلق مصطلح تباين المعلومات (information asymmetry) على الحالة التي تكون فيها المعلومات المالية متوافرة لبعض المستثمرين من دون غيرهم، فالمستثمرين الداخليين في الشركة ذوي العلاقات أو المدراء يكونوا على علم بإمكانيات الشركة وظروفها المستقبلية أكثر من بقية المستثمرين الآخرين، حيث يقوم هؤلاء باستغلال هذه المعلومات بطرائق مختلفة من أجل التأثير على قيمة السهم وبالتالي التأثير على سياسة توزيع الأرباح بينما يتم حجب تلك المعلومة على باقي المستثمرين، وبالتالي عدم كفاءة الأسواق المالية. والسبب هو أن عامة المستثمرين لا يمتلكون المعلومات المهمة والأساسية والتي بواسطتها يقومون بصنع قراراتهم الاستثمارية، أو ربما قد يتخذون قرارات غير صحيحة لنقص المعلومات. وهذا التباين في المعلومات يؤدي إلى التأثير على قدرة المستثمرين في صناعة القرار الاستثماري الكفاء.²

¹ Jensen M .Meckling W, **op-cit** ,p:128.

² محمد نور توفيق، العلاقة بين تباين المعلومات وسياسة توزيع الأرباح، مجلة تنمية الرافدين، العدد 111، العراق، ص: 235.

ويعتبر محور الفصل بين الملكية والإدارة له علاقة مباشرة بمسألة تباين المعلومات حيث أنه من غير الممكن أن يقوم حملة الأسهم بشكل مباشر بمراقبة مدى ونوعية وكفاءة الجهود المبذولة من قبل الإدارة من أجل حماية مصالحهم.

الدور الرئيسي للمعلومات في الأسواق المالية هو خدمة المستثمرين والمستفيدين الآخرين، وبذلك فإن المحددات والنتائج المترتبة على نوعية المعلومات هي التي تحدد مدى الاستفادة من هذه المعلومات من قبل المستفيدين سواء كانوا مستثمرين أم مدراء أو قائمين على إعداد القوائم المالية¹.

ومن بين أهم الفوائد الهامة التي يمكن الحصول عليها من المعايير المحاسبية ذات النوعية العالية هو تحسسين السيولة وخفض تكلفة رأس المال، في حين أن تباين المعلومات يؤدي إلى فقدان الشفافية في القوائم المالية².

الإفصاح المعلوماتي للشركة والتقارير المالية من بين أهم المحاور لدى المستثمرين نظراً للأهمية البالغة التي تكتسبها. وذلك باعتبار أنها تتجلى في تحفيز اهتمام المساهم بالأوراق المالية بناء على المعلومات المنشورة في القوائم المالية التي تقدمها الإدارة من أجل بناء توقعات مستقبلية واتخاذ قرار استثماري في الشركة على أسس سليمة³. إضافة إلى أن الإفصاح يعتبر الأداة الفعالة والوسيلة الرئيسية لإيصال نتائج الأعمال للأطراف ذات العلاقة من أجل تدعيم قراراتهم وخاصة تلك التي لها مجال الاستثمار والتمويل نظراً لأهمية المعلومات التي يوفرها⁴.

العلاقة بين الإفصاح والشفافية نتيجة الدور المهم الذي يؤديه الإفصاح، حيث أن الشركات وبفضل الشفافية تتمكن من تنشيط وتفعيل دورها في الحوكمة عن طريق المساعدة على حل المشاكل الواقعة، الشفافية في تقديم المعلومات حول السياسات المتبعة تعتبر بيانات أولية للقيام بمراقبة الشركة،

¹ محمد نور توفيق، مرجع سبق ذكره، ص: 236.

² المرجع نفسه.

³ فاطمة الزهراء رفايكية، مساهمة دقة القياس المحاسبي والإفصاح في جودة المعلومات المالية، المؤتمر الدولي الأول: المحاسبة والمراجعة في ظل بيئة الأعمال الدولية، جامعة المسيلة، الجزائر، 4-5 ديسمبر 2012، ص: 7

⁴ حامد أحمد صالح أبو سمرة، معوقات الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في تقارير الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجيستر، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2009، ص: 43.

تتمثل أهميتها أيضا في تفادي مشكل تباين المعلومات مما يسمح لأصحاب المصالح بالتفاعل مع المعلومات المتوفرة بشكل عادل والمساعدة على اكتشاف الثغرات.¹

يعتبر الإفصاح المحاسبي ركيزة أساسية من ركائز حوكمة الشركات، لأنه يهدف الى تفعيل الشفافية وجودة المعلومات المحاسبية من أجل تجنب الفشل في اتخاذ القرارات وتخفيض حالة عدم التأكد.²

2. مقاييس تباين المعلومات: توجد ثلاثة مقاييس اعتمدت كأساس لقياس تباين المعلومات، حيث استخدمت هذه المقاييس بشكل واسع لقياس تباين المعلومات بين المستثمرين، والتي يتم ذكرها كالاتي:³

1.2. المقياس الأول: (bid ask spread) وهو مقياس شائع لتباين المعلومات ويحتسب من خلال حاصل قسمة (أسعار الطلب على الأسهم مطروحا منها أسعار العرض على الأسهم) على معدل سعر العرض والطلب.

$$bas = \frac{P_D - P_O}{R_{DO}}$$

حيث:

bas : مقياس bid ask spread.

P_D : الأسهم على العرض أسعار

P_O : أسعار العرض على الأسهم.

R_{DO} : معدل سعر العرض والطلب.

¹ لمين تغليبية، مرجع سبق ذكره، ص:32.

² عبد الرزاق شحادة وسمير ابراهيم البرغوتي، ركائز الحوكمة ودورها في ضبط إدارة الأرباح في البيئة المصرفية في ظل الأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009، ص:13.

³ محمد نور توفيق، مرجع سبق ذكره، ص: 236-237.

2.2. المقياس الثاني

ويشير هذا المقياس الى الوسيط اليومي لدوران السهم (mediam daily share turnover)، حيث أن قيمة الأسهم المتداولة يتم قياسها على أنها القيمة السوقية لأسهم الشركات خلال السنة، وتشير الدورة إلى رغبة المستثمرين في تداول الأسهم والتي ترتبط بشكل سلبي بمسألة تباين المعلومات.

3.2. المقياس الثالث

ويعد هذا المقياس أحد المقاييس التي استخدمت في قياس تباين المعلومات عن طريق قياس تقلبات عوائد الأسهم من خلال احتساب الانحراف المعياري للعوائد اليومية للشركة خلال السنة، حيث يهدف هذا المقياس الى تفحص التحركات الحاصلة في أسعار الأسهم من خلال الفجوات المعلوماتية ما بين مدراء الشركة وحملة الأسهم وبقية المستثمرين الآخرين. ووفقا لهذا المقياس فإنه كلما كانت التقلبات الحاصلة في عوائد الأسهم منخفضة دل ذلك على وجود نسبة قليلة من تباين المعلومات والعكس تماما، حيث أنه كلما كانت التقلبات الحاصلة في عوائد الأسهم كبيرة دل ذلك على وجود تباينات وفجوات معلوماتية بين حملة الأسهم والمستثمرين الآخرين.

ويرى كل من لوز و فيراشيا Leuz and Verrecchia بأن المقياس الأول هو المقياس الأكثر ملاءمة وشيوعا لتباين المعلومات، أما المقياس الثاني لتباين المعلومات هو المقياس الأقل شيوعا واستخداما بسبب وجود مجموعة من العوامل التي تؤثر في السهم والتي قد لا تكون مرتبطة بالمعلومات كأعادة موازنة المحفظة المالية وسيولة الأسهم والتغيرات الخاصة بتفضيلات الخطر.

أما فيما يخص المقياس الثالث وهو تقلبات عوائد الأسهم، وهو أيضا أحد المقاييس المستخدمة لقياس درجة تباين المعلومات ولكنه أقل شيوعا من المقياس الأول والثاني لكونه يتأثر بعوامل عديدة قد تكون بعيدة الصلة عن موضوع تباين المعلومات، باعتبار أن عوائد الأسهم معرضة للعديد من التغيرات، وبالرغم من ذلك إلا أن هذا المقياس مازال يستخدم كمقياس لتباين المعلومات.

المطلب الثاني: تباين المعلومات والإشارة

1. علاقة تباين المعلومات بصراع المصالح

الصراع الناتج عن علاقة الوكالة أو كما هو معروف بصراع المصالح يرجع سببه الى طبيعة العلاقات التعاقدية ما بين أصحاب المصالح. ويرجع ذلك الى المعلومة الضد تناظرية التي تخص الوكالة، حالة عدم التأكد والعقلانية المحدودة التي تتميز بها البيئة الداخلية والخارجية للشركة¹.

تكمن صراعات المصالح في طريقة توظيف المعلومة من طرف الوكيل اتجاه الأصيل، وذلك إما بطريقة تناظرية، والتي تكون فيها تحويل ملكية تكلفة الصفقة ايجابية بالنسبة للأصيل، وإما أن تكون بطريقة ضد تناظرية والتي يسعها من خلالها الوكيل للمحافظة على المعلومة الفعالة من أجل السيطرة وتحسين أرباحه أو هدم قدرة الوكيل على اكتساب المعلومة الفعالة وتحويلها للأصيل.

يتضح أنه في كلتا الحالتين أن أساس المعلومة الفعالة هو الذي يميز محور الدراسة لنظرية الوكالة من المنظور الإيجابي التي تبحث عن الكيفية التي يتبعها الأصيل لكي يكشف سبل عزوف الوكيل على تقديمه للمعلومة الفعالة².

مشكل تباين المعلومات يضع الأصيل أمام مشكل سببه عدم كفاءة الوكيل على اكتساب المعلومات الفعالة واخفائه لذلك أو إخفاء الوكيل للمعلومة الفعالة سواء كانت بحوزته أو ليست بحوزته، وهذا من أجل الضغط على الأصيل بطريقة غير مباشرة ويضع نفسه في موضع قوة أي حصوله على أرباح إضافية بالنسبة له والتي قد تكون غير متوقعة من قبل من طرف الأصيل.

القدرة المعرفية الغير الكافية للمعلومة الفعالة بالنسبة للأصيل، يعود أصلها الى حالة عدم التأكد للمعلومة الفعالة والخاصة بكفاءة الوكيل، تذهب بالأصيل الى دراسة طبيعة العقود وطريقة التفاوض مع الوكيل حتى لا تكلفه عملية التعاقد أكثر من الأرباح المسطرة الناتجة من علاقة الوكالة ما بين الأصيل- الوكيل.

¹ هشام صلواتشي، حوكمة المؤسسات: دور علاقة الوكالة في تحسين أداء الشركة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص: إدارة أعمال، جامعة الجزائر 3، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، الجزائر، 2013، ص:79.

² المرجع نفسه.

العديد من العوامل تؤدي الى ما يعرف بالخطر المعنوي الذي يضيف الى الشركة أعباء أخرى، فسيكلف الأطراف المعنية أو مالكي الشركة تكاليف وكالة.

تتشأ تكاليف الوكالة بسبب قيام المالك أو الأصيل بوضع نظام رقابة على تصرفات المسير وقراراته، وبما أن النظرية مبنية على فرضية الرشادة، أي أن كل طرف يسعى لتعظيم منفعته على حساب المنفعة العامة، وأن المسير يملك معلومة أكثر من باقي الأطراف فيما يخص وضعية الشركة، يرى جنسن و ماكلين أن تقييم تصرفات المسير بناء على نظرية الوكالة يتم من خلال وضع نظام رقابة¹.

وتنقسم تكاليف الوكالة الى ثلاثة أقسام متمثلة في الآتي :

1.1. تكاليف المراقبة: وهي تكاليف يتحملها الأصيل، وهذا من أجل الرقابة على سلوك الوكيل مثل تكاليف قياس وملاحظة سلوك الوكيل، تكاليف إنشاء مجلس الإدارة، مجلس الرقابة ومجلس المديرين.²

2.1. تكاليف الالتزام أو المانعة من قبل الوكيل: وهذه التكاليف يتحملها الوكيل من أجل أن يثق به الأصيل³.

3.1. الخسائر المتبقية: وهي تكاليف متصلة بالأصيل والوكيل والتي تنتج من جراء التعارض المستمر بين مصالح المتعاقدين كالاختيار الاستراتيجي غير الأمثل وتدعى هذه التكاليف أيضا بتكاليف الفرصة البديلة، تجدر الإشارة الى أن التكاليف التي تدخل في سبيل التخفيض من تكاليف الفرصة البديلة هي أكبر من التخفيض المتحصل عليه⁴.

2. الأرباح الموزعة كوسيلة لنقل المعلومة (الإشارة)

تسمح الأرباح الموزعة للمساهمين، بالنسبة لشركات المساهمة الكبيرة التي تمتاز بعدم وجود تماثل للمعلومة بين المساهمين والمسيرين، بتحديد الشركات الكفاءة عن تلك الأقل كفاءة، فتوزيعات الأرباح تعتبر أحد أبرز وسائل اتصال الشركة بالسوق، ولقد أثبتت الدراسات أنه في المدى القصير

¹ ياسين العايب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2011، ص: 43.

² بتول محمد نوري وعلي خلف سلمان، حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة، الملتقى الدولي حول الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة المستنصرية، العراق، 2010، ص: 14.

³ رياض زلاسي، إسهامات حوكمة المؤسسات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية، مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012، ص: 172.

⁴ لمين تقيسية، مرجع سبق ذكره، ص: 5.

هناك تماثل كبير في سياسة توزيع الأرباح، أي سياسة توزيع الأرباح منتظمة، بينما على المدى الطويل فهناك تغير كبير يحصل لسياسات توزيع الأرباح¹.

المطلب الثالث: العلاقة بين الحوكمة والمعلومات المالية

1. تأثير الحوكمة على الإفصاح المحاسبي

بعدما تأكد الدور الفعال الذي تؤديه حوكمة الشركات في ترشيد استغلال الطاقات والإمكانات المتاحة. كما يمكن للحوكمة التأثير على الإفصاح المحاسبي من ثلاثة جوانب متمثلة في:

1.1. الاهتمام بالمعلومات غير المالية

المعلومات المالية هي تلك المعلومات باستثناء المعلومات الواردة في القوائم المالية ومختلف الملاحظات المرفقة بها وتتضمن أيضا المعلومات الكمية غير المالية. وبتعبير آخر، فإن المعلومات غير المالية هي كل المعلومات التي تصاغ في شكل صور غير مالية كمية كانت كعدد العمال والحصص السوقية، أو وصفية كالمستوى التنافسي في السوق .

ما يميز هذه المعلومات غير المالية أنها خالية من التحريفات أو التغيرات جراء الإجراءات المحاسبية، إضافة إلى سهولتها وقابلية فهمها. إضافة إلى أنها مصدر له قيمة هائلة باعتبار أن لها دور جد مهم في عديد الميادين.

حصر الإفصاح المحاسبي في البيانات المالية فقط ينتج عنه ضعف كفاءة سوق الأوراق المالية، وما يؤكد على أهمية المعلومات غير المالية التعليمات التي أصدرتها لجنة البورصة الأمريكية حيث تنص أولها على الإفصاح عن المعلومات غير المالية².

2.1. التحول من الإفصاح الاختياري إلى الإفصاح الإجمالي

لقد طرح الفكر المحاسبي مجموعة من الأفكار حول محتوى الإفصاح الاختياري ليشمل المعلومات الاستراتيجية والبيانات غير المالية، إضافة إلى البيانات المالية الإضافية التي تحتوي عليها

¹ وليد زيرام، مرجع سبق ذكره، ص: 91

² عبد الرزاق كريم ونعيمة عبيد، الإفصاح المحاسبي بين متطلبات الانتقال إلى النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة ظل الحوكمة والمعايير المحاسبية الدولية IAS IFRS، ملتقى دولي حول النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة (IAS_IFRS) والمعايير الدولية للمراجعة (IAS) : التحدي، جامعة سعد دحلب. البلدة، الجزائر، 13-14 ديسمبر 2011، ص : 4-5

القوائم المالية، وحتى يمكن توسيع دائرة المعلومات المتاحة لمجموع المستثمرين، ولكن يتم الحد من تباين المعلومات بين الإدارة والمستثمرين وبين المستثمرين في حد ذاتهم، وذلك من طريق اتصال البعض منهم بالإدارة. ومن أجل الوصول إلى السعر المناسب العادل للسهم فإنه يجب الانتقال من الإفصاح الاختياري إلى الإفصاح الإلزامي.

3.1. تدعيم الإفصاح الإلكتروني

يساعد الإفصاح الإلكتروني على نشر المعلومات المالية وغير المالية في الوقت المناسب والمتزامن باستمرار، وللايفصاح الإلكتروني مجموعة من المزايا هي كالآتي:¹

- تخفيض مشكل عدم تماثل المعلومات.
- سهولة الوصول للمعلومات المطلوبة.
- توفير المعلومات في الوقت المناسب.
- تحقيق التغذية العكسية وإمكانية التحديث الفوري.

2. تأثير قواعد الحوكمة على جودة المعلومات

تتحقق أعلى درجات الشفافية الحقيقية للشركات من خلال وجود ركيزتين أساسيتين هما نظام إفصاح قوي وجودة المعلومات. الذي يساعد المساهمين على ممارسة حقوق ممتلكاتهم على أسس مدروسة، وتظهر التجارب أن الإفصاح وجودة المعلومات الواردة في القوائم المالية أداة قوية للتأكد من أن سلوك إدارة الشركات يسير في الاتجاه الصحيح ووفق الخطط والأهداف الموضوعية وكذلك العمل على حماية حقوق المستثمرين والأطراف ذات المصلحة، وعليه فإن نظام الإفصاح الكافي المعلومات في الوقت المناسب يساعد على جذب رؤوس الأموال والحفاظ على الثقة بين المستثمرين وأسواق المال وتكمن أهمية الإفصاح وجودة المعلومات من خلال زيادة حاجة الشركات إلى التمويل عن طريق أسواق المال وبورصات الأسهم والسندات، وغالبا ما تشرف على الأسواق المالية هيئات مهنية أو شبه حكومية تشترط على الشركات المدرجة في هذه الأسواق باتباع إجراءات وقوانين وإرشادات تحدها المهنة، ولزيادة ثقة المستخدمين بالمعلومات المحاسبية في التقارير المالية ينبغي أن تكون هذه

¹ لمين تغليسية، مرجع سبق ذكره، ص: 37

المعلومات ذات أثر جوهري على قرارات مستخدميها وأن تكون ذات منفعة للجميع دون تمييز فئة على الأخرى، وأن تكون قابلة للمقارنة مما يتطلب ثبات في تطبيق السياسات المحاسبية¹.

المبحث الثالث: نظرية الوكالة وحوكمة الشركات

أهمية الحوكمة في معالجة مشكلة الوكالة تبرز من خلال حماية ثروة الملاك وكافة الأطراف ذات العلاقة داخل الشركة من خلال ما تهدف إليه حوكمة الشركات إضافة إلى تعظيم قيمة الشركة على المدى الطويل، وهذا ما ينعكس بالضرورة على جميع الأطراف التي لها علاقة بالشركة بما فيها الإدارة ومن ثم تحقيق التوازن بين أصحاب المصالح المتعارضة وحماية جميع الأطراف من أي استغلال.

المطلب الأول: نظرية الوكالة والعلاقات الأساسية لأطراف الوكالة

1. نظرية الوكالة

تبحث نظرية الوكالة في اقتصاديات وسلوكيات طرفان يوصفان من أهم الأطراف التعاقدية في الشركة، وهما الإدارة وحملة الأسهم، أما دور الإدارة فيتمثل في أنها مفوضة من قبل حملة الأسهم لإدارة الموارد المتاحة للشركة والتفاوض نيابة عنهم مع كل الأطراف المهمة بالشركة، وبالطريقة التي تحقق نواتج ايجابية تفوق كلفة الفرصة البديلة التي كان من الممكن استثمار تلك الموارد فيها.

ونظرا لتوقع حملة الأسهم إساءة الإدارة لاستخدام هذه الموارد، فإن جزء من التوازن بين مصالح جميع الأطراف يتحقق بإبرام عقود مختلفة تتضمن شروط تمنع أو على الأقل تحد من التصرفات الانتهازية من جانب الإدارة والتي تعنى بمصالح حملة الأسهم. أما حملة الأسهم فبوصفهم الطرف الأكثر تحملا لمخاطر القرارات غير الرشيدة للإدارة والتي ينعكس أثرها بشكل أو بآخر على معدل العائد على الاستثمار، ومن ثم القيمة السوقية لأسهم الشركة، وبالتالي فدورهم يتمثل في ملاحظة ومراقبة التزام الإدارة بالشروط التعاقدية معها وتقييم أداء الشركة الدوري للمحافظة على قيمة ممتلكاتهم من الأسهم، ولهذا يستخدمون العديد من الآليات لتحقيق أهداف تلك الرقابة، وقد عرفت هذه الآليات بحوكمة الشركات.²

¹ أحمد مهدي هادي العنزي، مرجع سبق ذكره، ص: 231.

² مؤيد علي الفضل ونزال حربي راضي، العلاقة بين الحاکمية المؤسسية وقيمة الشركة في ضوء نظرية الوكالة، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 12، العدد 4، 2010، ص: 131.

2. العلاقات الأساسية لأطراف الوكالة

تتمثل العلاقات الأساسية لأطراف الوكالة في الآتي:

2.1 علاقة الملاك بمجلس الإدارة

في علاقة الوكالة، يعتبر الملاك الطرف الأصيل ويتمثلون في حملة الأسهم سواء كانوا أفراد أو شركات أو كانوا محليين أو أجانب، ويختلف هؤلاء باختلاف نوعية الأسهم التي يحملونها وعدد الأسهم التي يملكونها، وهذا ما يؤدي بطبيعة الحال إلى ظهور فئة من المساهمين هي التي تكون مسيطرة وتحظى بفرصة ارتباط بنشاطات قد تحسن من مصالحهم الخاصة على حساب باقي المساهمين، إضافة إلى تلك المشاكل التي تتعلق بإجراءات الانتخاب والتصويت داخل المجلس.¹

وقد يظهر مشكل آخر من مشكلة الوكالة للملكية، والمتمثل في الصراع بين المديرين أو كبار المساهمين المسيطرين وبين صغار المساهمين الذين يملكون عدد قليل من الأسهم ولا يدخلون في إدارة الشركة ويعتبرون مساهمين خارجيين وهم يمثلون الأقلية، حيث يقوم كبار المساهمين باستغلال ثروة صغار المساهمين، وتزداد حدة هذه المشكلة خاصة في الشركات العائلية، والتي لها ميزة أن ملكية الإدارة لأسهم الشركة، وتصبح الإدارة فيها وكأنها محصنة.²

إضافة إلى ما سبق من المشاكل، يوجد أيضا ما يعرف بتعارض المصالح بين أطراف علاقة الوكالة بين المستثمر والملاك في الشركات، ويكون هذا التعارض بين الولاء للبنك الذي يعد الشخص عضوا في مجلس إدارته وبين الولاء للشركة التي يكون الشخص ذاته عضوا في مجلسها قد يكون من الأمور التي لا ينبغي تجنبها وخاصة أثناء عمليات إعادة الهيكلة المالية للشركة.³

2.2 علاقة مجلس الإدارة بالإدارة التنفيذية

في هذه الحالة فإن مجلس الإدارة يمثل الطرف الأصيل في علاقة الوكالة بينما الطرف الوكيل في علاقة الوكالة فيتمثل في الإدارة التنفيذية، كما هو معروف فإن المجلس يقوم بتفويض المسؤوليات والأعمال الإدارية في الشركة للأعضاء الفاعلة في الإدارة وعلى وجه الخصوص المدير التنفيذي،

¹ حمزة ضويفي، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

² Shleifer and others, management ownership and market valuation: an empirical analysis, journal of financial economics, 2001, p :293.

³ حمزة ضويفي، مرجع سبق ذكره، ص: 12.

وفي الوقت نفسه محاسب عليها من طرف الملاك باعتبار أنه وكيلاً عليهم، فالتعارض الأول للمصالح الموجود بين أعضاء الإدارة حيث أن المدير التنفيذي يكون تحت مستوى مجلس الإدارة ويوجد تحت المدير التنفيذي مجموعة من المديرين، والمتمثلين في كل من رؤساء الأقسام أو الدوائر وهذا المستوى بالذات التي تكثر فيه تعارض المصالح من أجل التسابق على المراكز الوظيفية، وأهم قضية يمكن طرحها هنا هي فيما يخص الحوافز والمكافآت التي تدفع لأعضاء الإدارة.¹

3.2 علاقة الإدارة بالأطراف ذات العلاقة

جميع الشركات تتعامل مع أصحاب المصالح كي يقدموا لها سلسلة من المدخلات الأساسية (سلع، خدمات) في شكل عمالة وتوريدات وفق أسس متوقعة، ومن بين هذه الأطراف يتم ذكر الموالي:²

1.3.2 الدائنون

يرتبط الدائنون بالشركة عن طريق عقود التمويل التي تبرمها الإدارة مع الدائنين والجدير بالذكر أن المديرين ومجلس الإدارة يتصرفون على أنهم وكلاء عن الملاك في هذه العملية، وثمة تعارض محتمل في المصالح بين الدائنين والملاك يشبه تعارض الملاك فيما بينهم عند إبرام تلك العقود، وهذا التعارض طالما أترف به وأعلن عن طريق الضمانات الايجابية والسلبية التي يتضمنها اتفاق القرض، وربما نصت شروط القرض بتحول الدائنين إلى ملاك جدد في الشركة.³

ينشأ هذا التعارض بين الملاك والدائنين لعدة أسباب أهمها:

- تحول الملاك من استخدام أموال الدائنين في مشروعات أكثر مخاطرة غير المنطق عليها مما يترتب عليه زيادة في القيمة السوقية للملكية وانخفاضها للديون.
- حصول الملاك على قروض جديدة إضافية، مما يؤدي إلى زيادة احتمال الإفلاس وتقليل القيمة السوقية للديون القديمة وزيادة القيمة السوقية للملكية.

¹ عنان بن حيدر بن درويش، حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، اتحاد المصارف العربية، مصر، 2007، ص: 65.

² حمزة ضويفي، مرجع سبق ذكره، 2015، ص ص: 14-15.

³ عنان بن حيدر بن درويش، مرجع سبق ذكره، ص: 76.

- يتوقع أن يطلب الدائنون عائداً أكبر وذلك لأنهم سيأخذون في الحسبان المخاطر السابقة، وذلك قبل عقد القرض أو يضعون قيود في عقود الدين التي تحد من تصرفات الملاك، إذ لم يتوفر ذلك في بداية الأمر فإنهم سوف يمتنعون عن التعامل مع الشركة مستقبلاً، وهذا سيؤثر سلباً على القيمة السوقية لأسهم الشركة أي يؤثر على ثروة الملاك.

2.3.2 الموظفون

وهم يمثلون الطرف الوكيل في علاقة الوكالة من خلال تفويض الأعمال إليهم من طرف الملاك، حيث يتصرف الموظفون على أنهم وكلاء للملاك في الأعمال، أوجه التعارض تكمن في تكلفة التشغيل، حيث يسعى الملاك إلى تخفيض مرتباتهم من أجل تعظيم الأرباح، ومطالبتهم بزيادة الجهد من جهة أخرى.

3.3.2 الموردون والعملاء

أوجه التعارض يكمن في العلاقة بين هذه الأطراف والادارة، فإدارة الشركة تسعى إلى إبقاء إمداد هذه الأطراف بالسلع والخدمات من جهة وبتخفيض تكلفة الحصول عليها من أجل زيادة أرباحها من جهة أخرى.

ولقد أثبتت الدراسات أن الشركات التي تتعامل مع مورديها بهذا النوع من المعاملة أي على أساس التكلفة وبطريقة انتهازية والاخلال بالعقود، فهذا سيؤثر عليها مستقبلاً ويمس بسمعتها باعتبار أنها شريك غير أمين لا يعتمد عليه.

فكرة أن هدف تحقيق الأرباح يتعارض مع رعاية شؤون أصحاب المصالح هي فكرة خاطئة، حيث أكدت تجارب كبرى الشركات أن العمل بوضوح وشفافية ومسؤولية فهذا سيقوم بإعطاء سمعة جيدة للشركة وبالتالي جذب المستثمرين لديها، ويعطيها ميزة تنافسية.

المطلب الثاني: أهمية الحوكمة في تخفيض مشكلة تضارب المصالح

أهمية الحوكمة في تخفيض مشكلة تضارب المصالح بين الادارة والمالكين، وبقية أصحاب المصالح في الشركة تكمن في الاعتراف بحقوق أصحاب المصالح التي وضعها القانون والاتفاقيات، إضافة إلى تشجيع التعاون الفعال بين الشركة وأصحاب المصالح في تعظيم ثروة الشركة، وذلك

بتزويدهم بمعلومات دقيقة وكافية وتمكينهم من التمثيل في مجلس الإدارة ابداء آرائهم وتضمن لهم من استفادتهم في حالة انتهاك حقوقهم من تعويض فعال.¹

ولتجنب تضارب المصالح كأحد المبادئ الأساسية للحوكمة، وذلك لحماية مصالح الأطراف ذات العلاقة مع الشركة. حيث وضعت قواعد عديدة يمكن تناولها في النقاط التالية:²

- ينبغي استكمال إطار الحوكمة بمنهج فعال يتناول ويشجع على تقديم التحليلات أو المشورة عن طريق المحللين والسامسة ووكالات التقييم والتصنيف وغيرها والمتعلقة بالقرارات التي يتخذها المستثمرون بعيدا عن أي تعارض هام في المصلحة قد يؤدي إلى الأضرار بنزاهة ما يقومون به من تحليل أو ما يقدمونه من مشورة .

- فضلا عن طلب مراجعين مستقلين أكفاء، وتسهيل إيصال المعلومات في الوقت المناسب، فإن عددا من الدول قد اتخذت خطوات لضمان نزاهة هذه المهن ونواحي النشاط التي تستعمل كموص للتحليل والنصائح إلى السوق، وهذه الوسائط إذا ما كانت تتعامل بحرية بعيدا عن التناقضات مع النزاهة فإنها يمكن أن تؤدي دورا هاما في توفير حوافز للشركات ومجالس إدارتها لاتباع ممارسات جيدة للحوكمة.

- ومع ذلك فقد أثار القلق فيما يخص ما ظهر من دلائل على أن تضارب المصالح غالبا ما ينشأ، وقد يؤثر في الرأي وطريقة الحكم على الأمور، وبطبيعة الحال فإن هذا الأمر هو نفسه في حالة ما إذا كان من يقدم المشورة يسعى أيضا إلى تقديم خدمات أخرى للشركة المعنية أو في حالة ما إذا كانت له مصلحة مباشرة مع الشركة، مادية مثلا. وهذا الاهتمام يحدد بعدا شديد الصلة بين الإفصاح والشفافية التي تستهدف المعايير المهنية لمحلي سوق الأوراق المالية ووكالات التصنيف العالمية وبنوك الاستثمارات وغيرها.

- الحل الأفضل في بعض التجارب هو طلب الإفصاح التام عن التضارب الذي يحدث في المصالح والكيفية التي تختارها الشركة للتعامل معه، أما ما هو مهم فهو الإفصاح عن الكيفية التي تضع فيها الشركة هيكل الحوافز للعاملين بها حتي تلغي احتمالات التضارب في المصالح.

¹ حمزة ضويفي، مرجع سبق ذكره، 2015، ص:16.

² بتول محمد نوري وعلي خلف سلمان، حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة، الملتقى الدولي حول الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، الجامعة المستنصرية، العراق، ص:21.

تسعى حوكمة الشركات في معالجة مشكلة الوكالة، فهي تبحث ضمناً على إيجاد التوجهات الملائمة من أجل مراعاة مختلف مصالح أطراف الوكالة، ومنه فكل فاعل محسوب ضمن حلقة الوكالة يسعى إلى تحقيق أهداف عقود الوكالة مع تحقيقه لمصلحته الخاصة المتوقعة وذلك بتوظيف كفاءته من أجل التوفيق والتقريب بين البعد الاستراتيجي والبعد المالي في بلوغ خلق القيمة وبلوغ مستوى أداء فعال بمختلف مستوياته سواء تعلق الأمر بالأداء الاجتماعي أو الأداء المالي أو الأداء السوقي أو الأداء المادي وذلك في خضم مستويات القرارات السياسية أو الاستراتيجية أو التكتيكية أو العملية¹.

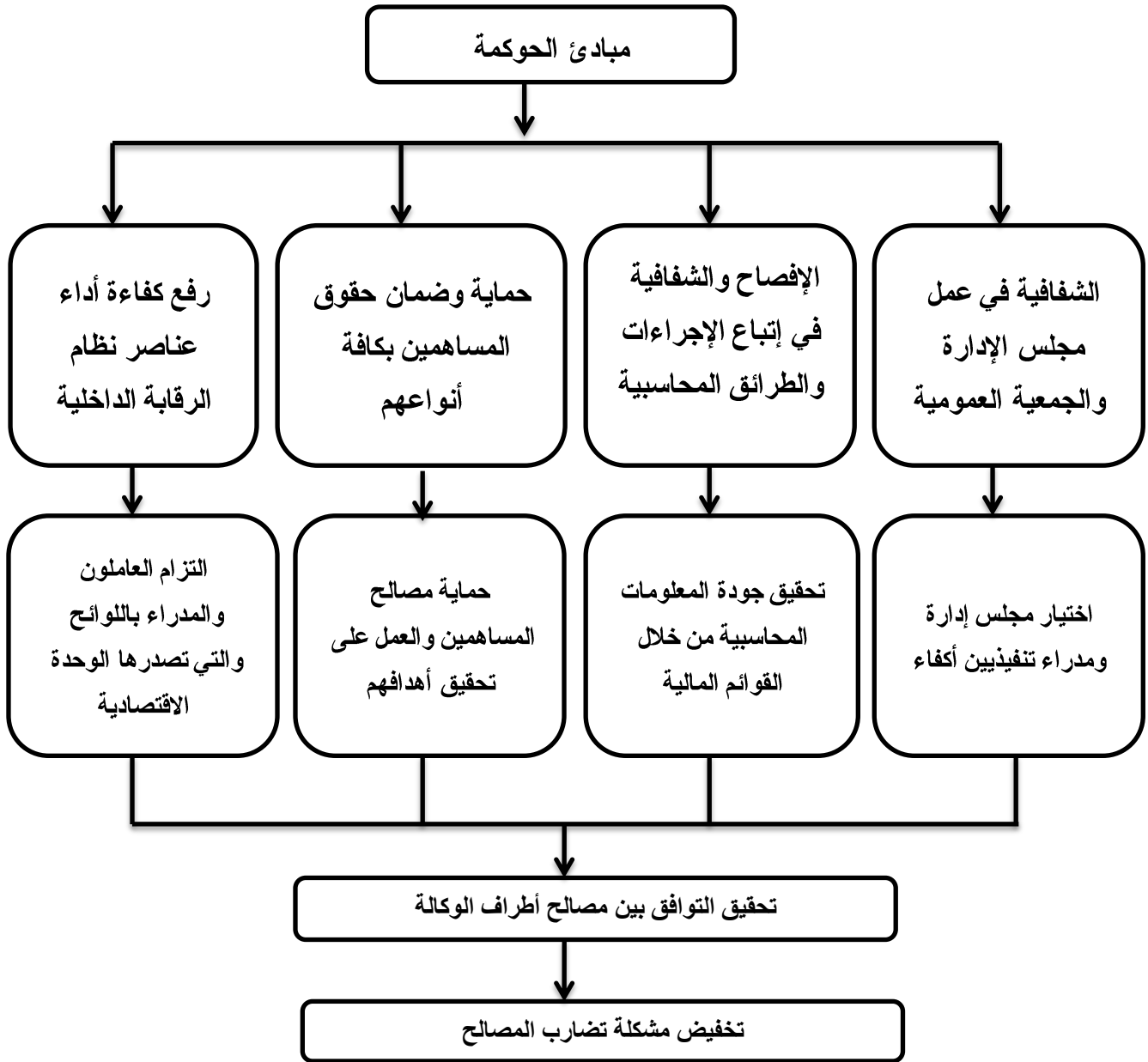
ومن خلال ما سبق يمكن استنتاج أن أهمية حوكمة الشركات في تخفيض مشكلة تضارب المصالح يعمل على استغلال الكفاءات الإدارية وذلك بترجيح الكفة لصالح معارف وتجربة المسيرين على الأسلوب الانتهازي الذي يمكن أن يميز سلوكهم².

والشكل الموالي يوضح دور الحوكمة في تخفيض مشكلة تضارب المصالح.

¹ هشام صلواتي، مرجع سبق ذكره، 2013، ص: 139.

² PRAHALD et CONNER.K, **A resource – based theory of the firm**, knowledge versus opportunism, organization science, vol 7, N 5, 1996, pp:477 – 501.

الشكل رقم (03) : دور الحوكمة في تخفيض مشكلة تضارب المصالح



المصدر: هشام صلواتشي، مرجع سبق ذكره، ص: 138.

المطلب الثالث: نظرية الوكالة وتوزيعات الأرباح

تلجأ الشركات إلى احتجاز الأرباح بغية تخفيض احتمال وقوع عدم وجود مصادر لتمويل الاستثمارات المستقبلية، إضافة إلى تخفيض أو تجنب الوقوع في العسر المالي المرتبط باحتمال وجود نتائج استغلال في المستقبل. وعلى وجه الخصوص الشركات التي تحتفظ بمبالغ كبيرة، من أجل انفاقها على عمليات البحث والتطوير من جهة ومن جهة أخرى لتوفير سيولة للاستثمارات المحتملة،

وباحتجاز الأرباح تتجنب الشركات تحمل تكاليف الذهاب إلى مصادر توريد خارجية. ولكن إذا امتلك المساهمون حقوقاً أكبر فإنهم يستخدمون قوتهم للتأثير في سياسة توزيع الأرباح كونهم -وفق نظرية الوكالة- يفضلون خيار توزيع الأرباح أكثر من خيار احتجاز الأرباح، خاصة في الأسواق الناشئة، وكلما انخفضت درجة حماية المساهمين سمح ذلك للإدارة باستخدام مهاراتهم في السيطرة على الشركة، واستخدامها لتحقيق الشهرة، من خلال الإعلان عن توزيع الأرباح على المساهمين الذين يظنون أنها نتيجة الجهد المثالي للإدارة.¹

1. سياسة توزيع الأرباح من منظور تكلفة الوكالة

في حالة إصدار أسهم جديدة في الوقت الذي يتم فيه دفع توزيعات بالرغم من وجود تكاليف للمعاملات إلى ممارسة الرقابة، والفحص حول أسباب هذا الإجراء الذي قد يكون هدفه السيطرة أو تشتيت الملكية، لأنه إذا كانت الحجة هي إيصال المعلومة فقد تكون تكلفة الصفقات أكبر من تكلفة إيصال المعلومة، أي مدى صحة هذا القرار من وجهة العلاقة بين المساهمين والمسيرين، أما من ناحية العلاقة بين المساهمين والدائنين، ففي حالة دفع توزيعات والشركة في حالة صعوبات مالية، يخشى الدائنون ضياع حقوقهم مما يؤدي في الأخير إلى تحمل تكاليف الرقابة، ومن ثمة انخفاض قيمة الشركة.²

توصل كالاي Kalay 1982 في دراسته لسياسة توزيع الأرباح ونظرية الوكالة إلى أن دفع التوزيعات في حالة العسر المالي يؤدي إلى تحويل الثروة من الدائنين إلى المساهمين.³

في حين توصل لويلين Lewellen 1981 إلى أن معدل التوزيعات يرتبط إيجابياً مع علاوة المسيرين وأجورهم السنوية، والتي لها أثر سلبي على قيمة الشركة.⁴

2. دور الأرباح الموزعة في نظرية الوكالة

من بين من تناول الموضوع الذي يتعلق بسياسة توزيع الأرباح ونظرية الوكالة هو جنسن وماكلين Jensen et Mackling سنة 1976 ومايرز Mayrs سنة 1977، إضافة إلى جنسن سنة 1986،

¹ نضال عمر زلوم واسحق محمود الشعار، مرجع سبق ذكره، ص: 35.

² علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص: 89.

³ BELLALAH Mondher, *finance moderne d'entreprise*, 2^{ème} édition, Economica, paris, 2003.

⁴ BELLALAH Mondher, *réflexion sur la politique optimale de dividende en présence de couts d'agence d'information*, cahier de recherche n200009, université paris, p :15.

حيث اتفق هؤلاء على أن سياسة توزيع الأرباح تساهم بشكل كبير في التخفيف من حدة الخلاف الناتج عن تضارب المصالح المتعلقة بكل من الإدارة وحملة الأسهم وكذا حملة السندات و حملة الأسهم على التوالي.¹

¹ علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص:89.

خلاصة الفصل الثاني

لقد تم تناول في هذا الفصل حوكمة الشركات وعلاقتها بسياسة توزيع الأرباح، بحيث تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، حيث تبين أن لحوكمة الشركات دور كبير ومهم في سياسة توزيع الأرباح وذلك من خلال مجموعة المبادئ التي جاءت بها والآليات التي تقوم عليها. ففي ما يخص التباين في المعلومات الحاصل بين المستثمرين الداخليين والخارجيين أو بين المدراء والمساهمين، الذي يؤدي إلى اتخاذ قرارات ربما في بعض الأحيان خاطئة وتخدم طرف من بين الأطراف ذات المصالح داخل الشركة على حساب الطرف الآخر، فهنا يبرز دور حوكمة الشركات بحيث تقوم هذه الأخيرة بالتقليل من هذا التباين في المعلومات من خلال مبدأ الإفصاح والشفافية الذي ينص على إفصاح جميع المعلومات سواء المالية أو غير المالية، في الوقت المناسب ولجميع الأطراف وبشفافية، إضافة إلى إلزامية الإفصاح وتدعيم الإفصاح الإلكتروني.

أما فيما يخص الوكالة والتي تنتج عنها مشاكل وتضارب في المصالح سواء بين الإدارة والمساهمين أو بين الإدارة والأطراف ذات العلاقة أو بين الإدارة والإدارة التنفيذية، فحوكمة الشركات تقوم بتخفيض مشكلة تضارب المصالح من خلال العدالة والمساواة بين الأطراف ذات المصالح، وتحديد المسؤوليات بدقة، ووضع نظام رقابة جيد، وحق التصويت والانتخاب، والمحافظة على حقوق جميع المساهمين، أي بعبارة أخرى حماية ثروة الملاك وكافة الأطراف ذات العلاقة.

الفصل الثالث:

دراسة عينة من

شركات المساهمة

لولاية الجزائر

الفصل الثالث: دراسة عينة من شركات المساهمة لولاية الجزائر

سيتم تخصيص هذا الفصل لدراسة تطبيقية لعينة من شركات المساهمة لولاية الجزائر من أجل الإجابة على الأسئلة المطروحة واختبار صحة الفرضيات من عدمها، وذلك من خلال إعداد استمارة استبيان.

وبغرض اتمام هذه الدراسة الميدانية تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

حيث يوضح المبحث الأول طبيعة ومنهجية الدراسة بالإضافة إلى تحليل البيانات العامة والشخصية لأفراد العينة المدروسة.

أما المبحث الثاني فيخصص لدراسة ثبات الاستبيان وصدقه، وكذا الاتساق الداخلي لفقرات الاستبيان وتوضيح نتائج اجابات أفراد العينة.

أما المبحث الثالث فيحلل نتائج محاور الدراسة كما يختبر فرضيات الدراسة.

المبحث الأول: منهجية الدراسة وتحليل المعلومات العامة

سيتم في هذا المبحث وصف للمنهج المتبع في الدراسة الميدانية وكذا الجوانب المحيطة بإعداد الاستبيان، تسليمه للشركات واستلامه وتحليل البيانات الواردة فيه احصائيا من خلال القيام بمجموعة من الاختبارات.

المطلب الأول: طبيعة الدراسة

للقيام بأي دراسة علمية أكاديمية يجب اتباع منهج معين في سبيل الحصول على البيانات المراد الوصول إليها في الدراسة، ويجب أيضا تحديد متغيرات الدراسة بشكل واضح ودقيق، وهذا للاستفادة من البيانات المتحصل عليها بطريقة صحيحة.

1. منهجية الدراسة

بغرض تحقيق الأهداف المرجوة من الدراسة تم اتباع المنهج الوصفي التحليلي لأنه يتميز بتناوله لأحداث وممارسات موجودة ومتاحة للدراسة دون تدخل الباحث في مجرياتها، مما يمكن هذا الأخير من التفاعل مع هذه الأحداث. واتباع هذا المنهج جاء من أجل التعرف على تأثير حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح.

2. بيانات الدراسة

تم الحصول على بيانات الدراسة من مصدرين:

الاعتماد على المصادر الثانوية المتمثلة في مختلف المراجع من كتب، مجلات، ملتقيات علمية وطنية ودولية ودوريات ودراسات سابقة في الموضوع لتكوين فكرة أولية على الموضوع وصياغة محاور الاستبيان.

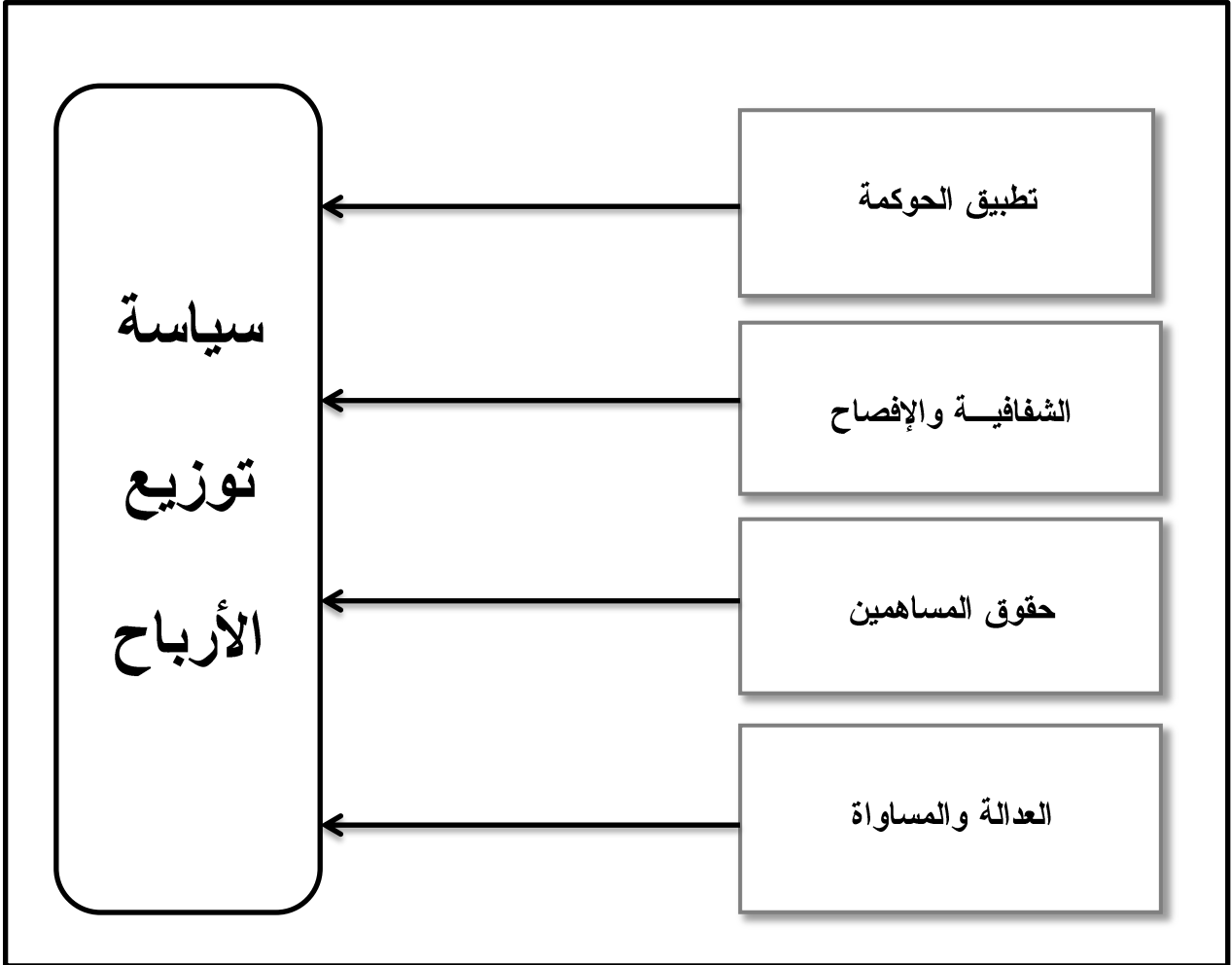
كما تم الاعتماد على المصدر الأولي المتمثل في البيانات والمعلومات المتوفرة في الاستبيان بعد استلامه من الشركات موضوع الدراسة والقيام بتحليلها وتفسيرها احصائيا بالاعتماد على برنامج

. SPSS

3. متغيرات الدراسة

يمكن تلخيص متغيرات الدراسة في الشكل الآتي:

الشكل رقم 04: متغيرات الدراسة



4. حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة في التالي:

الحدود الزمانية: تم إعداد الدراسة على عينة من شركات المساهمة لولاية الجزائر في الفترة الممتدة من أوت إلى بداية ديسمبر من سنة 2015.

الحدود المكانية: الدراسة تمت على مستوى مقر المديرية العامة لكل شركة من الشركات المعنية وهذا بغية الوصول إلى المسؤولين والمديرين التنفيذيين للشركات للإجابة على فقرات الاستبيان.

الحدود البشرية: نتيجة الدراسة الميدانية تعتمد على اجابات أفراد العينة وترتبط بها ارتباطا وثيقا ولا يمكن تعميمها على الشركات الأخرى.

المطلب الثاني: مجتمع وأداة الدراسة

تم إعداد استمارة استبيان وتوزيعها على شركات المساهمة لولاية الجزائر بهدف الحصول على معلومات تفيد في دراسة الموضوع والإجابة على الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية المطروحة.

1. مجتمع الدراسة

تم حصر الشركات المراد دراستها في شركات المساهمة لولاية الجزائر وهذا لتحقيق التجانس بين أفراد المجتمع المدروس وحصر حجم العينة. يتمثل مجتمع الدراسة في مسؤولي شركات المساهمة لولاية الجزائر من أعضاء مجلس الإدارة، مديرين تنفيذيين ورؤساء دوائر إلى المسؤولين في المجال المالي والمحاسبي.

2. عينة الدراسة

تم توزيع 50 استبيان على مسؤولي الشركات ومديريها، وتم استرداد 47 استبيان وبعد الاطلاع عليها وفحصها تبين أن 41 استبيان فقط صالح لإجراء الدراسة.

الجدول رقم (01) أدناه يلخص عينة الدراسة.

الجدول رقم (01): عينة الدراسة

الاستبيان		البيان
النسبة المئوية	العدد	
100 %	50	عدد الاستبيانات الموزعة
94 %	47	عدد الاستبيانات المستردة
82 %	41	عدد الاستبيانات الصالحة

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج الاستبيان.

3. أداة الدراسة

تم إعداد الاستبيان¹ وتقسيمه كالاتي:

الجزء الأول: يتكون من البيانات العامة والشخصية لأفراد العينة ويتكون من 5 فقرات.

الجزء الثاني: يخص موضوع الدراسة والمتمثل في تأثير حوكمة الشركات على سياسة توزيع أرباح شركات المساهمة الجزائرية ويتكون من أربع محاور حيث:

المحور الأول: يناقش تطبيق الحوكمة في تسيير إدارة أرباح الشركة.

المحور الثاني: يناقش تطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح في توزيع الأرباح.

المحور الثالث: يناقش مدى التزام الشركة بحقوق المساهمين والمعاملة المتكافئة لهم.

المحور الرابع: يناقش مبدأ العدالة والمساواة فيما يخص الحصول على المعلومة.

تم إعداد أسئلة الاستبيان بناء على مقياس ليكارت الخماسي Likert scale والموضح في الجدول رقم 02 أدناه.

جدول رقم (02) مستويات مقياس ليكارت

المستوى	موافق تماما	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق تماما
الوزن	5	4	3	2	1

المصدر: محمود مهدي البياتي، دلال القاضي، منهجية أساليب البحث العلمي وتحليل البيانات باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS، دار الحامد، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص: 113.

المطلب الثالث: تحليل البيانات الشخصية

يتم في هذا المطلب تحليل البيانات الشخصية للعينة والمتمثلة في المستوى الوظيفي، الدرجة العلمية، التخصص، العمر، عدد سنوات الخبرة وتمثيلها بيانيا وذلك لتوضيحها بصورة أفضل.

¹ أنظر الملحق رقم 01: الاستبيان باللغة العربية، والملحق رقم 02: الاستبيان باللغة الفرنسية.

1. الوظيفة

يبين الجدول رقم (03) توزيع أفراد العينة حسب متغير الوظيفة

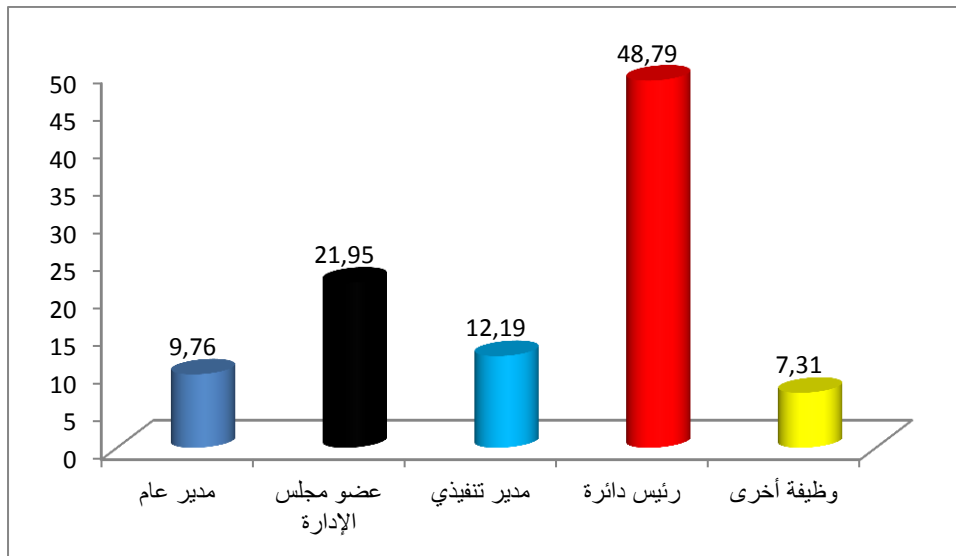
جدول رقم (03): توزيع العينة المدروسة حسب متغير الوظيفة

الوظيفة	التكرار	النسبة المئوية
مدير عام	4	9.76%
عضو مجلس الإدارة	9	21.95%
مدير تنفيذي	5	12.19%
رئيس دائرة	20	48.79%
وظيفة أخرى	3	7.31%
المجموع	41	100%

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج برنامج SPSS.

والشكل الموالي يوضح أكثر توزيع أفراد العينة حسب متغير الوظيفة.

الشكل رقم (05): توزيع أفراد العينة المدروسة حسب متغير الوظيفة



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الجدول رقم 03.

يلاحظ من خلال الجدول السابق أن النسبة الأكبر في أفراد العينة هي لمنصب رئيس دائرة

بنسبة 48.9%، تليها نسبة 21.95% والتي تخص وظيفة عضو مجلس الإدارة، ثم نسبة 12.19%

للمدراء التنفيذيين، ثم نسبة 9.76% للمدراء العامين وأخيرا نسبة 7.31% تمثل نسبة الوظائف الأخرى للعينة مما يعزز من صحة النتائج المتحصل عليها نظرا لمشاركة أغلبية المسؤولين والمديرين داخل الشركات في الإجابة على الاستبيان.

2. الدرجة العلمية

يبين الجدول الموالي الدرجة العلمية لأفراد العينة المدروسة.

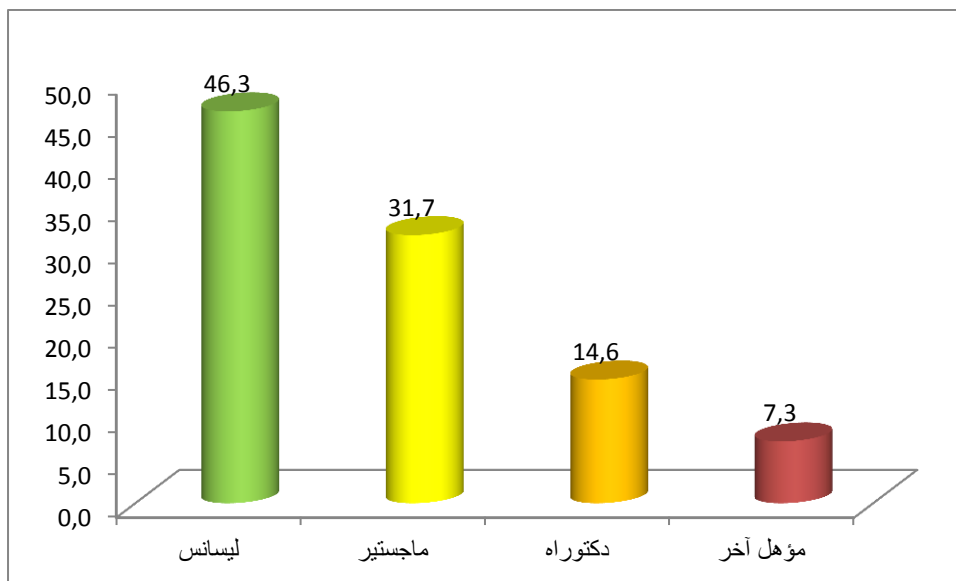
الجدول رقم (04): توزيع أفراد العينة المدروسة حسب متغير الدرجة العلمية

الدرجة العلمية	التكرار	النسبة المئوية
ليسانس	19	46,3%
ماجستير	13	31,7%
دكتوراه	6	14,6%
مؤهل آخر	3	7,3%
المجموع	41	100%

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج برنامج SPSS.

والشكل الموالي يوضح توزيع أفراد العينة المدروسة حسب متغير الدرجة العلمية.

الشكل رقم (06): توزيع أفراد العينة المدروسة حسب متغير الدرجة العلمية



المصدر: من إعداد الطالب بناء على الجدول رقم 04.

يتبين من خلال الجدول السابق أن أغلبية أفراد العينة يحوزون على شهادة الليسانس وذلك بنسبة 46.3% مما يبين المستوى العلمي الجامعي لأفراد العينة، ثم نسبة 31.7% يمتلكون شهادة الماجستير، ونسبة 14.6% دكتوراه، وهذا ما يدل على أن أفراد العينة المدروسة غالبيتهم متحصلين على الدراسات العليا، وفي الأخير نسبة 7.3% يحوزون على مؤهلات أخرى.

3. التخصص

يبين الجدول رقم (05): توزيع أفراد العينة حسب متغير التخصص العلمي.

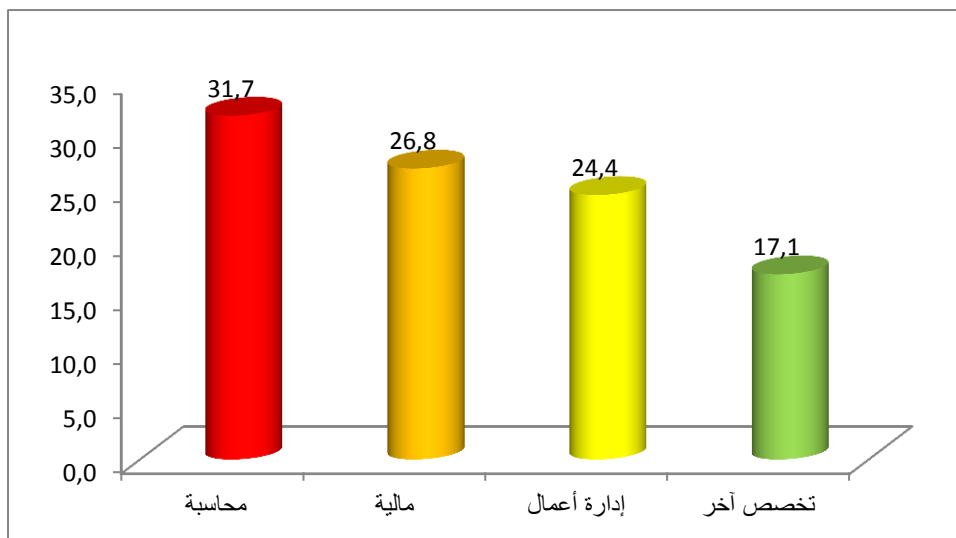
الجدول رقم (05): توزيع أفراد العينة حسب متغير التخصص العلمي

النسبة المئوية	التكرار	التخصص العلمي
31.7 %	13	محاسبة
26.8 %	11	مالية
24.4 %	10	إدارة أعمال
17.1 %	7	تخصص آخر
100 %	41	المجموع

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج برنامج SPSS.

كما يمكن توضيح الجدول السابق بصورة أفضل من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (07): توزيع العينة المدروسة حسب متغير التخصص العلمي



المصدر: من إعداد الطالب بناء على الجدول رقم 05.

من خلال الجدول السابق يتضح أن نسبة 31.7% من أفراد العينة تخصصهم محاسبة، وأن 26.8% من الأفراد تخصصهم مالية، بينما تخصص إدارة الأعمال بنسبة 24.4%، تليها نسبة 17.3% للتخصصات الأخرى. أما في حالة التحليل العلمي البحت لهذه النسب فإنه يتبين أن تخصصي المحاسبة والمالية قريبان كثيرا من بعضهما البعض، ففي حالة جمع نسب التخصصين تصبح النسبة الأكبر والتي تساوي 58.5% مما يؤكد قرب تخصص المسؤولين من تخصص الدراسة.

4. العمر

يبين الجدول رقم (06): توزيع أفراد العينة حسب متغير العمر.

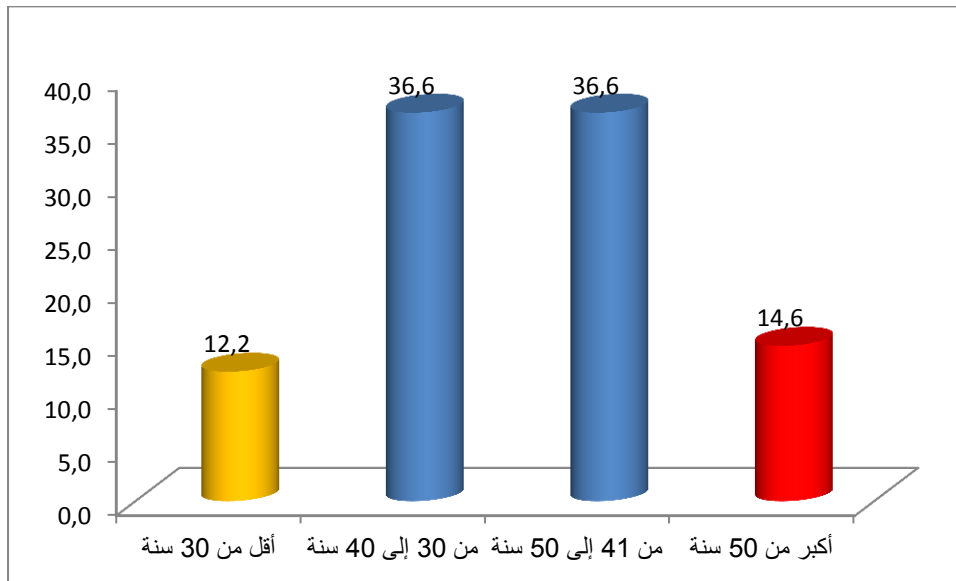
جدول رقم (06): توزيع العينة المدروسة حسب متغير العمر

العمر	التكرار	النسبة المئوية
أقل من 30 سنة	5	12.2%
من 30 إلى 40 سنة	15	36.6%
من 41 إلى 50 سنة	15	36.6%
أكبر من 50 سنة	6	14.6%
المجموع	41	100%

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج برنامج SPSS.

ويمكن توضيح الجدول السابق بصورة أفضل من خلال الشكل رقم (08) أدناه.

الشكل رقم (08): توزيع العينة المدروسة حسب متغير العمر



المصدر: من إعداد الطالب بناء على الجدول رقم 06.

من خلال الجدول السابق يتبين أن نسبة 36.6 % من أفراد العينة يتراوح عمرهم بين 41 و 50 سنة وهي نسبة متساوية مع من يتراوح عمرهم من 30 إلى 40 سنة، هذا ما يدل على أن غالبية أفراد العينة من الفئة المتوسطة، كذلك 14.6 % من الأفراد يبلغ سنهم فوق 50 سنة، وأخيرا ما نسبته 12.2 % أقل من 30 سنة.

5. عدد سنوات الخبرة

يبين الجدول رقم (07): توزيع أفراد العينة حسب متغير عدد سنوات الخبرة.

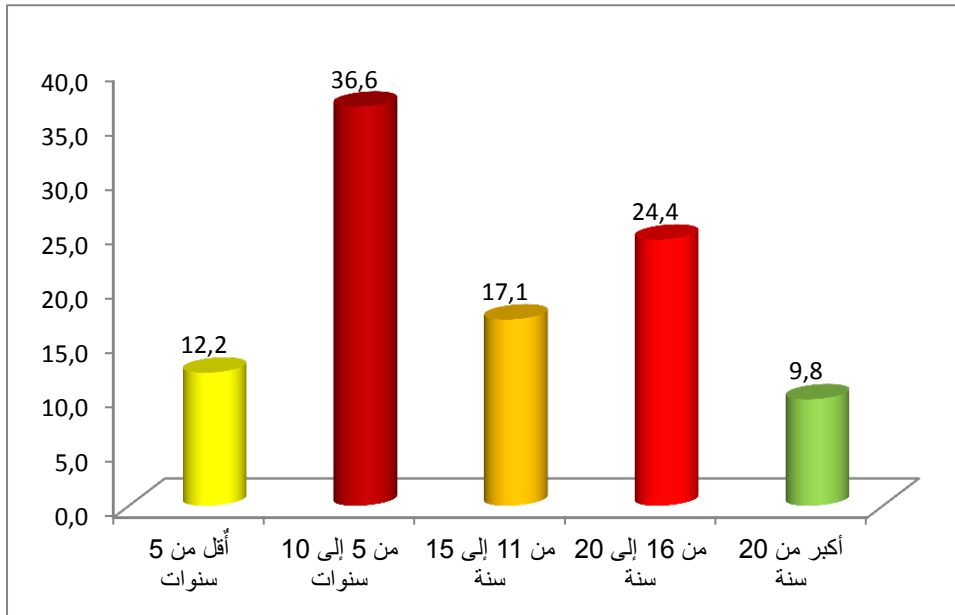
جدول رقم (07): توزيع العينة المدروسة حسب متغير عدد سنوات الخبرة

عدد سنوات الخبرة	التكرار	النسبة المئوية
أقل من 5 سنوات	5	12.2%
من 5 إلى 10 سنوات	15	36.6%
من 11 إلى 15 سنة	7	17.1%
من 16 إلى 20 سنة	10	24.4%
أكبر من 20 سنة	4	9.8%
المجموع	41	100%

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج برنامج SPSS.

كما يمكن توضيح الجدول السابق بصورة أفضل من خلال الشكل رقم 09 أدناه.

الشكل رقم 09: توزيع العينة المدروسة حسب متغير عدد سنوات الخبرة



المصدر: من إعداد الطالب بناء على الجدول رقم 07.

من خلال الجدول السابق يتبين أن ما نسبته 36.6% من أفراد العينة المدروسة يمتلكون خبرة ما بين 5 و 10 سنوات، وما نسبته 24.4% لهم خبرة ما بين 16 و 20 سنة، إضافة إلى 9.8% ذوي خبرة أكبر من 20 سنة وهذا ما يدل على الخبرة الكبيرة التي يتمتع بها المسؤولين والمديرين وهذا ما يؤكد ويزيد من صحة الإجابات وصدقها وإمكانية الاعتماد عليها بصفة كبيرة في الإجابة على الأسئلة المطروحة، كذلك نسبة 12.2% من أفراد العينة أيضا يتمتعون بخبرة أقل من 5 سنوات.

المبحث الثاني: اختبار الاستبيان وتحليل نتائج العينة

يتم في هذا المبحث اختبار صحة وصدق الاستبيان للتأكد من أنه صادق لما وضع لقياسه عن طريق إجراء اختبارات احصائية بالاعتماد على برنامج SPSS، ثم تحليل نتائج العينة عن طريق تحليل اجابات أفراد العينة في كل محور من محاور الاستبيان.

المطلب الأول: اختبار الاستبيان

يتم في هذا المطلب اختبار صدق الاستبيان عن طريق اختبار صدق الأداة واختبار صدق الاتساق الداخلي لفقرات الاستبيان.

1. اختبار صدق الاستبيان

تم التأكد من صدق فقرات الاستبيان بطريقتين هما:

1.1 صدق الأداة

تم ذلك بإعداد استمارة استبيان أولية وعرضها على الأستاذ المشرف لتصحيحها، ثم تم القيام بالتعديلات اللازمة التي أشار إليها الأستاذ المشرف ومن ثم عرضها على مجموعة من المحكمين والمتمثلين في مجموعة من الأساتذة المحاضرين وأساتذة التعليم العالي بالمدرسة العليا للتجارة للذين قاموا ببعض التصحيحات والتوجيهات، وبعدها تم التعديل النهائي للاستبيان وإعداده في صورته النهائية والتي وزعت على الشركات موضوع الدراسة. والجدول الموالي يوضح مجموعة الأساتذة التي قامت بتحكيم الاستبيان والمتمثلة في الآتي:

الجدول رقم (08): الأساتذة المحكمين للاستبيان

الرقم	الإسم والقب	المسمى الوظيفي
01	محمد براق	أستاذ دكتور
02	عبد القادر بريش	أستاذ دكتور
03	الطاهر لطرش	أستاذ دكتور
04	ابراهيم صبيعات	أستاذ مساعد
05	لمين تغليسية	أستاذ مساعد

2.1. صدق الاتساق الداخلي لفقرات الاستبيان

يعني الاتساق الداخلي قوة ارتباط فقرات الاستبيان مع المحور الذي تنتمي إليه، ويتم هذا الاختبار بحساب معامل ارتباط سبيرمان Spearman لكل فقرة من فقرات الاستبيان مع المتوسط الكلي للمحور الذي تنتمي إليه الفقرة.

1.2.1. اختبار صدق الاتساق الداخلي لفقرات المحور الأول

يبين الجدول رقم (09) أدناه معامل ارتباط سبيرمان لكل فقرة من فقرات المحور الأول: تطبيق الحوكمة في تسيير إدارة أرباح الشركة مع المتوسط الكلي للمحور.

الجدول رقم (09): الاتساق الداخلي لفقرات المحور الأول

رقم الفقرة	الفقرة	معامل الارتباط r	مستوى الدلالة
1	تتوفر الشركة على تشريعات وتنظيمات واضحة تحدد مسؤوليات كل طرف.	0.741	0.000
2	مشاركة كل الأطراف في وضع سياسة توزيع أرباح بشكل عادل.	0.674	0.000
3	يتم إعلام كل الأطراف أصحاب المصالح بهذه السياسة.	0.698	0.000
4	تتسم سياسة توزيع الأرباح المعتمدة بالوضوح.	0.775	0.000
5	وجود إطار تنظيمي فعال يحكم عملية توزيع الأرباح في الشركة.	0.725	0.000
6	وجود أعضاء خارجيين ومستقلين عن الشركة في مجلس الإدارة يساهم في تقليص صراع المصالح.	0.284	0.072
7	تُوظف الأرباح المعاد استثمارها على أساس برامج استثمارية.	0.400	0.009
8	توفر الإدارة مناخ عمل ملائم يساهم في تخفيض مشكل تضارب المصالح.	0.656	0.000

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج التحليل الإحصائي وفق برنامج SPSS.

يتبين من خلال الجدول رقم (09) أن معاملات الارتباط لغالبية الفقرات تتراوح بين 0.400 و 0.775 والتي تعتبر دالة عند مستوى دلالة 0.05، أما مستوى الدلالة لكل فقرة من الفقرات أقل من 0.05 فإن فقرات المحور الثاني صادقة لما وضعت لقياسه. ما عدا الفقرة رقم 6 معامل الارتباط بها 0.284 ومستوى دلالة 0.072 وهو أكبر من مستوى الدلالة 0.05 وهذا يدل على أن الفقرة غير دالة، وهذا ما يؤدي لإزالتها وحذفها من الاستبيان لأنها لا تجيب على اشكالية المحور والاستبيان ككل.

2.2.1. اختبار صدق الاتساق الداخلي لفقرات المحور الثاني

يبين الجدول رقم (10) أدناه معامل ارتباط سبيرمان لكل فقرة من فقرات المحور الثاني: الشفافية والإفصاح في توزيع الأرباح مع المتوسط الكلي للمحور.

الجدول رقم (10): الاتساق الداخلي لفقرات المحور الثاني

رقم الفقرة	الفقرة	معامل الارتباط r	مستوى الدلالة
1	وجود سياسة واضحة ومعتمدة في توزيع الأرباح.	0.757	0.000
2	يتم إعلام كل الأطراف داخل الشركة بهذه السياسة.	0.671	0.000
3	يتم الإفصاح عن المعلومات الكافية للمستخدمين في الوقت المناسب وبكل شفافية.	0.727	0.000
4	نشر القوائم المالية للشركة في الوقت المناسب وفي موعدها.	0.664	0.000
5	يُتخذ قرار توزيع الأرباح بطريقة واضحة وشفافة.	0.563	0.000
6	تعمل إدارة الشركة على رفع مستوى الشفافية والإفصاح فيما يخص سياسة توزيع الأرباح.	0.608	0.000
7	تفصح الشركة عن ملكية وعدد الأسهم المصرح بها.	0.597	0.000

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج التحليل الإحصائي وفق برنامج SPSS.

يتبين من خلال الجدول رقم (10) أن معاملات الارتباط لجميع الفقرات تتراوح بين 0.563 و0.757 والتي تعتبر دالة عند مستوى دلالة 0.05، بما أن مستوى الدلالة لكل فقرة من الفقرات أقل من 0.05 فإن فقرات المحور الثاني صادقة لما وضعت لقياسه.

3.2.1. اختبار صدق الاتساق الداخلي لفقرات المحور الثالث

يبين الجدول رقم (11) أدناه معامل ارتباط سبيرمان لكل فقرة من فقرات المحور الثالث: التزام الشركة بحقوق المساهمين والمعاملة المتكافئة لهم مع المتوسط الكلي للمحور.

الجدول رقم (11): الاتساق الداخلي لفقرات المحور الثالث

رقم الفقرة	الفقرة	معامل الارتباط r	مستوى الدلالة
1	حماية حقوق صغار المساهمين من الممارسات الانتهازية فيما يخص الأرباح الموزعة.	0.739	0.000
2	تحدد سياسة توزيع الأرباح في الشركة المناسبة لكل الأطراف.	0.739	0.000
3	يتم تعويض الأطراف ذات الصلة مهما كان وزنهم داخل الشركة في حالة انتهاك حقوقهم من الأرباح.	0.668	0.000
4	السهولة في نقل وتحويل ملكية الأسهم بين المساهمين في حالة عدم توزيع الأرباح.	0.695	0.000
5	المساواة في المعاملة مع جميع المساهمين داخل الشركة.	0.795	0.000
6	تتم معاملة المساهمين من نفس الفئة بالتساوي.	0.623	0.000

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج التحليل الإحصائي وفق برنامج SPSS.

يتبين من خلال الجدول رقم (11) أن معاملات الارتباط لجميع الفقرات تتراوح بين 0.623 و0.795 والتي تعتبر دالة عند مستوى دلالة 0.05، وبما أن مستوى الدلالة لكل فقرة من الفقرات أقل من 0.05 فإن فقرات المحور الثالث صادقة لما وضعت لقياسه.

4.2.1. اختبار صدق الاتساق الداخلي لفقرات المحور الرابع

يبين الجدول رقم (12) أدناه معامل ارتباط سبيرمان لكل فقرة من فقرات المحور الرابع: العدالة والمساواة فيما يخص الحصول على المعلومة مع المتوسط الكلي للمحور.

الجدول رقم (12): الاتساق الداخلي لفقرات المحور الرابع

رقم الفقرة	الفقرة	معامل الارتباط r	مستوى الدلالة
1	يتم توفير المعلومات المالية لجميع الأطراف بطريقة عادلة ومتساوية.	0.575	0.000
2	يحصل المساهمون على المعلومات المتعلقة بالشركة بصفة دورية ومنظمة وبكل سهولة.	0.559	0.000
3	يحق للمستثمرين الحصول على المعلومات قبل شراء الأسهم لكافة فئات الأسهم.	0.596	0.000
4	لا يوجد تباين في المعلومات بين المسيرين والمساهمين الخارجيين.	0.651	0.000
5	يحق للمساهمين المطالبة بالحصول على المعلومات الكافية عن وضعية الشركة الحالية والمستقبلية.	0.453	0.000
6	في حالة وجود استثناءات أو تغييرات في سياسة التوزيع يتم إعلام كل الأطراف في الوقت المناسب وبكل شفافية.	0.476	0.000

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج التحليل الإحصائي وفق برنامج SPSS.

يتبين من خلال الجدول رقم (12) أن معاملات الارتباط لجميع الفقرات تتراوح بين 0.453 و0.651 والتي تعتبر دالة عند مستوى دلالة 0.05، بما أن مستوى الدلالة لكل فقرة من الفقرات أقل من 0.05 فإن فقرات المحور الرابع صادقة لما وضعت لقياسه.

المطلب الثاني: اختبار الصدق البنائي، الثبات واعتدالية التوزيع

1. اختبار الصدق البنائي لمحاور الاستبيان

يقيس اختبار صدق الاتساق البنائي لمحاور الاستبيان معاملات الارتباط بين معدل كل محور من محاور الدراسة والمعدل الكلي للمحاور، وهذا بهدف التأكد من مدى تحقق الأهداف المبتغاة من الدراسة عن طريق المحاور التي تمت صياغتها.

يبين الجدول رقم (13) أدناه، معامل ارتباط متوسط كل محور من محاور الدراسة مع المتوسط الكلي لمحاور الدراسة.

الجدول رقم (13): صدق الاتساق البنائي لمحاور الاستبيان

رقم المحور	المحور	معامل الارتباط r	مستوى الدلالة
الأول	تطبيق الحوكمة في تسيير إدارة أرباح الشركة.	0.793	0.000
الثاني	تطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح في توزيع الأرباح.	0.853	0.000
الثالث	العدالة والمساواة فيما يخص الحصول على المعلومة.	0.518	0.001
الرابع	التزام الشركة بحقوق المساهمين والمعاملة المتكافئة لهم.	0.614	0.000

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج التحليل الإحصائي وفق برنامج SPSS.

يتبين من خلال الجدول رقم (13) أن معاملات الارتباط لجميع المحاور تتراوح بين 0.518 و0.853 والتي تعتبر دالة عند مستوى دلالة 0.05، بما أن مستوى الدلالة لكل محور من محاور الدراسة أقل من 0.05 فإن محاور الدراسة صادقة لما وضعت لقياسه، وهذا ما يؤكد وجود ارتباط قوي بين محاور الاستبيان والهدف من الدراسة.

2. اختبار ثبات الاستبيان

الغرض من اختبار ثبات الاستبيان هو التأكد من الحصول على نفس النتائج المتحصل عليها في حالة إعادة توزيع الاستبيان مرة ثانية أو على الأقل الحصول على نتائج متقاربة مع الإبقاء على نفس الظروف المحيطة بالدراسة، ويتم هذا الاختبار بحساب معامل الثبات ألفا كرونباخ (Alpha Cronbach's).

يبين الجدول رقم (14) أدناه معامل الثبات ألفا كرونباخ لكل محور من محاور الدراسة.

الجدول رقم (14): ثبات الاستبيان

رقم المحور	المحور	عدد الفقرات	معامل Alpha Cronbach's
الأول	تطبيق الحوكمة في تسيير إدارة أرباح الشركة.	7	0.824
الثاني	تطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح في توزيع الأرباح.	7	0.785
الثالث	العدالة والمساواة فيما يخص الحصول على المعلومة.	6	0.822
الرابع	التزام الشركة بحقوق المساهمين والمعاملة المتكافئة لهم.	6	0.584
	جميع الفقرات	26	0.878

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج التحليل الإحصائي وفق برنامج SPSS.

يتبين من خلال الجدول رقم (14) أن معاملات الثبات ألفا كرونباخ لجميع المحاور مرتفعة، كذلك معامل الثبات لجميع الفقرات مرتفع ويساوي 0.878 مما يؤكد وجود ثبات في أداة الدراسة المتمثلة في الاستبيان.

3. اختبار التوزيع الطبيعي

يتم إجراء هذا الاختبار للتعرف على التوزيع الذي تتبعه البيانات والمتمثل في التوزيع الطبيعي أم لا، وهذا باستخدام اختبار كولموغوروف-سميرنوف Kolmogorov-Smirnov. عن طريق اختبار الفرضية (H0): البيانات تتبع التوزيع الطبيعي ضد الفرضية البديلة (H1): البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي. الجدول رقم (15) أدناه يوضح نتيجة هذا الاختبار.

الجدول رقم (15): اختبار Kolmogorov-Smirnov لاعتدالية التوزيع

رقم المحور	المحور	عدد الفقرات	قيمة Z	مستوى الدلالة
الأول	تطبيق الحوكمة في تسيير إدارة أرباح الشركة.	8	0.598	0.867
الثاني	تطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح في توزيع الأرباح.	7	0.859	0.452
الثالث	العدالة والمساواة فيما يخص الحصول على المعلومة.	6	0.555	0.917

0.785	0.655	6	التزام الشركة بحقوق المساهمين والمعاملة المتكافئة لهم.	الرابع
0.676	0.721	27	جميع الفقرات	

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج التحليل الإحصائي وفق برنامج SPSS.

يتبين من خلال الجدول رقم (15) أن مستوى الدلالة لكل محاور الاستبيان وكذا مستوى الدلالة لكل فقرات الاستبيان أكبر من مستوى الدلالة 0.05 مما يدل على أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي والذي يسمح بإجراء الاختبارات المعلمية.

المطلب الثالث: تحليل نتائج العينة

يتم من خلال هذا المطلب التعرف على إجابات أفراد العينة فيما يخص كل محور من محاور الاستبيان.

1. نتائج إجابات أفراد العينة حول فقرات المحور الأول
تتضح إجابات الأفراد من خلال الجدول رقم 16 أدناه.

الجدول رقم 16: إجابات أفراد العينة حول فقرات المحور الأول

الإجمالي	الإجابات					التكرار (ت)	رقم الفقرة
	غير موافق تماما	غير موافق	محايد	موافق	موافق تماما	النسبة (%)	
41	19	16	-	3	3	ت	1
100	46.3	39	-	7.3	7.3	%	
41	5	14	10	9	3	ت	2
100	12.2	34.1	21.6	22	7.3	%	
41	10	19	5	6	1	ت	3
100	24.4	46.3	12.2	14.6	2.4	%	

41	8	15	7	10	1	ت	4
100	19.5	36.6	17.1	24.4	2.4	%	
41	14	13	9	4	1	ت	5
100	34.1	31.7	22	9.8	2.4	%	
41	8	14	11	7	1	ت	6
100	19.5	34.1	26.8	17.1	2.4	%	
41	8	15	7	10	1	ت	7
100	19.5	36.6	17.1	24.4	2.4	%	
41	14	13	9	4	1	ت	8
100	34.1	31.7	22	9.8	2.4	%	

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج التحليل الإحصائي وفق برنامج SPSS.

2. نتائج إجابات أفراد العينة حول فقرات المحور الثاني

تتضح إجابات الأفراد من خلال الجدول رقم 17 أدناه.

الجدول رقم 17: إجابات أفراد العينة حول فقرات المحور الثاني

الإجمالي	الإجابات					التكرار (ت)	رقم الفقرة
	غير موافق تماما	غير موافق	محايد	موافق	موافق تماما	النسبة (%)	
41	7	18	4	9	3	ت	1
100	17.1	43.9	9.8	22	7.3	%	
41	4	16	10	8	3	ت	2
100	9.8	39	24.4	19.5	7.3	%	
41	5	14	11	8	3	ت	3

100	12.2	34.1	26.8	19.5	7.3	%	
41	12	18	4	6	1	ت	4
100	29.3	43.9	9.8	14.6	2.4	%	
41	4	21	9	6	1	ت	5
100	9.8	51.2	22	14.6	2.4	%	
41	5	14	13	7	2	ت	6
100	12.2	34.1	31.7	17.1	4.9	%	
41	5	17	12	5	2	ت	7
100	12.2	41.5	29.3	12.2	4.9	%	

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج التحليل الإحصائي وفق برنامج SPSS.

3. نتائج إجابات أفراد العينة حول فقرات المحور الثالث

تتضح إجابات الأفراد من خلال الجدول رقم 18 أدناه.

الجدول رقم 18: إجابات أفراد العينة حول فقرات المحور الثالث

الإجمالي	الإجابات					التكرار (ت)	رقم الفقرة
	غير موافق تماما	غير موافق	محايد	موافق	موافق تماما	النسبة (%)	
41	6	20	10	4	1	ت	1
100	14.6	48.8	24.4	9.8	2.4	%	
41	4	20	10	6	1	ت	2
100	9.8	48.8	24.4	14.6	2.4	%	
41	5	15	19	1	1	ت	3
100	12.2	36.6	46.3	2.4	2.4	%	

41	3	15	12	10	1	ت	4
100	7.3	36.6	29.3	24.4	2.4	%	
41	8	20	8	4	1	ت	5
100	19.5	48.8	19.5	9.8	2.4	%	
41	8	22	7	2	2	ت	6
100	19.5	53.7	17.1	4.9	4.9	%	

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج التحليل الإحصائي وفق برنامج SPSS.

4. نتائج إجابات أفراد العينة حول فقرات المحور الرابع

تتضح إجابات الأفراد من خلال الجدول رقم (19) أدناه.

الجدول رقم (19): إجابات أفراد العينة حول فقرات المحور الرابع

الإجمالي	الإجابات					التكرار (ت) النسبة (%)	رقم الفقرة
	غير موافق تماما	غير موافق	محايد	موافق	موافق تماما		
41	10	21	5	3	2	ت	1
100	24.4	51.2	12.2	7.3	4.9	%	
41	5	24	5	6	1	ت	2
100	12.2	58.5	12.2	14.6	2.4	%	
41	8	18	9	4	2	ت	3
100	19.5	43.9	22	9.8	4.9	%	
41	5	9	6	13	8	ت	4
100	12.2	22	14.6	31.7	19.5	%	
41	15	19	5	-	2	ت	5

100	36.6	46.3	12.2	-	4.9	%	
41	11	15	7	6	2	ت	6
100	26.8	36.6	17.1	14.6	4.9	%	

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج التحليل الإحصائي وفق برنامج SPSS.

المبحث الثالث: تحليل فقرات محاور الدراسة واختبار الفرضيات

يعالج هذا المبحث تحليل فقرات محاور الدراسة، لاختبار صحة الفرضيات من عدمها والتي كانت كإجابات أولية على الأسئلة الفرعية المطروحة في هذه الدراسة، كما تتم دراسة عدم وجود فروقات في الإجابات تبرر بالمعلومات الشخصية لأفراد العينة المدروسة.

المطلب الأول: تحليل فقرات محاور الدراسة

يتم استخدام اختبار T للعينة الواحدة One Sample T test لتحليل فقرات الاستبيان، حيث تكون الفقرة ايجابية أي أن أفراد العينة يوافقون على محتواها إذا كان مستوى الدلالة أقل من 0.05 والوزن النسبي أكبر من 60 %، وتكون الفقرة سلبية أي أن أفراد العينة لا يوافقون على محتواها إذا كان مستوى الدلالة أقل من 0.05 والوزن النسبي أقل من 60¹ %، أما إذا كان مستوى الدلالة أكبر من 0.05 فإن الفقرة تكون حيادية أي أن آراء أفراد العينة محايدة.

عدد الفئات بناء على مقياس ليكارت الخماسي هو خمسة، وبناء على عدد الفئات والمدى² نجد بأن طول الفئة³ يساوي 0.8، مما يمكننا من تحديد الفئات كالاتي:

- الفئة الأولى: [1.00 إلى 1.79] : غير موافق تماما.
- الفئة الثانية: [1.80 إلى 2.59] : غير موافق.
- الفئة الثالثة: [2.60 إلى 3.39] : محايد.
- الفئة الرابعة: [3.40 إلى 4.19] : موافق.
- الفئة الخامسة: [4.20 إلى 5.00] : موافق تماما.

¹ تمثل نسبة الحياد بناء على مقياس ليكارت الخماسي والتي تحسب كما يلي: $0.60 = 5 / 3$.

² المدى = أكبر قيمة - أصغر قيمة = $5 - 1 = 4$

³ طول الفئة = المدى / عدد الفئات = $4 / 5 = 0.8$

1. تحليل فقرات المحور الأول: تطبيق الحوكمة في تسيير إدارة أرباح الشركة

يبين الجدول رقم (20) أدناه آراء أفراد العينة المدروسة حول فقرات المحور الأول.

الجدول رقم (20): تحليل فقرات المحور الأول

رقم الفقرة	الفقرة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوزن النسبي %	قيمة T	مستوى الدلالة	اتجاه الاجابات
1	تتوفر الشركة على تشريعات وتنظيمات واضحة تحدد مسؤوليات كل طرف.	1,90	1,200	38	10,150	0.000	غير موافق
2	مشاركة كل الأطراف في وضع سياسة توزيع أرباح بشكل عادل.	2,78	1,151	55,6	15,463	0.000	محايد
3	يتم إعلام كل الأطراف أصحاب المصالح بهذه السياسة.	2,24	1,067	44,8	13,463	0.000	غير موافق
4	تتسم سياسة توزيع الأرباح المعتمدة بالوضوح.	2,54	1,142	50,8	14,219	0.000	غير موافق
5	وجود إطار تنظيمي فعال يحكم عملية توزيع الأرباح في الشركة.	2,15	1,085	43	12,662	0.000	غير موافق
6	توظف الأرباح المعاد استثمارها على أساس برامج استثمارية.	2,20	0,843	44	16,670	0.000	غير موافق
7	توفر الإدارة مناخ عمل ملائم يساهم في تخفيض مشكل تضارب المصالح.	2,63	1,199	52,6	14,066	0.000	محايد
	جميع الفقرات	2,3484	0,77067	46,968	19,512	0.000	غير موافق

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج التحليل الإحصائي وفق برنامج SPSS.

يتبين من خلال الجدول رقم (20) أن:

- في الفقرة رقم 1: الوزن النسبي (38%) أقل من 60% ومستوى الدلالة أصغر من 0.05 هذا ما يبين بأن الفقرة سلبية، وبلغ المتوسط الحسابي 1.90 مما يدل على أن أفراد العينة غير موافقون على الإجابة، أي أن شركات المساهمة عينة الدراسة لا تتوفر على تشريعات وتنظيمات واضحة تحدد مسؤوليات كل طرف.

- في الفقرة رقم 3: الوزن النسبي (44.8%) أقل من 60% ومستوى الدلالة أصغر من 0.05 هذا ما يبين بأن الفقرة سلبية، وبلغ المتوسط الحسابي 2.24 مما يدل على أن أفراد العينة غير موافقون تماما على الإجابة. أي أنه يتم إعلام كل الأطراف أصحاب المصالح بسياسة توزيع الأرباح المعتمدة من طرف شركات المساهمة عينة الدراسة.

- في الفقرة رقم 5: الوزن النسبي (44%) أقل من 60% ومستوى الدلالة أصغر من 0.05 هذا ما يبين بأن الفقرة سلبية، وبلغ المتوسط الحسابي 2.15 مما يدل على أن أفراد العينة غير موافقون تماما على الإجابة، أي عدم وجود إطار تنظيمي فعال يحكم عملية توزيع الأرباح في شركات المساهمة عينة الدراسة.

- بصفة عامة، الوزن النسبي العام لجميع فقرات المحور الأول يساوي 46.968% أقل من 60% ومستوى الدلالة 0.000 أصغر من 0.05 والمتوسط الحسابي بلغ 2.3484، مما يدل على سلبية المحور وعدم موافقة أفراد العينة لما جاء فيه، هذا ما يبين أن شركات المساهمة عينة الدراسة لا تطبق الحوكمة في تسيير إدارة أرباحها.

2. تحليل فقرات المحور الثاني: الشفافية والإفصاح في توزيع الأرباح

يبين الجدول رقم (21) أدناه آراء أفراد العينة المدروسة حول فقرات المحور الثاني.

الجدول رقم 21: تحليل فقرات المحور الثاني

رقم الفقرة	الفقرة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوزن النسبي %	قيمة T	مستوى الدلالة	اتجاه الاجابات
1	وجود سياسة واضحة ومعتمدة في توزيع الأرباح.	2,59	1,224	51,8	13,522	0.000	غير موافق
2	يتم الإفصاح عن المعلومات الكافية للمستخدمين في الوقت المناسب وبكل شفافية.	2,76	1,113	55,2	15,854	0.000	محايد
3	يتم إعلام كل الأطراف داخل الشركة بهذه السياسة.	2,76	1,135	55,2	15,544	0.000	محايد
4	نشر القوائم المالية في الوقت	2,17	1,093	43,4	12,714	0.000	غير موافق

موافق						المناسب وفي موعدها.
غير موافق	0.000	16,735	49,8	0,952	2,49	5 يتخذ مجلس الإدارة قرار توزيع الأرباح بطريقة واضحة وشفافة.
محايد	0.000	16,219	53,6	1,059	2,68	6 تعمل إدارة الشركة على رفع مستوى الشفافية والإفصاح فيما يخص سياسة توزيع الأرباح.
محايد	0.000	15,984	51,2	1,026	2,56	7 تفصح الشركة عن ملكية وعدد الأسهم المصرح بها.
غير موافق	0.000	22,869	51,428	0,71998	2,5714	جميع الفقرات

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج التحليل الإحصائي وفق برنامج SPSS.

يتبين من خلال الجدول رقم (21) أن:

- في الفقرة رقم 1: الوزن النسبي (51.8%) أقل من 60% ومستوى الدلالة أصغر من 0.05 هذا ما يبين بأن الفقرة سلبية، وبلغ المتوسط الحسابي 2.59 مما يدل على أن أفراد العينة غير موافقون على الإجابة، أي أن شركات المساهمة عينة الدراسة لا تعتمد على سياسة واضحة في توزيع أرباحها.

- في الفقرة رقم 2: الوزن النسبي (55.2%) أقل من 60% ومستوى الدلالة أصغر من 0.05 هذا ما يبين بأن الفقرة سلبية، وبلغ المتوسط الحسابي 2.76 مما يدل على أن أفراد العينة محايدون عن الإجابة.

- في الفقرة رقم 5: الوزن النسبي (49.8%) أقل من 60% ومستوى الدلالة أصغر من 0.05 هذا ما يبين بأن الفقرة سلبية، وبلغ المتوسط الحسابي 2.49 مما يدل على أن أفراد العينة غير موافقون على الإجابة، أي أن مجلس الإدارة يتخذ قرار توزيع الأرباح بطريقة غير واضحة وغير شفافة.

- بصفة عامة، الوزن النسبي العام لجميع فقرات المحور الثاني يساوي 51.428% أقل من 60% ومستوى الدلالة 0.000 أصغر من 0.05 مما يدل على سلبية المحور، والمتوسط الحسابي بلغ

2.5714، أي أن أفراد العينة غير موافقون لما جاء في هذا المحور، هذا ما يبين أن شركات المساهمة عينة الدراسة لا توجد فيها شفافية وإفصاح في توزيع الأرباح.

3. تحليل فقرات المحور الثالث: التزام الشركة بحقوق المساهمين والمعاملة المتكافئة لهم

يبين الجدول رقم (22) أدناه آراء أفراد العينة المدروسة حول فقرات المحور الثالث.

الجدول رقم (22): تحليل فقرات المحور الثالث

رقم الفقرة	الفقرة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوزن النسبي %	قيمة T	مستوى الدلالة	اتجاه الاجابات
1	حماية حقوق صغار المساهمين من الممارسات الانتهازية فيما يخص الأرباح الموزعة.	2,37	0,942	47,4	16,078	0.000	غير موافق
2	تحدد سياسة توزيع الأرباح في الشركة المناسبة لكل الأطراف.	2,51	0,952	50,2	16,899	0.000	غير موافق
3	يتم تعويض الأطراف ذات الصلة مهما كان وزنهم داخل الشركة في حالة انتهاك حقوقهم من الأرباح.	2,46	0,840	49,2	18,788	0.000	غير موافق
4	السهولة في نقل وتحويل ملكية الأسهم بين المساهمين في حالة عدم توزيع الأرباح.	2,78	0,988	55,6	18,025	0.000	محايد
5	المساواة في المعاملة مع جميع المساهمين داخل الشركة.	2,27	0,975	45,4	14,892	0.000	غير موافق
6	تتم معاملة المساهمين من نفس الفئة بالتساوي.	2,22	0,988	44,4	14,388	0.000	غير موافق
	جميع الفقرات	2,4350	0,69009	48,7	22,593	0.000	غير موافق

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج التحليل الإحصائي وفق برنامج SPSS.

يتبين من خلال الجدول رقم (22) أن:

- في الفقرة رقم 2: الوزن النسبي (50.2%) أقل من 60% ومستوى الدلالة أصغر من 0.05 هذا ما يبين بأن الفقرة سلبية، وبلغ المتوسط الحسابي 2.51 مما يدل على أن أفراد العينة غير موافقون على الإجابة، أي أن شركات المساهمة عينة الدراسة لا تحدد سياسة توزيع الأرباح بها لا تتناسب مع كل الأطراف ذات العلاقة.

- في الفقرة رقم 4: الوزن النسبي (55.6%) أقل من 60% ومستوى الدلالة أصغر من 0.05 هذا ما يبين بأن الفقرة سلبية، وبلغ المتوسط الحسابي 2.78 مما يدل على أن أفراد العينة محايدون عن الإجابة فيما يخص السهولة في نقل وتحويل ملكية الأسهم بين المساهمين في حالة عدم توزيع الأرباح.

- في الفقرة رقم 6: الوزن النسبي (44.4%) أقل من 60% ومستوى الدلالة أصغر من 0.05 هذا ما يبين بأن الفقرة سلبية، وبلغ المتوسط الحسابي 2.22 مما يدل على أن أفراد العينة غير موافقون على الإجابة، أي أن معاملة المساهمين من نفس الفئة لا تتم بالتساوي.

- بصفة عامة، الوزن النسبي العام لجميع فقرات المحور الثالث يساوي 48.7% أقل من 60% ومستوى الدلالة 0.000 أصغر من 0.05 مما يدل على سلبية المحور، والمتوسط الحسابي بلغ 2.435، أي أن أفراد العينة غير موافقون لما جاء في هذا المحور، هذا ما يبين أن شركات المساهمة عينة الدراسة لا تلتزم بحقوق المساهمين والمعاملة المتكافئة لهم.

4. تحليل فقرات المحور الرابع: العدالة والمساواة فيما يخص الحصول على المعلومة

يبين الجدول رقم (23) أدناه آراء أفراد العينة المدروسة حول فقرات المحور الرابع.

الجدول رقم (23): تحليل فقرات المحور الرابع

رقم الفقرة	الفقرة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الوزن النسبي %	قيمة T	مستوى الدلالة	اتجاه الاجابات
1	يتم توفير المعلومات المالية لجميع الأطراف بطريقة عادلة ومتساوية.	2,17	1,046	43,4	13,282	0.000	غير موافق
2	يحصل المساهمون على المعلومات المتعلقة بالشركة بصفة دورية ومنظمة وبكل سهولة.	2,37	0,968	47,4	15,643	0.000	غير موافق
3	يحق للمستثمرين الحصول على المعلومات قبل شراء الأسهم لكافة فئات الأسهم.	2,37	1,067	47,4	14,202	0.000	غير موافق
4	لا يوجد تباين في المعلومات بين المسيرين والمساهمين الخارجيين.	3,24	1,338	64,8	15,529	0.000	محايد
5	يحق للمساهمين المطالبة بالحصول على المعلومات الكافية عن وضعية الشركة الحالية والمستقبلية.	1,90	0,970	38	12,563	0.000	غير موافق
6	في حالة وجود استثناءات أو تغييرات في سياسة التوزيع يتم إعلام كل الأطراف في الوقت المناسب وبكل شفافية.	2,34	1,175	46,8	12,760	0.000	غير موافق
	جميع الفقرات	2,3984	0,62791	47,968	24,457	0.000	غير موافق

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على نتائج التحليل الإحصائي وفق برنامج SPSS.

يتبين من خلال الجدول رقم (23) أن:

- في الفقرة رقم 1: الوزن النسبي (43.4%) أقل من 60% ومستوى الدلالة أصغر من 0.05 هذا ما يبين بأن الفقرة سلبية، وبلغ المتوسط الحسابي 2.17 مما يدل على أن أفراد العينة غير موافقون على

الإجابة، أي أن شركات المساهمة عينة الدراسة لا توفر المعلومات المالية لجميع الأطراف بطريقة عادلة ومتساوية.

- في الفقرة رقم 4: الوزن النسبي (64.8%) أكبر من 60% ومستوى الدلالة أصغر من 0.05 هذا ما يبين بأن الفقرة ايجابية، وبلغ المتوسط الحسابي 3.24 مما يدل على أن أفراد العينة محايدون عن الإجابة فيما يخص عدم وجود تباين في المعلومات بين المسيرين والمساهمين الخارجيين.

- في الفقرة رقم 5: الوزن النسبي (38%) أقل من 60% ومستوى الدلالة أصغر من 0.05 هذا ما يبين بأن الفقرة سلبية، وبلغ المتوسط الحسابي 1.90 مما يدل على أن أفراد العينة غير موافقون على الإجابة، أي أنه لا يحق للمساهمين المطالبة بالحصول على المعلومات الكافية عن وضعية الشركة الحالية والمستقبلية.

- بصفة عامة، الوزن النسبي العام لجميع فقرات المحور الرابع يساوي 47.968% أقل من 60% ومستوى الدلالة 0.000 أصغر من 0.05 مما يدل على سلبية المحور، والمتوسط الحسابي بلغ 2.34، أي أن أفراد العينة غير موافقون لما جاء في هذا المحور، هذا ما يبين أن شركات المساهمة عينة الدراسة يوجد فيها تباين في المعلومات ما بين الأطراف ذات المصلحة في الشركة.

المطلب الثاني: اختبار الفرضيات

من خلال النتائج المتحصل عليها من تحليل الفقرات في المطلب الأول واختبار T للعينة الواحدة One Sample T test لتحليل فقرات الاستبيان، يمكن استنتاج الآتي:

- تحليل فقرات المحور الأول فيما يخص تطبيق الحوكمة في تسيير ادارة الأرباح بين أنه محور سالب، وأن أفراد عينة الدراسة لا يوافقون على محتواه وبالتالي فإن شركات المساهمة عينة الدراسة لا تطبق الحوكمة في تسيير ادارة أرباحها، وهذا ما ينفي صحة الفرضية الأولى القائلة بأن شركات المساهمة الجزائرية تطبق الحوكمة في تسيير ادارة أرباحها.

- من النتائج المتوصل إليها من خلال الفصلين النظريين تبين أنه توجد علاقة معنوية بين سياسة توزيع الأرباح وتباين المعلومات وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية التي تنص على وجود علاقة

معنوية وإيجابية بين تباين المعلومات وسياسة توزيع الأرباح. إضافة إلى أن مبادئ حوكمة الشركات تعمل على تخفيض مشكلة تضارب المصالح وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

- تحليل فقرات المحور الثالث المتمثلة في التزام الشركة بحقوق المساهمين والمعاملة المتكافئة لهم، تبين أن المحور سالب، وأن أفراد عينة الدراسة لا يوافقون على محتوى هذا المحور، وبالتالي فالشركات عينة الدراسة لا تلتزم بحقوق المساهمين ولا تعاملهم بنفس المعاملة، وهذا ما ينفي صحة الفرضية الرابعة القائلة بأن شركات المساهمة الجزائرية تلتزم بجميع حقوق المساهمين والمعاملة المتكافئة لهم.

- تحليل فقرات المحور الثاني فيما يتعلق بالشفافية والافصاح في الحصول على المعلومة، تبين أن المحور الثاني سلبي، وأن أفراد العينة لا يوافقون على محتوى هذا المحور وبالتالي لا توجد شفافية وإفصاح في الحصول على المعلومة، إضافة إلى تحليل فقرات المحور الرابع فيما يخص العدالة والمساواة في الحصول على المعلومة الذي تبين أنه محور سلبي وأن أفراد العينة لا يوافقون على ما جاء فيه وبالتالي يوجد تباين في الحصول على المعلومة بين الأطراف ذات المصلحة داخل شركات المساهمة عينة الدراسة. ومن تحليل فقرات المحور الثاني والرابع يمكن اثبات صحة الفرضية الخامسة القائلة بأن المستثمر الداخلي بحكم اطلاعه على ما يجري داخل الشركة وتعامله فيها تمكنه من الحصول على معلومات أكثر من ذلك المستثمر الخارجي.

خلاصة الفصل الثالث

تناول هذا الفصل الدراسة الميدانية والتي جاءت بهدف التعرف على مدى تطبيق حوكمة الشركات في شركات المساهمة الجزائرية وأثرها على سياسة توزيع الأرباح وخاصة فيما يخص التباين في المعلومات ومشكلة تضارب المصالح، حيث تمثلت الدراسة الميدانية في إعداد استمارة استبيان مكون من جزئين، الجزء الأول منه مخصص للمعلومات العامة والشخصية لأفراد العينة المدروسة. أما الجزء الثاني فهو مخصص لمشكلة الدراسة ومكون من أربع محاور.

بعد عرض الاستبيان على الأستاذ المشرف ومجموعة من الأساتذة المحكمين تم توزيع الاستبيان على مسؤولي ومديري شركات المساهمة عينة الدراسة التي تم حصرها في شركات المساهمة لولاية الجزائر، علما أن محل الدراسة كان المديرية العامة للشركات السابقة الذكر وهذا بغية الوصول إلى المسؤولين على مستوى الإدارة العليا باعتبارهم أصحاب القرار داخل الشركة.

وبعد استرجاع الاستبيانات وفحصها تم إجراء الاختبارات الإحصائية اللازمة عن طريق برنامج SPSS وهذا بعد التأكد من صدق وثبات الاستبيان واعتدالية التوزيع للبيانات، كذلك الصدق البنائي لفقرات الاستبيان، ثم تحليل إجابات أفراد العينة في كل محور من محاور الاستبيان الأربعة وتحليل فقرات محاور الدراسة، ثم في الأخير القيام بالاختبارات اللازمة لمعرفة حقيقة فرضيات الدراسة والإجابة على الإشكالية المطروحة.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

لقد تم تناول هذا البحث من أجل الإجابة على الإشكالية الرئيسية والمتمثلة في: كيف تؤثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع أرباح شركات المساهمة الجزائرية؟، وبغرض تبسيط هذه الإشكالية تم تقسيمها إلى مجموعة من الأسئلة الفرعية من أجل التحكم في موضوع البحث وغالبية هذه الأسئلة مصدرها مبادئ حوكمة الشركات، للإجابة على الإشكالية والأسئلة الفرعية للدراسة تم وضع مجموعة من الفرضيات كإجابات مسبقة وتم تقسيم العمل إلى ثلاث فصول.

الفصل الأول خصص لدراسة موضوع سياسة توزيع الأرباح، باعتباره من بين أهم القرارات داخل الشركة بعد قراري التمويل والاستثمار، إضافة إلى تناوله من طرف العديد من الباحثين في مجال مالية الشركات والإدارة المالية خاصة دراسة مودقلياني وميلر والتي ما زال الجدل حولها إلى غاية اليوم والتي تنص على حيادية سياسة توزيع الأرباح، أي أن القيمة السوقية للشركة مستقلة عن سياستها في توزيع الأرباح. حيث تم في هذا الفصل تناول مفاهيم واجراءات سياسة توزيع الأرباح إضافة إلى العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح والتي من بينها المحددات القانونية والتعاقدية والمحددات الداخلية وفرص النمو، الاستثمار، التمويل واعتبارات المساهمين.

كما تم تناول أنواع وأهم النماذج المتعلقة بسياسة توزيع أرباح السهم، التي من بينها سياسة الفائص والتي تكون فيها نسبة الأرباح القابلة للتوزيع غير واضحة بالنسبة للمساهمين، وسياسة نسبة توزيع أرباح ثابتة وهي سياسة غير فعالة وذلك لعدم استقرار الأرباح من فترة لأخرى، بينما سياسة توزيع أرباح مستقرة والتي تكون فيها نسبة التوزيعات من الأرباح ثابتة وما يميز هذه السياسة عدم الاتجاه نحو تخفيض التوزيعات حتى في أوقات الأزمات المالية. أما النماذج فتمثلت في نموذج لينتير 1956 الذي توصل إلى أن الأولوية في القرارات المالية تكون لقرار توزيع الأرباح باعتبار أن القرارات الأخرى تكون تابعة له، إضافة إلى نموذج والتر الذي يقوم على مبدأ ملاءمة التوزيعات للشركة وجاء هذا النموذج من أجل مناقشة العلاقة بين توزيع أرباح السهم والقيمة السوقية لأسهم الشركات، وقام هذا النموذج على أساس العلاقة بين المعدل المتوقع على الاستثمار في الشركة ومعدل العائد المطلوب واستند هذا النموذج على عدة فرضيات التي كانت نظرية أكثر منها واقعية إلا أن هذا النموذج يعتبر من بين أهم النماذج التي قامت بتفسير العلاقة بين توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم، وكذلك هناك نمزج آخر وهو نموذج قوردن 1959 الذي ناقش توزيعات أرباح السهم وأثرها على

قيمة الشركة والذي جاء ناقدا لفكر مودقلياني وميلر، حيث يعتبر أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على القيمة السوقية للشركة، وأيضا نموذج كالاوي 1980 أو نموذج الاشارة حيث يسمح هذا النموذج للشركة باستعمال أرباح السهم، الاستثمار أو الاستدانة من أجل إعلام المستثمرين بوضعيتها وتحمل تكاليف في كل إشارة تقوم بها. وأخيرا نموذج ميرتون ومارش وتكاليف المعلومات والذي يفترض لتوازن الأصول المالية أن تكلفة المعلومات تشمل مركبتين أساسيتين: تكلفة جمع البيانات ومعالجتها وتكلفة إنتاج وإصدار المعلومات وهو نموذج لوصف تطور أرباح السهم وكذلك محفظة السوق، كما تم أيضا تناول بعض الأشكال الأخرى من توزيعات الأرباح من بينها توزيعات الأرباح في شكل أسهم مجانية أي يتم إعطاء المستثمر أسهم بدل التوزيعات النقدية، أما تجزئة الأسهم تلجأ إليها الشركة من أجل تنشيط الطلب عليها في السوق المالي، وأخيرا هناك إعادة شراء الأسهم أي استرداد الشركة لجزء من أسهمها العادية في التداول، وفي الأخير تم التعرض لأهم النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح.

أما الفصل الثاني فقد تناول سياسة توزيع الأرباح وحوكمة الشركات وذلك بدراسة موضوع الحوكمة وذلك بالتعرض لمفهومها وأهم أهدافها والتي تعتبر مجموعة من القوانين والنظم التي تهدف إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء، ومن بين أهم أهدافها العمل على تقارب مصالح الأطراف ذات الوكالة، كما تم تناول مبادئ حوكمة الشركات لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية والتي من بينها حماية حقوق المساهمين والمعاملة العادلة لهم، إضافة إلى الإفصاح والشفافية، وحوكمة الشركات مجموعة من المحددات والآليات من بينها الداخلية والخارجية.

وهناك مصطلح جد مهم تم تناوله في هذا الفصل ألا وهو مصطلح تباين المعلومات وعلاقته بسياسة توزيع الأرباح، وهذا التباين يكون بين المستثمرين باعتبار أن المستثمرين الداخليين ذوي العلاقات لهم معلومات أكثر من المستثمرين الخارجيين، وهناك مجموعة من المقاييس لقياس هذا التباين، وباعتبار أن التباين في المعلومات يؤدي إلى خلق المشاكل ما بين المستثمرين وبالتالي يؤثر على سياسة توزيع الأرباح لذلك تم تناول حوكمة الشركات التي تعمل على التقليل من التباين في المعلومات من خلال مبدأ الإفصاح والشفافية وبالتالي توفر المعلومات لدى كل الأطراف ذات العلاقة.

ومن بين أهم المشاكل التي تتعرض لها الشركة هي مشكلة الوكالة التي ينتج عنها مشكل تضارب المصالح ولغرض تخفيض هذه المشكلة تم التعرض عليها وربطها بمصطلح حوكمة الشركات التي تسعى لمعالجة مشكلة الوكالة.

تناول الفصل الثالث والأخير الدراسة العملية التي جاءت لتكمّل الدراسة النظرية المستمدة من مختلف المراجع والمصادر، حيث تم في هذا الفصل إجراء دراسة ميدانية على مجموعة من شركات المساهمة لولاية الجزائر.

الدراسة الميدانية عبارة عن اعداد استبيان وتصحيحه وفقا لتوجيهات وآراء مجموعة من الأساتذة المحكمين لغرض الحصول على النسخة النهائية للاستبيان والتي وزعت على عدد من المسؤولين والمديرين التنفيذيين في الإدارة العليا للشركات موضوع الدراسة، وبعد استرجاع الاستبيان وفحصه تمت المعالجة الاحصائية للبيانات الواردة فيه عن طريق البرنامج الاحصائي SPSS للتأكد أولا من أن محاوره صادقة لما وضعت لقياسه وتتميز بالثبات والاتساق البنائي، ثم القيام بالاختبارات اللازمة للوصول إلى اختبار الفرضيات وذلك بقبولها أو نفيها.

بناء على ما سبق ذكره وبعد التعرض لفصول الدراسة، تم التوصل إلى مجموعة من النتائج التي تعتبر مهمة فيما يخص الجانبين النظري والميداني، ومن بين أهم النتائج يتم ذكر الآتي:

- عدم اهتمام الشركات موضوع الدراسة بتطبيق الحوكمة في تسيير إدارة أرباحها، وهذا ما ينفي صحة الفرضية الأولى التي تنص على أن شركات المساهمة الجزائرية تطبق الحوكمة في تسيير إدارة أرباحها.

- تعتبر مسألة تباين المعلومات بين المستثمرين من بين أهم العوامل التي لها تأثير مباشر في سياسة توزيع الأرباح، باعتبار أن هذا الموضوع له أهمية خاصة من قبل المحللين الماليين والاقتصاديين بشكل عام، حيث اختلف الباحثون فيما بينهم في تحديد نوع العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وبين تباين المعلومات والتي أثبتها العديد من الباحثين بأن هناك علاقة معنوية وإيجابية بين سياسة توزيع الأرباح وتباين المعلومات وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية.

- تساهم مبادئ حوكمة الشركات في تخفيض مشكلة تضارب المصالح من خلال مبدأ الشفافية والإفصاح وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

- عدم التزام الشركات عينة الدراسة بجميع حقوق المساهمين والمعاملة المتكافئة لهم من خلال عدم موافقة أفراد العينة على المحور الثالث وهذا ما ينفي صحة الفرضية الرابعة.

- عدم وجود شفافية وإفصاح في توزيع الأرباح في الشركات عينة الدراسة إضافة إلى وجود تباين في المعلومات ما بين المستثمرين الداخليين والخارجيين وهذا ما ينفي صحة الفرضية الخامسة.

بناء على ما سبق ذكره من النتائج يمكن الحكم بأن شركات المساهمة الجزائرية عدم تطبيقها للحوكمة في تسيير إدارة أرباحها أدى بالضرورة إلى وجود تباين في المعلومات وعدم الالتزام بحقوق المساهمين والمعاملة المتكافئة لهم باعتبار أن الحوكمة تقلل من التباين وتعمل على الحفاظ على حقوق المساهمين والمعاملة المتكافئة لهم إضافة إلى الشفافية والإفصاح.

انطلاقاً من النتائج السابقة الذكر يتم تقديم بعض التوصيات التي تلخص في الآتي:

- اجبارية تطبيق الحوكمة في تسيير إدارة أرباح شركات المساهمة.
- توفير مجموعة من القوانين أو اللوائح والعمل على تطبيقها والتي من شأنها أن تحمي حقوق المساهمين وخاصة مساهمي الأقلية داخل الشركات وهذا في سبيل كسب ثقتهم وزيادة حجم الاستثمارات.
- إخضاع شركات المساهمة الجزائرية للعديد من الهيئات الرقابية لضمان سير الأعمال بشكل جيد.
- خلق آليات رقابية وتفعيلها والتي من شأنها مراقبة مسار إعداد سياسة توزيع الأرباح لاكتشاف الثغرات والانحرافات وتصحيحها في الوقت المناسب حتى تكون مفيدة لاتخاذ القرارات.
- تفعيل وتثمين كل مبادرة من شأنها أن تساهم في تطبيق الحوكمة داخل شركات المساهمة الجزائرية لأن تطبيقها بشكل سليم هو إعادة الثقة في المعلومات المالية والمحاسبية.
- العمل على تفعيل دور مجلس الإدارة في زيادة درجة الإفصاح المحاسبي والشفافية التي تؤدي حتماً إلى تحسين جودة المعلومات المالية والمحاسبية وتمكين كل الأطراف أصحاب المصلحة من الحصول على المعلومة.
- الزام الشركات الجزائرية بتوفير المعلومات المالية والغير المالية.
- إجبارية الإفصاح الإلكتروني لشركات المساهمة الجزائرية.

وفي الأخير، لا تخلو أي دراسة من نقائص أو عيوب، حيث لا زالت هناك الكثير من المواضيع الممكن تناولها مستقبلاً، من بين هذه المواضيع يمكن ذكر:

-
- سياسة توزيع الأرباح في حالة الاستحواذ والاندماج.
 - أثر حوكمة الشركات على الإفصاح المحاسبي.
 - العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وحوكمة الشركات.
 - دور حوكمة الشركات في ضبط إدارة الأرباح.
 - سياسة توزيع الأرباح في الدول الناشئة.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً: باللغة العربية

- الكتب

1. آل شبيب دريد كامل، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
2. بن حيدر بن درويش عدنان، حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، اتحاد المصارف العربية، مصر، 2007.
3. بن سلام بن حامد الفيقي سالم، حوكمة الشركات المساهمة العامة في سلطنة عمان، دار اسامة، الاردن، 2010.
4. البياتي محمود مهدي ، دلال القاضي، منهجية أساليب البحث العلمي وتحليل البيانات باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS، دار الحامد، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007.
5. تايه النعيمي عدنان وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
6. سليم حداد فايز، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الثالثة، الطبعة الث عمان، الأردن، 2010.
7. سليمان محمد مصطفى، الفساد المالي والإداري، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، مصر، 2009.
8. عاطف طه جابر عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
9. العامري الحاج علي ابراهيم، الإدارة المالية المتقدمة، اثناء للنشر والتوزيع، الاردن، 2010.
10. العامري محمد علي ابراهيم، الإدارة المالية المتقدمة، دار اثناء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
11. عبدالعال جماد طارق، حوكمة الشركات المفاهيم، المبادئ والتجارب، الدار الجامعية، مصر، 2005.
12. محمد صالح الحناوي، العيد جلال ابراهيم، الإدارة المالية - مدخل القيمة واتخاذ القرارات-، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2007.

13. محمد غنيم أحمد، الإدارة المالية مدخل التحويل من الفقر الى الثراء، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، مصر، 2008.
14. محمود الزبيدي حمزة، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
15. منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية الاقتصادية لحوكمة الشركات، مشروع الازدهار للطبعة العربية، العراق، 2004.
16. هندي منير ابراهيم، الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الاداء: (مدخل حوكمة الشركات)، دار المعرفة الجامعية، الاسكندرية، الطبعة الاولى، 2009.
17. هندي منير ابراهيم، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، دار الكتب والوثائق القومية، الطبعة الثانية، الإسكندرية، 2005.
18. هندي منير ابراهيم، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، دار الكتب والوثائق القومية، الطبعة الثانية، الاسكندرية، 2005.
19. هوشيار معروف، الاستثمارات والاسواق المالية، دار صفا للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
- المذكرات والأطروحات الجامعية
1. أبو سمرة حامد أحمد صالح، معوقات الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية في تقارير الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2009.
2. بديدة حورية، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة المسعرة في السوق المالي، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية أسواق، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة-، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2011.
3. البراجنة أمجد ابراهيم، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية غزة، 2009.

4. بن الضب علي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة الاقتصادية المدرجة بالبورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2008-2006، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، 2008-2009.
5. تغليسية لمين، تطبيق مبادئ حوكمة الشركات لفرض جودة المعلومات المالية، مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة، مراجعة وتدقيق، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2013.
6. زلاسي رياض، إسهامات حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية، مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012.
7. زيرام وليد، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة، دراسة مقارنة بين السوق المالية السعودية والمغربية خلال الفترة 2003-2011، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص: دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية.
8. صلواتشي هشام، حوكمة الشركات: دور علاقة الوكالة في تحسين أداء الشركة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص: إدارة أعمال، جامعة الجزائر 3، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، الجزائر، 2013.
9. ضويفي حمزة، فعالية تطبيق مبادئ الحوكمة في دعم مقومات الإفصاح وأثرها على الاداء المالي، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، 2015.
10. العايب ياسين، إشكالية تمويل الشركات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2011.
11. عبد المالك بلعشي، أثر فتح رأس المال على سياسة توزيع الأرباح بالؤسسة العمومية الاقتصادية المسعرة بالبورصة - دراسة تحليلية لمجمع صيدال - مذكرة ماجستير جامعة الجزائر 3، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية الشركات، 2013/2014.

12. عيسى فلاح المناصير عمر، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على أداء شركات الخدمات المساهمة العامة الاردنية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الهاشمية، الزرقاء، الأردن، 2013.
13. غربي حمزة، محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2015.
14. قباجة عدنان عبد المجيد عبد الرحمان، أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، أطروحة دكتوراه، الأردن، 2008.
15. ماجد اسماعيل أبو حمام، أثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الاسلامية-غزة-، عمادة الدراسات العليا، كلية التجارة، قسم المحاسبة والتمويل، 2009.

- الملتقيات العلمية

1. بتول محمد نوري وعلي خلف سلمان، حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة، الملتقى الدولي حول الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة المستنصرية، العراق، 2010.
2. بن ثابت علال ومحمد بن جاب الله، الحوكمة الشركائية ومنطلقات الإصلاح لتطبيقها في الدول النامية، الملتقى الدولي الاول حول: ابعاد الجيل الثاني من الاصلاحات الاقتصادية في الدول النامية، جامعة امحمد بوقرة - بومرداس - الجزائر.
3. حامد نور الدين وفطيمة ساسي، دور حوكمة الشركات في الحد من الفساد المالي والإداري للقطاع الخاص الجزائري، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 06-07 ماي 2012.
4. حبار عبدالرزاق و بن علي بلعزوز، الحوكمة في الشركات المالية والمصرفية، مدخل للوقاية من الازمات المالية والمصرفية بالاشارة لحالة الجزائر، الملتقى الدولي حول الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، 20-21 اكتوبر 2009.

5. رقايقية فاطمة الزهراء، مساهمة دقة القياس المحاسبي والإفصاح في جودة المعلومات المالية، المؤتمر الدولي الأول: المحاسبة والمراجعة في ظل بيئة الأعمال الدولية، جامعة المسيلة، الجزائر، ديسمبر 2012.
6. سهام موسى وفراح خالدي، اثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية، الملتقى الوطني حول: حوكمة الشركات كالية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر - بسكرة - الجزائر، 06-07 ماي 2012.
7. شحادة عبد الرزاق وسمير ابراهيم البرغوتي، ركائز الحوكمة ودورها في ضبط إدارة الأرباح في البيئة المصرفية في ظل الأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009.
8. شرقي مهدي وبوحفص رواني، الإصلاحات في مجال حوكمة الشركات كأداة لتحسين أخلاقيات الأعمال، الملتقى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في الشركات، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 18-19 نوفمبر 2009.
9. عبد الكريم نصر، تقييم تجربة الإدراج والإفصاح في سوق فلسطين للأوراق المالية، الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، فلسطين، 2007.
10. كريم عبد الرزاق ونعيمة عدي، الإفصاح المحاسبي بين متطلبات الانتقال إلى النظام المحاسبي المالي الجديد وتحديات البيئة الجزائرية في ظل الحوكمة والمعايير المحاسبية الدولية IAS IFRS، ملتقى دولي حول النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة (IAS_IFRS) والمعايير الدولية للمراجعة (IAS) : التحدي، جامعة سعد دحلب. البليدة، الجزائر، 13-14 ديسمبر 2011.
- المجالات العلمية
1. توفيق محمد نور، العلاقة بين تباين المعلومات وسياسة توزيع الأرباح، مجلة تنمية الرافدين، العدد 111، العراق، 2011.
2. رياض أحمد سامح محمد رضا، دور لجان المراجعة كأحد دعائم الحوكمة في تحسين جودة التقارير المالية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، الأردن، مجلد 7، العدد 1، 2011، ص: 48.

3. زرقون محمد، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر- مجلة الباحث، جامعة ورقلة العدد الثامن، 2010.
4. طلعت عبدالحكيم هشام و عماد عبدالحسن دلول، حوكمة الشركات ودورها في التقييم العادل للاسهام العادية، مجلة الادارة والاقتصاد، العدد 77، 2009.
5. عبد القادر بريش وعيسى برودي، محددات سياسة توزيع الارباح في الشركات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 10، جوان 2013.
6. الفضل مؤيد علي ونزال حربي راضي، العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة في ضوء نظرية الوكالة، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 12، العدد 4، 2010.
7. الهادي العنزي أحمد مهدي، تحليل اثر حوكمة الشركات على جودة الافصاح المحاسبي، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 16، العدد 04، 2014.

ثانيا: باللغة الأجنبية

1. Abdelmalek Hamel, le rôle du comité d'audit dans la gouvernance de l'entreprise, mémoire magister, école supérieure de commerce, Alger, Algérie, 2008.
2. Allen. F and Michely. R, Payout Policy, handbook of the economics of finance, volume1, Elsevier north Holland, 2003.
3. Avner kalay, signaling, information content and the reluctance to cut dividends, the journal of financial and quantitative, Cambridge university press, vol 15, N° 4.
4. BELLALAH Mondher, finance moderne d'entreprise, 2^{eme} édition, Economica, paris, 2003.

5. BELLALAH Mondher, **réflexion sur la politique optimale de dividende en présence de couts d'agence d'information**, cahier de recherche n200009, université paris.
6. Blerman H and Smidt S, **the Capital Budgeting Seccession**, New York Macmillan Publishing Co, Inc, 2006.
7. Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, **fundamentals of financial management**, 10th edition, south-western college pub, USA, 2003.
8. Jean louis Merton, **l'essentiel à connaitre en gestion financière**, 3^{eme} édition, maxima, Paris, 2002.
9. Megginson, William Smart, Scott B.Gitman, Lawrance J, **corporate finance**, 2th Thomson, Thomson south western, 2007.
10. Michael C Erhard and Eugene F Brigham, **corporate finance focused approach**, south-westerne college pub, USA, 5eme edition, 2013.
11. Milton Harris and others, **corporate finance**, Elsevier, Amsterdam, volume 1, 2003.
12. Myron Gorden, **dividends, Earining, and stoch prices** , the revieu of economics and statistics, MITpress journals, Cambridge, vol 41,1959.
13. Nesrine yahi, **les déterminants de la distribution des dividendes des entreprises privée algériennes**, mémoire de magister dans les sciences commerciales et financière, ESC, Alger, 2008.
14. Organisation de coordination et de développement économique, principe de gouvernement d'entreprise de l'OCDE. France : service des publications de l'OCDE, 2004.
15. Patrick piget, **gestion financier de l'entreprise**, economica, paris, 1998.
16. PRAHALD et CONNER.K, **A resource – based theory of the firm**, knowledge versus opportunism, organization science, vol 7, N 5, 1996.
17. Richard A. Brealey, Stewart C. Myers and Alan J. Marcus, **Fundamentals of Corporate Finance**, McGraw-Hill Prims Companies, Inc, Boston, Third Edition, 2001.

-
18. Robert cobalt, théorie financière, Economica, paris, 1997.
19. Shleifer and others, **management ownership and market valuation: an empirical analysis**, journal of financial economics, 2001.

ملخص البحث

ملخص البحث

الهدف من القيام بهذه الدراسة هو الإجابة على الإشكالية الآتية: كيف تؤثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح؟، وذلك من خلال إتباع منهج وصفي تحليلي والتعرض لمفهوم سياسة توزيع الأرباح والعوامل المؤثرة فيها، أهم النظريات والنماذج ومختلف أنواع سياسة توزيع الأرباح، ثم تناول الإطار النظري لحوكمة الشركات، ومصطلح تباين المعلومات الذي له علاقة عكسية مع سياسة توزيع الأرباح، ومن ثم مشكلة الوكالة وأهمية الحوكمة في تخفيض مشكل تضارب المصالح، ثم القيام بدراسة ميدانية تمثلت في استبيان موزع على مجتمع الدراسة المتمثل في شركات المساهمة لولاية الجزائر وذلك قصد الإجابة عليه من طرف مسؤولي الشركات ومديريها التنفيذيين ومعالجة المعلومات المتحصل عليها احصائيا باستخدام برنامج التحليل الاحصائي SPSS والذي من خلاله تم التوصل إلى عدة نتائج تتمثل أساسا في وجود تباين للمعلومات ما بين المستثمر الداخلي والمستثمر الخارجي وعدم التزام شركات عينة الدراسة بحقوق المساهمين وهذا راجع لعدم تطبيقها للحوكمة في تسيير إدارة أرباحها.

الكلمات المفتاحية: سياسة توزيع الأرباح، حوكمة الشركات، تباين المعلومات، مشكلة الوكالة.

Abstract

L'objectif de cette étude est de répondre à la problématique suivante: *comment influence la gouvernance des entreprises sur la politique de distribution des dividendes ?* Cela en suivant l'approche descriptive analytique (analytique déductive), tout en développant, dans un premier temps, le concept de la politique de distribution des dividendes, les facteurs qui l'influencent, les principales théories et modèles et les différents types de la politique de distribution des dividendes. Ensuite, développer dans un second temps, le cadre théorique de la gouvernance des entreprises et le concept de l'asymétrie d'information qui a une relation négative avec la politique de la distribution des dividendes, le problème d'agence et le rôle de la gouvernance dans la réduction du problème du conflits d'intérêt.

La partie empirique consiste en un questionnaire distribué sur l'échantillon de l'étude représenté par les sociétés par action (SPA) dans la Wilaya d'Alger. L'objectif est d'avoir des réponses des responsables des sociétés et les directeurs exécutifs et par la suite, le traitement des données obtenues statistiquement par le biais d'un logiciel statistique SPSS. Les principales résultats de l'étude consistent en la constatation de l'existence d'asymétrie d'information entre les investisseurs internes et externes ; le non-respect, des sociétés objet de l'étude, des droits des actionnaires, cela est dû à l'absence de la gouvernance lors de la gestion des bénéfices.

Mots clés : politique de distribution des dividendes, gouvernance des entreprises, asymétrie d'information, problème d'agence.

قائمة الملاحق

الملحق رقم 01: الاستبيان باللغة العربية



الباحث: طارق وهابي

طالب ماجستير

سيدي الفاضل / سيدتي الفاضلة

السلام عليكم ورحمة الله وبركاته،،،،

الاستبانة التي بين يديك هي إحدى أدوات الدراسة لاستكمال متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية والمالية تخصص: مالية بالمدرسة العليا للتجارة بعنوان:

سياسة توزيع الأرباح في ظل حوكمة الشركات - دراسة ميدانية علي شركات المساهمة الجزائرية -

وهذا الاستبيان يسعى لإيضاح تأثير الحوكمة على سياسة توزيع الأرباح، وهو بمثابة أداة يستعان بها في إعداد هذه المذكرة. يرجى التكرم بتعبئة الاستبانة المرفقة، بعد قراءة كل عبارة من عباراتها قراءة متأنية، كما أتمنى منكم إعطاءها بعض الاهتمام وذلك لما لإجاباتكم من أهمية تعتمد عليها نتائج هذه الدراسة. علما بأن المعلومات المتحصل عليها ستعامل بسرية تامة، ولن تستخدم إلا لأغراض البحث العلمي فقط.

شكرا لتعاونكم وحسن استجاباتكم.

الجزء الأول: معلومات عامة

الرجاء وضع علامة (√) حول الإجابة المناسبة لكل من العبارات التالية:

1. المستوي الوظيفي

- مدير عام عضو مجلس إدارة مدير تنفيذي رئيس دائرة
أخرى.....

2. الدرجة العلمية

- ليسانس ماجستير دكتوراه أخرى.....

3. التخصص

- محاسبة مالية إدارة أعمال أخرى.....

4. العمر

- أقل من 30 سنة من 30 إلى 40 سنة من 41 إلى 50 سنة أكبر من 50 سنة

5. عدد سنوات الخبرة

- أقل من 5 سنوات من 5 إلى 10 سنوات من 11 إلى 15 سنة
 من 16 إلى 20 سنة أكثر من 20 سنة

الجزء الثاني: تأثير الحوكمة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة الجزائرية

الرجاء وضع علامة (√) في خانة الإجابة المناسبة

المحور الأول: تطبيق الحوكمة في تسيير إدارة أرباح الشركة	موافق تماما	موافق	غير موافق تماما	غير موافق
1				
2				

				3	يتم إعلام كل الأطراف بهذه السياسة.
				4	مشاركة كل الأطراف في وضع سياسة التوزيع بشكل عادل.
				5	وجود إطار تنظيمي فعال يضبط كافة جوانب الحوكمة في توزيع أرباح الشركة.
				6	وجود أعضاء خارجيين ومستقلين عن الشركة في مجلس الإدارة يساهم في تقليص صراع المصالح.
				7	تحدد الأرباح المعاد استثمارها على أساس برامج استثمارية.
				8	وجود حوكمة فعالة في الشركة تساعد على تخفيض مشكل تضارب المصالح.

المحور الثاني: الشفافية والإفصاح في توزيع الأرباح					
غير موافق تماما	غير موافق	محايد	موافق	موافق تماما	
				1	وجود سياسة واضحة ومعتمدة في توزيع الأرباح.
				2	يتم الإفصاح عن المعلومات الكافية للمستخدمين في الوقت المناسب وبكل شفافية.
				3	يتم إعلام كل الأطراف داخل الشركة بهذه السياسة.
				4	نشر القوائم المالية في الوقت المناسب وفي موعدها.
				5	يتخذ مجلس الإدارة قرار توزيع الأرباح بطريقة واضحة وشفافة.
				6	تعمل إدارة الشركة على رفع مستوى الشفافية والإفصاح فيما يخص سياسة توزيع الأرباح.
				7	تفصح الشركة عن ملكية وعدد الأسهم المصرح بها.

غير موافق تماما	غير موافق	محايد	موافق	موافق تماما	المحور الثالث: إلتزام الشركة بحقوق المساهمين والمعاملة المتكافئة لهم.
					1 حماية حقوق صغار المساهمين من الممارسات الانتهازية.
					2 تحدد سياسة توزيع الأرباح في الشركة المناسبة لكل الأطراف.
					3 يتم تعويض الأطراف ذات الصلة مهما كان وزنهم داخل الشركة في حالة انتهاك حقوقهم.
					4 السهولة في نقل وتحويل ملكية الأسهم بين المساهمين.
					5 المساواة في المعاملة مع جميع المساهمين داخل الشركة.
					6 تتم معاملة المساهمين من نفس الفئة بالتساوي.

غير موافق تماما	غير موافق	محايد	موافق	موافق تماما	المحور الرابع: العدالة والمساواة فيما يخص الحصول على المعلومة.
					1 يتم توفير المعلومات المالية لجميع الأطراف بطريقة عادلة ومتساوية.
					2 يحصل المساهمون على المعلومات المتعلقة بالشركة بصفة دورية ومنتظمة وبكل سهولة.
					3 يحق للمساهمين الحصول على المعلومات قبل شراء الأسهم لكافة فئات الأسهم.
					4 لا يوجد تباين في المعلومات بين المدراء والمساهمين الخارجيين.
					5 يحق للمساهمين المطالبة بالحصول على المعلومات الكافية عن وضعية الشركة الحالية والمستقبلية.
					6 في حالة وجود استثناءات أو تغييرات في سياسة التوزيع يتم إعلام كل الأطراف في الوقت المناسب وبالتساوي.

الملحق رقم 02: الاستبيان باللغة الفرنسية

Ecole supérieure de commerce



Tarek Ouahabi

Etudiant Magister

Ce questionnaire est un outil d'étude pour la préparation d'une thèse en vue de l'obtention d'un magister en science commerciales et financières option : Finance à l'école supérieure de commerce, intitulé : La politique de distribution des dividendes à la lumière de la gouvernance d'entreprise – étude pratique sur les sociétés par action Algérienne -

Ce questionnaire cherche à éclairer l'effet de la gouvernance d'entreprise sur la politique de distribution des dividendes, qui sert d'outil nécessaire à la préparation de cette thèse. Vu que la véracité des résultats de l'étude dépend de l'exactitude de vos réponses. Ainsi que Les informations obtenues seront en toutes confidentialité et ne seront utilisées que dans le but de la recherche scientifique.

Merci pour votre aide et soutien.

Première partie : Informations générales

SVP cochez (✓) dans la case réponse appropriée

1- La fonction

- Directeur général membre du conseil d'administration
 directeur exécutif chef département

une autre fonction veuillez préciser :

.....

2- Qualification scientifique

- Licence Magister Doctorat

Une autre qualification veuillez préciser :

.....

3- La spécialité

- Comptabilité Finance Management

une autre spécialité veuillez préciser :

.....

4- L'âge

- Moins de 30 ans de 30 à 40 ans de 41 à 50 ans plus que 50 ans

5- Années d'expérience

- Moins de 5 ans de 5 à 10 ans de 11 à 15 ans
 de 16 à 20 ans plus que 20 ans

Deuxième partie : L'effet de la gouvernance d'entreprise sur la politique de distribution des dividendes dans les sociétés par action Algérienne.

SVP cochez (✓) dans la case réponse appropriée

	Premier Axe : L'application de la gouvernance dans la gestion des dividendes de la société	Totalement d'accord	D'accord	Neutre	Non d'accord	Totalement non d'accord
1	L'entreprise dispose des législations et réglementations clair qui déterminent les responsabilités de chaque partie.					
2	La participation de toutes les parties dans l'élaboration de la politique de distribution des dividendes d'une manière juste.					
3	L'entreprise informe tous les parties prenantes de cette politique.					
4	La politique de distribution des dividendes accrédité est caractérisée par la clarté.					
5	L'existence d'un cadre réglementaire efficace qui gère l'opération de distribution des dividendes dans la société.					
6	La présence des membres externes et indépendants de la société dans le conseil d'administration contribue à réduire le conflit d'intérêt.					
7	Les bénéfices réinvestis sera employés sur la base des programmes d'investissement.					
8	L'administration assure un climat de travail adéquat qui contribue à réduire le problème des conflits d'intérêts.					

	Deuxième Axe : La transparence et la divulgation dans la distribution des dividendes	Totalement d'accord	D'accord	Neutre	Non d'accord	Totalement non d'accord
1	L'existence d'une politique claire et accrédité dans la distribution des dividendes.					
2	La société informe toutes les					

	parties internes de cette politique.					
3	La société divulgue toute les informations suffisantes pour les utilisateurs au temps et avec toute transparence.					
4	La publication des états financiers au temps voulu et adéquat.					
5	La prise de la décision concernant la distribution des dividendes d'une manière claire et transparente.					
6	L'administration travaille pour élever le niveau de la transparence et la divulgation en ce qui concerne la politique de distribution des dividendes.					
7	La société divulgue la propriété et le nombre des actions déclarés.					
6	La proportion de la répartition des dividendes est déterminée dans les délais réglementaire et informe toutes les parties de cette proportion.					

	Troisième Axe : L'engagement de la société pour les droits des actionnaires et leur traitement égal.	Totalement d'accord	D'accord	Neutre	Non d'accord	Totalement non d'accord
1	La protection des droits des petits actionnaires des pratiques opportunistes en ce qui concerne les dividendes distribués.					
2	La détermination de la politique de distribution des dividendes adéquate pour chaque partie.					
3	L'indemnisation des parties prenantes quel que soit leur poids dans la société dans le cas de violation de leurs droits des dividendes.					
4	La rapidité dans le transfert de la propriété des actions entre les actionnaires dans le cas de non distribution des dividendes.					
5	L'égalité dans le traitement entre tous les actionnaires dans la société.					
6	La proportion de la répartition des dividendes est déterminée dans les délais réglementaire et informe toutes les parties de cette proportion.					

	Quatrième Axe : L'égalité et la justice en ce qui concerne l'accès à l'information	Totalement d'accord	D'accord	Neutre	Non d'accord	Totalement non d'accord
1	Les informations financières sont fournies pour toutes les parties d'une manière égale et juste.					
2	Les actionnaires obtient les informations concernant la société					

	régulièrement et d'une manière facile .					
3	Les investisseurs ont le droit d'obtenir les informations avant l'acquisition des actions pour toutes les catégories des actions.					
4	Il n'existe pas une asymétrie d'information entre le gestionnaire et les actionnaires externes.					
5	Les actionnaires ont le droit de demander les informations suffisantes sur la situation actuelle et future de la société.					
6	Dans le cas où il existe des exceptions et des modifications sur la politique de distribution des dividendes, la société informe toutes les parties prenantes au temps voulu et avec toute transparence.					

Et merci de votre bienveillance.

الملحق رقم 03: نتائج التحليل الإحصائي وفق برنامج SPSS

Récapitulatif de traitement des observations

	N	%
Valide	41	100,0
Observations Exclus ^a	0	,0
Total	41	100,0

Statistiques de fiabilité

Alpha de Cronbach	Nombre d'éléments
,835	9

Statistiques de total des éléments

	Moyenne de l'échelle en cas de suppression d'un élément	Variance de l'échelle en cas de suppression d'un élément	Corrélation complète des éléments corrigés	Alpha de Cronbach en cas de suppression de l'élément
L'entreprise dispose des législations et réglementations claires qui déterminent les responsabilités de chaque partie.	19,3902	29,325	,673	,802
La participation de toutes les parties dans l'élaboration de la politique de distribution des dividendes d'une manière juste.	18,5122	31,200	,543	,819
L'entreprise informe tous les parties prenantes de cette politique.	19,0488	30,991	,621	,809
La politique de distribution des dividendes accréditée est caractérisée par la clarté.	18,7561	29,645	,688	,801
L'existence d'un cadre réglementaire efficace qui gère l'opération de distribution des dividendes dans la société.	19,1463	30,766	,629	,808
La présence des membres externes et indépendants de la société dans le conseil d'administration contribue à réduire le conflit d'intérêt.	18,8049	36,986	,105	,864

Les bénéficiaires réinvestis sera employés sur la base des programmes d'investissement.	19,0976	35,634	,315	,839
L'administration assure un climat de travail adéquat qui contribue à réduire le problème des conflits d'intérêts.	18,6585	30,999	,530	,821
AXE01	18,9268	31,220	1,000	,788

Statistiques de total des éléments

	Moyenne de l'échelle en cas de suppression d'un élément	Variance de l'échelle en cas de suppression d'un élément	Corrélation complète des éléments corrigés	Alpha de Cronbach en cas de suppression de l'élément
L'existence d'une politique claire et accrédité dans la distribution des dividendes.	17,9861	23,874	,652	,809
La société informe toutes les parties internes de cette politique.	17,8153	25,329	,590	,817
La société divulgue toute les informations suffisantes pour les utilisateurs au temps et avec toute transparence.	17,8153	24,750	,632	,812
La publication des états financiers au temps voulu et adéquat.	18,4007	25,799	,557	,822
La prise de la décision concernant la distribution des dividendes d'une manière claire et transparente.	18,0836	28,196	,403	,839
L'administration travaille pour élever le niveau de la transparence et la divulgation en ce qui concerne la politique de distribution des dividendes.	17,8885	26,640	,495	,830

La société divulgue la propriété et le nombre des actions déclarés.	18,0105	27,885	,391	,842
AXE02	18,0000	25,400	1,000	,785

Statistiques de total des éléments

	Moyenne de l'échelle en cas de suppression d'un élément	Variance de l'échelle en cas de suppression d'un élément	Corrélation complète des éléments corrigés	Alpha de Cronbach en cas de suppression de l'élément
La protection des droits des petits actionnaires des pratiques opportunistes en ce qui concerne les dividendes distribués.	14,6789	17,639	,607	,861
La détermination de la politique de distribution des dividendes adéquate pour chaque partie.	14,5325	17,346	,641	,856
L'indemnisation des parties prenantes quel que soit leur poids dans la société dans le cas de violation de leurs droits des dividendes.	14,5813	18,182	,621	,859
La rapidité dans le transfert de la propriété des actions entre les actionnaires dans le cas de non distribution des dividendes.	14,2642	17,515	,586	,864
L'égalité dans le traitement entre tous les actionnaires dans la société.	14,7764	16,511	,741	,842
La proportion de la répartition des dividendes est déterminée dans les délais réglementaire et informe toutes les parties de cette proportion.	14,8252	18,214	,492	,877
AXE03	14,6098	17,144	1,000	,822

Statistiques de total des éléments

	Moyenne de l'échelle en cas de suppression d'un élément	Variance de l'échelle en cas de suppression d'un élément	Corrélation complète des éléments corrigés	Alpha de Cronbach en cas de suppression de l'élément
Les informations financières sont fournies pour toutes les parties d'une manière égale et juste.	14,6179	14,391	,483	,651
Les actionnaires obtient les informations concernant la société régulièrement et d'une manière facile .	14,4228	15,232	,417	,669
Les investisseurs ont le droit d'obtenir les informations avant l'acquisition des actions pour toutes les catégories des actions.	14,4228	14,790	,413	,670
Il n'existe pas une asymétrie d'information entre le gestionnaire et les actionnaires externes.	13,5447	13,344	,428	,671
Les actionnaires ont le droit de demander les informations suffisantes sur la situation actuelle et future de la société.	14,8862	16,902	,185	,722
Dans le cas où il existe des exceptions et des modifications sur la politique de distribution des dividendes, la société informe toutes les parties prenantes au temps voulu et avec toute transparence.	14,4472	15,419	,273	,710
AXE04	14,3902	14,194	1,000	,584

Corrélations

			L'entreprise dispose des législations et réglementations claires qui déterminent les responsabilités de chaque partie.
Rho de Spearman	L'entreprise dispose des législations et réglementations claires qui déterminent les responsabilités de chaque partie.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	1,000 . 41
	La participation de toutes les parties dans l'élaboration de la politique de distribution des dividendes d'une manière juste.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,330* ,035 41
	L'entreprise informe tous les parties prenantes de cette politique.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,493** ,001 41
	La politique de distribution des dividendes accrédité est caractérisée par la clarté.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,538** ,000 41
	L'existence d'un cadre réglementaire efficace qui gère l'opération de distribution des dividendes dans la société.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,506** ,001 41
	La présence des membres externes et indépendants	Coefficient de corrélation	-,015

de la société dans le conseil d'administration contribue à réduire le conflit d'intérêt.	Sig. (bilatérale) N	,924 41
Les bénéfices réinvestis sera employés sur la base des programmes d'investissement.	Coefficient de corrélation	,375*

Corrélations

		La participation de toutes les parties dans l'élaboration de la politique de distribution des dividendes d'une manière juste.	
Rho de Spearman	L'entreprise dispose des législations et réglementations clair qui déterminent les responsabilités de chaque partie.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,330 ,035 41
	La participation de toutes les parties dans l'élaboration de la politique de distribution des dividendes d'une manière juste.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	1,000* . 41
	L'entreprise informe tous les parties prenantes de cette politique.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,415** ,007 41
	La politique de distribution des dividendes accrédité est caractérisée par la clarté.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,544** ,000 41
	L'existence d'un cadre réglementaire efficace qui gère l'opération de distribution des dividendes dans la société.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,456** ,003 41
	La présence des membres externes et indépendants de la société dans le conseil d'administration contribue à réduire le conflit d'intérêt.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,160 ,317 41
	Les bénéfices réinvestis sera employés sur la base des programmes d'investissement.	Coefficient de corrélation	-,010*

fonction

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	directeur général	4	9,8	9,8
	membre du conseil d'administration	9	22,0	31,7
	directeur exécutif	5	12,2	43,9

chef département	20	48,8	48,8	92,7
autre	3	7,3	7,3	100,0
Total	41	100,0	100,0	

qualificationscientifique

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
licence	19	46,3	46,3	46,3
magister	13	31,7	31,7	78,0
Valide doctorat	6	14,6	14,6	92,7
autre	3	7,3	7,3	100,0
Total	41	100,0	100,0	

spécialité

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
1	13	31,7	31,7	31,7
2	11	26,8	26,8	58,5
Valide 3	10	24,4	24,4	82,9
4	7	17,1	17,1	100,0
Total	41	100,0	100,0	

age

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
moins de 30 ans	5	12,2	12,2	12,2
de 30 à 40 ans	15	36,6	36,6	48,8
Valide de 41 à 50 ans	15	36,6	36,6	85,4
plus que 50 ans	6	14,6	14,6	100,0
Total	41	100,0	100,0	

annéesexpérience

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
moins de 5 ans	5	12,2	12,2	12,2
5 à 10 ans	15	36,6	36,6	48,8
Valide de 11 à 15 ans	7	17,1	17,1	65,9
de 16 à 20	10	24,4	24,4	90,2
plus que 20 ans	4	9,8	9,8	100,0
Total	41	100,0	100,0	

Test de Kolmogorov-Smirnov à un échantillon

		AXE01	AXE02	AXE03	AXE04
N		41	41	41	41
Paramètres normaux ^{a,b}	Moyenne	2,3659	2,5714	2,4350	2,3984
	Ecart-type	,69843	,71998	,69009	,62791
Différences les plus extrêmes	Absolue	,087	,134	,087	,102
	Positive	,087	,134	,087	,102
	Négative	-,081	-,088	-,074	-,087
Z de Kolmogorov-Smirnov		,557	,859	,555	,655
Signification asymptotique (bilatérale)		,915	,452	,917	,785

Test de Kolmogorov-Smirnov à un échantillon

		TOTALAXE
N		41
Paramètres normaux ^{a,b}	Moyenne	2,4417
	Ecart-type	,50880
Différences les plus extrêmes	Absolue	,092
	Positive	,092
	Négative	-,077
Z de Kolmogorov-Smirnov		,591
Signification asymptotique (bilatérale)		,875

Corrélations

	La participation de toutes les parties dans l'élaboration de la politique de distribution des dividendes d'une manière juste.
--	---

Rho de Spearman	L'entreprise dispose des législations et réglementations claires qui déterminent les responsabilités de chaque partie.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,330 ,035 41
	La participation de toutes les parties dans l'élaboration de la politique de distribution des dividendes d'une manière juste.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	1,000* . 41
	L'entreprise informe tous les parties prenantes de cette politique.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,415** ,007 41
	La politique de distribution des dividendes accrédité est caractérisée par la clarté.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,544** ,000 41
	L'existence d'un cadre réglementaire efficace qui gère l'opération de distribution des dividendes dans la société.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,456** ,003 41
	La présence des membres externes et indépendants de la société dans le conseil d'administration contribue à réduire le conflit d'intérêt.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,160 ,317 41
	Les bénéfices réinvestis sera employés sur la base des programmes d'investissement.	Coefficient de corrélation	-,010*

Corrélations

	L'entreprise informe tous les parties prenantes de cette politique.
--	---

Rho de Spearman	L'entreprise dispose des législations et réglementations claires qui déterminent les responsabilités de chaque partie.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,493 ,001 41
	La participation de toutes les parties dans l'élaboration de la politique de distribution des dividendes d'une manière juste.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,415* ,007 41
	L'entreprise informe tous les parties prenantes de cette politique.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	1,000** . 41
	La politique de distribution des dividendes accrédité est caractérisée par la clarté.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,528** ,000 41
	L'existence d'un cadre réglementaire efficace qui gère l'opération de distribution des dividendes dans la société.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,402** ,009 41
	La présence des membres externes et indépendants de la société dans le conseil d'administration contribue à réduire le conflit d'intérêt.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	-,036 ,823 41
	Les bénéfices réinvestis sera employés sur la base des programmes d'investissement.	Coefficient de corrélation	,218*

Corrélations

			La politique de distribution des dividendes accrédité est caractérisée par la clarté.
Rho de Spearman	L'entreprise dispose des législations et réglementations claires qui déterminent les responsabilités de chaque partie.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,538 ,000 41
	La participation de toutes les parties dans l'élaboration de la politique de distribution des dividendes d'une manière juste.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,544* ,000 41
	L'entreprise informe tous les parties prenantes de cette politique.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,528** ,000 41
	La politique de distribution des dividendes accrédité est caractérisée par la clarté.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	1,000** . 41
	L'existence d'un cadre réglementaire efficace qui gère l'opération de distribution des dividendes dans la société.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,523** ,000 41
	La présence des membres externes et indépendants de la société dans le conseil d'administration contribue à réduire le conflit d'intérêt.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,100 ,533 41
	Les bénéfices réinvestis seront employés sur la base des programmes d'investissement.	Coefficient de corrélation	,298*

Corrélations

			L'existence d'un cadre réglementaire efficace qui gère l'opération de distribution des dividendes dans la société.
Rho de Spearman	L'entreprise dispose des législations et réglementations claires qui déterminent les responsabilités de chaque partie.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,506 ,001 41
	La participation de toutes les parties dans l'élaboration de la politique de distribution des dividendes d'une manière juste.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,456* ,003 41
	L'entreprise informe tous les parties prenantes de cette politique.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,402** ,009 41
	La politique de distribution des dividendes accrédité est caractérisée par la clarté.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,523** ,000 41
	L'existence d'un cadre réglementaire efficace qui gère l'opération de distribution des dividendes dans la société.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	1,000** . 41
	La présence des membres externes et indépendants de la société dans le conseil d'administration contribue à réduire le conflit d'intérêt.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,088 ,586 41

Les bénéfices réinvestis sera employés sur la base des programmes d'investissement.	Coefficient de corrélation	,266*
---	----------------------------	-------

Corrélations

		La présence des membres externes et indépendants de la société dans le conseil d'administration contribue à réduire le conflit d'intérêt.
	L'entreprise dispose des législations et réglementations clair qui déterminent les responsabilités de chaque partie.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N
		-,015 ,924 41
	La participation de toutes les parties dans l'élaboration de la politique de distribution des dividendes d'une manière juste.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N
		,160* ,317 41
Rho de Spearman	L'entreprise informe tous les parties prenantes de cette politique.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N
		-,036** ,823 41
	La politique de distribution des dividendes accrédité est caractérisée par la clarté.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N
		,100** ,533 41
	L'existence d'un cadre réglementaire efficace qui gère l'opération de distribution des dividendes dans la société.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N
		,088** ,586 41

La présence des membres externes et indépendants de la société dans le conseil d'administration contribue à réduire le conflit d'intérêt.	Coefficient de corrélation	1,000
	Sig. (bilatérale)	.
	N	41
Les bénéfices réinvestis sera employés sur la base des programmes d'investissement.	Coefficient de corrélation	,247*

Corrélations

		Les bénéfices réinvestis sera employés sur la base des programmes d'investissement.	
Rho de Spearman	L'entreprise dispose des législations et réglementations claires qui déterminent les responsabilités de chaque partie.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,375 ,016 41
	La participation de toutes les parties dans l'élaboration de la politique de distribution des dividendes d'une manière juste.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	-,010* ,953 41
	L'entreprise informe tous les parties prenantes de cette politique.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,218** ,171 41
	La politique de distribution des dividendes accrédité est caractérisée par la clarté.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,298** ,058 41
	L'existence d'un cadre réglementaire efficace qui gère l'opération de	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale)	,266** ,092

distribution des dividendes dans la société.	N		41
La présence des membres externes et indépendants de la société dans le conseil d'administration contribue à réduire le conflit d'intérêt.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale)		,247 ,119
Les bénéfices réinvestis sera employés sur la base des programmes d'investissement.	N Coefficient de corrélation		41 1,000*

Corrélations

			L'administration assure un climat de travail adéquat qui contribue à réduire le problème des conflits d'intérêts.	AXE01
Rho de Spearman	L'entreprise dispose des législations et réglementations claires qui déterminent les responsabilités de chaque partie.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,580 ,000 41	,741* ,000 41
	La participation de toutes les parties dans l'élaboration de la politique de distribution des dividendes d'une manière juste.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,295* ,061 41	,674 ,000 41
	L'entreprise informe tous les parties prenantes de cette politique.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,464** ,002 41	,698** ,000 41
	La politique de distribution des	Coefficient de corrélation	,340**	,775**

dividendes accrédité est caractérisée par la clarté.	Sig. (bilatérale) N	,030 41	,000 41
L'existence d'un cadre règlementaire efficace qui gère l'opération de distribution des dividendes dans la société.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,419** ,006 41	,725** ,000 41
La présence des membres externes et indépendants de la société dans le conseil d'administration contribue à réduire le conflit d'intérêt.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	-,052 ,746 41	,284 ,072 41
Les bénéfices réinvestis sera employés sur la base des programmes d'investissement.	Coefficient de corrélation	,236*	,400

Corrélations

			L'entreprise dispose des législations et réglementations claires qui déterminent les responsabilités de chaque partie.
Rho de Spearman	Les bénéfices réinvestis sera employés sur la base des programmes d'investissement.	Sig. (bilatérale) N	,016 41
	L'administration assure un climat de travail adéquat qui contribue à réduire le problème des conflits d'intérêts.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,580 ,000* 41

	Coefficient de corrélation	,741
AXE01	Sig. (bilatérale)	,000**
	N	41

Corrélations

			La participation de toutes les parties dans l'élaboration de la politique de distribution des dividendes d'une manière juste.
Rho de Spearman	Les bénéfices réinvestis sera employés sur la base des programmes d'investissement.	Sig. (bilatérale) N	,953 41
	L'administration assure un climat de travail adéquat qui contribue à réduire le problème des conflits d'intérêts.	Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,295 ,061* 41
AXE01		Coefficient de corrélation Sig. (bilatérale) N	,674 ,000** 41

Corrélations

			L'entreprise informe tous les parties prenantes de cette politique.
Rho de Spearman	Les bénéfices réinvestis sera employés sur la base des programmes d'investissement.	Sig. (bilatérale) N	,171 41

	L'administration assure un climat de travail adéquat qui contribue à réduire le problème des conflits d'intérêts.	Coefficient de corrélation	,464
		Sig. (bilatérale)	,002*
		N	41
AXE01		Coefficient de corrélation	,698
		Sig. (bilatérale)	,000**
		N	41

Corrélations

			La politique de distribution des dividendes accrédité est caractérisée par la clarté.
Rho de Spearman	Les bénéfices réinvestis sera employés sur la base des programmes d'investissement.	Sig. (bilatérale)	,058
		N	41
	L'administration assure un climat de travail adéquat qui contribue à réduire le problème des conflits d'intérêts.	Coefficient de corrélation	,340
		Sig. (bilatérale)	,030*
		N	41
		Coefficient de corrélation	,775
AXE01		Sig. (bilatérale)	,000**
		N	41

L'entreprise dispose des législations et réglementations clair qui déterminent les responsabilités de chaque partie.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
totalemnt non d'accord	19	46,3	46,3	46,3
non d'accord	16	39,0	39,0	85,4
Valide d'accord	3	7,3	7,3	92,7
totalemnt d'accord	3	7,3	7,3	100,0
Total	41	100,0	100,0	

La participation de toutes les parties dans l'élaboration de la politique de distribution des dividendes d'une manière juste.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide				
toatement non d'accord	5	12,2	12,2	12,2
non d'accord	14	34,1	34,1	46,3
neutre	10	24,4	24,4	70,7
d'accord	9	22,0	22,0	92,7
toatement d'accord	3	7,3	7,3	100,0
Total	41	100,0	100,0	

L'entreprise informe tous les parties prenantes de cette politique.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide				
toatement non d'accord	10	24,4	24,4	24,4
non d'accord	19	46,3	46,3	70,7
neutre	5	12,2	12,2	82,9
d'accord	6	14,6	14,6	97,6
toatement d'accord	1	2,4	2,4	100,0
Total	41	100,0	100,0	

La politique de distribution des dividendes accrédité est caractérisée par la clarté.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide				
toatement non d'accord	8	19,5	19,5	19,5
non d'accord	15	36,6	36,6	56,1
neutre	7	17,1	17,1	73,2
d'accord	10	24,4	24,4	97,6
toatement d'accord	1	2,4	2,4	100,0
Total	41	100,0	100,0	

L'existence d'un cadre règlementaire efficace qui gère l'opération de distribution des dividendes dans la société.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé

	totalement non d'accord	14	34,1	34,1	34,1
	non d'accord	13	31,7	31,7	65,9
Valide	neutre	9	22,0	22,0	87,8
	d'accord	4	9,8	9,8	97,6
	totalement d'accord	1	2,4	2,4	100,0
	Total	41	100,0	100,0	

**La présence des membres externes et indépendants de la société dans le conseil
d'administration contribue à réduire le conflit d'intérêt.**

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
	totalement non d'accord	8	19,5	19,5
	non d'accord	14	34,1	53,7
Valide	neutre	11	26,8	80,5
	d'accord	7	17,1	97,6
	totalement d'accord	1	2,4	100,0
	Total	41	100,0	100,0

Les bénéfices réinvestis sera employés sur la base des programmes d'investissement.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
	totalement non d'accord	7	17,1	17,1
	non d'accord	23	56,1	73,2
Valide	neutre	7	17,1	90,2
	d'accord	4	9,8	100,0
	Total	41	100,0	100,0

**L'administration assure un climat de travail adéquat qui contribue à réduire le problème des
conflits d'intérêts.**

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
	totalement non d'accord	7	17,1	17,1
	non d'accord	16	39,0	56,1
Valide	neutre	5	12,2	68,3
	d'accord	11	26,8	95,1
	totalement d'accord	2	4,9	100,0
	Total	41	100,0	100,0

L'existence d'une politique claire et accrédité dans la distribution des dividendes.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide				
totalemnt non d'accord	7	17,1	17,1	17,1
non d'accord	18	43,9	43,9	61,0
neutre	4	9,8	9,8	70,7
d'accord	9	22,0	22,0	92,7
totalemnt d'accord	3	7,3	7,3	100,0
Total	41	100,0	100,0	

La société informe toutes les parties internes de cette politique.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide				
totalemnt non d'accord	4	9,8	9,8	9,8
non d'accord	16	39,0	39,0	48,8
neutre	10	24,4	24,4	73,2
d'accord	8	19,5	19,5	92,7
totalemnt d'accord	3	7,3	7,3	100,0
Total	41	100,0	100,0	

La société divulgue toute les informations suffisantes pour les utilisateurs au temps et avec toute transparence.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide				
totalemnt non d'accord	5	12,2	12,2	12,2
non d'accord	14	34,1	34,1	46,3
neutre	11	26,8	26,8	73,2
d'accord	8	19,5	19,5	92,7
totalemnt d'accord	3	7,3	7,3	100,0
Total	41	100,0	100,0	

La publication des états financiers au temps voulu et adéquat.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide				
totalemnt non d'accord	12	29,3	29,3	29,3

non d'accord	18	43,9	43,9	73,2
neutre	4	9,8	9,8	82,9
d'accord	6	14,6	14,6	97,6
totalemment d'accord	1	2,4	2,4	100,0
Total	41	100,0	100,0	

La prise de la décision concernant la distribution des dividendes d'une manière claire et transparente.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
totalemment non d'accord	4	9,8	9,8	9,8
non d'accord	21	51,2	51,2	61,0
neutre	9	22,0	22,0	82,9
d'accord	6	14,6	14,6	97,6
totalemment d'accord	1	2,4	2,4	100,0
Total	41	100,0	100,0	

L'administration travaille pour élever le niveau de la transparence et la divulgation en ce qui concerne la politique de distribution des dividendes.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
totalemment non d'accord	5	12,2	12,2	12,2
non d'accord	14	34,1	34,1	46,3
neutre	13	31,7	31,7	78,0
d'accord	7	17,1	17,1	95,1
totalemment d'accord	2	4,9	4,9	100,0
Total	41	100,0	100,0	

La société divulgue la propriété et le nombre des actions déclarés.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
totalemment non d'accord	5	12,2	12,2	12,2
non d'accord	17	41,5	41,5	53,7
neutre	12	29,3	29,3	82,9
d'accord	5	12,2	12,2	95,1
totalemment d'accord	2	4,9	4,9	100,0
Total	41	100,0	100,0	

La protection des droits des petits actionnaires des pratiques opportunistes en ce qui concerne les dividendes distribués.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide				
totalement non d'accord	6	14,6	14,6	14,6
non d'accord	20	48,8	48,8	63,4
neutre	10	24,4	24,4	87,8
d'accord	4	9,8	9,8	97,6
totalement d'accord	1	2,4	2,4	100,0
Total	41	100,0	100,0	

La détermination de la politique de distribution des dividendes adéquate pour chaque partie.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide				
totalement non d'accord	4	9,8	9,8	9,8
non d'accord	20	48,8	48,8	58,5
neutre	10	24,4	24,4	82,9
d'accord	6	14,6	14,6	97,6
totalement d'accord	1	2,4	2,4	100,0
Total	41	100,0	100,0	

L'indemnisation des parties prenantes quel que soit leur poids dans la société dans le cas de violation de leurs droits des dividendes.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide				
totalement non d'accord	5	12,2	12,2	12,2
non d'accord	15	36,6	36,6	48,8
neutre	19	46,3	46,3	95,1
d'accord	1	2,4	2,4	97,6
totalement d'accord	1	2,4	2,4	100,0
Total	41	100,0	100,0	

La rapidité dans le transfert de la propriété des actions entre les actionnaires dans le cas de non distribution des dividendes.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide				
totalement non d'accord	3	7,3	7,3	7,3
non d'accord	15	36,6	36,6	43,9
neutre	12	29,3	29,3	73,2
d'accord	10	24,4	24,4	97,6
totalement d'accord	1	2,4	2,4	100,0
Total	41	100,0	100,0	

L'égalité dans le traitement entre tous les actionnaires dans la société.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide				
totalement non d'accord	8	19,5	19,5	19,5
non d'accord	20	48,8	48,8	68,3
neutre	8	19,5	19,5	87,8
d'accord	4	9,8	9,8	97,6
totalement d'accord	1	2,4	2,4	100,0
Total	41	100,0	100,0	

La proportion de la répartition des dividendes est déterminée dans les délais réglementaire et informe toutes les parties de cette proportion.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide				
totalement non d'accord	8	19,5	19,5	19,5
non d'accord	22	53,7	53,7	73,2
neutre	7	17,1	17,1	90,2
d'accord	2	4,9	4,9	95,1
totalement d'accord	2	4,9	4,9	100,0
Total	41	100,0	100,0	

Les informations financières sont fournies pour toutes les parties d'une manière égale et juste.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide				
totalement non d'accord	10	24,4	24,4	24,4
non d'accord	21	51,2	51,2	75,6
neutre	5	12,2	12,2	87,8
d'accord	3	7,3	7,3	95,1

totalement d'accord	2	4,9	4,9	100,0
Total	41	100,0	100,0	

Les informations financières sont fournies pour toutes les parties d'une manière égale et juste.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
totalement non d'accord	10	24,4	24,4	24,4
non d'accord	21	51,2	51,2	75,6
neutre	5	12,2	12,2	87,8
d'accord	3	7,3	7,3	95,1
totalement d'accord	2	4,9	4,9	100,0
Total	41	100,0	100,0	

Les actionnaires obtient les informations concernant la société régulièrement et d'une manière facile .

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
totalement non d'accord	5	12,2	12,2	12,2
non d'accord	24	58,5	58,5	70,7
neutre	5	12,2	12,2	82,9
d'accord	6	14,6	14,6	97,6
totalement d'accord	1	2,4	2,4	100,0
Total	41	100,0	100,0	

Les investisseurs ont le droit d'obtenir les informations avant l'acquisition des actions pour toutes les catégories des actions.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
totalement non d'accord	8	19,5	19,5	19,5
non d'accord	18	43,9	43,9	63,4
neutre	9	22,0	22,0	85,4
d'accord	4	9,8	9,8	95,1
totalement d'accord	2	4,9	4,9	100,0
Total	41	100,0	100,0	

Il n'existe pas une asymétrie d'information entre le gestionnaire et les actionnaires externes.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide				
totalement non d'accord	5	12,2	12,2	12,2
non d'accord	9	22,0	22,0	34,1
neutre	6	14,6	14,6	48,8
d'accord	13	31,7	31,7	80,5
totalement d'accord	8	19,5	19,5	100,0
Total	41	100,0	100,0	

Les actionnaires ont le droit de demander les informations suffisantes sur la situation actuelle et future de la société.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide				
totalement non d'accord	15	36,6	36,6	36,6
non d'accord	19	46,3	46,3	82,9
neutre	5	12,2	12,2	95,1
totalement d'accord	2	4,9	4,9	100,0
Total	41	100,0	100,0	

Dans le cas où il existe des exceptions et des modifications sur la politique de distribution des dividendes, la société informe toutes les parties prenantes au temps voulu et avec toute transparence.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide				
totalement non d'accord	11	26,8	26,8	26,8
non d'accord	15	36,6	36,6	63,4
neutre	7	17,1	17,1	80,5
d'accord	6	14,6	14,6	95,1
totalement d'accord	2	4,9	4,9	100,0
Total	41	100,0	100,0	

Statistiques sur échantillon unique

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne

Les informations financières sont fournies pour toutes les parties d'une manière égale et juste.	41	2,17	1,046	,163
Les actionnaires obtient les informations concernant la société régulièrement et d'une manière facile .	41	2,37	,968	,151
Les investisseurs ont le droit d'obtenir les informations avant l'acquisition des actions pour toutes les catégories des actions.	41	2,37	1,067	,167
Il n'existe pas une asymétrie d'information entre le gestionnaire et les actionnaires externes.	41	3,24	1,338	,209
Les actionnaires ont le droit de demander les informations suffisantes sur la situation actuelle et future de la société.	41	1,90	,970	,151
Dans le cas où il existe des exceptions et des modifications sur la politique de distribution des dividendes, la société informe toutes les parties prenantes au temps voulu et avec toute transparence.	41	2,34	1,175	,183
meanAXE04	41	2,3984	,62791	,09806