

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المدرسة العليا للتجارة

رسالة دكتوراه في العلوم التجارية والمالية
فرع مالية

الموضوع:

العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة

- دراسة حالة الجزائر -

تحت إشراف الأستاذ الدكتور
بريش عبد القادر

من إعداد الطالب
بدروني عيسى

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	(المدرسة العليا للتجارة)	أ.د براق محمد
مقرا	(المدرسة العليا للتجارة)	أ.د بريش عبد القادر
مناقشا	(جامعة الجزائر 3)	أ.د بن بلقاسم سفيان
مناقشا	(جامعة الجزائر 3)	أ.د شيحة خميسي
مناقشا	(المدرسة العليا للتجارة)	د. عزواني ناصر
مناقشا	(جامعة محمد بوضياف -المسيلة)	د.شريط صلاح الدين

السنة الجامعية: 2016-2017

كلمة شكر

أحمد وأشكر الله الواحد الأحد الذي أنعم علي بنعمة العلم والعقل، وأمدني بالعزيمة والإرادة لإتمام هذا العمل.

يسعدني بعد حمد الله وشكره أن أتقدم بخالص الشكر والتقدير، وبأخلص عبارات الاحترام والعرفان بالجميل للأستاذ الفاضل الدكتور بريس عبد القادر، الذي أنار لي الطريق بعلمه وتوجيهاته السديدة، والذي كان لإرشاداته القيمة وروحه الطيبة الفضل الكبير في إنجاز هذا البحث.

كما أتوجه بوافر التقدير والامتنان لأساتذة المدرسة العليا للتجارة وأساتذة جامعة محمد بوضياف بالمسيلة على مساعداتهم وتوجيهاتهم المفيدة.

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر الجزيل لكل من ساهم من قريب أو بعيد وأخص بالذكر عمال المركز الوطني للسجل التجاري بالمحمدية. وأخيرا أتوجه بخالص شكري وعظيم تقديري لأفراد عائلتي على ما قدموه في صبر وصمت حتى يكتمل هذا البحث ويرى النور.

إهداء

أهدي هذا العمل إلى كل من أحب الله ورسوله، وجعل طاعتها سبيله
وجعل رضا الله مبتغاه وجعل من سنة نبيه محمد صلى الله عليه وسلم طريقاً
للوصول إلى النجاة.

إلى أعلى ما أملك في هذا الوجود إلى الصدر الحنون والقلب الرحيم، إلى
حجر العطاء الذي استمد منه فيض الحنان ومرفاً الأمان، إلى التي بكت
ودعت وسهرت الليالي فأنجبت وربت، الغالية أُمي الحبيبة.
إلى رمز المحبة والعطاء الذي لم ييخل عليا بدعواته إلى قدوتي في الحياة، إلى
من علمني بأنه عندما تنطفأ الأنوار لا بد من إضاءة الشمعة ولا تقوم بلعن
الظلام أي حفظه الله.

إلى أختي وإخوتي حفظهم الله.

إلى زوجتي أم محمد وابني حفظهما الله.

إلى جميع أهلي وأقاربي من قريب وبعيد.

إلى من أثار لي الطريق في سبيل تحصيل ولو قدر بسيط من المعرفة

أساتذتي الكرام.

إلى رفقاء الدرب الذين كانوا بمثابة إخوة، أصدقائي وزملائي الأعزاء.

إلى كل هؤلاء وبأسمى معاني الحب والوفاء، أهدي هذا العمل.

الفهرس العام

الصفحة	العنوان
	شكر و عرفان
	إهداء
I- VI	الفهرس العام
VII - IX	قائمة المختصرات الأساسية.....
X	قائمة الجداول.....
XI-XII	قائمة الرسوم البيانية والأشكال.....
XIII	الملخص.....
08 - 01	المقدمة العامة.....
61 - 09	الفصل الأول الإطار العام لتوزيع أرباح السهم
09	مقدمة الفصل الأول.....
10	المبحث الأول: توزيع أرباح السهم.....
10	المطلب الأول: سياسات توزيع أرباح السهم.....
10	1- سياسة الفائض أو المتبقي
12	2- سياسة توزيع مبلغ نقدي ثابت.....
13	3- توزيع النسبة الثابتة من أرباح السهم.....
13	4- سياسة النمط المستقر مع العلاوة الإضافية.....
14	5- نسبة منخفضة من أرباح السهم مع علاوات إضافية.....
14	6- حصول المساهمون على نسبة ثابتة.....
14	7- عدم التوزيع على المدى القصير.....
15	8- توزيع أرباح السهم كنسبة من القيمة السوقية للسهم.....
15	9- التوزيع بمعدل نمو ثابت.....
15	10- أرباح السهم الاستثنائية أو الخاصة.....
16	المطلب الثاني: إعادة شراء الأسهم.....
16	1- معنى إعادة شراء الأسهم.....
17	2- طرق إعادة شراء الأسهم.....
19	3- دوافع وأسباب إعادة شراء الأسهم.....
26	4- إعادة شراء الأسهم والقيمة السوقية للمؤسسة.....
27	5- العوامل المؤثرة على السعر السوقي للسهم.....
29	المطلب الثالث: التوزيعات الأخرى واستثمار أرباح السهم
29	1- التوزيعات الأخرى.....
33	2- استثمار أرباح السهم
36	المبحث الثاني: ما يمكن مراعاته عند توزيع أرباح السهم
36	المطلب الأول: التواريخ الأساسية لتوزيع أرباح السهم.....
37	المطلب الثاني: عوامل الإحلال بين طرق توزيع أرباح السهم.....

الفهرس العام

37	1- المرونة في الإحلال.....
38	2- المحتوى المعلوماتي.....
38	3- التأثير على هيكله المساهمين.....
38	4- التأثير على خيارات الأسهم للمسيرين.....
39	5- التكلفة الضريبية.....
39	6- الحاجة إلى الدخل.....
40	7- القواعد والقيود القانونية.....
40	8- الحاجة إلى التوسع والاستثمار.....
40	9- الحاجة لتسديد الديون.....
40	10- عمر المؤسسة.....
41	11- وضعية السيولة.....
41	12- معدل أرباح السهم.....
41	المطلب الثالث: مزايا توزيع أرباح السهم والهدف منها.....
42	1- الهدف من توزيع أرباح السهم.....
45	2- مزايا أرباح السهم.....
48	المبحث الثالث: العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع أرباح السهم.....
48	المطلب الأول: العوامل الخاصة بالسوق المالية.....
48	1- الاعتبارات القانونية.....
50	2- المحددات التعاقدية.....
50	3- الاعتبارات المتعلقة بالسوق.....
51	4- القابلية للتسويقية.....
51	5- حاجة المساهمين للدخل.....
51	6- نسبة سعر السهم إلى ربحيته.....
52	7- معدل الضرائب على دخول المساهمين.....
52	8- السياسات التي تنتهجها المؤسسات المماثلة.....
53	المطلب الثاني: العوامل الخاصة بالمؤسسة.....
53	1- المحددات الداخلية.....
54	2- مدى توفر الفرص الاستثمارية.....
54	3- مركز السيولة.....
54	4- عوائد الفرص الاستثمارية المتاحة.....
55	5- الهيكله المالية.....
55	6- الوضعية الاستراتيجية.....
56	المطلب الثالث: النسب المالية.....
56	1- بعض القوائم المالية.....
57	2- التحليل النسبي.....
61	خاتمة الفصل الأول.....

الفهرس العام

125 - 62	الفصل الثاني النماذج والنظريات المفسرة لتوزيع أرباح السهم
62	مقدمة الفصل الثاني.....
63	المبحث الأول: نماذج سياسة توزيع أرباح السهم.....
63	المطلب الأول: نموذج الترحيح ومقاربة سياسة التوزيعات الشخصية لموديجلياني وميلر.....
63	1- نموذج الترحيح لموديجلياني وميلر.....
65	2- مقاربة سياسة التوزيعات الشخصية.....
67	المطلب الثاني: نموذجي لينتر، ولتر ونموذج جوردون.....
67	1- نموذج لينتر 1956.....
68	2- نموذج جوردن 1959.....
68	3- نموذج ولتر 1962.....
69	المطلب الثالث: نموذج الإشارة وأرباح السهم (نموذج كلاي (1980)).....
73	المطلب الرابع: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونموذج مرتون ومارش 1987.....
73	1- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.....
74	2- نموذج مرتون ومارش 1987.....
76	المبحث الثاني: نظريات حيادية سياسة توزيع أرباح السهم.....
76	المطلب الأول: نظرية موديجلياني وميلر 1958.....
79	المطلب الثاني: نظرية عصفور في اليد.....
81	المطلب الثالث: نظرية التفضيل الضريبي.....
86	المطلب الرابع: نظرية فان هورن 1989.....
87	المبحث الثالث: نظريات عدم حيادية سياسة توزيع أرباح السهم.....
87	المطلب الأول: نظرية الوكالة وحوكمة الشركات.....
87	1- نظرية الوكالة.....
89	2- حوكمة الشركات.....
94	المطلب الثاني: نظرية دورة حياة المؤسسة.....
99	المطلب الثالث: تكاليف الصفقات.....
101	المطلب الرابع: نظريتي الإشارة والترتيب السلمي.....
101	1- نظرية الإشارة.....
104	2- نظرية الترتيب السلمي.....
106	المبحث الرابع: التفسيرات الحديثة لتوزيع أرباح السهم.....
106	المطلب الأول: العقلانية والرشادة.....
109	المطلب الثاني: النظرية النيوكلاسيكية.....
113	المطلب الثالث: النظرية السلوكية.....
118	المطلب الرابع: نظرية التلبية لتوزيع أرباح السهم The Catering Theory of Dividends.....
125	خاتمة الفصل الثاني.....

الفهرس العام

185-126	الفصل الثالث الدراسات الميدانية على سياسة توزيع أرباح السهم
126	مقدمة الفصل الثالث.....
127	المبحث الأول: نموذج التعديل الجزئي، نظرية التفضيل الضريبي ودورة حياة المؤسسة.....
127	المطلب الأول: نموذج التعديل الجزئي.....
129	المطلب الثاني: نظرية التفضيل الضريبي.....
129	1- التأثير الضريبي.....
131	2- تأثير الزبائن.....
134	المطلب الثالث: دورة حياة المؤسسة.....
137	المبحث الثاني: نظريات: الإشارة، الوكالة، الترتيب السلمي ونظرية التلبية.....
137	المطلب الأول: نظريتي الإشارة والترتيب السلمي.....
137	1- نظرية الإشارة.....
144	2- نظرية الترتيب السلمي.....
145	المطلب الثاني: نظرية الوكالة.....
148	المطلب الثالث: أهم الدراسات التي تطرقت إلى نظرية التلبية.....
152	المبحث الثالث: محددات توزيع أرباح السهم تبعا لبعض الدراسات.....
152	المطلب الأول: العوامل الخاصة بالمؤسسة.....
161	المطلب الثاني: العوامل الخاصة بالسوق.....
167	المطلب الثالث: الأشكال البديلة لتوزيع أرباح السهم.....
169	المبحث الرابع: التفسيرات الأخرى لتوزيع أرباح السهم.....
169	المطلب الأول: أرباح السهم مقابل تحمل المخاطرة.....
173	المطلب الثاني: أرباح السهم والنمو الديموغرافي.....
176	المطلب الثالث: تحليل سياسة توزيع أرباح السهم بالاعتماد على التدفقات النقدية.....
179	المطلب الرابع: بعض نواتج توزيع أرباح السهم حول العالم.....
185	خاتمة الفصل الثالث.....
	الفصل الرابع دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية
186	مقدمة الفصل الرابع.....
187	المبحث الأول: حوصلة حول عينة الدراسة.....
187	المطلب الأول: الإطار القانوني لتوزيع أرباح السهم في الجزائر.....
187	1- تنظيم أرباح السهم والأسهم.....
189	2- الضريبة على توزيع أرباح السهم وأرباح القيمة.....
192	المطلب الثاني: التحليل الوصفي للعينة.....
192	1- حجم مؤسسات العينة.....
193	2- الشكل القانوني لمؤسسات العينة.....
194	3- قطاع نشاط مؤسسات العينة.....
194	المطلب الثالث: مقدمة عن توزيع أرباح السهم في مؤسسات العينة.....

الفهرس العام

194	1- بعض الأرقام عن توزيع أرباح السهم.....
195	2- مبلغ أرباح السهم الموزع.....
196	3- نسبة توزيع أرباح السهم.....
198	المطلب الرابع: علاقة بعض المتغيرات بتوزيع أرباح السهم.....
198	1- نسبة توزيع أرباح السهم وقطاع نشاط المؤسسة.....
199	2- نسبة توزيع أرباح السهم والشكل القانوني للمؤسسة.....
200	3- نسبة توزيع أرباح السهم وعمر المؤسسة.....
201	المبحث الثاني: المتغيرة التابعة والمتغيرات المستقلة.....
201	المطلب الأول: الحجم، الضمانات، معدل النمو وعمر المؤسسة.....
201	1- حجم المؤسسة.....
202	2- الضمانات.....
203	3- معدل النمو.....
204	4- عمر المؤسسة.....
205	المطلب الثاني: متغيرات الربحية.....
205	1- مردودية المؤسسة.....
205	2- أرباح السهم المتاحة.....
206	3- حساب الترحيل من جديد.....
207	4- الاحتياطات.....
207	5- أرباح السهم الكلية للمؤسسة.....
208	6- مردودية الأموال الخاصة.....
209	7- نسبة توزيع أرباح السهم السابقة.....
209	8- أرباح السهم قبل الضرائب والفوائد.....
210	المطلب الثالث: متغيرات الالتزامات.....
210	1- نسب الاستدانة.....
212	2- المصاريف المالية.....
212	3- الضرائب على أرباح الشركات.....
213	المطلب الرابع: الشكل القانوني، قطاع النشاط وهيكل التسيير والملكية.....
213	1- الشكل القانوني.....
214	2- قطاع النشاط.....
215	3- عدد الملاك.....
215	4- نسبة عدد أفراد مجلس الإدارة إلى عدد الملاك.....
216	5- نسبة المساهمين المسيرين.....
216	6- نسبة امتلاك أو تسيير العائلة في المؤسسة.....
217	7- نسبة تواجد الأجانب في المؤسسات الخاصة الجزائرية.....
218	المطلب الخامس: مؤشرات التوازن والسيولة.....
218	1- الخزينة الصافية.....

الفهرس العام

218	.....2- نسبة رأس المال العامل.
219	.....3- نسبة احتياجات رأس المال العامل
220	.....4- التدفقات النقدية.
221	.....5- خزينة الأصول.
222	المبحث الثالث: نموذج الانحدار الخطي المتعدد.....
222	المطلب الأول: صياغة النموذج.....
222	.....1- تقديم النموذج.
223	.....2- تحديد النموذج.
224	المطلب الثاني: صياغة النموذج بأخذ العينة كما هي.....
224	.....1- صياغة النموذج.
226	.....2- اختبار فرضيات النموذج.
230	المطلب الثالث: النموذج عند تسقيف نسب التوزيع والمؤسسات الموزعة.....
230	.....1- صياغة النموذج بعد تسقيف نسب التوزيع.
231	.....2- التحقق من فرضيات النموذج.
232	.....3- إعادة صياغة النموذج عند أخذ المؤسسات الموزعة للأرباح فقط.
233	المطلب الرابع نموذج التحليل التمييزي.....
235	المبحث الرابع: عرض وتحليل نتائج الدراسة التجريبية.....
235	المطلب الأول: عرض النتائج.....
235	.....1- نتائج التحليل الوصفي للعينة.
236	.....2- نتائج التحليل الإحصائي للعينة.
239	المطلب الثاني: تحليل المتغيرات المؤثرة في توزيع أرباح السهم.....
239	.....1- الضرائب على أرباح الشركات.
240	.....2- أرباح السهم المرحلة للمؤسسة (قاعدة الربح الصافي).
241	.....3- حجم المؤسسة.
242	.....4- الأصول الثابتة.
242	.....5- أرباح السهم السابقة.
242	.....6- الشكل القانوني.
243	.....7- قطاع النشاط.
243	.....8- عدد المساهمين.
244	المطلب الثالث: تحليل المتغيرات غير المؤثرة في توزيع أرباح السهم.....
249-248	خاتمة الفصل الرابع.....
260-250	الخاتمة العامة.....
265-261	.....قائمة المراجع.
	.....الملحق.

قائمة المختصرات

التسمية	المختصرات	
Age (13)	age13	
Age (14)	age14	
Américaine stock EX change	AMEX	
ASSOCIE ET GERANT	AG	
Atrs débits imp. assim (13)	AAC13	
Atrs débits imp. assim (14)	AAC14	
Bénéfice Disponible 2013	BD13	RN13+RaN13
Bénéfice Disponible 2014	BD	(RN14+RaN14)/TGA14
Bénéfice total	Béntt	(RN14+RaN14+PR14)/TGA14
BFR	BFR	(TAC14-TrA14)-(TPC14-TrP14)
Capital émis (ou compte de l'exploitant) (13)	CE13	
Capital émis (ou compte de l'exploitant) (14)	CE14	
Charges financières (13)	CHF13	
Charges financières (14)	CHF14	FF
Clients (13)	CL13	
Clients (14)	CL14	
commerce de détail	ComD	
commerce de gros	ComG	
construction	Cons	
Date de Création	DC	
Debt Court Terme	DCT	(PC14-TrP14)/TGA14
Debt Ratio (DR)	DR	(DLMT+DCT-TrA14)/TGA14
Dividende (14)	DIV14	
Dividendes (13)	DIV13	
Dot amorti prov perte de valeur (13)	DAPPV13	
Dot amorti prov perte de valeur (14)	DAPPV14	
EBIT	EBIT	RO14/PrE14
Entreprise Unipersonnel a Responsabilité limité	EURL	
étranger	etrg	
EXCEDENT BRUT D'EXPLOIT (13)	EBE13	
EXCEDENT BRUT D'EXPLOIT (14)	EBE14	
exploitation	Expl	
exportation	Expo	
fabrication	Fabr	
FAMILIALLE	FM	
Fond de Roulement	FR	PnC14+FP14-AnC14
Forme Juridique	FJ	
Fournis impôt atr dets (13)	ADC13	
Fournis impôt atr dets (14)	ADC14	
imp. diff (13)	ID13	

قائمة المختصرات

imp. diff (14)	ID14	
importation	Imp	
Impôt exigible sur résultats ordinaires (13)	IERO13	
Impôt exigible sur résultats ordinaires (14)	IERO14	
Lyon Stock Exchange	LSE	
MEMBRE DE CONSEIL	MC	
New York Stock Ex change	NYSE	
NOMBRE D'Associés	NAS	
Primes et réserves (13)	PR13	
Primes et réserves (14)	PR14	Rés
PROD DE L'EX (13)	PrE13	
PROD DE L'EX (14)	PrE14	
Rentabilité des Fonds Propres	RentFP	RN14/FP13
Report à nouveau (13)	RaN13	
Report à nouveau (14)	RaN14	
RESULT EXTRAORD (13)	REX13	
RESULT EXTRAORD (14)	REX14	
résultat (14)	RN14	
RESULTAT avant imp. dif (13)	RAID13	
RESULTAT avant imp. dif (14)	RAID14	
Résultat net (13)	RN13	
Résultat net (14)	RN14	
RESULTAT NET DE L'EXERCICE (13)	RNE13	
RESULTAT NET DE L'EXERCICE (14)	RNE14	
RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES (13)	RNAO13	
RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES (14)	RNAO14	
RESULTAT OPERATIONEL (13)	RO13	
RESULTAT OPERATIONEL (14)	RO14	
RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (13)	ROAI13	
RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (14)	ROAI14	
Secteur d'Activité	SA	
service	Serv	
Société A Responsabilité Limité	SARL	
Société au Nom Collectif	SNC	
Société Par Actions	SPA	
Stocks et encours (13)	STC13	
Stocks et encours (14)	STC14	
T PASSIFS NON COURANTS (13)	PnC13	
T PASSIFS NON COURANTS (14)	PnC14	DLMT
Tail 2013 (production d'exercice 2013)	TailP13	ln(PrE13)
Tail 2013(Total General Bilan 2013)	TailB13	ln(TGB13)

قائمة المختصرات

Tail 2014 (production d'exercice 2014)	TailP	ln(PrE14)
Tail 2014 (Total General Bilan 2014)	TailB	ln(TGB14)
Taux ASSOCIE ET GERANT	TAG	(AG/NAS)
Taux de croissance (Production)	gP	(PrE14-PrE13)/PrE13
Taux de croissance (Total Bilan)	gB	(TGB14-TGB13)/TGB13
Taux de Distribution de Dividende	TDD	DIV14/RN14
Taux de Distribution de Dividende 2013	TDD13	(DIV13/RN13)
Taux de Fond de Roulement	TFR	FR/TGA14
Taux de variation de RN	Δ RN	(RN14-RN13)/RN13
taux de variation de tail (production)	Δ TailP	(TailP14-TailP13)/TailP13
taux de variation de tail (Total Bilan)	Δ TailB	(TailB14-TailB13)/TailB13
Taux de variation de Trésorerie Nette	Δ TrN	(TrN14-TrN13)/TrN13
Taux étranger	Tetrg	etrg/(NAS+MC-AG)
Taux FAMILIALE	TFM	FM/(NAS+MC-AG)
Taux imp. (IBS) (14)	IBS14	
Taux imp. (IBS) (14)	IBS13	
Taux MEMBRE DE CONSEIL/NOMBRE D'Associés	TMC	(MC/NAS)
TBFR		BFR/TGA14
TOTAL ACTIF COURANT (13)	AC13	
TOTAL ACTIF COURANT (14)	AC14	
TOTAL ACTIF NON COURANT (13)	AnC13	
TOTAL ACTIF NON COURANT (14)	AnC14	Ga
TOTAL CAPITAUX PROPRES (13)	FP13	
TOTAL CAPITAUX PROPRES (14)	FP14	
TOTAL GENERAL ACTIF (13)	TGA13	
TOTAL GENERAL ACTIF (14)	TGA14	
TOTAL PASSIF (13)	TGP13	
TOTAL PASSIF (14)	TGP14	
TOTAL PASSIFS COURANTS (13)	PC13	
TOTAL PASSIFS COURANTS (14)	PC14	
transformation	Trnsf	
transport	Trnsp	
Trésorerie (13)	TrA13	
Trésorerie (14)	TrA14	
Trésorerie Nette 2013	TrN13	TrA13-TrP13
Trésorerie Nette 2014	TrN	TrA14-TrP14
Trésorerie Passif (13)	TrP13	
Trésorerie Passif (14)	TrP14	
VAL AJOUT D'EXPLOIT (13)	VAE13	
VAL AJOUT D'EXPLOIT (14)	VAE14	

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
47	التطور التاريخي لمراحل أداء السوق المالية (DJIA Index).....	1 - 1
58	أهم النسب المالية في تحليل أرباح السهم.....	2 - 1
60	القيم المثلى لبعض النسب المالية.....	3 - 1
92	الحالات الممكنة لحوكمة الشركات من حيث الرقابة والملكية.....	1 - 2
180	سياسة توزيع أرباح السهم في الدول الناشئة.....	1 - 3
181	بعض نواتج حصص أرباح السهم حول العالم.....	2 - 3
182	نسبة المؤسسات الموزعة لأرباح السهم في أوروبا.....	3 - 3
184	نسبة توزيع أرباح السهم في أوروبا حسب حجم المؤسسات.....	4 - 3
192	رقم أعمال مؤسسات العينة (الوحدة مليون دج).....	1 - 4
193	مجموع ميزانية مؤسسات العينة (الوحدة مليون دج).....	2 - 4
193	الأشكال القانونية لمؤسسات العينة.....	3 - 4
194	توزيع نشاط مؤسسات العينة.....	4 - 4
195	إحصائيات عن أرباح السهم (Dividendes-DIV).....	5 - 4
195	مبلغ أرباح السهم الموزعة من طرف مؤسسات العينة (الوحدة: مليون دج)....	6 - 4
196	نسبة توزيع أرباح السهم في مؤسسات العينة.....	7 - 4
197	نسبة توزيع أرباح السهم.....	8 - 4
198	نسبة توزيع أرباح السهم وقطاع نشاط المؤسسة.....	9 - 4
199	نسبة توزيع أرباح السهم والشكل القانوني للمؤسسة.....	10 - 4
200	نسبة توزيع أرباح السهم وعمر المؤسسة.....	11 - 4
224	تحليل ANOVA عند أخذ كل العينة.....	12 - 4
225	معاملات النموذج عند أخذ كل العينة.....	13 - 4
226	نتائج اختبار التتابع عند أخذ كل العينة.....	14 - 4
228	معاملات نموذج اختبار اختلاف التباين عند أخذ كل العينة.....	15 - 4
229	نتائج اختبار جاك بيررا عند أخذ كل العينة.....	16 - 4
230	معاملات النموذج عند تسقيف نسب التوزيع.....	17 - 4
232	نتائج اختبار التتابع عند تسقيف نسب التوزيع.....	18 - 4
232	نتائج اختبار جاك بيررا عند تسقيف نسب التوزيع.....	19 - 4
232	معاملات النموذج عند أخذ المؤسسات الموزعة لأرباح السهم فقط.....	20 - 4
234	متغيرات نموذج التحليل التمييزي.....	21 - 4
234	تطبيق نموذج التحليل التمييزي.....	22 - 4
237	تحليل ANOVA عند فرضية الإشارة لأرباح السهم.....	23 - 4
237	معاملات نموذج فرضية الإشارة.....	24 - 4
238	معاملات نموذج لينتنر.....	25 - 4

قائمة الرسوم البيانية والأشكال

الصفحة	عنوان الرسم البياني	الرقم
46	..... مراحل أداء السوق المالية (DJIA Index)	1 - 1
47	..... مراحل أداء السوق المالية (DJIA Index)	2 - 1
53	تطور نسبة توزيع أرباح السهم في كل من و.م.أ، أوروبا وفرنسا (1973-2005).....	3 - 1
99	..... دورة حياة النشاط وأرباح السهم	1 - 2
136	التطور التاريخي لبعض المتغيرات الدالة على دورة حياة المؤسسة (ميكروسوفت) ..	1 - 3
167	..... العلاقة بين أرباح السهم، إعادة شراء الأسهم والأرباح	2 - 3
174	تطور كل من أرباح السهم ونسبة المتقاعدين (والمسنين) (1937-2009).....	3 - 3
175	..... العلاقة بين التضخم وأرباح السهم في و.م.أ	4 - 3
181	الواقع العملي لسياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الأمريكية (1972-1998).....	5 - 3
182	..... نسبة توزيع الأرباح في كل من و.م.أ، أوروبا وفرنسا (1973-2005)	6 - 3
183	..... تغير نسبة توزيع أرباح السهم في أوروبا (1994-2006)	7 - 3
183	..... تغير نسبة توزيع أرباح السهم في أوروبا حسب قطاع النشاط (1994-2006)	8 - 3
201	..... العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم وحجم المؤسسة <i>TailP</i>	1 - 4
202	..... العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم وحجم المؤسسة <i>TailB</i>	2 - 4
202	..... العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم والضمانات	3 - 4
203	..... العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم ومعدل النمو <i>gP</i>	4 - 4
204	..... العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم ومعدل النمو <i>gB</i>	5 - 4
204	..... العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم وعمر المؤسسة	6 - 4
205	..... العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم ومردودية المؤسسة	7 - 4
206	..... العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم والمردودية الكلية للمؤسسة	8 - 4
206	..... العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم والأرباح السابقة	9 - 4
207	..... العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم والاحتياطات	10 - 4
208	..... العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم والأرباح الكلية	11 - 4
208	..... العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم ومردودية الأموال الخاصة	12 - 4
209	..... العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم وأرباح السهم السابقة	13 - 4
210	..... العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم والأرباح قبل الضرائب والفوائد	14 - 4
211	..... العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم والديون طويلة ومتوسطة الأجل	15 - 4
211	..... العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم والديون قصيرة الأجل	16 - 4
212	..... العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم و <i>DR</i>	17 - 4
212	..... العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم والمصاريف المالية	18 - 4
213	..... العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم والضرائب على أرباح الشركات	19 - 4
214	..... متوسط نسبة توزيع أرباح السهم حسب الشكل القانوني	20 - 4
214	..... متوسط نسبة توزيع أرباح السهم حسب قطاع النشاط	21 - 4

قائمة الرسوم البيانية والأشكال

215	العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم وعدد الملاك.....	22 - 4
215	العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم وTMC.....	23 - 4
216	العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم ونسبة المساهمين المسيرين.....	24 - 4
217	العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم ونسبة امتلاك أو تسيير العائلة في المؤسسة....	25 - 4
217	العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم وTetrg.....	26 - 4
218	العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم وصافي الخزينة.....	27 - 4
219	العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم وTFR.....	28 - 4
220	العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم وTBFR.....	29 - 4
220	العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم والتدفقات النقدية للمؤسسة.....	30 - 4
221	العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم وخزينة الأصول.....	31 - 4

الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
36	التواريخ الأساسية لتوزيع أرباح السهم.....	1 - 1
56	تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة باستخدام مصفوفة BCG.....	2 - 1
102	أثر الإعلان عن التوزيعات على قيمة السهم حسب نظرية الإشارة.....	1 - 2
111	المنفعة تبعا لمصدر الاستهلاك من الحسابات الرئيسية للثروة.....	2 - 2
114	حسابات الثروة الرئيسية للمساهم.....	3 - 2
178	دورة تدفق النقدية في المؤسسة.....	1 - 3

الملخص

الهدف من هذه الدراسة هو تحليل سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية وإيجاد العوامل المؤثرة فيها من خلال دراسة ميدانية لعينة مكونة من 549 مؤسسة خاصة. حيث تم التوصل إلى أن أهم العوامل التي تؤثر على توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية هي الأرباح المحتجزة للمؤسسة، الحجم، الضرائب على أرباح الشركات، أرباح السهم السابقة، الشكل القانوني EURL و SNC، التغير في صافي الخزينة، قطاع النشاط الصناعي الوضعية العامة للسوق الجزائرية، الظروف الاجتماعية والسياسية والاقتصادية، الثقافة الاستثمارية للفرد الجزائري، قطاع نشاط الخدمات، الضمانات، المخاطرة ودورة حياة المؤسسة.

Summary

This research aims to analyse and find out the determinants of Dividend distribution policy for Algerian's private enterprises, through field study of sample consisting on 549 private enterprises.

This study was concluded that the most important factors that affect the distribution of profits in the Algerian private enterprises are the non-allocated corporate profits, the size, taxes on corporations profits, previous dividend, the legal form EURL and SNC the variation on net treasury, the industrial activity sector, the general situation of the Algerian market, social, political and economic conditions, investment culture of the Algerian individual, the number of shareholders, The services activity sector, risk, and the enterprise's life cycle.

1- أهمية الموضوع

تعتبر الأرباح المكون الرئيس للمصادر الداخلية التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل استثماراتها فكيفية التعامل مع الأرباح التي تحققها المؤسسة ومنه تحديد ما يوزع على المساهمين له أثر كبير على باقي القرارات المالية كالاستدانة والاستثمارات وغيرها. فالقرارات المالية تحدد هيكل المؤسسة (المساهمين والدائنين، توزيع الربح بين أرباح السهم العادية والاستثنائية، ربح القيمة، إعادة استثمارها... الخ). لذلك فالمسير، المساهم أو الدائن يكرس وقتا كبيرا في تحليل القرارات المالية الخاصة بأرباح السهم والهيكل المالية، فلعل ذلك راجع إلى الغموض الموجود في السوق المالي، على سبيل المثال: الضرائب، تكاليف الصفقات، عدم تماثل المعلومات ومشكل الوكالة، ولعل ما يزيد من صعوبة هذا التحليل هو وجود المؤسسة في محيط اقتصادي يغلب عليه الطابع غير الرسمي من جهة ومن جهة أخرى نقص المعلومات المتوفرة عن المؤسسة.

ومن ثم، فهناك مجموعة من النظريات والدراسات في الأدبيات المالية التي تطمح إلى شرح كيفية تأثير القرارات المالية على القيمة السوقية للمؤسسة، لكن الملاحظ أن هذه النظريات والدراسات كانت خاصة بدول متقدمة في أغلبها، وإن لم تكن كذلك فهي خاصة بدول محترمة اقتصاديا، مما يولد الحاجة إلى معرفة مدى واقعية هذه النظريات والدراسات على الواقع الجزائري الذي يتميز اقتصاده عن هذه الدول.

يعد المبلغ المتوقع لتوزيع الأرباح المتغير الرئيس الذي من خلاله يتمكن المساهمون من تحديد قيمة السهم، ويمثل مبلغ التوزيعات التدفق النقدي لحملة الأسهم إضافة إلى كونه مصدرا مهما للمعلومات حول الأداء الحالي والمستقبلي للمؤسسة.

وكون أن الأرباح المحتجزة تمثل شكلا من أشكال التمويل الداخلي. وعليه، فقرار توزيع الأرباح يؤثر بشكل كبير في احتياجات المؤسسة من التمويل الخارجي. وبعبارة أخرى، فإن كانت المؤسسة بحاجة إلى التمويل فإن النسبة الكبيرة من الأرباح الموزعة تعني ظهور حاجة كبيرة إلى التمويل عن طريق المصادر الخارجية من خلال الاقتراض أو من خلال بيع الأسهم.

ومما تقدم، يمكن إدراك أهمية قرار توزيع الأرباح، الأمر الذي يفرض على المسير بشكل خاص وإدارة المؤسسة بشكل عام إعطاءه الأهمية التي يستحقها.

كما تكمن أهمية سياسة توزيع الأرباح في معدل توزيعها وتطورها، وقرار توزيع الأرباح يعتبر أحد أهم القرارات في المؤسسة، فهو يبين الكيفية التي يتم من خلالها تحديد مآل أرباح المؤسسة من توزيع أو إعادة الاستثمار، وبين توزيع الأرباح واحتجازها هناك اتجاهات مختلفة قامت على أساس عدة فرضيات

المقدمة العامة

جل هذه الاتجاهات تبين وجود علاقة ذات دلالة قوية بين قرار توزيع الأرباح والقرارات المالية الأخرى في المؤسسة.

2- أسباب اختيار الموضوع

من أهم الأسباب التي أدت إلى اختيار هذا الموضوع "محددات توزيع الأرباح" هو الأهمية التي أصبح يحتلها في الأدبيات المالية، حيث يعتبر توزيع الأرباح أحد أهم أدوات التحكم في السياسة المالية للمؤسسة بما يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية لها.

والسبب الآخر هو النقص الذي تشهده المؤسسات الجزائرية في اتخاذ هذه القرارات المالية إضافة إلى البيئة الاقتصادية التي تعمل في ظلها هذه المؤسسات، خاصة في مع البدائل التمويلية، كما أن سياسة توزيع الأرباح التي تنتهجها المؤسسات مهمة كثيرا لإعطاء الصورة الحقيقية عن وضعيتها المالية الحقيقية.

وكما أن قوى العرض والطلب على السلع عامة تحدد نوعية السلعة، فتتطور الجيدة، وتزول الرديئة من السوق، فكذلك المؤسسات، فأهم عامل للطلب عليها أو عرض المؤسسة، هو أرباح السهم، وهو من بين المحددات الأساسية للتمييز بين المؤسسات ذات الأداء المالي الجيد وذات الأداء المالي السيء في العالم.

3- أهداف البحث

يمكن تلخيص أهداف البحث في العناصر الموالية:

- ✓ مراجعة الأنواع الأساسية لسياسة توزيع الأرباح، وإعطاء فكرة عن عملية تجزئة الأسهم وإعادة شراء الأسهم والتعريف بالدوافع التي تقف خلف لجوء المؤسسة إلى كل من هذه الأساليب.
- ✓ فهم العوامل التي يتوجب على المسير أخذها بعين الاعتبار عند أخذ قرار توزيع الأرباح.
- ✓ استيعاب الإجراءات الخاصة بدفع الأرباح وإدراك الدور الذي تؤديه خطط إعادة استثمار الأرباح، والتعريف بتوزيع الأرباح ودوره في تعزيز وإسناد خطط المؤسسة للاستثمار.
- ✓ شرح النظريات والنماذج المختلفة لسياسة توزيع الأرباح والتعريف بالبراهين الرئيسية الخاصة بها وكذا الدراسات الميدانية التي أجريت على مختلف هذه النظريات، فالكثير من الدراسات أثبتت أهمية وتأثير قرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة.
- ✓ فهم وجهات النظر المختلفة بشأن دور سياسة توزيع الأرباح.
- ✓ مناقشة العوامل الرئيسية التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند صياغة سياسة توزيع الأرباح.
- ✓ العمل على دراسة هذه النقاط السابقة في بيئة المؤسسات الخاصة الجزائرية، وهذا تحت قيد المعطيات المتوفرة.

4- بعض الدراسات السابقة

تستطيع المؤسسات أن تستعمل الموارد المالية الداخلية أو الخارجية لتمويل استثماراتها، فالموارد الداخلية تتمثل في طاقة التمويل الذاتية التي من أهم مكوناتها الأرباح، أما المصادر الخارجية فتتمثل أساسا في الإصدارات الجديدة للأسهم أو السندات. ويمكن ذكر بعض الدراسات كما يلي:

دراسة بدروني عيسى بعنوان "محددات توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية - دراسة حالة الجزائر" مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية والمالية (تخصص مالية) بالمدرسة العليا للتجارة - الجزائر. والدراسة أجريت على عينة مكونة من 266 مؤسسة خاصة جزائرية لسنة 2008، بينت النماذج الإحصائية المستعملة أن العوامل المحددة لنسبة توزيع أرباح السهم هي الأرباح الكلية للمؤسسة والضرائب على أرباح الشركات، أما المردودية، الديون قصيرة الأجل والاحتياطات فهي تعتبر كمحددات يمكن الاعتماد عليها فقط للتمييز بين المؤسسات الخاصة الجزائرية الموزعة وغير الموزعة لأرباح السهم. غير أن هذه الدراسة كانت على معطيات خاصة بسنة واحدة مما يحد من واقعيتها ولذلك فإنه يظهر أن يتم توسيع المعطيات لعدة سنوات حتى يمكن الحكم على النتائج بأكثر واقعية.

دراسة غربي حمزة بعنوان "محددات السياسة المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية - دراسة حالة الجزائر" مذكرة تخرج لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية والمالية (تخصص مالية) بالمدرسة العليا للتجارة - الجزائر. والدراسة شملت 766 مؤسسة صغيرة ومتوسطة جزائرية (دون مراعاة إن كانت عامة أو خاصة)، بين سنتي 2010 و2011، تم التوصل إلى أن محدّدات توزيع أرباح السهم هي المردودية السابقة، مستوى الاستدانة والشركات ذات الأسهم. أما المردودية الحالية والسابقة، الشركات ذات أسهم، المؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة، الحجم، فهي عوامل محددة لقرار توزيع ارباح السهم من عدمه.

فسياسات توزيع الأرباح تختلف من مؤسسة إلى أخرى، من دولة إلى أخرى ومن وقت إلى آخر، ففام وفرانش (2001) Fama and French بينا أن المؤسسات التي توزع الأرباح في الغالب هي الكبيرة والأكثر ربحية في حين فالمؤسسات التي لا توزع الأرباح هي في الغالب صغيرة وذات ربحية ضعيفة ولكن بفرص استثمارية كبيرة.

أما لاپورتا، لوباز دو-سلانس، شليفير وفيشني La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (2000) فقد بينوا أن أرباح السهم تختلف باختلاف نظام الحكم في الدولة الذي تتواجد فيه المؤسسة

المقدمة العامة

فاختلاف القانون يعني اختلاف درجة حماية المستثمرين، الضرائب، القضاء... الخ، فالبلدان التي تعطي أكثر حماية للمستثمرين تكون فيها نسب توزيع الأرباح مرتفعة مقارنة بباقي الدول.

فالسؤال الجوهرى المطروح في الأدبيات التي تطرقت إلى سياسة توزيع الأرباح كان حول مدى إمكانية الوصول إلى سياسة مثلى، إن وجدت، تسمح بتعظيم ثروة المساهمين، وبغية الإجابة على هذا السؤال فقد اختلفت الآراء حوله (بلاك (Black (1976) ولغز توزيع الأرباح (Dividend Puzzle) غموض أو غياب سياسة مثلى لتوزيع الأرباح. ولحل هذا اللغز يظهر أنه من الضروري فهم العناصر التي تحدد اختيار سياسة توزيع الأرباح والتي يمكن حصرها في النقاط التالية:

الأسباب المرتبطة بالمساهمين: الضرائب على دخول المساهمين غير متماثلة، فهناك مساهمون لهم ميزات ضريبية على الآخرين كأن يكونوا معفيين من الضرائب، كما أن معيار التوزيع يمكن أن يختار في النهاية مع الأخذ بعين الاعتبار تخفيض الضرائب على مساهمي المؤسسة، براز غونزالاز (2000) ولي (1999) (Perez-Gonzalez (2000) و Lie (1999) أوضحا أن السياسة الضريبية تؤثر على سياسة توزيع الأرباح.

من جهة أخرى فقرار توزيع الأرباح يمكن أن يؤخذ بعد كسب أو لفت انتباه نوع معين من المساهمين (شليفر و فيشني 1986، ألان برناردو ووالش (2000) (Shleifer et Vishny 1986, Allen Bernardo et Welch 2000)، مثلا هناك مساهمون مؤسساتيون لا تفرض عليهم الضرائب يفضلون الاستثمار في المؤسسات التي توزع نسبة مهمة من الأرباح، وبالتالي نوع المساهمين من شأنه التأثير على قرار توزيع الأرباح.

وفي الغالب معدل الضريبة على أرباح السهم أكبر منه من معدل الضريبة على ربح القيمة الناتج عن بيع الأسهم، ومع هذا فالمؤسسات توزع مبالغ مهمة على شكل أرباح السهم (برنان (Brennan (1970) (1970).

فقد استعمل كل من باتشاريا 1979 وميلر وروك 1985 نظرية الإشارة لتطوير المحتوى المعلومات لأرباح السهم، في حالة لا تماثل المعلومات بين المسيرين والمساهمين. فالمسيرون يوزعون الأرباح بعد ضمان ثقة عالية حول المردودية المستقبلية للمؤسسة، ففي حالة ما كانت الإشارة خاطئة فإنهم سوف يتحملون تكلفتها التي يمكن أن تكون في شكل تخفيض الاستثمارات (ميلر وروك 1985)، أو يصبح تمويلها الخارجى ذا تكلفة عالية (باتشاريا 1979).

المقدمة العامة

أسباب متعلقة بالتسيير المالي: إعادة شراء الأسهم وتوزيع أرباح السهم ليس لهم نفس التأثير وبالتالي فممكن بعض الأحيان يكون التفضيل بينهما لأجل أسباب مالية، فإعادة شراء الأسهم يسمح بتخفيض الأموال الذاتية في الهيكل المالي للمؤسسة، مثلا إذا أرادت المؤسسة زيادة رافعتها المالية فيمكنها أن تلجأ إلى إعادة شراء الأسهم (ديتمان 2000 Dittman)، كما أن إعادة شراء الأسهم أكثر مرونة من توزيع أرباح السهم، فإعادة شراء الأسهم يمكن توقيفه بغية عدم التأثير في سعر السهم (جغانتان، ستفنس وويسباش 2000 Jagannathan , Stephens et Weisbach).

أسباب متعلقة بالمسيرين: توزيع أرباح السهم ممكن أن يكون حلا لمشكل الوكالة، فالتوزيع يمكن أن يستعمل كوسيلة لمراقبة المسيرين من طرف المساهمين، كما أن توزيع الأرباح يجعل المسيرين إذا أرادوا الاستثمار فإنهم سوف يلجؤون إلى التمويل الخارجي الذي ينعكس عليهم.

فالمؤسسات التي تتميز بفائض في السيولة توزع مبالغ معتبرة على شكل أرباح السهم بعد تحديد عتبة الاستثمار المثلى للمسيرين، والمؤسسات الكبيرة هي الأكثر قابلية لتوزيع نسبة معتبرة على شكل أرباح السهم لأنها تتمتع بسيولة كافية لذلك (جنسون 1986 Jensen)، واستثمارات بوتيرة مرتفعة تجعل نسبة توزيع الأرباح تنخفض نتيجة الحاجة المتزايدة إلى التمويل.

وزيادة المديونية في الهيكل المالي للمؤسسة من شأنها أن تخفض من أرباح السهم نتيجة تسديد الديون مما يدل غالبا على وجود علاقة سلبية بين المديونية وتوزيع الأرباح، ومردودية مرتفعة من شأنها رفع نسبة توزيع أرباح السهم، فمردودية مرتفعة يعني أن المؤسسة تكون لديها السيولة الكافية لتغطية حاجياتها المالية (جنسون وآخرون 1992). كما توجد هناك عوامل أخرى من شأنها أن تؤثر على سياسة توزيع الأرباح كتكلفة الإصدارات الجديدة الهيكلية المالية، دورة حياة المؤسسة، قطاع النشاط، الشكل القانوني للمؤسسة، عدد المساهمين، عدد المسيرين وسيولة السهم وخصائص أخرى متعلقة بالمؤسسة.

يمكن تقسيم النظريات التي تطرقت إلى سياسة توزيع أرباح السهم إلى ثلاث فئات أساسية أولها مبني على حيادية سياسة توزيع الأرباح، وحسبها فقرار توزيع الأرباح ليس له أي أثر على القيمة السوقية لثروة المساهم، ونظرية حيادية توزيع الأرباح لموديغلياني وميلر 1961 تبين ذلك، حيث أن هذه النظرية تعتمد على فرضيات تسمح لها بتبرير عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح المتبعة من طرف المؤسسة على القيمة السوقية لثروة المساهم، وأوضحا موديغلياني وميلر أن قيمة المؤسسة تتوقف على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح فكفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيسي لثروة المساهمين. مؤسسة لها استثمارات حالية أو مستقبلية تريد توفير التمويل اللازم لها فإن لها إما تمويلها عن طريق التمويل الذاتي، وبالتالي توزيع نسبة منخفضة من

المقدمة العامة

الأرباح واستعمال الباقي لتمويل الاستثمارات، أو اللجوء إلى التمويل الخارجي مما يسمح للمؤسسة بتوزيع الأرباح، فكلتا السياستين ليس لهما أثر على القيمة السوقية للمؤسسة، وبالتالي قيمة السهم لا تتأثر بالسياستين لأن المساهم ليس له تفضيل بين السياستين.

وطبقا لفكرة الربح المتبقي فالمؤسسة تقوم بتوزيع فقط المبلغ المتبقي من أرباحها بعد تمويل استثماراتها التي يكون معدل عائدها أكبر من تكلفة الأموال الذاتية، وتبعاً لهذه السياسة فإن نسبة الأرباح القابلة للتوزيع تكون غير واضحة لدى المساهمين وتكون أيضاً غير مستقرة.

تعتبر نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح لموديغلياني وميلر أول ومن أهم النظريات حيث أعطت الإشارة للتوسع في هذا المجال، وبالرغم من عدم واقعية فرضياتها إلا أنها تبقى المرجع الأساسي في الأدبيات المالية، ومن هذا المنطلق فقد ظهرت فئة أخرى من النظريات بناء على نفي فرضية عدم وجود ضرائب، والتي ترى أن توزيع الأرباح غير مرغوب فيه وذلك نظراً لوجود معدل ضريبة أكبر على دخول المساهمين، مما يعني أنهم سوف يدفعون مبالغ كبيرة على شكل ضرائب عندما يحصلون على أرباح السهم، وبذلك فهم يفضلون إعادة استثمارها بدل من الحصول عليها وبناء على ذلك، فالمساهمون يفضلون الاستثمار في المؤسسات التي لا توزع الأرباح، أو توزع نسب منخفضة منها (وستون وبريغهام 1993, p.668).

وخلافاً لما سبق، فهناك فئة ثالثة من النظريات والتي ترى أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر قرار مهم في إدارة المؤسسة، فهو من أهم الطرق التي يمكن أن تسمح للمسيرين بتوزيع السيولة على المساهمين لإشباع رغباتهم، أو محاولة منهم إيصال مغزى معين أو غير ذلك، فبذلك تعتبر أن قرار توزيع الأرباح في مؤسسة له عدة أبعاد مختلفة يجب مراعاتها قبل اتخاذها. ومن بين هذه النظريات: نظرية الوكالة التي تدرس التأثير الموجود بين سياسة توزيع الأرباح وعلاقة الوكالة، كما توجد نظرية تكلفة الصفقات ونظرية الإشارة التي تنص على أن المعلومات التي يمتلكها المسيرين والمساهمون ليست متماثلة فالمسيرين يعرفون المؤسسة أكثر من المساهمين، ويقومون بإرسال إشارات نوعية أو كمية تدل على حسن مركزهم المالي مما يفسر قدرتهم على التسديد في المستقبل، وفي المقابل فالمساهمون يبحثون عن أحسن استثمار لسيولتهم.

ومع تطور الأدبيات المالية، ظهرت فئات أخرى من التفسير والنظريات، أهمها: العقلانية والرشادة والسلوكيات، ونظرية التلبية لأرباح السهم، فكان مجملها يركز على سلوك المستثمر وفهمه بغية إيجاد السياسة الممكن اتخاذها بشأن أرباح السهم، فنظرية التلبية مثلاً تدرس العلاقة الموجودة بين الاتجاه العام للسوق وأرباح السهم، فتتص على أن المسير يتخذ سياسة ما تلبية للسوق المالي. فكل هذه النظريات في

المقدمة العامة

مجلها تدرس الجدل الموجود حول سياسة توزيع الأرباح باعتماد كل منها على فرضيات تسمح بتبرير موقفها، ولا زالت الدراسات في هذا المجال مستمرة.

5- إشكالية البحث

من خلال ما سبق، فالإشكالية المطروحة في هذه الدراسة هي كالاتي:

" ما هي محددات توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية؟"

وللإجابة على هذه الإشكالية يتم التركيز على النقاط التالية:

- ✓ ما هو الواقع المعمول به في توزيع الأرباح؟
- ✓ ما هي مختلف النظريات والدراسات التي تطرقت إلى سياسة توزيع الأرباح؟
- ✓ ما هو واقع عملية توزيع الأرباح في الجزائر؟
- ✓ هل هناك عوامل محددة لسياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية؟

6- فرضيات البحث

تتمثل الفرضية العامة للبحث فيما يلي:

للمؤسسات الخاصة الجزائرية دور ومكانة بارزين خاصة بعد التوجه إلى الاقتصاد الحر، كما أن توزيع الأرباح لا يتم بطريقة علمية، بل يرجع الأمر إلى قرار مسير المؤسسة، وأن نسبة كبيرة منها هي مؤسسات عائلية، إضافة إلى أن محددات توزيع الأرباح تختلف اختلافا بارزا في الجزائر عن مثيلاتها في باقي الدول، ويرجع ذلك إلى طبيعة البيئة الاقتصادية الجزائرية التي لا تتسم بالمرونة إضافة إلى انعدام البدائل التمويلية التي تعتبر من أهم العوائق لتحديد سياسة مثلى لتوزيع الأرباح.

أما فيما يتعلق بالفرضيات الجزئية فهي تتمثل في العناصر الموالية:

- ✓ كون أن المؤسسات الخاصة الجزائرية تنشط في اقتصاد غير مرن ويسوده النظام البنكي الذي لا يتسم بالمرونة بدوره مع خمول عمليات البورصة الجزائرية، فإن محددات توزيع الأرباح تختلف عن مثيلاتها في باقي دول العالم.
- ✓ يتم تحديد المبلغ من توزيعات الأرباح بعد دراسة عدة عوامل بناء على استراتيجية واضحة تهدف إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، أما في الجزائر فإن توزيع الأرباح للمؤسسات يرجع لاعتبارات ذاتية وليست موضوعية.

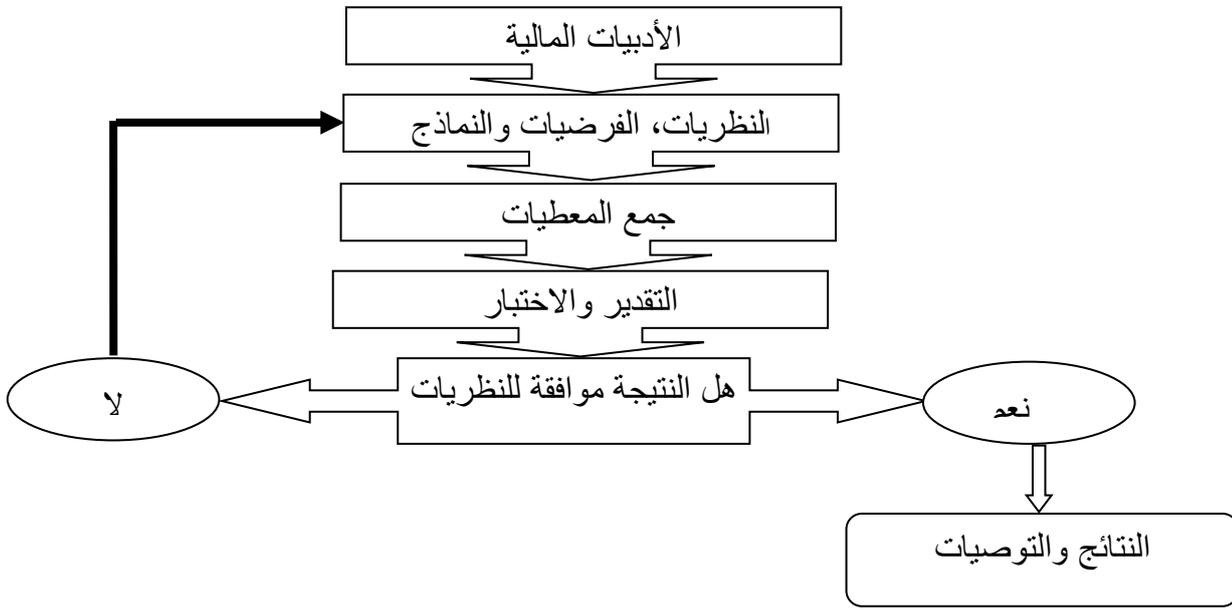
7- المنهج المتبع

للتأكد من صحة هذه الفرضيات والإجابة على الأسئلة الفرعية ومن ثم الإشكالية المطروحة يتم الاعتماد على الطريقة النظرية والمنهجين الوصفي التحليلي، ففي الجانب النظري يتم التطرق إلى سياسة

المقدمة العامة

توزيع الأرباح بنظرة عامة ثم الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح من خلال مختلف النظريات في هذا المجال كمنظري الوكالة، نظرية تكلفة التبادل، نظرية التأثير الضريبي، نظرية الإشارة وغيرها من النظريات، وكذا التطرق إلى الدراسات الميدانية في هذا المجال.

أما الجانب التطبيقي فيخصص لتحليل المعطيات لعينة مكونة من 549 مؤسسة خاصة جزائرية، وهذه المعطيات تشمل: الشكل القانوني، قطاع نشاط المؤسسة، تركيبة الملكية والتسيير، عمر المؤسسة وكذا متغيرات يتم استخراجها من قوائمها المالية، وبطبيعة الحال المبلغ من الأرباح الموزع الذي يتم اختبار العلاقة بينه وبين المتغيرات سالفة الذكر، إن كانت تؤثر في نسبة توزيع الأرباح بفضل نماذج إحصائية ويمكن تمثيل منهجية الدراسة في الشكل الموالي:



من خلال هذا الشكل يتضح أن خطة البحث تبدأ بإطار عام حول سياسة توزيع الأرباح من خلال استقراء الأدبيات المالية ومنه النظريات وأهم النماذج التي تطرقت إلى سياسة توزيع الأرباح، ومن ثم وضع نموذج دراسي ثنائي البعد يربط بين توزيع الأرباح وأهم العوامل المتوفرة والتي يفترض أنها تؤثر في سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، بعدها يتم جمع المعطيات الخاصة بمتغيرات النموذج، ليتم فيما بعد تقدير معالم النموذج باستعمال نماذج إحصائية خاصة بتحليل المعطيات ك SPSS مثلا، وبعدها يتم اختبار مدى قبول المعالم المقدره ومن ثم النموذج، ليتم مقارنة هذه النتائج المتوصل إليها مع ما تنص عليه النظريات ومع ما توصلت إليه أهم الدراسات الخاصة بسياسة توزيع الأرباح، وإيجاد تفسير لأهم الفروق إن وجدت. ليتم في الأخير حوصلة الدراسة بنتائج نهائية وتوصيات تشمل واقع سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية.

مقدمة الفصل الأول

توجه المؤسسات اهتماما بالغا لكيفية توزيع أرباحها، وذلك باعتبارها أحد القرارات المالية المهمة ولقيامها بهذه العملية بأحسن وجه يمكنها أن تأخذ بعين الاعتبار عدة سياسات والتي تتناسب وتطلعاتها المستقبلية.

ويعد قرار توزيع الأرباح أحد أهم القرارات المالية، ليس نظرا للمبلغ من السيولة الذي يتم توزيعه فقط وإنما نظرا لارتباطه بمعظم القرارات المالية في المؤسسة. فمن الجدير أن المؤسسة التي تحقق أرباحا يمكنها أن تعيد استثمارها، كما تستخدمها في تسديد الديون أو يتم توزيعها على حملة الأسهم، فمجلس الإدارة هو الذي يقرر المبلغ من السيولة الذي يتم توزيعه من أجل إعطاء صورة جيدة عن المؤسسة وقراراتها المالية.

فإذا قرر مجلس الإدارة توزيع الأرباح على حملة الأسهم، عندها تظهر ثلاثة موضوعات رئيسية هي النسبة التي يتم توزيعها من الأرباح، الأرباح التي يتم تقسيمها تكون على شكل سيولة نقدية أو عن طريق إعادة شراء الأسهم ودرجة الاستقرار التي يجب أن يتمتع بها التوزيع.

فأرباح السهم هي السيولة، هي الأسهم، أو أي نوع من ملكية المؤسسة يتم توزيعه على حملة الأسهم ويمكن لمجلس الإدارة أن يصرح عن توزيع الأرباح في أي وقت، إلا أن توزيع الأرباح لا يمثل التزاما قانونيا على المؤسسة، أي أنه خيار للمجلس. كما يعرف ربح السهم أيضا بأنه تلك الدفعات التي يتم دفعها إلى حملة الأسهم من الأرباح التي تحققها المؤسسة من أنشطتها المختلفة، إما على شكل نقدي أو على شكل أسهم.

ويعرف ربح السهم حسب المعيار 33 من معايير المحاسبة الدولية IAS بأنه حاصل قسمة الأرباح أو الخسائر (بعد تخفيض توزيعات الأسهم الممتازة من الربح المحق -الربح الصافي-) على عدد الأسهم العادية المتداولة عند لحظة ما، حيث تعتبر الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة بمثابة مصاريف يتم تحميلها لقائمة الأرباح والخسائر، عكس توزيعات الأسهم العادية، والتي تعتبر بمثابة توزيعات الأرباح (أرباح السهم).

المبحث الأول: توزيع أرباح السهم

توزيع أرباح السهم يكون إما نقداً أو عن طريق إصدار أسهم جديدة، أو تجزئة الأسهم والعكس (أي تجميع الأسهم)، والتي هي في الغالب بديل عن إصدارات جديدة من أجل تعزيز القابلية التسويقية للسهم وتحفيز النشاط في السوق المالية.

فتوزيع الأرباح يكون بفضل قرار من مجلس الإدارة، ففي الواقع العملي توجد عدة سياسات تعتمد عليها المؤسسة في التعامل مع أرباحها، فكل مؤسسة تختار الطريقة الأنسب لها للتعامل مع الأرباح دون الخروج عن قاعدة تعظيم القيمة السوقية لها.

المطلب الأول: سياسات توزيع أرباح السهم

وإن كان توزيع الأرباح هو واحد، إلا أن السياسة التي يتم بها تختلف من مؤسسة إلى أخرى، ومن فترة إلى أخرى في نفس المؤسسة، فدوام الحال والوضعية المالية لا يؤكد شيئا، لذلك فتغير العناصر المكونة للمكانة المالية للمؤسسة، واختلاف المؤسسات، كل هذا يوحي بأن هناك سياسات توزيعية متنوعة حيث يمكن سرد أهمها انطلاقاً من الأدبيات المالية التي تطرقت إلى هذا العنصر فيما يلي.

1. سياسة الفائض أو المتبقي

طبقاً لهذه السياسة فالمؤسسة تقوم بتوزيع فقط المبلغ المتبقي من أرباحها بعد تمويل استثماراتها التي يكون معدل عائدها أكبر من تكلفة الأموال الذاتية، وعليه فنسبة الأرباح القابلة للتوزيع تكون غير واضحة لدى المساهمين، وغير مستقرة، ففي الغالب تكون المؤسسات الكبيرة هي التي تلجأ إلى هذه السياسة، حيث أن أغلبها تقوم بتوزيع أرباح منخفضة نتيجة حاجتها إلى التمويل الذاتي لاستثماراتها، ويمكن أن يفسر هذا بدرجة الثقة بين هذه المؤسسات ومستثمريها، وتتلخص خطوات هذه السياسة فيما يلي¹:

- تحديد الاستثمارات المرتقب تنفيذها والتي تحقق قيمة حالية صافية موجبة.
- تحديد حجم الأموال الضرورية لتمويلها.
- تحديد نسبة الأموال الذاتية اللازمة لتمويل هذه الاستثمارات وفقاً لهيكل التمويل المناسب.
- تغطية كافة متطلبات الاستثمارات المرتقب تنفيذها من قيمة الأرباح المحققة.
- توزيع الجزء المتبقي من الأرباح على أصحاب الأسهم (المساهمين).

1 عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 460.

موافقة المساهمين بالطبع ورضاهم، هو الحاكم الأول والأخير على اتباع هذه السياسة خاصة وأن هذه الموافقة سترتبط بمعدل العائد الذي يطلبه هؤلاء المساهمون على إعادة استثمار أرباحهم، فإذا ما اعتقد المساهمون أن المؤسسة لن تستطيع الوفاء بالمعدل المطلوب أو أن هناك فرصا استثمارية خارج المؤسسة يمكن أن تعطي لهم عائدا أفضل، فإن الحالة بالطبع محكوم عليها بالفرض ويصبح معها مفهوم سياسة توزيع المتبقي من الأرباح مفهوما غير مقبول أو غير اقتصادي من وجهة نظر المساهمين.

والاحتياجات الاستثمارية ليست هي الدافع الوحيد وراء اتخاذ سياسة المتبقي، فغالبا ما تواجه المؤسسات التي تعتمد على الديون في هيكلتها المالية ضغوطات من أصحاب الديون تؤثر على سياسة توزيع الأرباح وقد تصل إلى الحد من التوزيعات بغية توفير الضمانات اللازمة لديونهم، فيضطر المسيريون إلى حجز جزء من أرباح المؤسسة لتغطية هذه القيود المفروضة من طرف الدائنين (سميث وورنر 1979 Smith and Warner)، (برادلي وروبرت 2004 Bradley and Roberts).

أما في إطار حوكمة الشركات فإن المسيرين يقومون بالتخلص من المتبقي بأي طريقة وتوزيعه على المساهمين، لأن وجود الفائض من شأنه أن يرفع تكاليف الوكالة، وفي بعض الأحيان تكون المؤسسات تتمتع بحوكمة عالية، ولكن نتيجة توفر الفائض بكثرة فيتسبب المسيريون وتدهور درجة الحوكمة في هذه المؤسسة (هارفورد، مانسي وماكسويل 2008 Harford, Mansi, and Maxwell).

كل هذه النقاط السابقة تعزز مكانة توزيع المتبقي، ولكن دائما هناك عراقيل فمثلا عند إدخال تأثير نوع المستثمرين على سياسة التوزيع، فهناك مساهمون يفضلون التوزيع الثابت وآخرون يفضلون ربح القيمة... إلخ، فبأخذ هذه النقاط يصبح من غير الممكن تتبع سياسة المتبقي في كل الحالات.

غير أنه يمكن أن يكون لاتباع سياسة المتبقي آثار سلبية على المؤسسة في حد ذاتها، فمثلا لو زادت قيمة التوزيعات فهذا ربما يدل على تراجع الفرص الاستثمارية للمؤسسة، وهذه إشارة سيئة من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية لها، ومن جهة أخرى فسياسة المتبقي تتميز بعدم الثبات والتغير نزولا وصعودا حسب الحاجيات الاستثمارية، لذلك فغالبا ما يتبع المسيريون سياسة ثابتة ولا يغيرونها إلا عندما يتأكدون بأنهم سوف يحافظون على هذا التغير في المستقبل، وقد أثبتت العديد من الدراسات أن المسيرين يكرهون تخفيض أرباح السهم لأن ذلك يمكن أن يؤثر سلبا على عوائدهم (من أجور ومكافآت)¹.

¹ H. Kent Baker, *Dividends and Dividend Policy*, The Robert W. Kolb Series in Finance, USA, 2009, PP 115-124.

2. سياسة توزيع مبلغ نقدي ثابت

طبقاً لهذه السياسة فالمؤسسات تقوم بتوزيع مبلغ نقدي ثابت من أرباحها، ويكون هذا المبلغ مدروس جيداً، حيث يتم تحديده بناء على التطورات التاريخية والمتوقعة للأرباح، وهذه السياسة من شأنها تخفيض حالة عدم التأكد لأن المستثمر تكون لديه المعلومة التامة عن المبلغ الذي سوف يتحصل عليه، والذي غالباً لا يتم تخفيضه بأية حال من الأحوال¹.

كما يمكن للمؤسسة زيادة المبلغ في حالة توقعها بارتفاع أرباحها المستقبلية وأن هذه الأرباح ليست مؤقتة، وإنما يمكن الحفاظ عليها خلال السنوات القادمة، وبهذه السياسة فالمؤسسة تحد من أثر المحتوى المعلوماتي الذي يمكن أن ينبثق من الأرباح الموزعة، فالمبلغ النقدي الثابت يحجب الوضعية الحقيقية للمؤسسة، فهو لا يولد أي معلومة للمستثمرين، فقط المعلومة الوحيدة الأكيدة هي حصولهم على مبلغ ثابت من أرباح السهم.

و غالباً ما يلجأ المسكرون إلى هذه السياسة تلبية لمتطلبات المجتمع الواسع من المساهمين، لأن الكثير منهم يفضلون التوزيعات المستقرة على تلك المتذبذبة، وهذا بغية في الحفاظ على المحتوى المعلوماتي للأرباح الموزعة، ولكن الاحتفاظ بهذا النمط المستقر يمكن أن تواجهه الكثير من الصعوبات، كعدم ثبات الأرباح المحققة مثلاً، وعدم استمرار نفس الأوضاع كذلك، وكثيراً ما تلجأ المؤسسات الصغيرة وتلك غير المعروفة في السوق المالية إلى هذه السياسة، خوفاً منها من فقدان ثقة المساهمين بها وقد يدل عدم ثبات التوزيعات على الأداء غير الجيد للمؤسسة، أما ارتفاعها فربما يدل على تحسن الأداء المالي للمؤسسة حالياً ومستقبلاً.

وأهم ما تهدف إليه المؤسسة في توزيع الأرباح هو الحفاظ على نمط مستقر، ولا يتم تخفيضه بل محاولة رفعه مع الوقت وبقيمة يمكن الحفاظ عليها مستقبلاً، لأن تذبذب التوزيعات في قيمتها يدل على تذبذب أداء المؤسسة، ومن ثم ارتفاع مخاطرة الاستثمار فيها، لذلك فهناك سببان رئيسيات يدعمان ضرورة الحفاظ على نمط مستقر من التوزيعات، وهما:

- ✓ تذبذب التوزيعات يدل على حالة عدم التأكد التي تنسم بها المؤسسة، ما يرفع من درجة مخاطرتها ومن ثم ارتفاع معدل العائد المطلوب، ما يؤثر سلباً على السعر السوقي لأسهمها.
- ✓ الكثير من المساهمين يستعملون أرباح السهم للإنفاق على حاجياتهم الاستهلاكية، لذلك فهم يفضلون التوزيعات الثابتة على تلك المتغيرة، حتى يتسم استهلاكهم بدرجة عالية من التأكد.

¹ عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سابق، 2009، ص 461.

3. توزيع النسبة الثابتة من الأرباح

حسب هذه السياسة، فإن المسيرين يقومون بتوزيع نسبة محددة وثابتة من الأرباح التي يحققونها ويتم تحديد هذه النسبة في ضوء تحليل الظروف والمتغيرات الماضية، الحالية والمرتبقة للوضع المالي للمؤسسة، وقد تتغير هذه النسبة جزئياً في بعض الحالات ولكن متوسطها عبر الوقت يميل إلى الثبات، وإن كانت النسبة ثابتة فإن المبلغ حتماً سوف يكون متغيراً تبعاً لتغيرات الأرباح المحققة، ما يعني عدم ثبات أرباح السهم في قيمتها مقارنة بنسبتها الثابتة، في دراسة للينتر قام بها في منتصف القرن الماضي بناء على مقابلة شخصية مع مدراء المؤسسات توصل إلى النقاط التالية¹:

- يقوم المسيرون بتحديد نسبة مستهدفة للأرباح الموزعة.
- لا يهتم المسيرون بمقدار التوزيعات، وإنما يهتمون بالتغيرات المحتملة للتوزيعات.
- يفضل المسيرون القيام بتغيرات يمكن الحفاظ عليها مستقبلاً.
- يربط المسيرون التغيرات بالأرباح الدائمة وليس الظرفية.

مما سبق، يتبين أن المسيرين يسعون دائماً للحفاظ على نسبة مستقرة من التوزيعات، ولا يقومون بتغييرها إلا إذا تأكدوا بأنهم سوف يحافظون عليها مستقبلاً، وهذا كسباً لثقة المساهمين، وحفاظاً على القيمة السوقية للمؤسسة، لأن التغيرات التي تحدث في الأرباح الموزعة غالباً ما تؤثر بشكل كبير على القيمة السوقية للمؤسسة.

4. سياسة النمط المستقر مع العلاوة الإضافية

طبقاً لهذه السياسة، فالمؤسسة تقوم بتوزيع مبلغ منخفض من أرباحها مع إمكانية الزيادة في حالات الرواج أو تحسن أرباحها في مدة ما مثلاً قبل القيام بتوزيع الأرباح، فعادة ما تلجأ المؤسسة إلى هذه السياسة عندما تكون أرباحها تتسم بالتقلب المستمر، فهذه الحالة تمنح المؤسسة مرونة اتجاه توزيع أرباحها حيث يمكنها الإعلان عن علاوة إضافية في حالة تحسن أرباحها، كما يمكن لها أن لا توزع هذه العلاوة إذا اقتضى الأمر ذلك، ويرى مؤيدو هذه السياسة أن العائد الإضافي الذي يحصل عليه المساهمون يساعد المؤسسة على تجنب إعطائهم انطباعاً وهمياً بأن هذه الزيادة دائمة، فاتباع هذه السياسة له أثر إيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة (راو Rao, 1992)، أهم هذه الأسباب²:

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

المالية، رسالة كمتطلب تكميلي للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل غزة، 2009، ص 28.

² حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، عمان، 2004، ص 873.

- ✓ يعتبر المستثمرون أن تيار الأرباح الموزعة المستقر أقل خطر من تيار الأرباح الموزعة المتقلب ولذلك فهم مستعدون لأن يطلبوا معدل عائد على الاستثمار في المؤسسات التي توزع أرباح مستقرة أقل من معدل العائد على الاستثمار في المؤسسات التي لا تتبع هذه السياسة وهذا يعني أن قيمة المؤسسة التي تتبع السياسة المستقرة تكون قيمتها أكبر من غيرها.
- ✓ كثيرا من المستثمرين يأملون الحصول على إيرادات منتظمة ومنتامية من الأرباح الموزعة تدعم دخلهم الجاري للارتقاء و/أو المحافظة على مستوى معيشي مرغوب فيه.
- ✓ من الأسباب الهامة لرغبة المستثمرين في الحصول على أرباح موزعة مستقرة هي أنهم غالبا ما يختارون المؤسسة التي تتناسب سياسة توزيع أرباحها مع تفضيلاتهم.

5. نسبة منخفضة من الأرباح مع علاوات إضافية

من خلال هذه السياسة فإن المسيرين يقومون بتوزيع نسب منخفضة من الأرباح التي يحققونها، مع إمكانية توزيع علاوات إضافية تكون قيمتها متغيرة تبعا للحالة المالية للمؤسسة، ومن أهم مزايا هذه السياسة هو أنه يتيح للمسير المرونة الكافية في التعامل مع الأرباح التي يحققها، حيث تسمح له بضمان حد أدنى لأرباح السهم الموزعة والعمل على عدم تخطيه، ومن ثم الشروع في تغيير قيمة الأرباح الموزعة بطريقة تسمح له بالحفاظ على هذا الحد مستقبلا، وتناسب هذه السياسة بشكل كبير تلك المؤسسات التي تتميز بأرباحها بالتقلبات الشديدة، حيث يعمل مسيروها على ضمان حد أدنى من التوزيعات، وتغيير العلاوات الإضافية حسب تقلبات أرباح المؤسسة، وكذا الفرص الاستثمارية المتاحة.

6. حصول المساهمين على نسبة ثابتة

يمكن أن يقوم المسيرون بضمان نسبة صافية ثابتة بعد الضرائب، حيث يقومون بتغيير النمط الموزع تبعا للتغيرات الحاصلة في الضرائب وتكاليف الحصول على الأرباح بشكل يسمح للمساهمين من الحصول على نسبة ثابتة من التوزيعات، وهنا أيضا فإن النسبة هي التي تكون ثابتة أما القيمة فممكن أن تتغير تبعا لتغيرات الأرباح التي تحققها المؤسسة.

7. عدم التوزيع على المدى القصير

ويكون ذلك تبعا للظروف التي تمر بها المؤسسة، فممكن أن تكون عمليات الحصول على الديون مثلا سببا في احتجاز إجمالي الأرباح، إما بطلب من الدائنين، أو رغبة من المسيرين خوفا من الوقوع في العسر المالي، كما أن الخطط الاستثمارية الجديدة، وحتى المؤسسات حديثة النشأة تكون مجبرة على احتجاز الأرباح لمواجهة متطلبات الاستثمار، كما يمكن أن تكون هذه السياسة نتيجة تفضيل المساهمين للأرباح الرأسمالية على الأرباح الحالية.

8. توزيع الأرباح كنسبة من القيمة السوقية للسهم

فأهم ميزة في هذه السياسة، هي أنها تربط الأرباح الموزعة بالتغيرات السوقية لقيمة أسهم المؤسسة فيكون بذلك دمج لقرار توزيع الأرباح مع القيمة السوقية للمؤسسة، فباستخدام القيمة السوقية لأسهم المساهم تمثل قيمة ثروته الحقيقية، فإن ما يحصل عليه كتوزيعات يكون تابع لهذه القيمة.

9. التوزيع بمعدل نمو ثابت

تتصف هذه السياسة بأنها تسمح بنمو الأرباح الموزعة من سنة إلى أخرى، الأمر الذي يسمح للمساهمين من مواجهة الآثار السلبية للتضخم، والحفاظ على قيمة معينة لثروتهم، وهذا في ظل ثبات أو زيادة الأرباح المحققة، لأن في حالة انخفاض قسط الأرباح المتوفرة للتوزيع يصبح هدف هذه السياسة غير ممكن.

10. أرباح السهم الاستثنائية أو الخاصة

أرباح السهم الاستثنائية من تسميتها تظهر على أنها مبالغ إضافية توزعها المؤسسات في شكل أرباح السهم، وهي ظرفية وسميت كذلك حتى لا يظن المساهمون أن هذه التوزيعات سوف تستمر في المستقبل فغالبا ما تبنى سياسات توزيع أرباح السهم بطريقة تضمن على الأقل الحفاظ على المقدار الموزع من الأرباح لفترة طويلة نسبيا، وألا يتم تخفيضه في المستقبل، وبغية الوصول إلى هذا الهدف فقد وجد هذا النوع من التوزيع، حيث من خلاله تقوم المؤسسة بتوزيعات خاصة في أوقات غير متوقعة.

فمثلا شركة ميكروسوفت قامت لأول مرة بتوزيع الأرباح في سنة 2003، بالرغم من أن كان لها حوالي 75 بليون دولار إلا أنها أقرت بتوزيع 0.08 دولار لكل سهم في تاريخ 16 جانفي 2003، وفي 12 سبتمبر 2003 كان هناك توزيع آخر قيمته 0.16 دولار للسهم، وفي 20 جويلية 2004 تم الإعلان عن أرباح سهم خاصة قدرت بـ 3 دولار للسهم، ومقابل ذلك فقد حافظت الشركة على التوزيعات كل أربعة أشهر بقيمة 0.08 دولار لكل سهم¹.

مما سبق، يتضح أن المؤسسات تعمل على توزيع الفائض من التدفقات النقدية في شكل أرباح السهم دون أن تترك انطباع لدى المساهمين بأن هذه الأرباح سوف تدوم في المستقبل، وقد بلغت نسبة الأرباح الخاصة الموزعة حوالي 20% من مجموع أرباح السهم في بورصة نيويورك سنة 2009².

¹ H. Kent Baker, *Dividends and Dividend Policy*, Op-cit, 2009, PP.309-310

² Idem, 2009, PP.309-310

تم إعطاء أهمية كبيرة لهذا النوع من التوزيعات حتى تتمكن المؤسسة من الحفاظ على مكانتها السوقية رغم تغير دورة حياتها ورغم التهديدات أو الفرص التي تواجهها خلال نشاطها، وما يؤكد أهمية هذا النوع من التوزيعات هو أن كبريات الشركات العالمية تقوم به¹.

كما أثبتت العديد من الدراسات أن أرباح السهم الخاصة لها تأثير إيجابي على السعر السوقي للسهم حيث تعتبر هذه الأرباح على أنها معلومات جيدة (دانجيلو وآخرون 2000 DeAngelo et al.) ويبقى هذا التأثير الإيجابي ما لم تنخفض توزيعات السهم العادية². وهذا التأثير الإيجابي ليس مطلق لأن ممكن أن تترجم عملية التوزيع هذه إلى أنه نظرا لعدم وجود فرص استثمارية مربحة أو تراجع الفرص، فتم التخلص من السيولة التي كانت سوف تستثمر.

المطلب الثاني: إعادة شراء الأسهم

إلى غاية ثمانينات القرن الماضي كانت أهم طريقة لتوزيع السيولة على المساهمين هي أرباح السهم وابتداء من هذه الفترة أصبحت المؤسسات توزع السيولة على مساهميها عن طريق إعادة شراء أسهمها سواء باستعمال سيولتها المتوفرة أو باللجوء إلى الاقتراض³.

1- معنى إعادة شراء الأسهم وطرق قياسها

تعتبر عملية إعادة شراء الأسهم الطريقة الثانية لتوزيع السيولة على المساهمين، إضافة إلى توزيع أرباح السهم، فإعادة شراء الأسهم يعني أن المؤسسة تقوم بشراء الأسهم من مساهميها الراغبين في بيع أسهمهم (بعد قرار من مجلس الإدارة)، فهذه العملية تعتبر اختيارية بالنسبة للمساهمين، وما على المؤسسة إلا التنفيذ أو توقيف العملية عكس أرباح السهم التي تكون بمثابة التزام على المؤسسة فلا يمكنها الرجوع في قرارها، وكذلك لا يمكن للمساهم أن يرفض القرار.

فالأسهم المعاد شراؤها ممكن أن تكون لأجل تخفيض رأس المال الذاتي، أو لأجل أهداف أخرى كتخفيض عدد الأسهم المتداولة لفترة ما، أو إعادة توزيعها على فئة أخرى من المساهمين، وبما أن لهذه العملية أهداف كالتحكم في سعر السهم والتي تعتبر عملية ممنوعة على المؤسسة، وجدت قوانين تحد هذه العملية ففي فرنسا مثلا "فقط المؤسسات المدرجة في البورصة التي لها الحق في إعادة شراء أسهمها وفي حدود 10% من قيمة رأسمالها في مدة أقصاها 18 شهر، وألا تتعدى قيمة هذه الأسهم 25% من مجموع

¹ Idem, PP.310-311

² Ibid., PP.311-314

³ Damodaran Aswath ; **Finance d'Entreprise Théorie et Pratique**, deuxième édition 2ème tirage 2007. P 935.

الصفقات¹. وتبقى عملية إعادة شراء الأسهم غير مسموح بها في بعض الدول كألمانيا حيث يمنع إعادة شراء الأسهم².

شهدت سياسة إعادة شراء الأسهم نموا مذهلا في الفترة الأخيرة، فقد قامت مؤسسات CAC40 في سنة 2007 بإعادة شراء حوالي 19 مليار أورو مقابل 3 مليار أورو تم توزيعها كأرباح سهم، أما في سنة 2003 كانت مؤسسات نفس البورصة قد قامت بإعادة شراء أسهم بمقدار 7.9 مليار أورو أي بنسبة 56% من مجمل التوزيعات، وهذه النتائج تدل على أن عمليات إعادة الشراء تكتسي مكانة هامة في عمليات توزيع أرباح السهم³.

وللدلالة على قيم عمليات إعادة شراء الأسهم، هناك ثلاث طرق أساسية من خلالها يمكن قياس حجمها (ستيفانس وويسباش 1998 (Stephens and Weisbach)⁴:

✓ مجموع ما تم إنفاقه طيلة العملية من تكاليف للصفقات وجميع التكاليف والعمولات الأخرى بالإضافة إلى مجموع أسعار الشراء (أي التكلفة الكلية للعملية) من بدايتها إلى نهايتها وجميع التكاليف التابعة لها، أو كما يتم القياس باستعمال صافي العملية فقط (ما تم إنفاقه مباشرة على شراء الأسهم - سعر الأسهم).

✓ التغير في قيمة الأسهم الموجودة في خزينة المؤسسة، وهذه محدودة فممكن أن تقوم المؤسسة بإعادة الشراء قصد تخفيض عدد أسهمها وبالتالي تتغير قيمة حقوق الملكية المتداولة ولا تتغير قيمة الأسهم الموجودة في الخزينة، لأن الأسهم المشتريات تم تخفيض قيمتها مباشرة من رأس المال، ولم توضع في الخزينة.

✓ التغير في عدد الأسهم المتداولة في السوق المالية، لكن هذه الطريقة تكون نسبية لأن ممكن أن تقوم المؤسسة بإعادة الشراء ثم طرح أسهم جديدة وبالتالي التأثير على مجموع الأسهم المتداولة.

وتبقى الطريقة الأولى للقياس هي الأنسب للتعبير عن عمليات إعادة شراء الأسهم.

2- طرق إعادة شراء الأسهم⁵

هناك ست (6) طرق من خلالها يمكن أن تقوم المؤسسة بإعادة شراء أسهمها من السوق المالية:

1-2- تثبيت العرض والسعر معا: حيث تقوم المؤسسة من خلال هذه الطريقة بعرض سعر ثابت لعملية الشراء والذي يكون غالبا أعلى من السعر السوقي لتشجيع عملية البيع، ومن جهة أخرى فإنه يتم رصد

¹ Quiry Pascal, Yann Le Fur ; **Finance D'entreprise** ; Vernimmen Pierre ; 7 ème édition 2009, Edition Dalloz-2008. P 905.

² Damodaran Aswath; **Op-cit** 2007. P 936.

³ علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة حالة بورصة الكويت 2006-2008، رسالة ماجستير، ص135. نقلا عن N°63.2007·la lettre vernimmen.net .

⁴ H. Kent Baker, **Op-cit**, 2009, PP 277-278.

⁵ **Idem**, PP: 242-245.

نسبة معينة من مجموع الأسهم لإعادة شراءها وخلال فترة محددة، ومن خلال هذه العملية يمكن للمؤسسة أن تزيد من عدد الأسهم المشتراة أو التوقف عند حد معين.

2-2- المزاد الهولندي: هي نفسها الطريقة السابقة، فقط أنه تبعاً لهذا المزاد فإن المؤسسة تقوم بتحديد مدى معين لتغيرات سعر السهم، فيقوم كل مساهم بطلب سعر يناسبه مقابل التنازل على عدد معين من أسهمه لصالح المؤسسة وبعدها تقوم المؤسسة بترتيب العروض وفق أسعارها، ثم تقوم المؤسسة بتحديد السعر الأدنى الذي يسمح لها بشراء العدد من الأسهم المحدد قبل بداية العملية، ليتم بعد ذلك إرجاع الباقي من الأسهم الزائدة عن العملية إلى أصحابها والتي لا يمكن شراءها بذلك السعر.

2-3- السوق المفتوحة: حيث تقوم المؤسسة من خلال هذه العملية بتحديد المبلغ من المال المخصص لعملية إعادة شراء الأسهم خلال مدة زمنية غالباً ما تتراوح بين سنتين وثلاثة سنوات، وتبعاً لهذه العملية فإن المؤسسة غير مجبرة على تجسيد عملية الشراء، فيمكنها أن لا تشتري أي سهم، فحسب (ستيفانسان وويسباش 1998) فإنه من بين 450 عملية سوق مفتوحة تم تجسيد فقط 57 عملية خلال الثلاث سنوات الموالية لبدأ العملية (بين سنتي 1981 و1990)، و10 بالمائة من المؤسسات لم تجسد سوى 5% من مبلغ العملية، وهذا ما يجعل من الطريقتين السابقتين الأنسب لإعادة شراء الأسهم بالنسبة للمساهمين، أما هذه الطريقة فتعتبر المفضلة من وجهة نظر المؤسسة، حيث تمثل حوالي 91% من مجموع الطرق الأخرى في السوق المالية (قريلون وإكنبري 2000 Grullon and Ikenberry).

2-4- العملية المستهدفة أو الخاصة: كما يطلق عليها عملية التفاوض الخاص، فمن خلالها تقوم المؤسسة بشراء الأسهم من مساهم أو مجموعة من المساهمين محددين مسبقاً، وغالباً ما تستعمل المؤسسات هذه العملية لصد تهديد محتمل غير مرغوب فيه، كمحاولة السيطرة على المؤسسة مثلاً، ففي الواقع تعد هذه العملية صعبة التجسيد على كثير من المؤسسات، فهناك مجموعة من الدراسات أكدت أن هذه الطريقة تكون مرتبطة بالعوائد السلبية المعلن عنها من طرف المؤسسة مثلاً (ميكلسون وريبياك 1991 Mikkelsen and Ruback, 1991).

2-5- تحويل الحقوق: حيث تقوم المؤسسة وفق هذه الطريقة بإصدار حقوق بيع اختيارية إلى كل حامل سهم نسبتاً إلى عدد الأسهم التي يمتلكها، هذه الحقوق تعطي لحاملها الحق في بيع سهم بسعر محدد مسبقاً وخلال فترة معلومة، فلو مثلاً عازمت المؤسسة على إعادة شراء 20% من أسهمها فإنها سوف تصدر حق بيع لكل خمسة أسهم (حق بيع سهم من كل خمسة أسهم)، وهذه العملية تعتبر كاستراتيجية ترفع أو تزيد من تكلفة محاولة السيطرة على المؤسسة، لأن هذه الحقوق هي في الحقيقة عبارة عن أسهم يمكن أن تسحبها المؤسسة من السوق في أية لحظة وتكون أسعارها عالية، ومن جهة أخرى فإن هذه الطريقة تسمح

للمساهمين ذوي الضرائب العالية من تفادي بيع الأسهم إلى المؤسسة من خلال بيع حقوق البيع إلى مساهمين آخرين يتمتعون بنسب ضرائب منخفضة.

2-6- العقود الأجلة: معظم المؤسسات التي تقوم بعملية إعادة شراء الأسهم تفشل في تحقيق برنامجها في الموعد المحدد وبذلك هناك مؤسسات تستعمل العقود الأجلة في إعادة شراء الأسهم، وهذه الطريقة تلزم المؤسسة شراء السهم مستقبلاً بتاريخ وسعر محدد مسبقاً، فالمؤسسة في هذه الحالة تكون مجبرة على شراء السهم بهذا السعر حتى وإن كان سعره الحالي في السوق أقل من السعر المحدد سابقاً لإجراء العملية، وعكس ذلك فإذا كان السعر السوقي أكبر فالمؤسسة تستفيد من الفرق بين السعرين، ومنه فالمسيرون يلجئون إلى استعمال هذه العملية في حالة ما إذا كانوا يرون أن السعر المستقبلي للأسهم سوف يرتفع!

3- دوافع وأسباب إعادة شراء الأسهم

هناك ستة (6) دوافع أساسية تقف وراء عملية إعادة شراء الأسهم²:

3-1- الاعتبارات الضريبية والتنظيمية:³ فبالنظر إلى أن إعادة شراء الأسهم هو عبارة عن إحلال لعملية توزيع أرباح السهم، فيمكن القول أن الاختلاف الضريبي بين ربح القيمة وربح السهم من شأنه أن يجعل المؤسسة تختار إحدى العمليتين مقابل الأخرى، ولقد استدل هـ. كنت باكر H. Kent Baker 2009 على ذلك بما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية من تعديلات ضريبية في سنة 1970 والتعديلات التنظيمية التي حدثت في سنة 1980 كإحداث لجنة الأوراق المالية والتبادل مثلاً أين أصبحت بعدها عملية إعادة شراء الأسهم تكتسي الأهمية البالغة لدى المؤسسات، حيث هذه اللجنة تضع بنوداً ضد التلاعب بالأوراق المالية، وفي سنة 1986 كانت هناك إصلاحات ضريبية والتي كان بمقتضاها رفع معدل الضريبة على ربح القيمة فتراجعت رغبة المؤسسات في إعادة شراء الأسهم مقابل توزيع أرباح السهم، مما يؤكد الأثر الكبير لقانون الضرائب على الإحلال بين عمليتي إعادة شراء الأسهم وتوزيع أرباح السهم (لي ولي Lie and Lie 1999).

اختلاف الضرائب بين المستثمرين، واختلاف المستثمرين أنفسهم (قرينستن وميشايلي Grinstein and Michaely 2005) يجعل من اختيار السياسة المثلى لتوزيع الأرباح على المستثمرين (أرباح السهم أو إعادة شراء الأسهم) أمر حتمي، فمثلاً هناك مستثمرون مؤسساتيون كصناديق التقاعد مثلاً، فإنهم يفضلون توزيع أرباح السهم (ألن، برناردو وولش Allen, Bernardo, and Welch 2000).

المساهمون الذين لديهم معلومات حول الوضعية الحقيقية للمؤسسة (خاصة من ينتمون إلى المؤسسة مثل المدراء) فإنهم يفضلون إعادة شراء الأسهم على توزيع أرباح السهم، لأنهم في الوقت

¹ Damodaran Aswath; Op-cit, 2007. P: 991.

² H. Kent Baker, Op-cit, 2009, PP 245-247 .

³ Idem, PP 245-247

نفسه هم يستفيدون أكثر من المساهمين الذين تكون معلوماتهم ناقصة عن الوضعية الحقيقية للمؤسسة (هسيه ووانغ 2008 Hsieh and Wang).

فحسب كل من براف، قراهام، هارفي وميشائيلي Brav, Graham, Harvey, and Michaely 2005 فإن المستثمرين الأفراد يفضلون أرباح السهم، وفي الغالب فالمستثمرون المؤسسات لهم تفضيل متقارب بين أرباح السهم وإعادة شراء الأسهم.

غير أنه في الغالب فإن المسيرين يقومون بالاختيار بين توزيع أرباح السهم أو إعادة شراء الأسهم بطريقة تهدف إلى تقليل الأثر الضريبي على المساهمين والمالكين الذين لهم وجود في المؤسسة (كالمسيرين أو العمال المالكين مثلا، أو ما يطلق عليهم بـ The insiders' owner) (هسيه ووانغ 2008) وقد تم التوصل إلى أن المؤسسات التي بها ملكية من المسيرين كانت هي الأكثر توزيعا لأرباح السهم في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 2003 أين تم حذف الضرائب على أرباح السهم (براون، ليانغ وويسنر 2007 Brown, Liang, and Weisbenner)¹.

3-2- تكلفة الوكالة: حيث يمكن استخلاصها من الفائض الموجود في التدفقات النقدية، والتي يمكن أن يستعملها المسيرون لمصلحتهم الخاصة، حيث يقول كل من (جنسن 1986 وإستبروك 1984 Easterbrook) أن قيام المسيرين بتوزيع التدفقات النقدية على المساهمين من خلال أرباح السهم أو إعادة شراء الأسهم يساهم بشكل كبير في تخفيض تكاليف الوكالة، حيث عملية التوزيع هذه تسمح بتخفيض احتمال المبالغة في الاستثمارات أو الاستثمار في أنشطة غير منتجة، وذلك من خلال تخفيض الفائض في التدفقات النقدية لدى المسيرين والتي يمكن أن يستعملوها في غير تعظيم ثروة المساهمين (جنسن ومكليينغ 1976، إستبروك 1984).

كما أكد كل من لي وآخرون 2000، أن هناك استجابة من السوق للإعلانات المتعلقة بعملية إعادة الشراء وما يزيد قوة الاستجابة هو وفرة التدفقات النقدية لدى المؤسسة المعنية².

بعد الإعلان عن إعادة شراء الأسهم، هناك ثلاث حالات واقعية متعلقة بحركة سعر السهم في الفترة التي تحوي تاريخ الإعلان، أولاها هو أنه غالبا ما يكون العائد سالب على أسهم المؤسسات التي تعلن عن العملية (فرمالن وآخرون (1981,1995) Vermaelen et al) والملاحظة الثانية هو أن بعد الإعلان تصبح العوائد إيجابية (فرمالن وآخرون (1981,1990) هذا ما يؤكد وجود علاقة إيجابية بين سعر السهم وحجم عملية إعادة الشراء، أما الملاحظة الثالثة فقد تم التوصل إلى أن المؤسسات التي تعلن عن إعادة شراء

¹ H. Kent Baker, *Op-cit*, 2009, P :269.

² H. Kent Baker, Gary E. Powell, E. Theodore Veitc; *revisiting the dividend puzzle Do all of the pieces now fit? Review of Financial Economics 11* (2002) 241–261, p 249.

الأسهم فإنها تحقق عوائد غير طبيعية تصل إلى حوالي 12% في الأربع سنوات التي تلي العملية (إكنبري وآخرون (1995).

ففي دراسة لديتمار (2000) Dittmar على جل المؤسسات الصناعية الأمريكية بين سنتي 1977 و1996 تم التوصل إلى أن المؤسسات التي لديها فائض في التدفقات النقدية الحرة وعدم وجود الفرص الاستثمارية فإنها تقوم بتوزيع هذا الفائض على المساهمين عن طريق إعادة شراء الأسهم، وهذه النتائج تؤكد العلاقة الإيجابية الموجودة بين حجم إعادة شراء الأسهم ووفرة التدفقات النقدية الحرة لدى المؤسسة (ستفنس وويسباش (1998) Stephens and Weisbach)¹.

3-3- المحتوى المعلوماتي: حسب نموذج باتشاريا (1979) فإن هناك اختلافا جوهريا بين المعلومات المتوفرة لدى المسيرين وتلك الموجودة عند المساهمين غير المنتمين إلى المؤسسة، فهذا الاختلاف من شأنه أن يجعل المؤسسة تستعمل عمليات إعادة شراء الأسهم لإيصال معلومات جديدة إلى السوق المالية، ولذلك فحسب هذا النموذج فإنه فقط المؤسسات التي تتمتع بمكانة جيدة في السوق المالية هي القادرة على إنجاح عمليات إعادة شراء الأسهم، أما باقي المؤسسات فممكن جدا أن تفشل أو لا تلجأ أصلا إلى هذه العملية.

المؤسسات التي تكون قيمتها السوقية منخفضة تقوم بالإعلان عن عملية إعادة شراء الأسهم لرفع الطلب على الأسهم ومن ثم رفع القيمة السوقية لها (أوفر وتاكور (1987) Ofer and Thakor)، وبارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة تكون قد حققت خطوة مهمة نحو القدرة على الحصول على التمويل الخارجي لتمويل الاستثمارات الممكنة، ومن هذا المنطلق فإن المؤسسة وبعد تحديد المشاريع المهمة تقوم بإيصال معلومات إلى السوق المالية تدل على حسن مكانتها المالية، ومن ثم طرح الأوراق المالية للحصول على المبالغ المطلوبة (كونستنتينيدس وقرندي (1989) Constantinides and Grundy)².

عندما تبحث المؤسسة عن معلومات معينة تريد أن توصلها إلى السوق من خلال عملية إعادة الشراء فتعتبر الإشارة هي الأكثر تفسيراً لعملية إعادة شراء الأسهم، فحسب الأدبيات المالية فإن المسير هو الأكثر اطلاعا على القيمة الحقيقية للمؤسسة، وانطلاقا من هذا اللاتماثل في المعلومات فقد يكون سعر السهم الحالي لا يعكس القيمة الحقيقية له، فقيام المؤسسة بإعادة شراء الأسهم يمكن أن يترجم كمعلومة تدل على أن السعر الحالي للأسهم أقل من سعره الحقيقي، فيرتفع سعره نتيجة زيادة الطلب عليه الناجم عن عملية إعادة شراء الأسهم.

¹ H. Kent Baker, Op-cit, 2009, PP 247-250 .

² Idem, PP 250-257 .

ويمكن أن يقوم المسكرون بإعادة شراء الأسهم في الحالات التي يتنبؤون فيها بأن المؤسسة سوف تتحسن في المستقبل، فيقومون بذلك بزيادة التوزيعات عن طريق الأسهم أو إعادة شراء الأسهم (ميلر وروك (1985)). كما يمكن أن يقوم المسكرون بإعادة شراء الأسهم عند رغبتهم في التميز عن السوق أو يرون أن مؤسساتهم لها قيمة سوقية أقل من قيمتها الحقيقية، فيقومون بزيادة الطلب على أسهم تلك المؤسسات لزيادة أسعارها السوقية، ومن ثم رفع القيمة السوقية لهذه المؤسسات (لكونيشوك، فارملين وإكنبيري (1995)).

أثبتت الكثير من البحوث أن هناك استجابة قوية لسعر السهم للإعلان عن عملية إعادة شراء الأسهم (دان 1981، Dann، كلين وروسنفلد 1988، Klein & Rosenfeld، فارملين 1981، Vermaelen، ماسيليس 1980، Masulis)، وتثبت الأبحاث السابقة أن هناك ارتباط طردي بين حجم برامج إعادة شراء الأسهم وكذا كمياتها، حيث لوحظ ارتفاع العوائد كلما زادت هذه المتغيرات، كما أن إعادة شراء الأسهم عن طريق السوق المفتوحة تكون العوائد ضعيفة مقارنة بإعادة شراء الأسهم بأحجام وكميات محدودة، كما توصل كل من كومنت وجارل (1991) Comment and Jarrell أن إعادة شراء الأسهم بطريقة المزاد الهولندية وعن طريق السوق المفتوحة لها أقل تأثير على السعر السوقي للسهم، وبالتالي إشارتها تكون الأضعف من الإشارات التي تتبع الطرق الأخرى¹.

3-4- الهيكلية المالية²: لعل أهم الدلائل التي تجعل من الهيكلية المالية سبب في إعادة شراء الأسهم هي نظرية التسلسل في التمويل (pecking-order theory)، فإن للمؤسسة أن تختار بين التمويل الداخلي، أو الاستدانة أو التمويل عن طريق الأسهم من السوق المالية (مايرس وماجلوف 1984، Myers and Majluf)، أما السبب الآخر فإن المؤسسة تقوم بتغيير قيمة الرافعة المالية تدريجياً حتى تصل إلى القيمة المرغوب فيها (فلانري وارانغان 2006، Flannery and Rangan).

وقام قبل ذلك ديتمار (2000) Dittmar باختبار هذا السبب الأخير مستعملاً النموذج الرياضي التالي:

$$Repurchase_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 leavrage_{i(t-1)} + \beta_2 X_{i(t-1)} + \varepsilon_{it}$$

حيث: $Repurchase_{it}$: نسبة مبلغ عملية إعادة الشراء إلى القيمة السوقية للأموال الذاتية للمؤسسة i في الفترة t . و $leavrage_{i(t-1)}$: الفرق بين نسبة الديون إلى مجموع الأصول و النسبة المستهدفة للرافعة المالية للمؤسسة i في الفترة $(t - 1)$.

¹ H. Kent Baker, Gary E. Powell, E. Theodore Veitc; **Op-cit**, 2002: 241-261, p 249.

² H. Kent Baker, **Op-cit**, 2009, PP 261-262.

X : فهو يمثل شعاع من المتغيرات الأخرى التي من شأنها أن تؤثر في عملية إعادة شراء الأسهم. ومن خلال هذا النموذج فقد توصل ديتمار (2000) Dittmar إلى أن المؤسسات ذات الرافعة المالية المنخفضة هي الأكثر رغبة في القيام بعملية إعادة شراء الأسهم.

كما قام أيضا كل من هوفاكميان، أوبلر وتيتمان (2001) Hovakimian, Opler, and Titman بدراسة تجريبية لاختبار مدى تأثير الاستدانة المثلى على إعادة شراء الأسهم، تحت قيد أن نسبة الرافعة المالية المستهدفة تتغير مع مرور الزمن، وتم استعمال النموذج الرياضي التالي:

$$leverage_{it} = \alpha W_{it} + \eta_{it}$$

وهذه العلاقة تقدر نسبة الرافعة المالية المستهدفة.

$$\left(\frac{Debt}{equity}\right)_{it} = \beta LeverageDeficit_{i(t-1)} + \gamma X_{i(t-1)} + \varepsilon_{it}$$

وهذه العلاقة تبين مدى تأثير عجز المؤسسة في زيادة الرافعة المالية على اختيار نسبة الاستدانة. حيث: X و W شعاعان يمثلان المتغيرات التي يمكن أن تؤثر في نسبة الرافعة المالية ونسبة الاستدانة المختارة على التوالي. و $LeverageDeficit$: تمثل الفرق بين نسبة الرافعة المالية الحالية والنسبة المقدرة أو المستهدفة.

وباستعمال عينة مكونة من 11.136 عملية طرح للسندات والأسهم، و7.366 عملية إعادة الشراء بين سنتي 1979 و1997 تم التوصل إلى أن المؤسسات تستعمل عملية إعادة شراء الأسهم وتسديد الديون من أجل الوصول إلى نسبة مستهدفة للاستدانة.

فمما سبق يتضح أن الأهداف المتعلقة بالهيكلية المالية لها أثر كبير على عمليات إعادة شراء الأسهم وحتى أن هذه الأهداف كذلك لها علاقة قوية مع سياسات التوزيع المعتمدة في المؤسسة (دانجلو ودانجلو 2006 DeAngelo and DeAngelo)، وهذا ما يجعل من القرارات المالية في المؤسسة صعبة الفصل بينها كما يصعب معالجتها في منأى عن الأهداف المسطرة أو تلك التي يملئها الواقع.

3-5- ردع السيطرة¹: قد يستعمل المسيريون عمليات إعادة الشراء بغية ردع محاولات السيطرة على المؤسسة فحسب باغنولي، غوردون ولييمان (1989) Bagnoli, Gordon, and Lipman فإن المسيرين يملكون من المعلومات ما يجعلهم أكثر دراية بالوضعية الحقيقية للمؤسسة، على عكس من ذلك فإن

¹ H. Kent Baker, *Op-cit*, 2009, PP 262-264.

المساهمين لا تتوفر لديهم كثير من المعلومات عن المؤسسة وتسييرها، وهذا الفرق يجعل عملية إعادة الشراء من بين الوسائل المستعملة للحفاظ على المؤسسة وتسييرها، وغلق المنافذ أمام من يريدون السيطرة عليها، فمثلا يقوم المسكرون بدفع علاوة عالية مقابل إعادة شراء الأسهم تعجز الأطراف الأخرى عن دفعها، وتكون عملية إعادة شراء الأسهم عملية لا بد منها خاصة في حالة ما كانت هناك تنبؤات باحتمال السيطرة على المؤسسة.

وكسياسة أخرى لردع السيطرة، فحسب هاريس ورافيف (Harris and Raviv (1988) فإن المسكرين يقومون بتغيير الهيكلية المالية في أوقات لا تكاد تكون متوسطة، بل أقل من ذلك، فتتغير هيكلية ملكية المؤسسة من فترة لأخرى، كأن يقوم المسكرون بزيادة نسبة الاستدانة في المؤسسة مكان حقوق الملكية الأمر الذي يقلل من حقوق التصويت عند المساهمين (في ظل تراجع مالكي الأسهم) وتحويلها إلى المؤسسة، وهذه الوضعية تسمح لهم بكبح محاولات السيطرة على المؤسسة.

3-6- خيارات الأسهم¹: تتأثر سياسة التوزيعات بخيارات الأسهم من خلال ثلاث حالات ممكنة: فبناء على نظرية الوكالة فإن منح الخيارات إلى مسكري المؤسسة يمكن أن يدفعهم إلى العمل على تحقيق مصالح المؤسسة ومن ثم المساهمين، وبذلك قد ترتفع نسبة التوزيعات من خلال تقليل عدد الأسهم في السوق المالية (إعادة الشراء).

وخوفا من انخفاض نصيب السهم من الربح (ربحية السهم)، يدفع إلى الإعلان عن القيام بعملية إعادة الشراء قصد تخفيض عدد الأسهم المتداولة مقارنة بقيمة الأرباح المحققة.

ووجود خيارات الأسهم في الهيكلية المالية من شأنه أن يكون من بين محددات سياسة التوزيع وبما أن توزيع أرباح السهم نقدا يؤدي إلى تخفيض السعر السوقي للسهم ومنه قيمة الخيارات، فإن المسكرين يمكن أن يعارضوا سياسة التوزيع النقدي ويطالبون بإعادة شراء الأسهم بدل منها.

توصل كل من لامبرت، لانن ولاركر (Lambert, Lanen, and Larcker (1989) إلى وجود علاقة عكسية بين خيارات الأسهم والتوزيع النقدي لأرباح السهم، كما توصل جولس (Jolls 1998) إلى نفس النتائج حيث كان الدافع الأساسي لإعادة شراء الأسهم هو ربحية السهم، وكانت نتائج ويسبنر (Weisbenner (2000) موافقة لما سبق ذكره في هذه الفقرة وبما أن ربحية السهم متعلقة بمتغيرين أساسيين هما عدد الأسهم والأرباح المحققة فقد تم التوصل إلى وجود علاقة بين الأرباح المحققة وعمليات إعادة شراء الأسهم (غونغ، لويس وسان (Gong, Louis, and Sun (2008) حيث تم التوصل إلى أن المسكرين يقومون بإدارة

¹Idem, PP 266-268.

الأرباح المحققة (من تسجيل وإعلان وتوزيع أو حجز) بطريقة تتماشى مع الأهداف المسطرة لعملية إعادة شراء الأسهم.

وتعتبر هذه العناصر المحددة لإعادة شراء الأسهم، بالإضافة إلى مرونة التسيير، من بين أهم الأسباب التي توطر عملية الإحلال بين توزيع أرباح السهم وإعادة شراء الأسهم¹.

3-7- فرضية التخصيص السوقي لرأس المال²: ترتبط هذه الفكرة بشكل وطيد بتكلفة الوكالة، حيث أن مفادها هو أن المساهمين أفضل من إدارة المؤسسة في استثمار الفائض الموجود في التدفقات النقدية، ولذلك يقوم المسيريون بتوزيع الفائض على المساهمين حتى يعطوا لهم الفرصة لاستثمارها بأنفسهم، كما يمكن أن تظهر هذه الحالة عندما يشعر المسيريون بأن هناك استثمارات خارج المؤسسة يمكن للمساهمين أن يستفيدوا منها أحسن من لو يقوم المسيريون باستثمار الفائض في مشاريع المؤسسة، هذا من جهة، ومن جهة أخرى فعملية إعادة شراء الأسهم تسمح بانتقال الأموال من المؤسسات التي تشهد تراجع في الاستثمارات إلى مؤسسات تتمتع بمشاريع متطورة أو قابلة للتطوير، فلقد أثبتت هذه الفرضية مجموعة من الباحثين على غرار (غريلون (Grullon (2000، نوحل وتارهن (Nohel and Tarhan (1998) الذين أثبتوا أنه في الغالب فالمؤسسات التي تقوم بعملية إعادة الشراء تكون في فترة تراجع الاستثمارات وتقليص الأصول، والدليل على ذلك أن النفقات الاستثمارية تنخفض بعد عملية إعادة شراء الأسهم.

وما ذكر في الفقرة أعلاه يدل على أن مفاد عملية إعادة شراء الأسهم يمكن أن يكون لها هدف إعادة التخصيص السوقي لرأس المال، كما أن هناك أسباب أخرى تدفع المؤسسة لإعادة شراء أسهمها وهي³:

- ✓ الرغبة في التخلص من صغار المستثمرين بسبب كثرة المصاريف الإدارية التي تتحملها المؤسسة في حالة وجود عدد كبير منهم، حيث في هذه الحالة تتحمل المؤسسة مصاريف كبيرة لإرسال التقارير والمعلومات المختلفة لهؤلاء المستثمرين، ومن أجل ذلك تقوم المؤسسة بشراء أسهم صغار المستثمرين لتخفيض هذه المصاريف.
- ✓ والحاجة إلى توفير الأسهم اللازمة لتغطية متطلبات خطط التقاعد ومشاركة العاملين في الملكية مثلما فعلت شركة ميكروسوفت والشركات عالية التقانية الأخرى في السنوات الأخيرة⁴. ولما كانت هذه الخطط والبرامج تتطلب ضرورة توافر العدد المطلوب من الأسهم فإن المؤسسة تقوم بإعادة شراء جزء من أسهمها لاستخدامها في تلك الأغراض.

¹ H. Kent Baker, Op-cit, 2009, PP 280-282.

² H. Kent Baker, Gary E. Powell, E. Theodore Veitc; Op-cit (2002) 241-261, p 251.

³ سعد عبد الحميد مطاوع، الإدارة المالية مدخل حديث، من دون دار نشر ولا سنة النشر، ص 525.

⁴ د.م. سرور علي إبراهيم سرور، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق العملي، الكتاب الثاني، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009، ص 901.

✓ وإمكانية استخدام الأسهم المشتراة في عمليات الاندماج، حيث تقوم المؤسسة بإعادة شراء جزء من أسهمها بغرض استخدامها في برامج التوسع عن طريق الاندماج مع شركات أخرى.

4- إعادة شراء الأسهم والقيمة السوقية للمؤسسة¹

تعتبر عملية إعادة شراء الأسهم من بين أهم المحددات للقيمة السوقية للمؤسسة، شأنها شأن توزيع أرباح السهم، فبناء على الأدبيات المالية فقد تم التعبير على القيمة السوقية للمؤسسة وفقا لسياسات التوزيع

$$P_0 = \frac{D_1}{(k-g)} \quad \text{كما يلي:}$$

حيث: P_0 : السعر الحالي للأسهم، D_1 : قيمة أرباح السهم الموزعة، g : نسبة النمو، و k تمثل تكلفة التمويل، مع: $g = b * k$ ، و b : تمثل نسبة الأرباح المحتجزة.

فإذا كانت b تمثل نسبة الأرباح المحتجزة، فإن نسبة التوزيعات هي $(1 - b)$ التي يتم تقسيمها بين أرباح السهم بنسبة d وإعادة شراء الأسهم بنسبة $(1 - d)$.

ومما سبق فإن سعر إعادة شراء السهم ($P_{repurchase}$) يتم تحديده وفق العلاقة التالية:

$$P_{repurchase} = \frac{P_0 + bX_1 + (1-b)(1-d)X_1}{N_0}$$

حيث: N_0 : تمثل عدد الأسهم المتداولة في بداية الفترة، X_1 : قيمة الأرباح المتوقع تحقيقها خلال الفترة.

وحسب سعر إعادة الشراء المحدد حسب العلاقة أعلاه فإنه يمكن استنتاج عدد الأسهم التي يمكن إعادة

$$N_{repurchase} = \frac{(1-b)(1-d)X_1}{P_{repurchase}} \quad \text{شراءها } (N_{repurchase}) \text{ كما تبينه العلاقة التالية:}$$

فبتحليل نصيب السهم من معدل النمو قبل وبعد عملية إعادة الشراء، فإنه يتم التوصل إلى العلاقة التالية:

$$(1 + gps) = \frac{1+g}{1+gn} - 1$$

حيث: gn : تمثل نسبة تطور عدد الأسهم المتداولة، وتكون سالبة في حالة إعادة الشراء و gps : نصيب السهم من معدل النمو، ويكون أكبر من g في حالة إعادة الشراء.

$$P_0 = \frac{d \cdot DPS_1}{(k-gps)} \quad \text{كما يمكن كتابة السعر الحالي للسهم وفق العلاقة التالية:}$$

¹ H. Kent Baker, **Op-cit**, 2009, PP 285-288.

حيث DPS_1 تمثل نصيب السهم من الأرباح الموزعة خلال الفترة، وبمقارنة علاقتي السعر الحالي للسهم ينتج ما يلي:

$$\frac{1}{k-g} = \frac{d}{(k-gps)}$$

وبعد تبسيط العلاقة يصبح:

$$gps = (1 - d)(k - g) + g$$

فإذا كانت نسبة إعادة الشراء $Repur_1/P_0$ ، حيث أن $Repur_1$ تمثل نصيب السهم من إعادة الشراء

خلال الفترة، فإن:

$$(1 - d)(k - g) = Repur_1/P_0$$

وبالمقارنة مع العلاقة أعلاه يصبح:

$$gps = Repur_1/P_0 + g$$

وحسب هذه العلاقة فإن نصيب السهم من النمو هو عبارة عن دالة في معدل النمو (g) التابع لعملية إعادة استثمار الأرباح المحققة ونصيب السهم من عملية إعادة الشراء ($Repur_1/P_0$).

إذا فالقيمة السوقية للمؤسسة تكون تابعة إلى معدل النمو الخاص بها والتغير الذي يطرأ على السعر السوقي للسهم من خلال قيام المؤسسة بإعادة شراءه، مما يعني وجود علاقة بين قيمة المؤسسة وإعادة شراء الأسهم. إذا وجب على المؤسسة اختيار الفرص للقيام بعملية إعادة الشراء، لأن أي خلل يمكن أن يؤثر سلباً على القيمة السوقية للمؤسسة.

5- العوامل المؤثرة على السعر السوقي للسهم

تختلف درجة التأثير على السعر السوقي للسهم باختلاف العوامل والأزمات، وكذا المحيط الاقتصادي وكذا مختصر لهذه العوامل فهناك¹:

5-1- القيمة الدفترية: يحمل السهم في طياته ثلاث قيم أساسية وهي الدفترية والتي تمثل القيمة التي يتم بها تجريد السهم على دفاتر المؤسسة، القيمة الاسمية والتي يتم بيع السهم بها عند أول مرة، وأخير القيمة السوقية والتي يكتسبها السهم نتيجة التعاملات في السوق. فغالبا ما تكون القيمة الاسمية هي عبارة عن القيمة الدفترية مضاف إليها هامش يسمح بتغطية مصاريف الإصدار مثلا.

ويلجأ الكثير من المحللين إلى مقارنة السعر السوقي للسهم بقيمته الدفترية، فإذا كانت النسبة متدنية فهذا يعتبر كإشارة للشراء، حيث يرى بعض المحللين أن هذه النسبة تعتبر كمفتاح لنجاح عملية الشراء، ذلك

¹ صباح أسامة علي شراب، اثر الاعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية "دراسة تطبيقية"، رسالة كمتطلب تكميلي للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل غزة - فلسطين يوليو 2006 ص ص 60-62.

أنه في حالة تدني هذه النسبة فذلك يعني أنه بإمكانها الارتفاع الأمر الذي يسمح بتحقيق ربح قيمة، عكس الحالة التي تكون فيها مرتفعة (أكبر من الواحد مثلا) حيث تصبح امكانية الانخفاض واردة.

5-2- الأرباح المحققة: تعتبر الأرباح من بين المحددات الرئيسية للسعر السوقي للسهم في المدى الطويل، فالمحللون يرون أن الأسهم التي يتوقع ارتفاع أرباحها هي الأكثر تداولاً في السوق، غير أن هذه الفرضية لا تكون واقعية تماماً في المدى القصير، ومفاد ذلك أن في المدى القصير أين تصبح للثقة أثر كبير على السعر السوقي للسهم.

5-3- توزيع الأرباح: لعل أهم ما ينتظره حامل السهم هو التوزيعات، فتغير هذه الأخيرة في قيمتها ومدة الحصول عليها له أثر كبير على اتجاهات أسعار الأسهم، فبالنظر إلى العنصر أعلاه (الأرباح المحققة)، ومن المعلوم أيضاً أن المؤسسات التي تحقق أرباح فهذا لا يدل على توفر السيولة للتوزيع (مؤسسة تتعامل بالأجل مثلا) الأمر الذي يؤكد أن التأثير التام للأرباح المحققة يكون لحظة قرار التوزيع، ومن ناحية أخرى فهناك بعض المؤسسات التي تعمل جاهدة على استغلال الفرص واستعمال الجزء الكبير من المبالغ النقدية المتوفرة لديها، ما يجعل من توفر السيولة أمر متوقف على استراتيجيات المؤسسة الاستثمارية.

يقوم المستثمرون بشراء الأسهم أملاً في الحصول على الأرباح الرأسمالية من خلال المتاجرة بها أو لأجل الحصول على التوزيعات النقدية، كما يمكن أن تقوم المؤسسة بإعادة استثمار الأرباح من أجل تقوية السعر السوقي للسهم، وللحديث على العلاقة بين التوزيعات النقدية والسعر السوقي للسهم فقد حاولت الأدبيات المالية مرارا وتكرارا شرح هذه العلاقة، حيث توصلت غالبيتها إلى وجود علاقة إيجابية بين المتغيرين.

فالمستثمرون يرون إلى الأرباح الموزعة على أنها مصدر للمعلومات عن كفاءة إدارة المؤسسة فالمساهم لا يمكنه أن يقف على الوضعية الحقيقية للمؤسسة في غالب الأحيان إلا من خلال سياسات التوزيع التي تتبعها المؤسسة وتطوراتها، ولقد اعترف كل من موديجلياني وميلر بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية والسعر السوقي للسهم.

غير أن التأثير يكون وقتياً ما لم يصاحب تغير سياسات التوزيع توقعات إيجابية فما يخص القوة الربحية للمؤسسة، ذلك أن التوزيعات غالباً ما تتسم بعدم الثبات الأمر الذي يجعل الحكم على السعر السوقي للسهم من خلال التوزيعات لا يكون كافياً، وإنما يجب ربط الأمر بعدة متغيرات أخرى كالسياسات المالية للمؤسسة والأهداف والطموحات المسطرة في استراتيجيات المؤسسة¹.

1- صباح أسامة علي شراب، مرجع سابق 2006 ص 76.

4-5- الوضعية المالية للمؤسسة: كل رقم مالي يصدر عن المؤسسة يمكن ترجمته إلى معلومات يتم من خلال جمعها الحكم على الوضعية المالية للمؤسسة، ولعل أهم العناصر التي يتم بها ذلك هي القوائم المالية، النسب المالية التشخيص المالي وتحليل المخاطر، فالاعتماد على المعلومات المستوحاة من العناصر السابقة يجعل قرارات المستثمرين أكثر موضوعية، ومنه السير نحو السعر الحقيقي للسهم.

5-5- كيف ينظر السوق مستقبلا إلى المؤسسة: من المستحيل أن يدوم الحال على ما هو عليه، فتغيره شيء أكيد، فالعناصر الأربعة المذكورة سافا من البيهبي جدا أنها سوف تتغير بمرور الزمن، وبغية الوقوف على مجالات التغير فإن المحللين الماليين يعمدون إلى القيام بتنبؤات مستقبلية وعلى إثرها يتم تحديد السعر الحالي والمستقبلي للسهم.

6-5- الأوضاع الاقتصادية والسياسية: بمرور الوقت أصبح العالم وكأنه مؤسسة واحدة، وأصبح الاقتصاد والسياسة عاملين لا يقبلان الانفصال، فأى تغير في الأوضاع الاقتصادية أو السياسية لأي دولة يمكنه أن يؤثر في دولة أو دول أخرى فقط أن درجة التأثير والتأثر تختلف باختلاف الدول، كما أن الوضع الاقتصادي أو السياسي الداخلي لأي دولة يؤثر وبلا شك على المؤسسة (درجة النمو، التضخم، السياسات المالية والاقتصادية... الخ)، لذلك فمن الواجب أخذ كل العوامل الاقتصادية والتي من شأنها أن تؤثر في المؤسسة لتحديد السعر السوقي للسهم.

7-5- دقة المعلومات السوقية: تتسم دول العالم الثالث بنوع من اللامعلوماتية، حيث يكون فيها الحصول على المعلومات بشبه المستحيل، والأمر راجع إلى احتكارها من جهة، ومن جهة أخرى نظرا لغياب (التخلف في تطبيقها إن وجدت) الأنظمة والقوانين التي تنظم السوق المالية، وغياب الوعي الاستثماري (اللاعقلانية إن صح التعبير) عند الكثير من المستثمرين، هذه النقائص كلها من شأنها أن تؤثر بالسلب على السعر السوقي للسهم.

المطلب الثالث: التوزيعات الأخرى واستثمار أرباح السهم

هناك عدة صور أخرى لتوزيع أرباح السهم، ولعل أهمها هي تجزئة الأسهم أو العكس، وهذه العملية تسمح بتخفيض (تجزئة) أو زيادة (تجميع) القيمة الاسمية للسهم دون المساس بالقيمة الإجمالية للأسهم كما يعتبر قرار استثمار أرباح لسهم من بين القرارات المهمة سواء للمساهم أو المؤسسة.

1- التوزيعات الأخرى

1-1- تجزئة الأسهم Stock Split: بالرغم من كونها لا تمثل نوعاً من أشكال توزيع أرباح السهم، إلا أن لها تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، وتعد عملية تجزئة الأسهم من الأساليب الشائعة الاستعمال في المؤسسات في الوقت الحاضر وذلك من أجل تخفيض القيمة السوقية لأسهمها من خلال تجزئة عدد الأسهم التي يمتلكها كل مساهم¹.

تلجأ المؤسسة لهذه السياسة في حالة ما إذا أرادت أن تجعل السهم في متناول فئة أكبر من المستثمرين حيث تلجأ المؤسسة إلى تجزئة السهم إلى النصف أو الثلث أو غير ذلك حسب أهداف المؤسسة، وهذه العملية تؤدي إلى زيادة عدد أسهم المؤسسة مع تخفيض القيمة الاسمية لها، وما يتبعها من انخفاض في القيمة السوقية وكذا ربح السهم، بالإضافة على ذلك فإن تخفيض سعر السهم يسمح للمستثمرين الصغار بإيجاد الفرص الاستثمارية، مما يؤدي إلى تحفيز الطلب على هذه الأسهم فترتفع قيمتها السوقية.

وتجزئة الأسهم هي عملية من خلالها يتم تخفيض القيمة الاسمية للسهم، وذلك بمعادلة سهم قديم باثنين أو أكثر جديدة، فمثلاً سهم قيمته الاسمية 90 وحدة نقدية يتم تجزئته إلى ثلاثة أسهم أين يصبح سعر السهم الاسمي هو 30 وحدة نقدية، وبذلك يزيد عدد الأسهم المتداولة وانخفاض قيمتها الاسمية مما يصاحبه انخفاض في سعرها السوقي لكن دون إحداث تغيير في القيمة الاسمية للأموال الذاتية.

في الغالب يلجأ المسيريون إلى هذا الميكانيزم عندما يكون سعر السهم مرتفع كثيراً في السوق المالية وبغية جعله في متناول شريحة أكبر من المستثمرين.

حسب دراسة لكل من فاما، فيشر، جنسن و رول Fama, Fisher, Jensen et Roll فإن المؤسسات التي تلجأ إلى هذه العملية هي التي تكون أسهمها تشهد عوائد غير طبيعية، وقد أثبتوا أن سبب هذه العوائد هو التوقع المستقبلي لأرباح السهم، ووجدوا حوالي الثلثين من عينة الدراسة قد قاموا برفع أرباح السهم بشكل غير طبيعي مباشرة بعد تجزئة الأسهم (672 مؤسسة من بين 940 قاموا برفع أرباح أسهمها بشكل غير طبيعي) وسمح لهم ذلك بالحفاظ على سعر السهم وتخفيض العوائد غير الطبيعية، على عكس من ذلك فالمؤسسات التي قامت بتجزئة أسهمها ولم ترفع من أرباح سهمها، فلاحظوا انخفاض حاد في سعر أسهمها مباشرة بعد العملية فتوصلوا من خلال هذه الدراسة إلى أن العوائد غير الطبيعية ناتجة عن توقع المستثمرين بأن هناك زيادة في أرباح السهم المستقبلية وليس لتوقع تجزئة الأسهم².

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، 2009، ص 492.

² Tulie Jacques et Topsacalian Patrick, **FINANCE**, Librairie Vuibert, janvier 1994, 63 bd St-Germain 75005 Paris. P 351.

فتجزئة السهم تمثل في الغالب بديل عن إصدارات جديدة من أجل تعزيز القابلية التسويقية للسهم وتحفيز النشاط في السوق المالية، ويمكن أن تتم عملية تجزئة الأسهم بالصورة المرغوب فيها والتي تتماشى وأهداف المؤسسة، وقد أثبتت العديد من الدراسات أن هذا النوع من التوزيعات يستعمل في كثير من المؤسسات العالمية وأنه يحظى بالاهتمام الكبير تبعا للأهداف المنتظرة منه¹.

2-1- عكس تجزئة الأسهم (تجميع الأسهم) Reverse Stock Split: حيث تقوم المؤسسة من خلاله بتخفيض عدد الأسهم المتداولة في السوق، كأن تقوم مثلا بتعويض كل سهمين بسهم واحد، فإذا كان تجزئة الأسهم يعني تخفيض القيمة السوقية للسهم وجعله في متناول الجميع فإن عملية جمع الأسهم (عكس تجزئة الأسهم) تساعد على رفع القيمة السوقية للسهم الجديد وذلك من خلال جمع سهمين أو أكثر في سهم واحد جديد فينخفض بذلك عدد الأسهم المتداولة مقابل الطلب الموجود عليها فإن سعرها السوقي سوف يتغير.

وقد أثبتت العديد من الدراسات أن هذه العملية تحظى بقبول واسع لدى المؤسسات، فتخفيض عدد الأسهم المتداولة يعني تخفيض تكاليف الصفقات ورفع نصيب السهم من الأرباح والتخلص من صغار المستثمرين، فمثلا لو قررت المؤسسة جمع الأسهم حيث كل 100 سهم تصبح سهم واحد، فحتمًا كل مساهم يملك أقل من 100 سهم سوف يضطر إلى إرجاعها إلى المؤسسة².

3-1- توزيع أرباح السهم على شكل أسهم: عوض أن تقوم المؤسسة بتوزيع الأرباح في شكلها النقدي، فهي تقوم بمنح أسهم إضافية للمساهمين مثلا إذا أعلنت المؤسسة عن توزيع نسبة معينة من أرباحها فإن كل حامل لحصة من هذه المؤسسة يتحصل على مقابل هذه النسبة من ملكيته على شكل أسهم إضافية، وتلجأ المؤسسة لهذه السياسة لعدة أسباب رئيسية هي³:

✓ الرغبة في توسيع قاعدة ملكية المؤسسة، حيث أن معظم المساهمين يقومون ببيع الأسهم الإضافية التي يحصلون عليها كعائد إلى مستثمرين جدد، مما يؤدي إلى توسيع قاعدة ملكية المؤسسة، كما تسمح هذه العملية للمؤسسة بتحويل الاحتياطات والأرباح المحتجزة إلى حساب رأس المال مما يوفر إمكانية احتجاز أرباح مستقبلية على شكل احتياطات، وهذه العملية تزيد من فرص المؤسسة في النمو والتوسع.

✓ الرغبة في تخفيض سعر السهم بغرض جذب عدد كبير من المستثمرين الذين لا يستطيعون شراء الأسهم إلا عند انخفاض سعرها إلى مستويات مناسبة، وينخفض سعر السهم نتيجة زيادة عرض الأسهم عوض توزيع الأرباح في شكلها النقدي، وعند انخفاض سعر السهم في السوق هذا لا يعني

¹ H. Kent Baker, **Op-cit**, 2009, PP.328-329

² **Idem**, PP.335-337

³ سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص 519.

أن ثروة المساهم قد انخفضت بل على العكس من ذلك، فالمساهم حصل على أسهم إضافية بحيث بقيت قيمة ثروته ثابتة، ومن جهة أخرى فقيمة السهم المتدنية تشجع صغار المستثمرين على شراء أسهم المؤسسة مما يزيد الطلب عليها وبالتالي ارتفاع سعرها السوقي في المستقبل.

✓ إمكانية زيادة العائد النقدي الذي يحصل عليه المستثمر مستقبلا وذلك نظرا لأن عدد الأسهم التي يمتلكها كل مستثمر سوف يزداد نتيجة قيام المؤسسة بتوزيع الأرباح في شكل أسهم، وذلك أن عملية توزيع أسهم مجانية لها محتوى معلومات حول التوقعات المستقبلية للمؤسسة، حيث أنها تعطي انطباعا بأن المؤسسة ترغب في التوسع وزيادة حجم أعمالها مما يدل على تحسن وضعيتها المستقبلية.

فتوزيع أسهم مجانية على المساهمين يتطلب أن تمتلك المؤسسة احتياطات وأرباح محتجزة بشكل كبير، وترغب في احتجاز المزيد من الأرباح على شكل احتياطات في المستقبل، لكن بعض القوانين تحول دون زيادة قيمة الاحتياطات على سقف معين (رأس المال المدفوع مثلا)، حينئذ يمكن لهذه المؤسسة أن تزيد من رأسمالها من خلال تحويل الاحتياطات والأرباح المحتجزة إلى حساب رأس المال، ومن ثم القيام باحتجاز المزيد من الأرباح على شكل احتياطات في المستقبل وهذا يتطلب على المؤسسة عند قيامها بزيادة رأس المال أن تقوم بتوزيع أسهم مجانية على حملة الأسهم بنسبة تتوافق مع حجم الأرباح والاحتياطات التي تم تحويلها إلى رأس مال المؤسسة.

يعتبر توزيع أسهم مجانية هو في حقيقة الأمر تغيير في تركيبة حقوق الملكية الناتج عن تحويل جزء من الاحتياطات إلى رأسمال المؤسسة المصدر، ويبقى المشكل هنا يدور حول القيمة التي يتم تحويلها إلى حساب رأسمال المؤسسة، هل هي القيمة السوقية لهذه الأسهم أو قيمة التوزيعات المتفق عليها.

يمكن للمؤسسة الأم (mère) أن تقوم بتوزيع أسهم مجانية خاصة بأحد فروعها (filiale) مكان أرباح السهم أو مقابل إعادة شراء الأسهم (يتم دفع قيمة الأسهم المعاد شرائها بأسهم جديدة) تحت علاقة (mère-fille) وتسمى هذه العملية بـ spin-off. وهنا تقوم المؤسسة الأم بتفريق أصول المؤسسة الفرعية عن أصولها بتوزيع أسهم خاصة بالفرع على مساهمين المؤسسة الأم، فيصبح بذلك المساهمون مساهمين في مؤسستين (entreprises: mère et fille)، ويمكنهم تبادل هذه الأسهم في السوق المالية بحرية.

في سنة 2006 قامت مؤسسة توتال Total بتوزيع أسهم مجانية لفرعها Arkema مكان أرباح السهم حيث تم توزيع سهم (من الأسهم الخاصة بالفرع Arkema) مجاني مقابل كل 10 أسهم قديمة (الخاصة بالمؤسسة الأم Total)، ومباشرة بعد توزيع هذه الأسهم تم إدراج المؤسسة الجديدة Arkema في بورصة Euronex وتصبح بذلك هذه الأسهم قابلة للتداول.

ويمكن للمؤسسة الأم أن تقوم بتوزيع أسهم خاصة بعدة فروع لها في نفس الوقت، كما يمكن لمساهمين المؤسسة أن يقبلوا بحل المؤسسة الأم وذلك بتنازلهم عن أسهمها مقابل أسهم جديدة لفروع مستقلة لها وتسمى هذه العملية بـ spin-up (ومثال ذلك: Eridania-Beghin-say في فرنسا سنة 2001) التي تم حلها مقابل أربع فروع مستقلة جديدة وهي: Béghin-say (السكر) Cerestar (النشاء) Cereol (الزيت)، Provimi (غذاء الحيوانات)، ويمكن للمؤسسة الأم أن تنفصل عن فرع أو فروعها بقيامها ببيع أسهم تلك الفروع في السوق المالية ثم تقوم بتوزيع الحاصل على مساهميها في شكل أرباح السهم¹.

بلجوء المؤسسة إلى عملية spin-off فهي بذلك تتجنب تكاليف الصفقات (التي تتحملها في حالة ما قامت ببيع الأسهم مباشرة في السوق المالية)، كما تجنب المساهمين تحمل ضرائب على أرباح السهم (والسبب في ذلك هو أن أرباح السهم في شكل أسهم لفروع لهم تفضيلات ضريبية مقارنة بأرباح السهم) فالمساهمون لا يدفعون ضرائب رأسمالية إلا في حالة ما قاموا ببيع هذه الأسهم في السوق المالية).

4-1- توزيع الأصول: يمكن أن تقوم المؤسسة بتوزيع إحدى مكونات أصولها على المساهمين بدل التوزيعات النقدية وقد تشمل هذه الأصول البضاعة، العقارات، المعدات، أو أي نوع يحدده مجلس الإدارة.

5-1- التوزيعات الآجلة: ويظهر هذا النوع من التوزيعات في حالة عدم كفاية السيولة الحالية لتغطية مبلغ التوزيعات فتقوم المؤسسة بإصدار أوراق مالية تعطي لحاملها الحق في الأرباح عند حلول تاريخ معين، كما أنها تعطي الحق لحاملها في إمكانية خصمها والحصول على النقدية قبل حلول تاريخ استحقاقها.

6-1- توزيعات التصفية: يمكن أن تلجأ المؤسسة إلى رأسمالها غير المستعمل والموجود في حسابها البنكي على شكل سيولة لتوزيعه على مساهميها، فتكون بذلك وكأنها تقوم بعملية التصفية، مستغلة في ذلك تجاهل المساهمين لمصدر هذه التوزيعات.

7-1- التوزيعات على المستخدمين: بغية تحفيز المستخدمين على تحسين الأداء وتشجيعهم، وكمكافئة على الأعمال التي يقومون بها، يمكن أن يلجأ مجلس الإدارة إلى اتخاذ قرار توزيع جزء من الأرباح التي تحققها المؤسسة على مستخدميها من عمال ومديرين.

2- استثمار أرباح السهم

شراء الأسهم يضمن تقديريا عائدين أساسيين هما ربح القيمة وأرباح السهم، فيكون المستثمر بذلك يملك وسوف ينتظر أحد العائدين على الأقل، فإن كان سعر البيع لا يشجعه، فهو ينتظر أرباح السهم التي

¹ Berk Jonathan, DeMarzo Peter et autres ; **Finance d'entreprise** ; Pearson Education France, 2008 ; PP : 595- 596.

توزع كأقصى تقدير غالباً كل سنة، ويمكن أن يتم إعادة استثمار هذه الأرباح لتتوسع الاستثمارات ومن ثم تخفيض درجة المخاطرة، أو يتم استعمال أرباح السهم في تغطية نفقات الحياة.

إن المسير يختار بين توزيع أرباح السهم أو إعادة استثمارها، وكذلك الشيء بالنسبة للمساهم فإنه يبحث عن تلك المؤسسات التي توزع أرباح السهم أو تلك التي تستثمرها حسب تفضيلاته، كما أنه يختار بين استهلاك تلك الأقساط من الأرباح أو إعادة استثمارها بشراء أسهم وغير ذلك، وبالتالي فتعامل المساهم مع أرباح السهم هو بمثابة مؤسسة مصغرة.

في عالم استثمار أرباح السهم، هناك أساسيات لا يمكن أن تتغير أبداً، وهذه الأساسيات هي أن أرباح السهم يمكنها أن¹:

- تخفض درجة المخاطرة.
- تساعد المستثمرين لتحسين عائداتهم عندما تكون الأسواق مناسبة.
- وتعطي المستثمرين القدرة على تحقيق إنجازات إيجابية حتى وإن كانت الأسواق غير مناسبة.

فخلال سنوات التسعينات، المستثمرون الذين لهم حصص أرباح السهم، كانت أسهمهم جيدة كما كانت لهم عائدات جيدة من أسعار أسهمهم، فقد حسنت حصص أرباح السهم هذه العائدات أكثر فأكثر، وهؤلاء المستثمرون كانوا رابحين أثناء هبوط السوق المالية 2000-2002، وحتى خلال الأزمة المالية العالمية 2008، فهم لم يخسروا كل شيء على عكس المستثمرين الذين كانت لهم أسهم تشهد نمو والذين فقدوا كل شيء. فقد ساعدت حصص أرباح السهم المساهمين على البقاء في الطريق الصحيح لأطول مدة ممكنة لتحقيق أهدافهم.

فمعظم المستثمرين مهتمين بأمان رأسمالهم وتحمل مخاطرة ضعيفة، وهذا ما يسبب لهم الاضطراب في كثير من الأوقات، وللتقليل من هذه الاضطرابات، فالمستثمرون مجبرون على اتخاذ سبل استثمارية تعطي لهم القدرة على إدارة المخاطر والحصول على العوائد التي يرغبون فيها.

فبناء على التدفقات النقدية وبغية الحماية من آثار التضخم باستعمال أرباح السهم، فالمستثمرون يستطيعون أن يحققوا هذا والحصول على العائد المرغوب فيه لتحقيق أهدافهم، لذلك فإن أرباح السهم تعتبر الحل المثالي لكثير من المشاكل الاستثمارية، فالاستثمار في أرباح السهم يسمح بتحقيق استراتيجية مثلى في الاستثمار ألا وهي -التنوع- (التنوع في: النمو، القيمة، عائد السهم، الاستقرار المالي... الخ) فالمستثمرون الذين ينتظرون حصص أرباح السهم، هم في نفس الوقت ينتظرون تحسن أسعار أسهمهم

¹ Don Schreiber, JR et al, All about dividend investing, second edition, McGraw-Hill, USA, 2011, pp xi-xiii.

ويبحثون عن استراتيجيات الحفاظ على نوعية استثماراتهم، لذلك فالاستثمار في أرباح السهم يسمح بتعظيم الثروة سنة بعد أخرى، سواء كانت الأسواق المالية مناسبة أم لا.

كما تفكر المؤسسة في كيفية التعامل مع السيولة المتوفرة لديها بين توزيع واستثمار و... الخ فإن المساهم يفعل نفس الشيء مع أرباح السهم الخاصة به، فهو دائما يبحث عن أهم السبل التي تؤدي به إلى تعظيم ثروته، خاصة وأن ليس دائما المؤسسات الجيدة تكون كذلك طوال حياتها فهناك فترات يمكن أن تكون هذه المؤسسات التي كان يضرب بها المثل هي الأسوأ في السوق المالية، وهذا كله يجعل من المساهم (المستثمر عامة) هو المسئول الأول والأخير على ثروته.

ومقابل هذا فقد قامت مؤسسات هدفها البحث عن السيولة الفائضة في السوق واستثمارها كصناديق الاستثمار مثلا، كما تفعل كل المؤسسات التي هي بحاجة إلى سيولة، حيث ترفق طلباتها للسيولة بمعلومات قد تشجع كل المستثمرين على قبول استثمار سيولتهم في هذه المؤسسة دون الأخرى.

فيمكن للمؤسسة أن تقوم بإعادة استثمار أرباح السهم من خلال ثلاث طرق أساسية¹:

- ✓ عن طريق سياسة السوق المفتوحة: حيث تقوم المؤسسة من خلالها باستعمال الأرباح التي كانت في الأصل سوف توزع على المساهمين، في إعادة شراء الأسهم من المساهمين الذين لا يرغبون في إعادة استثمار أرباحهم، ثم يعاد بيع هذه الأسهم في السوق المالية، ليشتريها من يريد الاستثمار.
- ✓ عن طريق بيع الأسهم: حيث تقوم المؤسسة مباشرة بطرح أسهم جديدة للتداول من أجل السماح للمساهمين بإعادة استثمار أرباح السهم التي تحصلوا عليها.
- ✓ استعمال الطريقتين معا: يمكن أن تقوم المؤسسة بإعادة شراء الأسهم وطرح أسهم جديدة في نفس الوقت. وقد يتم الاختيار بين الطريقتين السابقتين بناء على عدة عوامل أهمها: أرباح السهم السابقة الهيكل المالية، هيكل المساهمين ونوعيتهم ورغباتهم، دورة حياة المؤسسة وحجمها... الخ.

أوجدت المؤسسات هذه الطرق من أجل تسهيل عملية إعادة استثمار أرباح السهم لمساهميها خاصة ففتح المجال أمام المساهمين ببيع أسهمهم للمؤسسة وشراء أسهم جديدة يخفض عليهم تكاليف الصفقات في السوق المالية التي كانوا سوف يدفعونها لو أنهم باعوا أسهمهم لمستثمرين آخرين، كما أن ربط المؤسسة مع المستثمرين عن طريق إيجاد الفرص الاستثمارية يوفر الكثير على المستثمر من ناحية التكلفة، ويمتن العلاقة بين المؤسسة والمستثمر، كما يسمح ذلك للمؤسسة أيضا بتخفيض تكاليف التمويل.

¹ H. Kent Baker, Op-cit, 2009, PP 343-359.

المبحث الثاني: ما يمكن مراعاته عند توزيع أرباح السهم

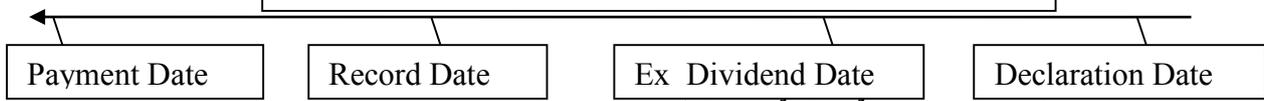
يعد قرار توزيع الأرباح من عدمه من صلاحيات مجلس الإدارة أو الجمعية العامة، من خلال الاجتماعات الدورية (سنوية، سداسية وثلاثية) وتنفيذ توزيع أرباح السهم يعد من العناصر الأساسية لقرار توزيع الأرباح، كما أن تاريخ دفع أرباح السهم والإعلان عنها هي الأخرى يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار.

المطلب الأول: التواريخ الأساسية لتوزيع أرباح السهم

يتم إجراء توزيع أرباح السهم بأربع تواريخ رئيسية تتمثل في: موعد الإعلان عن توزيع أرباح السهم (Declaration Date)، موعد فقدان حق المطالبة بأرباح السهم الموزعة (Ex_Dividend Date) موعد تسجيل أسماء أصحاب الحقوق في هذه الأرباح (Record Date) وأخيراً موعد التوزيع (Payment Date) (روس وآخرون 2001 P. 482 Ross, et. Al.)¹.

كما يعد المبلغ الذي سوف يتم توزيعه كأرباح السهم من العناصر الأساسية لسياسة توزيع الأرباح في المؤسسة، فأغلب المؤسسات تتبع التوزيع الدوري للأرباح، كما أن مجلس الإدارة يمكنه أن يغير مقدار التوزيعات بالنقصان أو بالزيادة.

الشكل رقم (1-1): التواريخ الأساسية لتوزيع أرباح السهم



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق عمان 2004، ص 874.

1- موعد الإعلان عن توزيع أرباح السهم: في هذا الموعد يجتمع مجلس الإدارة أو الجمعية العامة في المؤسسة ويتم الإعلان عن توزيع أرباح السهم، والمقدار الموزع، وموعد فقدان حق المطالبة بأرباح السهم الموزعة، وكذا تاريخ إحصاء قائمة المستفيدين من توزيع هذه الأرباح، ويعتبر الموعد مهم ففيه يكون الإعلان عن سياسة التوزيع المتبعة كالزيادة، الاحتفاظ أو الإنقاص من نسبة توزيع أرباح السهم، والتي تعتبر كمعلومة جديدة في السوق المالية.

2- موعد فقدان حق المطالبة بأرباح السهم الموزعة: وهو التاريخ الذي بعده لا يمكن لأي مستثمر المطالبة بأرباح السهم الموزعة، حيث إلى غاية هذا التاريخ كل مساهم في المؤسسة يحصل على هذه الأرباح الموزعة حتى وإن تولى على حصته في المؤسسة بعد هذا التاريخ، بالعكس المستثمر الذي يشتري حصة

¹ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2004، ص 874.

في المؤسسة بعد هذا التاريخ فإنه لا يحصل على أرباح السهم ولا يكون له الحق في المطالبة بها، وبعد هذا الموعد مباشرة ينخفض سعر السهم نتيجة فقدان الاستفادة من توزيعات الأرباح.

3-موعد إحصاء دفتر تحويلات الأسهم: الذي يبين أسماء المساهمين الذين سوف يحصلون على أرباح السهم الموزعة، هؤلاء لهم الحق في المطالبة بها، إذ سوف لن يدفع لمجموعة الأفراد الذين اشتروا الحصص في المؤسسة بعد تاريخ فقدان حق المطالبة بأرباح السهم، وهذه المعلومة لا يكون لها أي أثر على سعر السهم مع ثبات العوامل الأخرى.

4-موعد توزيع أرباح السهم: في هذا التاريخ يتم دفع الأرباح المعلن عنها سابقا إلى أصحابها الذين ظهرت أسمائهم في موعد الإعلان عن أصحاب الحق في الحصول على أرباح السهم الموزعة، وغالبا تتم هذه العملية بعد أسبوعين أو ثلاثة بعد إحصاء دفتر تحويلات الأسهم، وفي هذا التاريخ لا يتغير سعر السهم في ظل ثبات العوامل الأخرى.

المطلب الثاني: عوامل الإحلال بين طرق توزيع الأرباح

قد يكون من الصعب إتباع سياسة توزيع أرباح تخدم الجميع بالنظر لتضارب المصالح بين المساهمين وتزداد هذه الصعوبة كلما زاد حجم المؤسسة، وإن اختلفت الطريقة التي من خلالها يتم توزيع السيولة على المساهمين، إلا أن هذه الطرق لا يمكن الإحلال بينها، فهناك خمسة عوامل أساسية يتم مراعاتها للوصول إلى الهدف المنشود¹:

1- المرونة في الإحلال

إعادة شراء الأسهم، تخفيض رأس المال وأرباح السهم الاستثنائية تعتبر أكثر مرونة من أرباح السهم، فهذه الأخيرة (أي أرباح السهم) يصعب على المؤسسة تغييرها دون إقناع المساهمين بسبب هذا التغيير، فإتباع سياسة متغيرة يزيد من درجة عدم التأكد لدى المساهمين كما أن اتخاذ قرار التوزيع يجعل المسيرين ملزمين بتنفيذه عكس باقي الطرق التي تعتبر مفتوحة بالنسبة لهم، حيث يمكنهم توقيف العملية تماشيا مع أهداف المؤسسة.

¹ Quiry Pascal, Yann Le Fur ; Op-cit,2008. PP : 909-911.

2- المحتوى المعلوماتي

كل القرارات المالية يمكن اعتبارها كإشارة، فالمسيرون وجب عليهم التفكير قبل أخذ أي قرار مالي بشأن المؤسسة، ففي هذا الإطار فالوسيلة الحيادية هي أرباح السهم الاستثنائية حيث لا تكون منتظرة من طرف المساهمين ولا تؤثر على قيمة السهم، فيمكن اعتبارها على أنها علاوة من المسيرين إلى المساهمين. عكس ذلك فإن إعادة شراء الأسهم، تخفيض رأس المال أو توزيع أرباح السهم تمثل إشارات أولها تدل على القيمة المستقبلية للأرباح والثانية على قيمة السهم، لأن المسيرين لا يقومون بإعادة شراء أسهم المؤسسة إذا كانت تتميز بفائض قيمة (surévaluée).

أثبتت جوغاناثان، م ستفنس و م ويسباش M. Joggannathan, M. Stephens et M. Weisbach أن أرباح السهم أكثر إشارة من غيرها فما يخص الأرباح المستقبلية للمؤسسة، فالمسيرون يرفعون نسبة توزيع أرباح السهم نتيجة توقعهم بأن هناك ارتفاع فما يخص أرباح المؤسسة المستقبلية، وليست النتيجة نفسها عند إعادة شراء الأسهم، وتوزيع أرباح السهم يعني أن المسيرين قادرين على التحكم في الأرباح، كما أن إعادة شراء الأسهم تكون أكثر في المؤسسات التي تتميز نشاطاتها بالدورية مقارنة بالتي تتميز نشاطاتها بالتطور المنتظم.

3- التأثير على هيكلية المساهمين

أرباح السهم ليس لها أي أثر عليها فهي لا تؤثر في عدد الأسهم ولا في نوع المساهمين (على المدى القصير) عكس إعادة شراء الأسهم وتخفيض رأس المال حيث يؤديان إلى تغيير عدد الأسهم المتداولة وكذا التأثير على نوع المساهمين نتيجة فقدان بعضهم لحصصه كلياً أو جزئياً، فمثلاً إعادة شراء الأسهم الذي قام به المجمع الفرنسي بيجو (group Peugeot) منذ 1999 والمقدر بـ 2840 مليون أورو سمح للعائلة الواهبة اسمها من رفع مشاركتها في رأس المال من 22,7% إلى 30,3%. وليس من السهل زيادة نسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسات التي تتميز نشاطاتها بالدورية عكس قطاع السيارات الذي يكون تطوره منتظم مع الزمن حيث يسهل التنبؤ بالأرباح المستقبلية نتيجة انخفاض درجة عدم التأكد.

4- التأثير على خيارات الأسهم stock-options للمسيرين

خيارات الأسهم هي خيارات الشراء أو الاكتتاب من الأسهم بسعر ثابت ومدتها في الغالب تكون بين 5 إلى 10 سنوات، تمنح مجاناً إلى مسيري المؤسسة بطريقة تسلسلية، والهدف من هذه المنتجات هو: تحريض، تحفيز وكسب وفاء المسيرين لرفع القيمة السوقية للمؤسسة والتي تسمح لهم بتحقيق ربح قيمة على هذه المنتجات، ولكن في الجهة المقابلة فهذه المنتجات تسمح للمسيرين بالقيام بأعمال ليست في صالح

المساهمين كالاحتفاظ بالأرباح ومشاركتهم فيها والتلاعب في الاستثمارات كاختيار الأكثر مخاطرة¹. كما أن هناك عوامل أخرى من شأنها التأثير على توزيعات أرباح السهم، ومن ثم التأثير على مدى إمكانية الإحلال بين السياسات المشار إليها سالفًا، ولعل أهمها²:

5- التكلفة الضريبية

باعتبار أن الضريبة تختلف باختلاف مصدر العائد الذي يتحصل عليه المساهم، فهناك ضريبة على أرباح السهم كما توجد ضريبة على ربح القيمة الناتج عن بيع الأسهم، كما تختلف أيضا باختلاف المساهمين فهناك من لهم ميزات ضريبية، كما يوجد مساهمون لا يدفعون الضرائب على عوائدهم، وهذه النقاط من شأنها أن تؤخذ بعين الاعتبار للإحلال بين طرق توزيع السيولة على المساهمين واختيار أنسبها والتي تسمح لهم بالحصول على أكبر قيمة ممكنة من السيولة الموزعة. فمصالح المساهمين تتضارب نتيجة لاختلاف التعامل مع الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية فيما يخص الضرائب المفروضة عليها، وذلك لأنه غالبًا ما تكون الضريبة على الأرباح الموزعة أعلى من الضريبة على الأرباح الرأسمالية، وعليه فالمساهم الذي ينتمي إلى شريحة الضريبة العالية يفضل احتجاز الأرباح لاعتقاده بأن ذلك سوف يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم أي تحقيق أرباح رأسمالية، بينما المساهم الذي ينتمي إلى شريحة الضريبة المنخفضة أو المعفى من الضريبة يفضل الربح الموزع.

6- الحاجة إلى الدخل

هناك فئة من المساهمين يفضلون الأرباح الجارية، ومنهم المتقاعدون وذوي المداخيل الصغيرة وهم يمثلون صغار المستثمرين الذين يعتبرون التوزيعات مصدر دخل له، وبالتالي يعارضون احتجاز الأرباح أو التوزيعات المنخفضة، على خلاف كبار المساهمين الذين يفضلون ربح القيمة (أي إعادة استثمار الأرباح) على الأرباح الجارية (توزيع الأرباح) وذلك لتخفيف العبء الضريبي عنهم، وعليه فإن قرار الشركة سيتفق مع رغبات فئة منهم وسيتعارض مع رغبات الآخرين وبهذا الصدد يقول بلاك وشولز في دراستهما أن فئة صغار المستثمرين هي فئة ضئيلة الوجود في المؤسسات وأن تأثيرها محدود وأن التأثير الأكبر في هذا المجال لكبار المستثمرين الذين يجدون في احتجاز الأرباح أفضل طريقة للتخفيف من العبء الضريبي.

¹ Quiry Pascal, Yann Le Fur ; Op-cit, 2008. P 174.

² هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات الأسهم، جامعة الاسراء، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد السابع عشر، أيار 2008، ص ص 217-220.

7- القواعد والقيود القانونية

فباختلاف القواعد القانونية من زمن إلى آخر، ومن دولة إلى أخرى، وباعتبار أن قرارات توزيع الأرباح تتأثر كثيراً بهذه القواعد، يتضح أنه من الواجب مراعاة ومواكبة التغييرات الطارئة عليها، والتي توضح مثلاً أنه لا يتم توزيع الأرباح إلا من الأرباح المحققة من السنة الجارية، أو من سنوات سابقة "الأرباح المحتجزة" والتي يطلق عليها قاعدة الربح الصافي، وغير ذلك فإنها تعتبر توزيعات غير قانونية وبالتالي سوف يعاقب عليها القانون، والقاعدة الثانية هي أنه عند قرار التوزيع لا يجب أن تكون المؤسسة في حالة إعسار مالي (قاعدة الإعسار المالي) والغرض من هذا هو عدم المساس برأس المال الذي يعتبر بمثابة ضمان للدائنين لاسترجاع أموالهم، كما يمنع أيضاً دفع التوزيعات من رأس المال المدفوع من المساهمين (قاعدة إضعاف رأس المال).

8- الحاجة إلى التوسع والاستثمار

إن عمليات التوسع والاستثمار تتطلب الكثير من الطاقات التمويلية، الأمر الذي يدفع المؤسسة إلى البحث عن أهم المصادر لتمويل هذه العمليات وباعتبار الأرباح هي أحد هذه المصادر، فبذلك يمكن أن تلجأ المؤسسة إلى تغيير سياساتها التوزيعية بغية تحقيق طموحاتها التوسعية والاستثمارية ومن هذا المنطلق أوجدت المؤسسة ما يعرف بسياسة المتبقي التي تعني أن المؤسسة تقوم فقط بتوزيع الفائض من عمليات الاستثمار والتوسع، وإن لم يبق لها فائض فإنها لا توزع.

9- الحاجة لتسديد الديون

من المتعارف عليه، أنه في غالب الأحيان عندما تتحصل المؤسسة على قروض من الغير فإن هذه القروض تكون متبوعة بقيود أهمها ألا تقوم المؤسسة بتوزيع الأرباح قطعاً أو القيام بالتوزيع فقط في حدود معينة، فانطلاقاً من هذه الوضعيات المختلفة الناتجة أو التابعة للاستدانة تصبح المؤسسة تحدد سياسات توزيع الأرباح بناء على ما تنص عليه الاتفاقيات المتعلقة أو المصاحبة للاستدانة، كما يمكن أن تدفع الحاجة إلى السيولة أو الخوف من الوقوع في العسر المالي المؤسسة إلى تغيير سياسة التوزيع لتجنب المخاطر المحتملة.

10- عمر المؤسسة

لعمر المؤسسة دور مهم في تحديد السياسة التوزيعية التي يمكن أن تنتهجها المؤسسة فالمؤسسات الحديثة النشأة عادة ما تكون بحاجة إلى أموال (داخلية خاصة) لتكملة نشأتها وزيادة مكانتها السوقية كما أن هذا النوع من المؤسسات غالباً ما يواجه صعوبات في حالة ما أرادت الحصول على التمويل من مصادر

خارجية، أما المؤسسات التي قطعت شوطاً من تواجدها عادة ما تكون قدراتها التمويلية عالية، سواء المصادر الداخلية أو الخارجية، الأمر الذي يجعل من هذه المؤسسات أنها تقوم بتوزيع مبالغ معتبرة على مساهميها.

11- وضعية السيولة

تؤدي السيولة دور مهم في تحديد سياسة توزيع الأرباح المتبعة من طرف المؤسسة، فتحقيق الأرباح لا يعني أن المؤسسة قادرة على توزيع الأرباح، فممكن أن تكون المؤسسة تتعامل بالأجل في تحصيل حقوقها، الأمر الذي يؤكد أن تحقيق الأرباح غير كاف للحكم على المؤسسة بأنها توزع الأرباح أم لا حيث يجب التأكد من مدى توفر السيولة لدى المؤسسة، هذا من جهة ومن جهة أخرى فإن حاجة المؤسسة إلى سيولة لتسوية التزاماتها كالديون مثلاً، يؤثر بشكل كبير على السياسة المنتهجة في توزيع الأرباح.

12- معدل الأرباح

ثبات أو تغير اتجاهات الأرباح المحققة والمتوقعة من شأنه أن يؤثر على نوع السياسة التي سوف تنتهجها المؤسسة فما يخص توزيع الأرباح، فعندما تتسم تطورات الأرباح بالثبات نسبياً يجعل من اختيار السياسة أمر هين، ففي حالة صعوبة التنبؤ بالأرباح المستقبلية يمكن أن تلجأ المؤسسة إلى التخفيض من التوزيعات الحالية الأمر الذي يسمح لها بالاستمرار في التوزيعات مستقبلاً، وعدم الوقوع في فخ نفاذ الأرباح، أين يمكن للمساهمين أن يفهموا أو يترجموا النقص في توزيعات الأرباح بمثابة تراجع الوضعية المالية للمؤسسة، وبالتالي تكون النتيجة هو عرض أسهمها للبيع خوفاً من استمرار تراجع المؤسسة، وهذا ما يزيد من تراجع القيمة السوقية لها، ومنه انخفاض ثروة المساهمين. ولقد تم تأكيد ما سبق في دراسة ميدانية قام بها هاشم حسن حسين على عينة عشوائية مكونة من 53 مؤسسة عراقية ذات أسهم، من خلال استبيان تم توزيعه على مسيري المؤسسات يشمل مجموعة من النقاط من بينها العوامل المشار إليها سلفاً¹.

المطلب الثالث: أهداف ومزايا توزيع أرباح السهم

تتميز أرباح السهم بعدة مزايا وأهداف، كأن يتم استعمالها بغية الدلالة على الوضعية المالية الحقيقية للمؤسسة مثلاً، أو كحل لمشكل تضارب المصالح بين الأطراف المكونة للمؤسسة (مشكل الوكالة)، كما تعتبر أرباح السهم أيضاً سيولة ينتظرها المساهمون لسد حاجياتهم الاستهلاكية والاستثمارية.

¹ هاشم حسن حسين، مرجع سابق، 2008، ص ص 220-227.

1- الهدف من توزيع أرباح السهم

سياسة توزيع الأرباح تتضمن دفع أو احتجاز الأرباح لإعادة استثمارها، زيادة التوزيعات المستقبلية سيساعد في زيادة قيمة السهم، لكن في نفس الوقت فإن توزيع كل الأرباح دون احتجاز نسبة منها سيحرم المؤسسة من استثمار المزيد من الأموال لأغراض التوسع والنمو وبالتالي زيادة معدلات النمو في توزيع الأرباح، الأمر الذي ينعكس سلبا على قيمة الأسهم. والسياسة المثلى لتوزيع الأرباح (optimal Dividend Policy) هي تلك التي تضع توازنا بين التوزيعات الحالية والتوسعات المستقبلية لتعظيم قيمة السهم في السوق¹. وتهدف سياسة توزيع الأرباح إلى تحقيق عدة أهداف يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

1-1- غياب سوق مالية كاملة: في سوق مالية كاملة لا يكون لسياسة توزيع أرباح السهم أي أثر على ثروة المساهم، ففي هذه الحالة يغيب تفضيل المساهم بين الحصول على أرباح السهم وربح القيمة الناتج عن بيع السهم وبالتالي في وجود سوق مالية كاملة ليس هناك فرق بين سياسات توزيع أرباح السهم، فمثلا عندما تكون نسبة توزيع الأرباح مرتفعة فقيمة السهم تكون منخفضة وفي المقابل تكون للمساهم سيولة من الأرباح الموزعة، ولكن في حالة ما إذا تم توزيع نسبة منخفضة من أرباح السهم فقيمة السهم ترتفع نتيجة إعادة استثمار الأرباح المحتجزة مما يعني إمكانية بيع الأسهم لكي يتحصل المساهم على السيولة.

فقيمة السهم تتخفض مباشرة بعد يوم فقدان حق المطالبة بأرباح السهم، وبذلك في وجود سوق مالية كاملة فتوزيع نسبة منخفضة أو مرتفعة من أرباح السهم لا يكون لها أي أثر على ثروة المساهم ومن هذا المنطلق فالمؤسسات لا تكون مجبرة على الاهتمام بسياسة توزيع الأرباح وهذا ما ينطبق مع حيادية سياسة توزيع أرباح السهم لموديجلياني وميلر اللذان توصلا وفقا لسوق مالية كاملة أنه لا توجد سياسة مالية مثلى لخلق ثروة جديدة إلا عن طريق الاستثمارات الفعالة. وفي هذا السياق فهناك مؤسسات لم توزع أبدا أرباح السهم (Ubisoft ou la société de Warren Buffet Berkshire Hathaway) وكذلك شركة ميكروسوفت بين 1975 و2003² والتي كانت لها استثمارات جيدة ولكنها تنشط في سوق مالية غير كاملة عكس فرضيات موديجلياني وميلر بالرغم من أن هذه الملاحظات تؤيد ما توصلا إليه بناء على فرضيات ليست صحيحة في بيئة هذه المؤسسات.

1-2- استعمال أرباح السهم كإشارة: بالرغم من هذه الملاحظات الاستثنائية، إلا أن الواقع يثبت عكسها، فسياسة توزيع السيولة على المساهمين تبقى من أهم القرارات المالية في المؤسسة، فنظرية الإشارة تؤكد

¹ عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سابق، 2009، ص 455.

² Quiry Pascal, Yann Le Fur ; Op-cit, P 895.

بوجود توزيع أرباح السهم أو إعادة شراء السهم، وتعتبر بذلك أن توزيع الأرباح يعد جسر اتصال بين المؤسسة ومستثمريها فالمسيرون دائما يسعون إلى إيصال صورة حسنة عن المؤسسة إلى المساهمين بالرغم من أن في بعض الأحيان هذه الصورة لا تكون حقيقية. والمؤسسات ذات المردودية تسعى دائما للتميز عن باقي المؤسسات التي لا تكون لديها القدرة الكافية لذلك باستعمال التوزيعات، لأن هذه الأخيرة تكون باستعمال الخزينة مما يعني أن المؤسسة لديها السيولة الكافية التي تجعلها في أحسن رواق من باقي المؤسسات، وبالتالي فتوزيع أرباح السهم أو إعادة شراء الأسهم هو عبارة عن شعاع من المعلومات يسعى المسيرون إلى إيصاله إلى المساهمين لإقناعهم بالصورة الحقيقية للمؤسسة.

فمبلغ الأرباح الموزع يكون في معظم الأحيان مرتبط بنتيجة السنة الماضية والنتيجة المستقبلية المتوقعة للمؤسسة، مما يعني أنه كلما ارتفع (المبلغ الموزع) كلما دل هذا على أن نتيجة السنة كانت جيدة وكذا هناك تفاؤل بنتيجة السنة الجارية والمتوقعة، فتكون بذلك معلومة حسنة عن المؤسسة في السوق المالية ككل، كما أن انخفاض نسبة الأرباح الموزعة ليس دائما يعكس وضعية حرجة للمؤسسة، فممكن أن يكون نتيجة الحاجة إلى سيولة إضافية لتمويل فرص استثمارية جديدة والتي هي عبارة عن فرصة ربح بالنسبة للمساهمين، وهذا ما هو مؤكد في سنوات 1990 أين تم إعادة توجيه مؤسسات كانت تنشط في قطاعات في مرحلة النضج إلى نشاطات أو مناطق إقليمية في تطور ملحوظ، وفي الجهة المقابلة ليس كل ارتفاع في نسبة الأرباح الموزعة يعني أن الفرص الاستثمارية نادرة، وفي الأخير فاستراتيجية الاتصال المرتبطة بتوزيع الأرباح تكتسي أهمية بالغة خاصة في حالة تغيرات في السياسة المتخذة تجاه توزيع الأرباح¹.

1-3- توزيع الأرباح كحل لمشكل الوكالة: تعتبر سياسة توزيع أرباح السهم من بين وسائل ضبط المسيرين وإجبارهم على الاندماج في منطقتي المساهمين لتحقيق أهدافهم، فسياسة محكمة لتوزيع أرباح السهم أو ذات تطلعات بالوضعية الجيدة للمؤسسة يجعلها تكسب ثقة المساهمين وحتى الدائنين مما يجعلهم قادرين على وضع سيولتهم تحت تصرف المسيرين بدون إشكال، ولكن هذا لا يعني بالضرورة تخفيض تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين، أو تخفيض الهامش الذي يمكن للمسيرين استعماله لتحقيق أغراضهم الشخصية. والمساهمون بإمكانهم طلب توزيع كل الأرباح وتصبح عملية التمويل تخضع لقراراتهم تبعاً لمردودية الاستثمارات المقترحة من طرف المسيرين، وهذه السياسة تسمح بتخفيض مجال لا تماثل المعلومة التي من شأنها أن تؤثر على تكلفة التمويل الذاتي، وفي المقابل فهذه السياسة تتعارض مع الدائنين فتوزيع كل الأرباح يعني أن السيولة غير متوفرة لدى المؤسسة بل هي عند مساهمها وبما أن مسؤوليتهم

¹ Quiry Pascal, Yann Le Fur ; Op-cit, P 896.

محدودة أي عند الإفلاس لا يمكن للدائنين بالمطالبة بها، هذا يجعل الدائنين يطلبون معدل فائدة أكبر على تمويلاتهم لهذه المؤسسة، وبذلك ترتفع تكلفة التمويل.

1-4- لأن المساهمين يفضلونها¹: لقد توصل كل من م باكر وج ويرغلر M. Baker et J. Wurgler إلى أن هناك فترات أين يكون المساهمون يفضلون توزيعات أرباح السهم، وبذلك يكونون مستعدين لدفع مبالغ لشراء أسهم المؤسسات التي سوف توزع نسبة مرتفعة من أرباحها وبيع أسهم باقي المؤسسات حتى ولو كان سعر أسهم هذه الأخيرة منخفض ولقد كانت هناك فعلا فترة من هذه الفترات من سنة 2002، حتى وإن تم توزيع أرباح السهم فهذا لا يثري المساهم لأن هذا بالمقابل يؤدي إلى تخفيض سعر السهم بنفس مبلغ ربح السهم، وهكذا فالمساهم لا يهمله الأمر حتى وإن قام ببيع بعض من أسهمه للحصول على نفس المبلغ من السيولة. وفي هذا الإطار، فالملياردير ألبرت فرار Albert Frère صرح " وجدت بأننا لا نهتم كثيرا بالمساهمين" وكذلك جون روكفلر John Rockefeller في سنوات 1920 أين قال " هل تعلمون الشيء الوحيد الذي يمكن أن يسعدني؟ أرباح السهم" بدون إزعاج أحد!

كما بين كذلك م باكر وج ويرغلر بأن هناك فترات أين يكون المساهمون لا يريدون توزيع أرباح السهم لأنهم يفضلون أن تستثمرها المؤسسات في فرص تسمح للمؤسسة بالتطور، فيفضلون بذلك أسهم لمؤسسات من هذا النوع على المؤسسات التي توزع نسبة مرتفعة من أرباح السهم، وهذا ما حدث فعلا في الفترة بين 1990 إلى نهاية سنة 1998 أين أعلنت مؤسسة تلفونيكا Telefonica عن عدم توزيع الأرباح للمساهمين وذلك من أجل تمويل توسعها في أمريكا اللاتينية، ونتيجة لهذا فقد ارتفع سعر سهمها ب 9%.

وبطبيعة الحال يمكن طرح السؤال حول كيفية الوصول إلى هذه الإنجازات، ويبقى الجواب هو أنه توجد في المالية طرق غامضة تفاؤلية تؤدي إلى تمييز إعادة استثمار الأرباح لخلق ثروة جديدة على باقي المصادر التمويلية، أو هناك تشاؤم يؤدي إلى تفضيل توزيع الأرباح وبذلك فالمالية قبل كل شيء هي نشاط إنساني. وهذا صحيح خاصة بالنسبة للمؤسسات غير المدرجة في البورصة والتي لديها نقص في السيولة وكذلك بالنسبة للمؤسسات المدرجة والتي تعاني من صعوبة إيجاد الاستثمارات وبالتالي في سوق مالية غير ديناميكية، كما أن المساهم بصفته شخص بشري فيمكن أن يكون بحاجة إلى هذه السيولة لتلبية حاجياته. ووجود ضرائب على أرباح السهم يجعل المساهم يبيع الأسهم للحصول على السيولة، إلا في حالة ما إذا كانت أرباح السهم كافية لتغطية حاجياته وهذه الضرائب.

¹ Quiry Pascal, Yann Le Fur ; Op-cit, P 897.

يستمد تغيير الأرباح أهميته من اتجاهات الإدارة نحو الفرص الاستثمارية المتاحة أمامها، والكيفية التي تعد بها الهياكل التمويلية، التي من شأنها تعظيم ثروة الملاك هذا بجانب انعكاس تفضيلات المستثمرين وحملة الأسهم الحاليين والمرقبين تجاه التوزيع الحالي أو الأرباح الرأسمالية المتوقعة في المستقبل، أي أن أهمية تغيير توزيع الأرباح تحدد بعاملين أساسيين هما الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة وتفضيلات المستثمرين وحملة الأسهم الحاليين والمرقبين، فأى زيادة في الفرص الاستثمارية تؤدي إلى حتمية تخفيض الأرباح الموزعة بشرط أن تكون تلك الفرص ذات عائد يفوق تكلفة تمويل الاستثمار، ليكون ذلك مبررا للتغيير وعاكسا تفضيلات المستثمرين وحملة الأسهم الحاليين والمرقبين للعوائد الرأسمالية أو توزيع الأرباح المرتقبة. عندها يمكن القول إن الفرص الاستثمارية وهذه التفضيلات ترتبط عكسيا مع التغيير في مقسوم الأرباح¹.

2- مزايا أرباح السهم²

هناك خمسة (5) أسباب رئيسية تجعل من أرباح السهم الأحسن للاستثمار، وهي:

2-1- أرباح السهم توفر سيل متواصل من الدخل: هذا السيل المتواصل من الدخل يعطي للمستثمر إمكانية الاعتماد عليه بغض النظر عن التطورات الجارية في أسعار أسهمه أو تطورات السوق المالية بصفة عامة، فأرباح السهم تعتبر كمصدر آخر من الدخل العادي لذلك ففي فترات هبوط السوق، تزود أرباح السهم المستثمر بدخل إيجابي على استثماراته بينما ربح القيمة يمكنه أن يكون معدوم أو حتى سالب، أما في فترة انتعاش الأسواق فإن أرباح السهم تحسن من الدخل المتولد من ربح القيمة.

2-2- أسعار الأسهم التي توزع عليها أرباح تزيد مع مرور الوقت: كلما كانت الأسهم تدفع عليها أرباح سهم، فإن أسعارها السوقية سوف ترتفع مع مرور الوقت وكلما زادت أرباح السهم في الارتفاع زادت الأسعار السوقية لتلك الأسهم، وهذه التطورات تسمح بالتغلب على آثار التضخم، ومع ذلك فإن الفترات التي تشهد ارتفاع في الأسعار السوقية للأسهم فإن المستثمرين يتجهون إلى تناسي الفائدة من أرباح السهم، مستغلين في ذلك ربح القيمة، ولكن في الواقع فتطورات الأسعار غالبا ما تعود إلى مستواها الطبيعي مع مرور الوقت.

¹ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق 2004، ص 883.

² Don Schreiber, JR et al, Op-cit, 2011, pp 7-11.

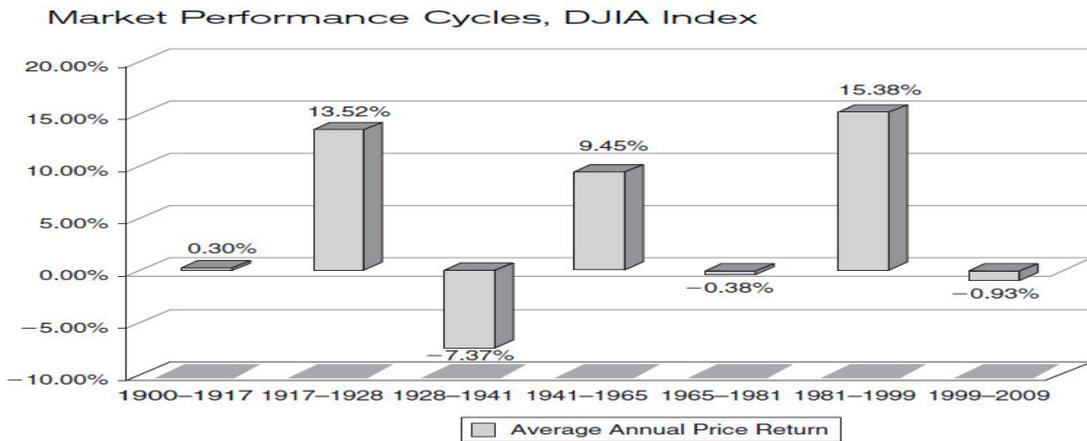
2-3- إعادة استثمار أرباح السهم تسمح بنمو استثمارات المؤسسة: فكل قيمة من أرباح السهم تعادل قيمة أو تركيبة جديدة من الأسهم، وفي نهاية كل فترة يتم الحصول على أرباح السهم الخاصة بالأسهم الأولى والجديدة أيضا.

2-4- إعادة استثمار أرباح السهم تؤثر على التكلفة المتوسطة للعملة: إعادة استثمار أرباح السهم تؤدي إلى رفع القيمة النقدية في السوق، فيخفض سعر الشراء المتوسط للأسهم عما كان عليه (وحدة وليس قيمة حقيقية)، فكلما انخفضت أسعار الأسهم يتم شراء أسهم أكثر بكل قيمة إضافية من أرباح السهم.

2-5- علاقة عكسية بين تغيرات سعر السهم واستمرارية التوزيع: إحدى أهم النقاط الإيجابية التي تمتلكها الأسهم التي توزع عليها أرباح السهم، هي أنها تعطي للمستثمرين عوائد نوعا ما موثوقة، الأمر الذي يساهم في تخفيض مخاطر الاستثمار فيها، ففي حالة انهيار الأسواق المالية تصبح أرباح السهم أكثر أهمية لكثير من المستثمرين الذين كانوا يعتمدون على ربح القيمة في تحقيق عوائدهم، فبدون أرباح السهم، سوف يكون أداء السوق المالية مخيب إلى حد ما إن لم يكن هناك مبرر مقنع ومربح لغياب أرباح السهم.

تتميز تطورات الأسواق المالية بخاصية مهمة يتجاهلها الكثير من المستثمرين، وهي أنه غالبا ما تكون مراحل صعود الأسواق متبوعة بمراحل هبوط، وتكون مدة المراحل طويلة، وممكن أن تتعدى مدة مرحلة الهبوط أو الصعود 20 سنة كاملة.

الرسم البياني رقم (1-1): مراحل أداء السوق المالية (DJIA Index¹)



المصدر: Don Schreiber, JR et al, All about dividend investing, second edition, McGraw-Hill, USA, 2011, p10.

من الشكل أعلاه يتضح أن على المسير أن يأخذ بعين الاعتبار اتجاه أداء السوق المالية عند اتخاذ قراراته المالية (كتوزيع الأرباح مثلا)، ذلك أن أي مؤسسة في العالم إلا وتتأثر بأداء السوق التي تنتمي إليها، ومن

¹**DJIA Index** : Dow Jones Industrial Average(DJIA) A price-weighted average of 30 leading blue chip industrial stocks, calculated by adding the prices of the 30 stocks and adjusting by a divisor, which reflects any stock dividends or splits.

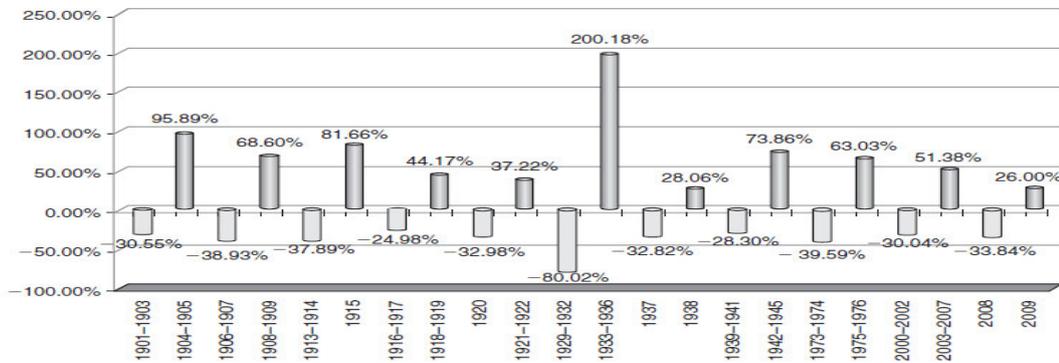
ذلك فالمسير الكفاء يعي جيدا العلاقة الموجودة بين أرباح السهم وقيمة المؤسسة التي تحدد وفق اتجاهات أداء الأسواق المالية.

الجدول رقم (1-1): التطور التاريخي لمراحل أداء السوق المالية (DJIA Index)

نوع الفترة	الفترة	عدد السنوات	متوسط تغير السعر (%)
الأداء السيء	1917-1900	17	0.30
الأداء الجيد	1928-1917	11	13.52
الأداء السيء	1941-1928	13	7.37-
الأداء الجيد	1965-1941	24	9.45
الأداء السيء	1981-1965	16	0.38-
الأداء الجيد	1999-1981	18	15.38
الأداء السيء	2009-1999	10	0.93-

المصدر: Don Schreiber, JR et al, All about dividend investing, 2nd edition, McGraw-Hill, USA, 2011, p11.

الرسم البياني رقم (2-1): مراحل أداء السوق المالية (DJIA Index¹)



Source: Global Financial Data

Source: Don Schreiber, JR et al, All about dividend investing, 2nd edition, McGraw-Hill, USA, 2011, p36.

فالعامل الذي يتم الاعتماد عليه في تقدير مراحل الأداء الضعيف للسوق المالية هو ميلان السوق إلى الهبوط لأكثر من 20% من المستوى العالي السابق، ويدوم هذا الاتجاه التنازلي لأكثر من 6 أشهر كأقل تقدير، ولكن الشيء الصعب في هذا التقدير هو عدم معرفة المستثمر أين هو بالضبط من هذه المراحل². ففي فترات الأداء الضعيف للسوق، المستثمر الذي يملك أسهم مؤسسات لا توزع أرباح السهم أكيد سوف يخسر ثروته، أما الذي يملك أسهم مؤسسات توزع أرباح السهم فهناك احتمال ضمان عائد موجب. أول من قام بتوزيع أرباح السهم هو بنك نيويورك في سنة 1785، ثم بنك سيتيكورب Citicorp في سنة 1813 إذا يمكن القول أن بداية توزيع أرباح السهم تعود إلى النصف الثاني من القرن الثامن عشر وبالتالي فهي عملية قديمة³.

¹ DJIA Index : Dow Jones Industrial Average (DJIA) A price-weighted average of 30 leading blue chip industrial stocks, calculated by adding the prices of the 30 stocks and adjusting by a divisor, which reflects any stock dividends or splits.

Underperformance (الأداء السيء) overperformance (الأداء الجيد)

² Don Schreiber, JR et al, Op-cit, 2011, pp 10- 11.

³ Idem, p 16.

المبحث الثالث: العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع أرباح السهم

إن الخيار بين توزيعات الأرباح بصورة نقدية أو إعادة استثمار تلك الأرباح من قبل المؤسسة المعنية يعد من أهم القرارات الإدارية في مجالات الاستثمار والتمويل، وذلك نظراً لعدة عوامل ومحددات من داخل المؤسسة، وكذلك الظروف والأحوال المحيطة بالمؤسسة من الخارج، تختلف سياسة توزيع الأرباح باختلاف المكان والزمان، وكل مؤسسة تحدد هذه السياسة حسب أهدافها المسطرة، هذا ما يجعلها تتعرف على أهم العوامل التي تؤثر على سياستها تجاه توزيع الأرباح.

المطلب الأول: العوامل الخاصة بالسوق المالية

تعتبر العوامل الخاصة بالسوق المالية من بين أهم محددات توزيع أرباح السهم، فبالإضافة إلى تأثيرها على السياسة التوزيعية فهي تؤثر على جميع المؤسسات، ومن بين هذه المحددات فهناك ما هو متعلق بالجانب القانوني، التعاقدية واعتبارات خاصة بالسوق المالية.

1. الاعتبارات القانونية

نظراً لأهمية التوزيعات في مالية المؤسسة والاقتصاد ككل فقد نصت قوانين الدول على مجموعة من الضوابط وجب مراعاتها قبل اتخاذ أي قرار بشأن توزيع الأرباح، ورغم اختلاف القوانين بين الدول واختلافها عبر الزمن، إلا أن في معظمها تنص على ما يلي¹:

✓ يمنع توزيع الأرباح إذا كانت المؤسسة في حالة إعسار مالي، أو أن تسبب التوزيعات الإعسار المالي للمؤسسة.

✓ عدم القيام بالتوزيعات في حالة ما كان رأسمال المؤسسة أقل من رأسمالها القانوني (رأس المال الذي أنشأت به)، أو أن التوزيعات تؤدي إلى هذا، وإلا كان ذلك بمثابة تخفيض لرأس المال.

✓ لا تتم التوزيعات إلا من خلال الأرباح التي حققت فعلاً، دون الإضرار برأس المال، ويجب تجنب توزيع الأرباح في حالة ما لم تحققها المؤسسة، كما يجب الاحتفاظ بسيولة كافية وبرأسمال عامل مقبول، واتباع سياسة توزيعات تؤدي إلى رفع المركز المالي والاستثماري والائتماني للمؤسسة.

فأغلب الدول تمنع المؤسسات من دفع أرباح السهم وبأي نسبة أعلى من رأسمالها القانوني المصرح به الذي يقاس عادة عن طريق القيمة الاسمية للسهم العادي².

¹ - أمجد إبراهيم البراجنة، مرجع سابق، 2009، ص 24.

عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، 2009، ص 477.

ويتم وضع هذه المحددات من أجل توفير حقوق ملكية تكفي لضمان التزامات المؤسسة اتجاه الدائنين ففي بعض الأحيان يكون المبلغ الموزع على حملة الأسهم مضللاً ومع المحدد القانوني فإنه لا يمكن للمؤسسة دفع أرباح السهم تزيد قيمتها عن مجموع أرباحها المحتجزة الحالية والسابقة.

وفي حالة وجود التزامات مستحقة على المؤسسة أو أنها تعاني من عدم الملائمة القانونية أو الإفلاس فإن أغلب الدول تمنع المؤسسة من دفع أرباح السهم، إضافة لما سبق فإن بعض الدول تمنع تراكم الأرباح المحتجزة بهدف تأخير حملة الأسهم من دفع الضرائب المستحقة عليهم جراء توزيع الأرباح، فإن المؤسسات الضريبية قد تفرض ضرائب على الأرباح المحتجزة التي تزيد عن حد معين.

لذلك فالقواعد القانونية تعتبر أحد وأهم العوامل التي من شأنها التأثير على توزيعات المؤسسة، فهذه القواعد تعتبر الميدان الذي يتم من خلاله معالجة الأرباح، فهي تشتمل على أغلب المرجعيات التي تحكم أرباح السهم من الناحية القانونية، ومن الواضح جداً أن هذه القواعد تختلف من دولة لأخرى ومن زمن لآخر. فقدرة الشركة على توزيع الأرباح تتأثر إلى حد كبير بالقواعد والقوانين التي تتحكم في سياسة توزيع الأرباح، فعلى سبيل المثال، من غير الممكن تخيل قيام مؤسسة ببيع بعض أصولها بغية توفير السيولة بقدر يسمح لها بتوزيع الأرباح، فالأصول من الناحية القانونية تعتبر ملك للمساهمين، فكيف يتقبل المساهمون عملية بيع ممتلكاتهم من أجل الحصول على أرباح السهم، كما أن القانون يمنع التوزيعات الصورية، فيجب أن تكون التوزيعات من أرباح محققة فعلاً، وإلا فسوف يعاقب القانون على ذلك. ولم تقف القوانين إلى هذا الحد، بل جعلت عملية توزيع الأرباح في فترات العسر المالي فعلاً محظوراً، ويمكن أن يعاقب عليه القانون. ففي حالة العسر المالي، يصبح أصحاب الديون وهيئات الدولة كالضرائب أولى من المساهمين في الحصول على النقدية. كما يمكن أن تصل القواعد القانونية إلى حد تسقيف وتحديد ما يمكن توزيعه كأرباح سهم إذا اقتضت الضرورة لذلك.

ومن جهة أخرى، فقد يفرض قانون الضرائب في البلد على المسيرين عدم تجاوز سقف معين في احتجاز الأرباح كإجراء للحد من المبالغة في عملية احتجاز الأرباح، أين يمكن أن تكون عملية الاحتجاز بغية العش الضريبي، خاصة وأن غالباً ما يتم اقتطاع الضرائب على الأرباح الموزعة من المنبع¹.

كما تعتبر الضرائب على أرباح الشركات من أهم المحددات الأساسية التي تقف بين التمويل بالأموال الخاصة والاستدانة، فكما هو معروف، يتم خصم المصاريف المالية قبل إخضاعها للضرائب، على العكس من ذلك فإن التوزيعات يتم دفعها بعد دفع الضرائب على أرباح الشركات. ومما سبق، يظهر أن نسبة أو معدل الضريبة المفروض على أرباح الشركات له دور كبير في تحديد السياسة التوزيعية للمؤسسة.

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 348.

2. المحددات التعاقدية¹

في الغالب فالقيود والمحددات التي تفرضها اتفاقيات التمويل تؤثر على سياسة توزيع الأرباح للمؤسسة، وقد تمنع هذه القيود التعاقدية المؤسسة من دفع مبالغ أرباح السهم التي تزيد عن مستوى معين من الأرباح التي تحققها، أو أنها تحدد قيمة السيولة التي يمكن للمؤسسة توزيعها على حملة الأسهم. فهذا النوع من المحددات يهدف إلى توفير الحماية للمقرضين من الخسائر التي قد يتعرضون لها في حالة عدم تمتع المؤسسة بالملاءمة الكافية.

يعتبر الحصول على الديون ليس بالأمر الهين إذا تم النظر إليه من الناحية الإلزامية، فالديون واجبة التسديد، وأصحابها لهم الحق في استرجاعها إما برضى المؤسسة أو باللجوء إلى القضاء في حالة فشل الطرق السلمية، وممكن أن تؤدي إلى إفلاس المؤسسة ككل، لذلك غالباً ما تكون الديون مبنية على عقود تجبر المسيرين للامتثال إلى تعليمات أصحاب الدين فما يخص التعامل مع الأرباح، ويكون ذلك في حدود ما يسمح للدائنين من استرجاع أموالهم. فقد يؤدي توزيع أرباح معتبرة إلى فزع الدائنين، الأمر الذي يدفعهم إلى القيام برقابة لحماية مصالحهم، فترتفع بذلك تكاليف الوكالة التي سوف يتحملها المساهمون بطريقة غير مباشرة في نهاية المطاف.

3. الاعتبارات المتعلقة بالسوق²

تختلف احتمالات استجابة السوق المالية لسياسات توزيع الأرباح باختلاف هذه الأخيرة، لقد أثبت جون لينتنر (John Lintner) بأن إدارة المؤسسة تتحاشى تغيير سياسة توزيع أرباحها استناداً إلى التغيير الذي قد يحصل في الأرباح كإنخفاضها مثلاً، إلى جانب ما تقدم فالمساهمون يفضلون الدفعات المستقرة أو المتزايدة، كون أن الاستقرار أو الزيادة في مبلغ أرباح السهم يخفض من حالة عدم التأكد.

ومن الاعتبارات الأخرى للسوق هو المحتوى المعلومات لسياسة توزيع أرباح السهم فالمساهمون ينظرون إليها كإشارة عن وضعية المؤسسة الحالية في المستقبل، فأرباح سهم مستقرة أو متزايدة تعد إشارة موجبة عن الصحة المالية للمؤسسة، في حين فتذبذب أرباح السهم يعني عدم استقرار الوضعية المالية للمؤسسة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم.

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 478.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، 2009، ص 483.

4. القابلية التسويقية

تختلف المؤسسات من حيث حجمها ودرجة تطورها وغير ذلك، فخصائص المؤسسة من شأنها أن تؤدي دوراً رئيسياً في تحديد سياسة توزيع أرباح السهم، فالمؤسسات الكبيرة والمعروفة بمكانتها المحترمة لدى المستثمرين تكون أوراقها المالية ذو قابلية تسويقية عالية، وهذه الأخيرة تجعل تخفيض الأرباح الموزعة لا يؤثر على المساهمين، عكس المؤسسات التي لا تكون لديها مكانة في السوق تجعلها تلجأ دائماً إلى زيادة أرباح السهم الموزعة.

وعموماً فإن القابلية التسويقية تتحدد بالأبعاد الموائية¹:

- ✓ البعد الزمني، وينعكس بمدى رغبة المستثمر في الانتظار للحصول على الإيراد المطلوب سواء بالأجل القصير كالأرباح الرأسمالية أو الأجل الطويل كتوزيع أرباح السهم.
- ✓ البعد الكمي، الذي ينعكس بمدى التأكد بشأن التدفقات النقدية المحفزة لبيع وشراء الأسهم.
- ✓ بعد الكفاءة، ويمثل مدى استجابة السوق لمحتوى المعلومات للتغير الحاصل في توزيع الأرباح.

5. حاجة المساهمين للدخل

تفضيلات المساهمين لها دور هام في رسم سياسة توزيع الأرباح، فإذا تبين للمؤسسة بأن المساهمين بحاجة إلى دخل فما عليها إلا توزيع المقدار الكافي من الأرباح لسد حاجيات مساهميها، وعكس ذلك إذا لم يكن المساهمين بحاجة ماسة إلى الدخل، فهنا يمكن للمؤسسة احتجاز الأرباح لسد حاجياتها التمويلية.

على المؤسسة عند تحديد سياسة توزيع الأرباح أن تأخذ في الحسبان تفضيلات المساهمين، أي السياسة التي لها انعكاسات إيجابية على قيمة ثروتهم، فالفرص الاستثمارية المتاحة للمساهمين تجعل المؤسسة تتمتع عن احتجاز الأرباح لإعادة استثمارها في مشروعات يقل معدل عائدها عن معدل العائد الذي يمكن أن يتحصل عليه المساهمين عند استثمار أرباح السهم بأنفسهم².

6. نسبة سعر السهم إلى ربحيته

المعروف بمضاعف السهم وهو يعكس حالة التفاوض إذا كانت هذه النسبة كبيرة، أو التفاوض إذا كان العكس، بشأن أسعار السهم. بمعنى آخر فالمستثمر لا يستجيب إلى قرار التغير في توزيع الأرباح بحد ذاته

¹ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق 2004، ص 891.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، 2009، ص 481.

وإنما بأفائه المستقبلية، وبالتالي فالأنماط السابقة لتوزيع الأرباح يكون لها أثر على هذا المضاعف، لذلك تكون محددا للسياسة التي سوف تتخذها المؤسسة بشأن توزيع الأرباح.

كما أن ربحية السهم المتوقعة تعد من أهم العوامل التي تعتمد عليها المؤسسة في تحديد سياستها الخاصة بتوزيع الأرباح، وذلك أن من أكثر الأهداف التي تسعى إليها المؤسسة هو تعظيم ربحية السهم وهذه الربحية تمثل ما يكسبه الدينار الواحد المستثمر خلال مدة زمنية محددة، فاحتجاز الأرباح هو بمثابة فرصة بديلة لتوزيعها، لذلك فالمؤسسة تكون مجبرة على تحقيق ربحية مقنعة لحملة الأسهم والمستثمرين لدفع سعر أعلى للسهم رغبة في الحصول على مقدار أكبر للتوزيع المتوقع، وبذلك يتحقق ضمناً هدف تعظيم القيمة السوقية للسهم.

7. معدل الضرائب على دخل المساهمين

ما يتحصل عليه المساهمون فعلاً يكون بعد خصم الضرائب، لذلك فكلما زادت الضرائب نقص نصيب المساهمين من الأرباح، فالمؤسسات التي يتمتع معظم المساهمون فيها بمداخل مرتفعة يكون بإمكانها تخفيض مقدار الأرباح الموزعة عليهم بسبب ارتفاع معدل الضرائب على مداخلهم، ويترتب على ذلك زيادة الأرباح المحتجزة، أما المساهمون ذوي المداخل المحدودة فإنهم يفضلون الحصول على المزيد من الأرباح نظراً لأن معدل الضرائب على مداخلهم يكون منخفضاً بل إنه في بعض الدول يتم إعفاء العائد الذي يحصل عليه هؤلاء المساهمون من الضرائب وذلك في حدود مبلغ معين¹.

8. السياسات التي تنتهجها المؤسسات المماثلة

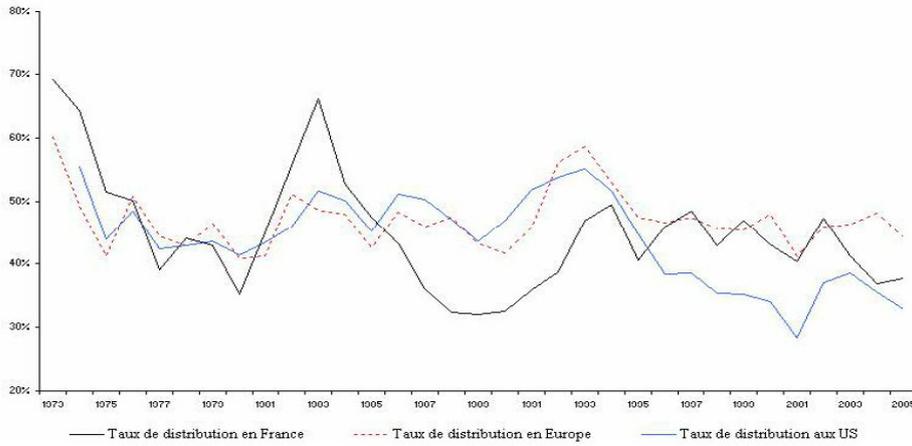
غالباً ما تلجأ المؤسسات إلى ربط توزيعاتها مع القطاع الذي تنتمي إليه، الأمر الذي يؤكد مبرر اختيارها لسياسة التوزيع، وحتى تكون كذلك قريبة من السوق المالية². والشكل الموالي يبين مدى الترابط الموجود في التوزيعات بين الأسواق المالية لكل من الولايات المتحدة الأمريكية، أوروبا وفرنسا، حيث يظهر وجود ارتباط قوي يؤكد مدى أهمية القطاع والسوق الذي تنشط فيه المؤسسة³.

¹ سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص 529.

² منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 2004، ص 348.

³ - Pierre Vernimen, finance d'entreprise, DALLOZ, Paris, 6^{ème} édition, 2005, p 802

الرسم البياني رقم (1-3) تطور نسبة توزيع الأرباح في كل من و.م.أ، أوروبا وفرنسا (1973-2005)



المصدر : Pierre Vernimmen, **finance d'entreprise**, DALLOZ, Paris, 6^{ème} édition, 2005, p 802.

المطلب الثاني: العوامل الخاصة بالمؤسسة

هناك عوامل من داخل المؤسسة تكون هي المحدد الرئيسي للسياسة التوزيعية التي تتبعها، كالسيولة، مدى توفر الفرص الاستثمارية وعوائدها، استراتيجية المؤسسة والهيكل المالية، فهي تعتبر منبع السياسات التي تنتهجها المؤسسة والخاصة بأعمالها المالية.

1. المحددات الداخلية¹

قيمة الأصول السائلة التي تمتلكها المؤسسة مثل النقد والاستثمارات القابلة للتسويق المتاحة وكذلك قدرة المؤسسة على الاقتراض، هذه العناصر بشكل عام تحدد قدرة المؤسسة على دفع أرباح السهم، فقد يمتنع المقرضون عن منح القروض لأنها لا تؤدي إلى منافع ملموسة تمكن المؤسسة من إعادة تسديد القروض، وحتى تقوم المؤسسة بتوزيع الأرباح وجب أن تكون لديها السيولة الكافية، لذلك فالمؤسسات التي تلجأ إلى التمويل الخارجي لكي تتمكن من توزيع الأرباح تكون سياستها تابعة لهذه المصادر التمويلية وهنا فالمؤسسات التي تكون وثيرة نموها سريعة تجد صعوبة كبيرة في تحديد سياستها عكس المؤسسات التي لا تتوفر على هذه الوثيرة فهي دائما توزع أرباح وبدون أي مشكل يعيقها في تحديد السياسة، بطبيعة الحال لا تنمو فإنها لا تحتاج إلى تمويل يجعلها تفكر في المصدر الأنسب له.

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 479.

2. مدى توفر الفرص الاستثمارية

وجود فرص استثمارية للمؤسسة لها عوائد أكبر من تكلفة تمويلها، يجعلها تلجأ إلى احتجاز المقدار المناسب من الأرباح لتمويل هذه الفرص الاستثمارية، التي تكون المبرر الرئيسي لها لاحتجاز الأرباح بدل توزيعها، بغية زيادة نمو المؤسسة في المستقبل، وبالتالي زيادة ما يمكن أن يحصل عليه المساهمون. فالاحتياجات المالية للمؤسسة مرتبطة بتوقعات نموها وحجمها ووضعيتها الحالية والمستقبلية، مما يجعلها تبحث عن مصادر التمويل المختلفة المناسبة، فهناك مؤسسات لها فوائض مالية كافية لتغطية احتياجاتها من رأس المال، كما هناك مؤسسات ليس لديها من الفوائض ما يكفيها لتغطية حاجياتها التمويلية وهذا ما يجعلها تلجأ إلى التمويل الخارجي وحجز الأرباح لتمويل نموها.

3. مركز السيولة

تعتبر السيولة بمثابة الوعاء الذي من خلاله يتم الحصول على أرباح السهم فكلما حدثت تغيرات في هذا الوعاء فممکن جدا أن تتغير سياسات التوزيع، لذلك فيجب على المسير أن يقوم بتحديد وضع السيولة في مؤسسته ويحدد كذلك حاجياتها المستقبلية من السيولة وبعد ذلك يقرر حجم الأرباح التي يستبقها والجزء من الأرباح الذي يوزعه على المساهمين، فالحاجة إلى تسديد الديون مثلا تعتبر من بين متغيرات السيولة، والتي تؤثر سلبا على التوزيعات كلما زادت، حيث هذه الحالة تدفع المؤسسة إلى إما الحصول على قروض جديدة لتسديد قيمة الدين أو اللجوء إلى الأموال الذاتية الأمر الذي يعني تخفيض قيمة السيولة المتوفرة لدى المؤسسة.

وتعتبر الحاجة إلى السيولة من أجل الاستثمار والتوسع أمرا بالغ الأهمية يتم دراسته جيدا قبل الشروع في تحديد ما يمكن توزيعه كأرباح السهم، فكلما زادت الحاجة إلى السيولة لتمويل الخطط الاستثمارية والتوسعية لجأ المسيرين إما لاحتجاز الأرباح، أو البحث عن مصادر خارجية كالاستدانة أو طرح أسهم جديدة وغيرها من الإمكانيات التمويلية التي يمكن أن توفرها المؤسسة دون نسيان أن كل طريقة تمويل إلا ولها تبعات أخرى، فمثلا لو قررت المؤسسة تمويل الاستثمارات عن طريق أسهم جديدة، فهذا يعني توسيع قاعدة المساهمين ومنه زيادة عدد ذوي الحق في الحصول على الأرباح، وهذا الأمر يمكن أن يقبل أو يرفض وحتى يمكن أن يزيد من مشاكل المؤسسة، لذلك فالأرباح وحدها غير كافية للحكم على توزيع الأرباح من عدمه، فقد يتعدى الأمر إلى المكانة النقدية للمؤسسة، ومدى كفايتها لتغطية التوزيعات، لأن المؤسسة تتجه دائما إلى الاستخدام الأمثل للسيولة من أجل تعظيم القيمة السوقية لها.

4. عوائد الفرص الاستثمارية المتاحة

ويمكن ربط هذا العنصر بدرجة كبيرة مع قرارات التوسع والاستثمار المتوفرة للمؤسسة وكذلك المتوفرة في السوق ككل، حيث أن هذه الأخيرة يمكن أن تدفع المسيرين إلى توزيع الأرباح حتى وإن كانت

لدى المؤسسة فرص استثمارية للتوسع، ويكون ذلك غالباً في حالة ما كان بإمكان المساهمين استثمار التوزيعات في فرص استثمارية يفوق عائدها عائد الفرص الاستثمارية المتوفرة لدى المؤسسة. ففي حالة توفر فرص استثمارية ذات معدل عائد أعلى من ربحية المؤسسة، هذا الأمر من شأنه أن يدفع المساهمين بالمطالبة بالأرباح وإجبار المؤسسة على توزيعها في حالة تعنت المسيرين عن ذلك، وما يجب التركيز عليه هنا هو أن يتم مقارنة العائد الصافي من فرص المؤسسة مع مثيلاتها بالنسبة للمساهمين لأن أي عملية استثمار أو توزيع إلا وتتبعها تكاليف سواء في التوظيف أو الحصول على الأموال، فكما يستطيع المساهمون بإجبار المؤسسة على توزيع الربح يمكنهم كذلك بالمطالبة بعدم توزيعها إذا رأوا أن تكاليف إعادة استثمارها في الفرص المتوفرة في السوق عالية أو أنهم غير قادرين على التوظيف بأحسن وجه، أو ليسوا بحاجة إلى السيولة أصلاً.

5. الهيكلية المالية

إن الوصول إلى هيكلية مالية مثلى هو أحد أهم ما يطمح إليه المسيرين، ومن أجل ذلك فقد يلجأ المسيرين إلى اتخاذ سياسات توزيعية تسمح لهم بذلك، فمثلاً إذا ما كان الهدف هو الإبقاء على هامش إيجابي بين حقوق الملكية والديون بغية الحفاظ على الاستقلالية المالية، فيكون احتجاز الأرباح في حالة ارتفاع الديون لامتناس الأثر السلبي لها على الهيكلية المالية، لأن زيادة هذه الأخيرة تعد من أهم مؤشرات تكلفة الإفلاس، فتوزيع الأرباح في شكل أسهم يعني التوجه نحو التمويل الذاتي أما دفعها نقداً فقد يوحي بأن المؤسسة تميل إلى استعمال المديونية في هيكلها المالي.

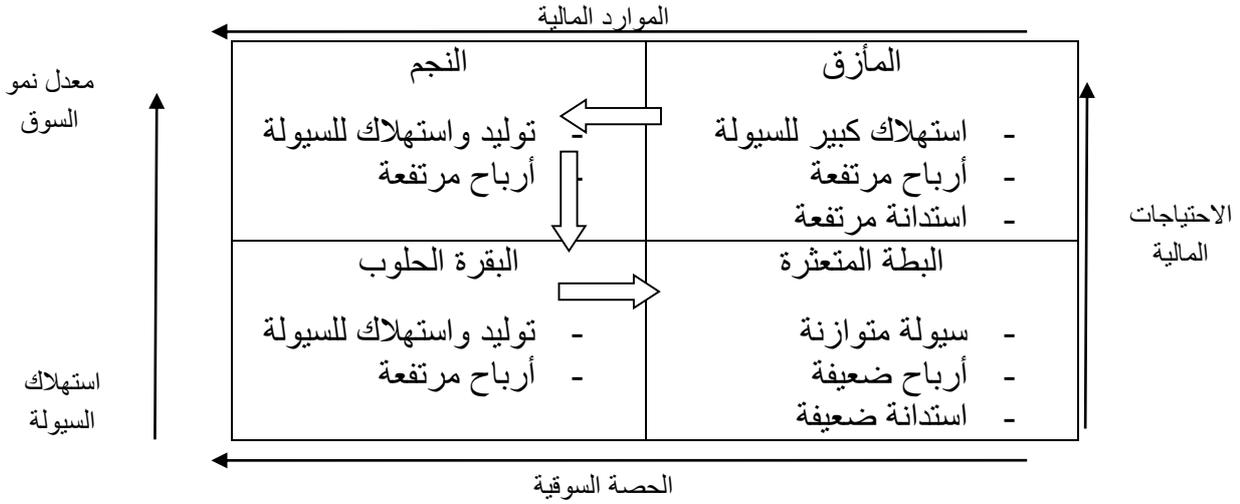
6. الوضعية الاستراتيجية للمؤسسة

انطلاقاً من المراحل الأربعة لحياة المؤسسة، يظهر أن التشخيص الاستراتيجي لأي مؤسسة له علاقة كبيرة بسياسة توزيع الأرباح، التي هي عبارة عن قرار تابع أساساً لأهم مؤشرات جدول قيادة المؤسسة على غرار السيولة، الأرباح، الاستثمارات والاستدانة.

لقد تم إعداد مصفوفة BCG بالاعتماد على عنصرين أساسيين هما الحصة السوقية للمؤسسة ومعدل نمو السوق لسلة من منتجات المؤسسة، وبناء على هذه المصفوفة يتم تحديد الخصائص المالية المختلفة لكل وضعية، حيث تسمح هذه الأداة باتخاذ القرارات المالية الناجحة لكل مرحلة لاحقة بدءاً بمرحلة المازق مرحلة النجم، مرحلة البقرة الحلوب ثم مرحلة البطة المتعثرة، وهذه الصيرورة تشبه إلى حد كبير دورة حياة المؤسسة بإضافة عاملين أساسيين هما الحصة السوقية ومعدل نموها، ولإبراز هذا التشخيص وعلاقته بسياسة توزيع الأرباح يتم عرض الوضعية المالية للمؤسسة بالاعتماد على مصفوفة BCG كما يظهر في الشكل الموالي¹.

¹- إلياس بن ساسي يوسف قريشي، التسيير المالي دروس وتطبيقات، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 57.

الشكل رقم (1-2): تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة باستخدام مصفوفة BCG



المصدر: إلياس بن ساسي يوسف قريشي، التسيير المالي دروس وتطبيقات، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 57.

من خلال الشكل أعلاه، يتضح أن في وضعية المأزق التي تتصف باحتياجات مالية كبيرة واستهلاك كبير للسيولة مع حصة سوقية صغيرة وموارد مالية ضعيفة، يصبح من الصعب جدا توزيع الأرباح ونفس الشيء يقال على وضعية النجم لكن بأقل حدة باعتبار أن هذه الوضعية تتصف باحتياجات مالية كبيرة مع توفر موارد مالية كبيرة، لكن الاستهلاك الكبير للسيولة يجعل من توزيع الأرباح قرار صعب، خاصة وأن المؤسسة لها حصة سوقية كبيرة ومعدل نمو كبير، الأمر الذي يستلزم احتجاز قدر كافي من الربح لمواجهة هذا التطور والنمو.

أما فما يخص وضعية البقرة الحلوب والتي تتصف أساسا بالاستهلاك الضعيف للسيولة مقابل احتياجات مالية ضعيفة مع حصة سوقية كبيرة ومعدل نمو ضعيف يصبح من الأولى توزيع الربح ونفس الأمر يقال على وضعية البطة المتعثرة، أين تكون كل المؤشرات ضعيفة، ما يعني أنه لا حاجة لاحتجاز الأرباح.

المطلب الثالث: النسب المالية

لعل أحسن طريقة للتفرقة بين الاستثمارات الناجحة وغيرها هو تحليل الوضعية المالية للمؤسسة¹ والتي تعتبر من أفضل المعلومات التي يتم الاعتماد عليها في اتخاذ معظم القرارات الاستثمارية.

1- بعض القوائم المالية

1-1- الميزانية: تعطي صورة عن أصول وخصوم المؤسسة وما يملكه المستثمر فيها، تنقسم أصول المؤسسة إلى ثلاث مجموعات أساسية وهي: الاستثمارات والموجودات الثابتة، الأصول الجارية والنقدية

¹ Don Schreiber, JR et al, Op-cit, 2011, p 83.

وما شابهها، أما الخصوم فتنقسم إلى ثلاثة أقسام أساسية: الأموال الخاصة، الديون الطويلة والمتوسطة الأجل والخصوم الجارية وخزينة الخصوم.

1-2- حساب النتيجة: فهو يعطي معلومات عن كيفية تحقيق المداخل وأهم التكاليف وكذا الأرباح أو الخسارة المحققة في نهاية الفترة، ولعل أهم مكونات هذا الجدول هي: رقم الأعمال وفارق الإنتاج التام ونصف المصنع بين بداية الفترة ونهايتها، تكاليف الإنتاج المباشرة وغير المباشرة وتكاليف ومداخل أخرى مثل أرباح السهم، الفوائد والضرائب.

1-3- الحساب الإجمالي للنتائج: وهو يشمل النتيجة الصافية للسنة وكل النتائج السابقة التي لم يتم توزيعها، فأى مؤسسة يمكن أن تميز بين حالات مختلفة للتعامل مع الأرباح المحققة تتراوح كلها بين التوزيع والاحتجاز الكلي أو الجزئي للأرباح.

1-4- الملحق: وهي قوائم مالية، غير المذكورة آنفاً، كجدول تغيرات حقوق الملكية، تدفقات الخزينة، وغيرها من البيانات التي تعتبر كتوضيح إضافي للقوائم الرئيسية، ولها دور كبير في تعزيز الشفافية المالية للمؤسسة.

2- التحليل النسبي

تستعمل النسب المالية في تقييم المؤسسات كما أنها تستعمل أيضاً في مقارنة وضعية مالية لمؤسسة ما مع مؤسسة أخرى أو عدة مؤسسات، لذلك فالنسب المالية لها دور مهم في توضيح المعلومات للمستثمرين وخاصة المتعلقة بأرباح السهم، وهذه النسب يجب أخذها مجمعة للوقوف أحسن على الوضعية المالية للمؤسسة، فلا يمكن الحكم على المؤسسة من خلال نسبة واحدة، وكلما تم دراسة تغير هذه النسب مع الزمن كان أقرب للواقع، لأن الوثائق المالية تبين الوضعية المالية عند تاريخ ما (قفل الحسابات أو تاريخ إعداد هذه الوثائق)، إذا هذه النسب تبين الوضعية المالية للمؤسسة في تلك اللحظة فقط وبغية تعميم الحكم أكثر يجب دراسة التغيرات في النسب تبعاً للزمن.

الجدول رقم (2-1): أهم النسب المالية في تحليل أرباح السهم

النسبة	العلاقة	المصدر
نصيب السهم من المبيعات المحققة	المبيعات/عدد الأسهم القائمة	حساب النتيجة والميزانية
نصيب السهم من الأرباح المحققة	الأرباح/عدد الأسهم القائمة	حساب النتيجة والميزانية
نصيب السهم من الأرباح الموزعة	الأرباح الموزعة/عدد الأسهم القائمة	حساب النتيجة والميزانية
نصيب السهم من صافي التدفقات النقدية التشغيلية	صافي التدفقات النقدية التشغيلية/عدد الأسهم القائمة	جدول التدفقات النقدية والميزانية
عائد السهم	نصيب السهم من الأرباح الموزعة/سعر السهم	ملفات الأسهم وأرباح السهم
النسبة السريعة	الأصول الجارية ماعدا المخزون/الخصوم الجارية	الميزانية
نسبة تغطية الديون القصيرة الأجل	ربح العمليات/الديون القصيرة الأجل	حساب النتيجة والميزانية
نسب التقييم	سعر السهم/ نصيب السهم من المبيعات المحققة أو سعر السهم/ نصيب السهم من الأرباح المحققة	ملفات تسعير الأسهم نصيب السهم من الربح والمبيعات
نسب أرباح السهم	نصيب السهم من صافي التدفقات النقدية التشغيلية/ نصيب السهم من الأرباح المحققة أو نصيب السهم من الأرباح الموزعة/ نصيب السهم من الأرباح المحققة	جدول التدفقات النقدية، الميزانية حساب النتيجة والملفات المتعلقة بالأسهم
نسب النمو	نسبة التغير السنوي في الأرباح أو نسبة التغير السنوي في الإيرادات	حساب النتيجة

المصدر: Don Schreiber, JR et al, All about dividend investing, second edition, McGraw-Hill, USA, 2011, p91.

1-2- النسبة السريعة (Quik Ratio): تمثل نسبة السيولة المتوفرة إلى الديون الجارية أو قصيرة الأجل فهي تدل على مدى إمكانية تسديد هذه الديون في وقتها دون اللجوء إلى مصادر أخرى كاحتجاز الأرباح مثلا أو بيع الأصول... الخ، فكلما كانت النسبة تفوق الواحد كان ذلك أحسن وسهل من عملية توزيع أرباح السهم.

2-2- نسبة تغطية الديون القصيرة الأجل (Short-Term Debt Coverage Ratio): تمثل النتيجة التشغيلية إلى الديون قصيرة الأجل أو الجارية، وهذه النسبة تبين مدى تغطية النتيجة التشغيلية للاحتياجات المالية

المستعملة في العملية التشغيلية، فكلما ارتفعت كان ذلك أحسن ودل على أن المؤسسة سوف تحقق نتيجة إيجابية ومنه توزيع أرباح السهم.

3-2-نسب التقييم (Valuation Ratios): ويتم حسابها من خلال إما السعر السوقي للسهم إلى نصيبه من المبيعات (Price to Sales)، وهذه النسبة تبين سعر (تكلفة) الوحدة من المبيعات، فكلما ارتفعت كان ذلك سيئاً، لأن عند ارتفاع السعر مقارنة بالمبيعات فكأنما هامش الربح ينخفض مما يؤدي إلى إمكانية تحقيق خسارة على الاستثمار في الأسهم كعدم توزيع أرباح السهم مثلاً.

كما يتم حساب نسب التقييم كذلك من خلال نسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح (Price to Earnings) والدراسات الميدانية توصلت إلى أن النسبة المثلى تكون في حدود 14% وكلما انخفضت النسبة كان ذلك أحسن، وهذه النسبة تبين سعر (تكلفة) الوحدة من الربح ولذلك فكلما ارتفعت دل ذلك على ارتفاع التكلفة وهذا ليس جيداً، فتكون بذلك علاقة عكسية بين هذه النسبة وتوزيع أرباح السهم.

4-2-نسب أرباح السهم (Dividend Ration): يتم حسابها إما من خلال نسبة تغطية أرباح السهم (Dividend Coverage ration) وذلك بقسمة نصيب السهم من التدفقات النقدية على نصيبه من الأرباح فهي تمثل مدى تغطية التدفقات النقدية لإمكانية توزيع أرباح السهم، وكلما ارتفعت النسبة كان ذلك أحسن.

أو يتم حسابها من خلال نسبة التوزيع (Payout ratios) وذلك بقسمة نصيب السهم من أرباح السهم على نصيبه من الأرباح وهي لا تتعدى الواحد، لأن أرباح السهم يتم توزيعها من الأرباح المحققة فقط، وكلما ارتفعت هذه النسبة كان ذلك أحسن.

5-2-نسب التطور (Growth Ratios): ويتم حسابها إما بنسبة التغير في إيرادات (revenue Growth Rate Ratio)، وكلما ارتفع ذلك كان أحسن والنسبة المتعارف عليها هي 10%¹.

وإما من خلال نسبة التغير في تطور الأرباح (Earnings Growth Rate Ratio)، وكلما ارتفع ذلك كان أحسن والنسبة المتعارف عليها كذلك هي 10%.

¹ Don Schreiber, JR et al, Op-cit, 2011, p99.

الجدول رقم (3-1): القيم المثلى لبعض النسب المالية

النسبة	القيمة المثلى
النسبة السريعة	10% <
نسبة النتيجة التشغيلية إلى الديون قصيرة الأجل	20% <
نسبة سعر السهم إلى نصيبه من المبيعات	20% >
نسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح	20% >
نسبة تغطية أرباح السهم	120% ≤
نسبة توزيع أرباح السهم	50% < < 100%
نسبة تطور المبيعات	10% <
نسبة تطور الأرباح	10% <

المصدر: Don Schreiber, JR et al, All about dividend investing, 2nd edition, McGraw-Hill, USA, 2011, P100.

خاتمة الفصل الأول

بعض المؤسسات توزع على مساهميها نسب مرتفعة من أرباح السهم وبشكل منتظم، كما هناك مؤسسات لا توزع إطلاقاً أرباح السهم لفترة من الزمن، فعندما تتوفر لدى المؤسسة سيولة كافية، ينبغي على المسير تقرير كيفية تخصيصها بناء على عدة عوامل.

فعندما ترغب المؤسسة في توزيع الأرباح على مساهميها، تستطيع القيام بذلك عن طريق أرباح السهم أو إعادة شراء الأسهم، فمعظم المؤسسات تقوم بتوزيع أرباح السهم سنوياً كما يمكن أن تكون هناك أرباح السهم الاستثنائية، وفي تاريخ الإعلان عن أرباح السهم، يقرر المساهمون في الجمعية العامة المبلغ من أرباح السهم الذي سوف يوزع عليهم، تناسبا مع مجلس الإدارة.

وإن اختلفت الطريقة التي من خلالها يتم توزيع السيولة على المساهمين، إلا أن هذه الطرق لا يمكن الإحلال بسهولة بينها، فهناك عدة عوامل يتم مراعاتها للوصول إلى الهدف المنشود أهمها المرونة في الاختيار بين الطرق التي يتم من خلالها توزيع أرباح السهم، الإشارة المبتغاة من عملية التوزيع، مدى التأثير على هيكل المساهمين وعلى خيارات الأسهم للمسيرين، كما يتم الأخذ بعين الاعتبار التأثيرات الضريبية.

فالخيار بين توزيعات الأرباح بصورة نقدية أو إعادة استثمار تلك الأرباح من قبل المؤسسة المعنية يعد من أهم القرارات المالية في مجالات الاستثمار والتمويل، وذلك نظراً لعدة عوامل ومحددات من داخل المؤسسة، وكذلك الظروف والأحوال المحيطة بالمؤسسة من الخارج.

وتهدف سياسة توزيع الأرباح إلى تحقيق عدة أهداف يمكن تلخيص أبعادها في غياب سوق مالية كاملة، استعمال أرباح السهم كإشارة، توزيع الأرباح كحل لمشكل الوكالة، لأن المساهمين يفضلونها ومن أجل إعطاء السيولة للمساهمين.

مقدمة الفصل الثاني

من بين أهم الأعمال الاقتصادية التي تطرقت إلى السياسة المالية للمؤسسة وويليامس (1938) Williams في نظرية حيادية الهيكلية المالية للمؤسسة، والتي كانت الفكرة المحورية في نظرية موديجلياني وميلر من بعده.

توصل وويليامس (1938) إلى أن تكلفة التمويل بالأموال الخاصة هي دالة متزايدة في درجة الرفع المالي والمبادلة بين توزيع أرباح السهم وإعادة استثمارها، حيث يقول بالنسبة لمستثمر يملك كل سندات وأسهم المؤسسة، فإن هذه الأخيرة أي المؤسسة لا تعبر اهتماما إلى الهيكلية المالية التي يريدها هذا المستثمر (إلا الجانب المتعلق بالضرائب) هذا من جهة، ومن جهة أخرى أن العوائد التي يتم جمعها من خلال الفوائد على الديون لا يمكن أن تشبه الأرباح التي يتم جمعها من خلال أرباح السهم، وأن قيمة الاستثمار لا يمكن أن تتغير بتغير الهيكلية المالية للمؤسسة¹.

يكون تحديد سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة نتيجة عدة اعتبارات أساسية لا بد من مراعاتها كتكلفة الوكالة، الضرائب، البعد المعلومات لهذه السياسة، مدى توفر السيولة الكافية لتغطية توزيع الأرباح، لأن الأرباح الموزعة ما هي إلا عبارة عن أرباح حالية للمؤسسة أو من أرباح ماضية، فالأرباح السنوية ليست دائما كافية لتغطية توزيع الأرباح، فممكّن أن تلجأ المؤسسة إلى الاحتياطات التي لديها لتغطية الحاجة إلى السيولة.

فبغية دراسة وتفسير السياسات المنتهجة من طرف المؤسسات فيما يخص توزيع الأرباح، ظهرت اتجاهات مختلفة قامت على أساس عدة اعتقادات، وكلها تدرس مدى امكانية الوصول إلى سياسة مثلى (بين احتجاز وتوزيع الأرباح على المساهمين) يمكن للمؤسسة أن تعتمد عليها لتحقيق أهدافها المختلفة. فعلى سبيل المثال النظريات التي تؤيد توزيع الأرباح مبنية على أساس أن القيام بهذه العملية من شأنها رفع قيمة السهم وبالتالي القيمة السوقية للمؤسسة. كما أن توزيع الأرباح من شأنه تخفيض الفرص الاستثمارية، ومن ثم تخفيض العائد المتوقع وكذا معدل النمو في أرباح الشركة، وبالتالي انخفاض قيمة ثروة الملاك. ونظرا لأن هدف المؤسسة هو تعظيم ثروة الملاك، فإن تحقيق ذلك يتوقف على البحث عن السياسة المثلى لتوزيع الأرباح التي تتوقف على مجموعة من العوامل.

¹ H. Kent Baker, *Dividends and Dividend Policy*, Op-cit, P 98.

المبحث الأول: نماذج سياسة توزيع أرباح السهم

لقد تم وضع عدة نماذج لتفسير توزيعات أرباح السهم في المؤسسة، حيث تطرقت هذه النماذج في مجملها إلى أهم العوامل التي يمكن أن تكون لها علاقة مع توزيعات أرباح السهم كما اعتمدت هذه النماذج على عدة فرضيات للوصول إلى نتائج أكثر واقعية.

المطلب الأول: نموذج التوزيع ومقاربة سياسة التوزيعات الشخصية لـ مودigliاني وميلر

يعتبر مودigliاني وميلر من بين أولى وأهم الباحثين في الأدبيات المالية للمؤسسة، حيث يعد لهم الفضل في إعطاء الانطلاقة الحسنة للأبحاث المالية، فبالرغم من عدم واقعية فرضياتهم إلا أنها تعتبر مهد أغلب الدراسات والنماذج المالية.

1. نموذج التوزيع لمودigliاني وميلر

تعتبر أرباح السهم الموزعة جزء من الأموال الذاتية للمؤسسة، فأى قرار يخصها يعني التأثير على الهيكل المالية، وحسب مودigliاني وميلر (1958) وبناء على مجموعة من الفرضيات فإنه لا توجد علاقة بين الهيكل المالية للمؤسسة وقيمتها السوقية، بصيغة أخرى، أي عدم تأثير سياسة توزيع أرباح السهم على القيمة السوقية للمؤسسة.

ولإثبات هذه النتيجة قاما مودigliاني وميلر (1958) بافتراض مؤسستين تختلفان فقط في الهيكل المالية، الأولى ممولة كلياً عن طريق الأسهم (قيمتها السوقية V_1) والثانية ممولة عن طريق الأسهم والسندات (قيمتها السوقية V_2)، ليكن مستثمر ما قام بشراء القيمة S_2 من مجموع أسهم المؤسسة الثانية S_2 بنسبة استثمار في هذه الأسهم تقدر بـ α ، فهذا المستثمر سوف يتحصل على عائد Y_2 معرف كما يلي:

$$Y_2 = \frac{S_2}{S_2} (X - rDebt_2) = \alpha(X - rDebt_2) = \alpha X - \alpha rDebt_2$$

حيث: X : قيمة الأرباح الموزعة على المساهمين و $Debt_2$: قيمة التمويل بالديون و r معدل الفائدة.

هذا المستثمر يستطيع أن يستثمر القيمة S_1 في المؤسسة الأولى حيث $S_1 = \alpha(S_2 + Debt_2)$ وللقيام بذلك يبيع المستثمر القيمة αS_2 أي يبيع استثماراته في المؤسسة الثانية ويقوم باقتراض ما قيمته $\alpha Debt_2$ فتكون بذلك النسبة المستثمرة في المؤسسة الأولى هي: $\frac{S_1}{S_1} = \frac{\alpha(S_2 + Debt_2)}{S_1}$ فيتحصل على عائد Y_1 معرف

$$Y_1 = \frac{\alpha(S_2 + Debt_2)}{S_1} X - \alpha rDebt_2 = \alpha \frac{V_2}{V_1} - \alpha rDebt_2 \quad \text{كما يلي:}$$

بما أن المؤسستين متماثلتان إلا في الهيكلية المالية فهذا يعني أن $S_1 = S_2 + Debt_2$ ، إذا:

$$\frac{s_1}{S_1} = \frac{\alpha(S_2 + Debt_2)}{S_1} = \frac{\alpha(S_1)}{S_1} = \alpha$$

إذا كانت V_2 أكبر من V_1 و Y_1 أكبر من Y_2 فإن مساهمي المؤسسة الثانية سوف يبيعون أسهمهم (طمعا في السعر المرتفع) ويشتررون أسهم المؤسسة الأولى (طمعا في الربح المرتفع)، فيخفض نتيجة لذلك سعر سهم المؤسسة الثانية ويرتفع في المؤسسة الأولى، وبفضل عملية الترحيح سوف يتساوى السعران في النهاية. إذا كانت V_1 أكبر من V_2 ومساهمي المؤسسة الأولى يحصلون على العائد Y_1 المعرف

$$Y_1 = \frac{s_1}{S_1} X = \alpha X \quad \text{كما يلي:}$$

فبالنسبة لمساهمي المؤسسة الأولى يمكنهم أن يغيروا استثماراتهم (S_1) بشراء أسهم وسندات المؤسسة الثانية فتكون هيكلية ملكيتهم في هذه المؤسسة موزعة على s_2 من الأسهم و d من الديون فإذا كانت استثمارات هؤلاء المساهمين موزعة حسب الهيكلية المالية للمؤسسة الثانية فإن:

$$s_2 = \frac{S_2}{V_2} S_1 \quad \text{و} \quad d = \frac{Debt_2}{V_2} S_1 \quad \text{حيث:} \quad V_2 = S_2 + Debt_2 \quad \text{وبناء على ما سبق فإن العائد على}$$

الاستثمار في المؤسسة الثانية يصبح كما يلي:

$$Y_2 = \frac{s_2}{S_2} (X - rDebt_2) + rd = \frac{s_1}{V_2} (X - rDebt_2) + r \frac{Debt_2}{V_2} S_1 = \frac{s_1}{V_2} X = \alpha \frac{s_1}{V_2} X$$

إذا كانت V_1 أكبر من V_2 و Y_2 أكبر من Y_1 فإن المساهمين يبيعون جزء من أسهم المؤسسة الأولى ويشتررون جزء من أسهم المؤسسة الثانية، فيكونون بذلك مستثمرون في كلتا المؤسستين فتتغير الهيكلية المالية للمؤسستين نتيجة هذه العملية، أي أن المستثمرين بإمكانهم تغيير الهيكلية المالية للمؤسسة دون تدخلها.

فحسب أنغ وهينسادر (1996) Ang and Hunsader فإن الأفراد يبيعون الأسهم بغية الحصول على تدفقات نقدية عندما يكون ربح القيمة أكبر من أرباح السهم (في حالة انتعاش الأسواق-سعر السهم عند مستوياته المرتفعة) وشراء الأسهم بغية التخلص من فائض التدفقات النقدية عندما يكون ربح القيمة أقل من أرباح السهم (في حالة الأداء السيئ للأسواق-سعر السهم عند مستوياته المنخفضة).

بما أن المؤسستين متماثلتين ما عدا في الهيكلية المالية، فهذا يعني أن قيمة المؤسسة الأولى مساوية

$$V_1 = S_1 = V_2 = (S_2 + Debt_2) \quad \text{لأن:} \quad Y_2 = \alpha \frac{s_1}{V_2} X = \alpha X = Y_1$$

2. مقارنة سياسة التوزيعات الشخصية¹

يرى كل من مودigliاني وميلر في حالة عدم التأكد أنه باستطاعة المستثمر تشكيل التوزيعات التي تروق به، والتي أطلق عليها Homemade dividend، حيث أن المستثمر يستطيع بيع جزء من الأسهم التي يمتلكها لتغطية احتياجاته المالية، كما يمكنه شراء أسهم إن كان لديه فائض في السيولة فهو بذلك لا يكثرث لسياسة التوزيعات التي تنتهجها المؤسسة، وككل مقارنة أو نظرية فإن هذه المقاربة كانت تحت جملة من الافتراضات التي لا تختلف عن سابقتها سوى في إسقاط افتراض حالة التأكد. ولإثبات هذه المقاربة يتم إتباع الخطوات الرياضية التالية، انطلاقاً من علاقة التوازن الآتية:

$$R + D = I + DIV$$

حيث الرموز من اليسار إلى اليمين تمثل:

الأرباح (R)، الديون (D)، الاستثمار (I) وأرباح السهم (DIV)، وهذه العلاقة تبين بأن السيولة التي تحصل عليها المؤسسة سواء من أرباحها أو الاستدانة (موارد) فإنها تستعمل إما في الاستثمار أو توزيعات نقدية على المساهمين (استخدامات).

ولكن بوجود الديون في الهيكل المالية فإن المؤسسة حتما سوف تتحمل مصاريف مالية، ولذلك فإن التوزيعات في الفترة 1 سوف تكون عبارة عن النتيجة مخصوما منها هذه المصاريف، كما تبينه العلاقة الموالية:

$$DIV_1 = R_1 - FF_1$$

فبناء على فرضية التمويل بالأموال الخاصة، فإن قيمة المؤسسة/السهم عبارة عن التوزيعات الحالية مضاف إليها قيمة الأموال الخاصة بعد دفع التوزيعات، وعليه يكون:

$$P_0 = DIV_0 + P_1 = DIV_0 + \frac{DIV_1}{1+k}$$

$$P_1 = \frac{(DIV_1 - (R_m - R_f) \frac{cov(DIV_1, R_m)}{\sigma_m^2})}{1+R_f} = \frac{(DIV_1 - (R_m - R_f)\beta)}{1+R_f}$$

حيث: R_m ، σ_m^2 تمثلان مردودية السوق المالية وتباينها على الترتيب، $cov(DIV_1, R_m)$: التباين المشترك بين توزيعات الفترة 1 ومردودية السوق المالية، R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

ومن هذه المعادلة يظهر جليا تأثير المخاطرة السوقية للسهم والمقاسة بمعامل بيتا β . وبإدخال الديون في الهيكل المالية تصبح العلاقة السابقة كما يلي:

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 2004، ص 326.

$$P_1 = \frac{\left((R_1 - FF_1) - (R_m - R_f) \frac{cov((R_1 - FF_1), R_m)}{\sigma_m^2} \right)}{1 + R_f} = \frac{\left((R_1 - FF_1) - (R_m - R_f) \frac{cov(R_1, R_m) - cov(FF_1, R_m)}{\sigma_m^2} \right)}{1 + R_f}$$

$$= \frac{\left(R_1 - (R_m - R_f) \frac{cov(R_1, R_m)}{\sigma_m^2} \right)}{1 + R_f} - \frac{\left(FF_1 - (R_m - R_f) \frac{cov(FF_1, R_m)}{\sigma_m^2} \right)}{1 + R_f}$$

وهذه العلاقة تبين أن سعر السهم في الفترة المقبلة هو عبارة عن القيمة الحالية للأرباح المتوقعة مطروحا منها القيمة الحالية للمصاريف المالية والتي هي عبارة عن الديون، فبذلك تصبح العلاقة أعلاه كما يلي:

$$P_1 = \frac{\left(R_1 - (R_m - R_f) \frac{cov(R_1, R_m)}{\sigma_m^2} \right)}{1 + R_f} - D$$

وبالرجوع إلى السعر السوقي للسهم في بداية الفترة:

$$P_0 = DIV_0 + P_1 = DIV_0 + \frac{DIV_1}{1+k} = DIV_0 + \frac{\left(R_1 - (R_m - R_f) \frac{cov(R_1, R_m)}{\sigma_m^2} \right)}{1 + R_f} - D$$

$$R_0 + D = I + DIV_0 \quad \text{وعليه تسبح العلاقة التمويلية كما يلي:}$$

والتي تدل على أن الأرباح المحققة أو المتوفرة في بداية الفترة مضاف إليها الديون، يكون الجزء من

المجموع عبارة عن أرباح السهم والباقي يستثمر، ومن هذه المعادلة يصبح: $DIV_0 = R_0 + D - I$

وبالتعويض في العلاقة أعلاه، يصبح:

$$P_0 = DIV_0 + \frac{\left(R_1 - (R_m - R_f) \frac{cov(R_1, R_m)}{\sigma_m^2} \right)}{1 + R_f} - D = R_0 + D - I + \frac{\left(R_1 - (R_m - R_f) \frac{cov(R_1, R_m)}{\sigma_m^2} \right)}{1 + R_f} - D$$

$$= R_0 - I + \frac{\left(R_1 - (R_m - R_f) \frac{cov(R_1, R_m)}{\sigma_m^2} \right)}{1 + R_f}$$

من العلاقة أعلاه يتضح أنه لا وجود لأثر سياسة توزيع أرباح السهم على السعر الحالي للسهم لا في

بداية الفترة ولا في نهايتها، وهذا يدل على حيادية سياسة توزيع أرباح السهم، والمتغيرات المتحكمة في

القيمة هي فقط قرارات الاستثمار والأرباح المترتبة عنها مرورا بالمخاطرة المقابلة لهذه القرارات

الاستثمارية.

المطلب الثاني: نماذج لينتتر، ولتر ونموذج غوردون

يعتبر نموذج لينتتر من بين أولى النماذج الأقرب إلى الواقع في تفسير أرباح السهم، ولقد تم تركيته من طرف العديد من الباحثين من بعده، ومعظم الدراسات التي أجريت عليه تؤكد واقعيته، كما يعتبر نموذج جوردن من بين النماذج التي حاولت تفسير العلاقة الموجودة بين أرباح السهم والقيمة السوقية له، أما نموذج ولتر فقد عالج أرباح السهم من الجهة النظرية لها.

1- نموذج لينتتر¹ 1956

من خلال عدة ملاحظات لتوزيعات أرباح السهم، توصل لينتتر لينتتر 1956 إلى أن المسيرين يفضلون ثبات توزيعات أرباح السهم، ولا يتم تغيير سياسة التوزيع إلا إذا كان من الضروري القيام بذلك، كما توصل كذلك إلى أن أرباح المؤسسة تعتبر محدد رئيسي لأرباح السهم، والمسير يقوم بالتعديل الجزئي لأرباح السهم وذلك تماثيا مع أرباح المؤسسة وأرباح السهم السابقة، كما تبينه العلاقة التالية:

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

حيث: D_t و D_{t-1} هي قيمة أرباح السهم للسنة والسنة الماضية على التوالي و d معدل توزيعها أما B_t فهي النتيجة الصافية للسنة t ، و a و c هي ثوابت موجبة. فقيمة موجبة لـ a تعني تحفظ وتردد المؤسسة في تغيير توزيع الأرباح، وقيمة صغيرة لـ c يعني أن قيمة الأرباح الموزعة لا تتغير مباشرة بعد تغير أرباح المؤسسة إلا بعد ما يستمر هذا التغير.

كما توصل لينتتر 1956 إلى أن الأولوية تمنح لقرار توزيع أرباح السهم، أما باقي القرارات المالية فتعتبر تابعة له، فعلى سبيل المثال إذا كانت طاقة التمويل الذاتي غير كافية لتمويل الاحتياجات الاستثمارية فإن المؤسسة سوف تلجأ إلى التمويل الخارجي.

فحسب لينتتر 1956 (بناء على علاقته)، فإن أرباح السهم الخاصة بالسنة لمؤسسة ما، فهي تتعلق بالأرباح الحالية للمؤسسة وبدرجة أكبر الأرباح الماضية، وهذا ما يفسر التأخر في تغيير سياسة توزيع أرباح السهم مقارنة بتغير أرباح المؤسسة، ولقد تم اختبار نموذج لينتتر 1956 في العديد من الدراسات وكلها خلصت إلى واقعية النموذج، وعلى سبيل المثال (فاما وبابياك 1968) (Fama and Babiak) اللذان قاما بدراسة على عينة من المؤسسات (392 مؤسسة) بين سنة 1946 و 1964، وكانت النتيجة موافقة لنموذج لينتتر 1956.

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 2004، ص ص 349-351.

2- نموذج غوردون 1959

نموذج غوردون 1959 وفقا لفرضياته سمي أيضا نموذج عصفور في اليد، وهو من النماذج المهمة التي ناقشت توزيعات الأرباح، وأكد أثرها على القيمة السوقية للسهم. يعتمد نموذج غوردون على مجموعة من الفرضيات¹:

- المؤسسة ممولة بالكامل بالأموال الذاتية وجميع الاستثمارات الجديدة تمول عن طريق الأرباح.
- ثبات معدل العائد المتوقع على الاستثمار وكذا معدل العائد المطلوب والأول أكبر منه.
- استمرارية المؤسسة وثبات نسبة احتجاز الأرباح.
- المستثمرون يكرهون المخاطرة ويتصفون بالرشادة والعقلانية.

لقد اعتمد غوردون على نموذج رسملة توزيعات الأرباح، والذي يؤكد أن القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة الحالية لتوزيعات أرباح السهم المتوقعة بمعدل خصم مناسب، والعلاقة التالية توضح هذا النموذج:

$$p = \frac{D}{Ke-g}$$

حيث p سعر السهم المتوقع، D أرباح السهم المتوقع توزيعها، Ke تكلفة الأموال الذاتية و g معدل النمو في أرباح المؤسسة.

وحسب غوردون فإن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع احتجاز الأرباح والاستثمارات المضافة، وذلك أن ارتفاع أرباح السهم في المستقبل يكون نتيجة الزيادة في الاستثمارات وارتفاع معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يعتبر نتيجة زيادة حالة عدم التأكد المرافقة للزيادة في الاستثمارات².

3- نموذج ولتر 1962

يعد نموذج ولتر من بين النماذج النظرية التي ناقشت العلاقة بين توزيع أرباح السهم والقيمة السوقية لأسهم المؤسسات، حيث توصل إلى أن سياسة توزيع أرباح السهم سوف تؤثر على القيمة السوقية للسهم ويستند ولتر لتأكيد هذه النتيجة على مجموعة من الفرضيات³:

- يتم تمويل استثمارات المؤسسة من الأرباح المحتجزة فقط.

¹ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2004، ص 906.

² George M Constantinides, Milton Harris et René M Stulz; **Corporate Finance**; handbook of the economics of finance, volume 1, 2003. P 341.

³ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2004، ص 895.

- ثبات معدل عائد الاستثمار وكذا معدل العائد الذي يطلبه الملاك (ثبات المخاطرة).
- ثبات ربحية السهم الواحد وتوزيع الأرباح للسهم الواحد.
- المؤسسة تستمر في حياتها، أي هي من النوع المستديم.

بالاعتماد على هذه الفرضيات توصل والتر إلى العلاقة التي تبين بأن سعر السهم ما هو إلا عبارة عن مجموع القيمة الحالية لتوزيع أرباح السهم والقيمة الحالية للأرباح الرأسمالية كما يلي¹:

$$p = \frac{D + \frac{R(B-D)}{ke}}{ke}$$

حيث: p هو سعر السهم السوقي، D توزيع الأرباح السنوي للسهم الواحد، R معدل العائد المتوقع على الاستثمار، ke معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين، B نصيب السهم من الربح الإجمالي للمؤسسة للسنة.

من العلاقة يتضح أنه عندما يكون معدل العائد المتوقع على الاستثمار أكبر من معدل العائد المطلوب فإن زيادة حجز الأرباح لها أثر إيجابي على القيمة السوقية للسهم، وعندما يكون العكس فتوزيع الأرباح هو الأمثل لتعظيم سعر السهم، وفي حالة التساوي فكلا السياستين لا يكن لهما أي أثر على القيمة السوقية للسهم. رغم الفرضيات التي اعتمد عليها والتر والتي تبقى نظرية فقط إلا أن النموذج له أهمية كبيرة في تفسير العلاقة بين توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وبالتالي التأثير في ثروة الملاك².

المطلب الثالث: نموذج الإشارة وأرباح السهم (نموذج كالاي Kalay (1980))³

نموذج الإشارة يسمح للمؤسسة باستعمال أرباح السهم، الاستثمار أو الاستدانة لإعلام المستثمرين بوضعيتها، وفي كل إشارة تتحمل المؤسسة تكاليف، لكن هذه التكاليف تكون مرتفعة بالنسبة للمؤسسات ذات الوضعية السيئة مقارنة بذات النوعية الجيدة.

نماذج الإشارة المعروفة هي جون وويليامس (1985) John et Williams (1985)، ميلر وروك Miller et Rock (1985)، باتشاريا (1979) Bhattacharya، والفكرة الرئيسية في جميع هذه النماذج هو أن المؤسسات تعدل من أرباح السهم بغية الإشارة عن وضعيتها الحالية أو المستقبلية المحتملة، فارتفاع أرباح السهم يعني أن المؤسسة تتوقع تحسن في التدفقات النقدية، وانخفاضها يعني العكس.

¹ Tulie Jacques et Topsacalian Patrick, Op-cit, P 336.

² حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2004، ص 906.

³ Yahi Nesrine, Les Déterminants de la Distribution des Dividendes des entreprises privées Algériennes, mémoire de magister dans les sciences commerciales et financière, école supérieure de commerce « tafourah », 2008, Ps : 101-104.

يمكن تفسير الإشارة المراد توصيلها من خلال توزيع أرباح السهم بمشكلة الخطر المعنوي، بدون هذه الإشارة فالمستثمرون يعجزون عن تقييم نوعية المؤسسة، حيث يصبح تقييمهم مبني على حدسهم للقيمة المتوسطة للمؤسسة.

يقوم نموذج كالاي Kalay على عدة فرضيات هي¹:

- غياب تكاليف الصفقات، تكاليف الوكالة والإفلاس، والتحليل مبني على فترة واحدة.
- المستثمر حيادي ويعلم بأن المسيرين على دراية بوضعية المؤسسة الحالية والمستقبلية.

اعتبر كالاي (1980) في نمودجه وجود نوعين من المؤسسات: أحسن المؤسسات (A) والمؤسسات غير الفعالة أو الرديئة (B).

في غياب الإشارة، فالمؤسستين تكون لهما نفس القيمة لأن المساهمين لا يمكنهم التميز بينهما.

بوضع: (a, b) الدخل الكلي للمؤسستين (A, B) على الترتيب خلال الفترة،

وq: نسبة المؤسسات ذات النوع A، إذا احتمال أن تكون المؤسسة من النوع A هو q، و(1-q) احتمال أن تكون من النوع B. r: معدل الاستحداث.

$$V_0^A > V_0 > V_0^B \quad \text{مع} \quad V_0 = \frac{qa+(1-q)b}{1+r} \quad \text{حيث } V_0 \text{ القيمة}$$

هذه النتيجة توضح أنه من غير الممكن لمؤسسة أن تعلم المساهمين بنوعها باستعمال أرباح السهم لأن المؤسسات من النوع الآخر يمكن أن تقوم بإرسال نفس الإشارة إلى السوق المالية فتصبح بذلك من نفس النوع الأول (الخطر المعنوي).

فرضا أن أحد النشاطات المالية للمؤسسة هو V^A الذي يمكن أن تقوم به المؤسسة A، ومن خلاله يستطيع المساهمون تحديد نوع المؤسسة $V_0(X^A)$ ، إذا كانت القيمة $V_0(X^A)$ أكبر من V_0 ، فإن مؤسسات النوع B تحاول الوصول إلى هذه القيمة $(V_0(X^A))$.

عند التوازن يصبح: $V_0(X^A) = V_0$.

¹ Cobbaud R, *théorie financière*, Ed. Économica 1997, p : 457.

من جهة أخرى، فإذا قامت المؤسسة B بالنشاط V^B حيث $V_0(X^A) > V_0(X^B)$ ، فيمكن للمستثمر أن يشتري المؤسسة B بقيمة $V_0(X^B)$ ثم القيام بالنشاطات X^A ، فيكون بذلك قد حقق أرباحاً رأسمالية بقيمة $(V_0(X^A) - V_0(X^B))$.

بما أن الوسيلة المستعملة في الإشارة هي أرباح السهم، وأن هذا الأخير لا يحمل تكاليف، فإن علاقة التقييم في السوق المالية $V_0(\cdot)$ تكون نفسها بالنسبة لجميع المؤسسات، والتوازن الوحيد هو $V_0^A = V_0^B$.

لعزل قيمة المؤسسة A عن B (حتى يمكن التفريق بينهما)، فعلى المسير أن يجد طريقة تمكنه من ذلك، فيتخذ قرارات مالية في بداية الفترة ويسعى إلى تأكيد الإشارات المالية وتجنب الخطر المعنوي. النظام المثير للاهتمام من طرف المسيرين والمعروف من طرف المستثمرين هو كالتالي:

$$M = (1 + r)\gamma_0 V_0 + \gamma_1 \begin{cases} V_1, & \text{si } V_1 \geq D_0 \\ V_1 - \frac{L}{\gamma_1}, & \text{si } V_1 < D_0 \end{cases}$$

مع: M : عائد المسيرين، V_0, V_1 : قيمتي المؤسسة في اللحظة 0 وفي اللحظة 1 على الترتيب.

L : الجراء الذي يتحمله المسير إذا كانت أرباح السهم الموزعة في بداية الفترة (D_0) أكبر من النتيجة المحققة. $(\text{si } V_1 < D_0)$. و γ_0, γ_1 : ثوابت موجبة.

في بداية الفترة، يحدد المسيرون D_0 بهدف تعظيم عائدهم (M) ، فحسب سبنس Spence وبالاعتماد على العلاقة السابقة يمكن إيجاد التوازن في الإشارة كما يلي:

بافتراض أن المستثمرين يستعملون أرباح السهم D كإشارة من خلالها يتم تحديد نوع المؤسسة، إذا D^* هو العتبة من أرباح السهم التي يمكن من خلالها التفرقة بين المؤسسات.

$$\text{حيث } V_B \leq D^* < V_A$$

إذا كان $D^* < D_0$ فإن المؤسسة تكون من النوع A، وإلا فهي من النوع B.

المؤسسة التي تكون إشارتها تدل على أنها من النوع A مع $D_0^A \leq V_A < D^*$ ، فإن قيمتها السوقية سوف تكون كما يلي:

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

والمؤسسة التي تكون إشارتها تدل على أنها من النوع B مع $V_0^B \leq V_B < D^*$ فإن قيمتها السوقية

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

بالنسبة لمسيري المؤسسة من النوع A فعائدهم يكون كما يلي:

$$M^A(D_0) = \begin{cases} (\gamma_1 + \gamma_0)V_A, & \text{si } D^* \leq D_0^A \leq V_A \\ \gamma_0 V_B + \gamma_1 V_A, & \text{si } D_0^A < D^* \end{cases}$$

إذا كان: $(\gamma_1 + \gamma_0)V_A > \gamma_0 V_B + \gamma_1 V_A$ فإن المسيرين يفضلون قول الحقيقة.

وفي نفس الوقت فإن دخل مسيري المؤسسة من النوع B هو كما يلي:

$$M^B(D_0) = \begin{cases} (\gamma_1 V_B + \gamma_0 V_A) - L, & \text{si } D_0^B \geq D^* \\ \gamma_0 V_B + \gamma_1 V_B, & \text{si } D_0^B \leq V_B \leq D^* \end{cases}$$

هذه العلاقة تبين أن المسيرين لا يقومون بزيادة أرباح السهم إلا إذا كانوا متأكدين من أن وضعية المؤسسة المستقبلية سوف تتحسن وتستمر في ذلك، لأنه إذا كان العكس فإن المسيرين سوف يتحملون الجزء L الذي لا يكون في صالحهم، وبذلك فالمسيريون يفضلون توزيع نسبة منخفضة من أرباح السهم ولا يتم الزيادة إلى إذا كان هناك تغير فعال في المؤسسة والذي سوف يستمر في المستقبل، كما أن هذه النسبة تسمح للمسيرين بالحفاظ عليها حتى وإن كانت التدفقات النقدية منخفضة وبالتالي فإن أي انخفاض في هذه النسبة فهذا يدل على أن هناك انخفاض مستمر في التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة والتي تعتبر معلومة سيئة بالنسبة للسوق المالية.¹

عندما يختار مسير المؤسسة من النوع A قيمة أرباح السهم التي يوزعها هي D_0^A حيث:

$D^* \leq D_0^A \leq V_A$ ، ومسير مؤسسة ذات النوع B يختار D_0^B مع $D_0^B \leq V_B \leq D^*$. يتم الوصول إلى تعادل الإشارة كما هو معرف عند Spence: النقطة التي لا يستطيع أي مسير تغيير الإشارة عندها وبذلك فالإشارة تكون صحيحة وحقيقية.

فمسير المؤسسة من النوع A ليس له أي فائدة من الإعلان عن أرباح السهم D' حيث $D' \leq D^*$ ذلك أن:

$$M^A(D_0^A) = (\gamma_1 + \gamma_0)V_A > M(D') = \gamma_0 V_B + \gamma_1 V_A$$

وبالتالي فهذا المسير سوف تكون إشارته دالة على أن المؤسسة من النوع A.

نفس الشيء بالنسبة لمسير المؤسسة من النوع B، فإنه لا يستطيع أن تكون إشارته دالة على أن المؤسسة هي من النوع A (بالإعلان عن أرباح السهم D' حيث $D' \geq D^*$)، ذلك أنه في هذه الحالة يكون:

¹ Cobbaut R, Op-cit, 1997, P : 458.

$$M^B(D') = (\gamma_1 V_B + \gamma_0 V_A) - L < M^B(D_0^B) = \gamma_0 V_B + \gamma_1 V_B$$

ومن هذه العلاقة الأخيرة يصبح: $\gamma_0(V_A - V_B) < L$ وهو شرط التوازن.

ولقد تم تطوير هذا النموذج من طرف كل من جون وويليامس (1985) John and Williams، وميلر وروك (1985) Miller and Rock، حيث توصلوا إلى أن المسير وبصفته الأكثر اطلاعا على المؤسسة هو الذي يختار النسب من توزيعات الأرباح وكذا معدلات نمو هذه التوزيعات بغية الكشف عن معلومات يمكن أن تتصف بالخصوصية بالنسبة إليه (لأنه في نظره هو فقط الذي يعلمها)، فيقوم بذلك بتوزيع الأرباح وبنسب ومعدلات مختلفة ليمرر من خلالها معلومات إلى عموم المستثمرين في وقت يكون في علمه أن القيمة السوقية الحالية لمؤسسته أقل من قيمتها الحقيقية، لأنه من خلال توزيعه للأرباح يظن أنه كشف عن نوايا حسنة تتمتع بها المؤسسة في وقت لا يمكن لمؤسسات أخرى القيام بنفس ما قام به، وكل هذا يقوم على أساس فرضية مفادها أن "المؤسسات تقوم بزيادة (تخفيض) قيمة الأرباح الموزعة يحاكيها استجابة سعرية موجبة (سالبة) ¹.

المطلب الرابع: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونموذج مرتون ومارش 1987

لقد قام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على أساس العلاقة الموجودة بين معدل العائد المطلوب على الأصل المالي وكل من المخاطرة النظامية للسهم وأرباحه، ومعدل عائد السوق المالية ومجموع أرباح السوق، أما نموذج مرتون ومارش 1987 Merton et March فأضاف تكاليف المعلومات للنموذج السابق.

1- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

من أهم النماذج التي تسمح بإدخال تأثير المخاطرة MEDAF يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية السوقية على سعر الأصول ولقد صيغ هذا النموذج بغية تفسير سياسات توزيع الأرباح كما يلي:

$$R_t = R_f + \beta(R_m - R_f) + \lambda(D_t - D_m)$$

حيث:

R_t : معدل العائد المطلوب على الأصل المالي في الزمن t و R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة.
 β : معامل المخاطرة النظامية، R_m : معدل عائد السوق المالية، λ : معامل يقيس تأثير سياسة توزيع الأرباح على معدل العائد المطلوب على الأسهم، D_t : توزيعات الأسهم، D_m : توزيعات محفظة السوق.
 وباستخدام تحليل الانحدار تم اختبار النموذج السابق، فتم التوصل إلى ما يلي:
 $\lambda > 0$: النتيجة تؤكد فكرة جوردين ولينتر، و $\lambda < 0$: النتيجة تؤكد فكرة التمييز الضريبي.

¹ H. Kent Baker, Gary E. Powell, E. Theodore Veitc; **Op-cit**, p 244.

$\lambda = 0$: النتيجة تؤكد فكرة موديجلياني وميلر التي تقول: لا أثر لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم.

ففي دراسة ميدانية لهذا النموذج للينزبرغر وراماسوامي 1979 Litzenberger et Ramasawamy شملت مؤسسات بورصة نيويورك NYSE بين سنة 1936 و1977 خلصت إلى أن الأسهم ذات التوزيعات المرتفعة تحقق مردودية أكبر من غيرها بعد تعديلها بالمخاطرة النظامية، حيث يزداد معدل المردودية بـ 0.24 نقطة مقابل كل زيادة بنقطة مئوية في التوزيعات¹.

2- نموذج مرتون ومارش 1987 Merton et March

انطلاقاً من نموذج لينتنر 1956، جاء هذا النموذج لتفسير سياسة توزيع الأرباح للمؤسسات وللشوق ككل ويقوم هذا النموذج على أساس إسقاط أحد فرضيات السوق الكفاء، والمتمثلة في عدم وجود تكلفة للمعلومة، وحسبه فإن معدل المردودية يتم تحديده بناء على نموذج تسعير الأصول المالية المعد من قبل شارب 1964 Sharpe مع إدخال تكاليف المعلومات، ويتم صياغة نموذج مرتون Merton رياضياً كما يلي:

$$R_i = R_f + \beta_i(R_m - R_f) + \lambda_i - \beta_i\lambda_m$$

حيث: λ_m ، λ_i يمثلان تكلفة المعلومة للورقة المالية i والتكلفة المتوسطة للمعلومة في السوق المالية m على الترتيب. وبناء على العلاقة أعلاه ونموذج لينتنر 1956، تم صياغة النموذج التالي²:

$$V_t = \varepsilon_t \left[\int_t^{\infty} (ETE_s - I_s) e^{-k(s-t)} ds \right] / N_t$$

حيث:

V_t : القيمة السوقية للسهم و ε_t : الأمل الرياضي الشرطي (الاحتمال) على المعلومة المتاحة في الفترة t .

ETE_s : فائض خزينة الاستغلال في الفترة s .

e : أساس اللوغاريتم النيبيري، k : تكلفة رأس المال و N_t : عدد الأسهم في الفترة t .

ويمكن كذلك تحديد قيمة المؤسسة عن طريق خصم الأرباح الدائمة إلى ما لا نهاية، كما تبينه العلاقة

$$V_t = \frac{E_t}{K} \Rightarrow E_t = kV_t \Leftrightarrow E_t^m = kV_t^m \quad \text{الموالية:}$$

حيث: V_t : قيمة المؤسسة m أو السهم، و E_t : الأرباح الدائمة للمؤسسة أو السوق m .

ويتم حساب تكلفة رأس المال k كما تبينه العلاقة الموالية:

$$k = (R_f + \beta_i(R_m - R_f) + \lambda_i - \beta_i\lambda_m) \frac{E}{E+D} + R_f \frac{D}{E+D}$$

حيث: تمثل كل من E و D الأموال الخاصة والديون على الترتيب.

¹- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، 2002، ص 227.

²- BELLALAH Mondher, Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence des coûts d'information, cahier de recherche N°200009, université paris IX Dauphine.

واقترح كل من Merton et March العلاقة التالية لدراسة التوزيعات على مستوى السوق المالي كما

$$(1 - \phi_1 L) \log(D_t) = a_t + (\Gamma - \theta_1 L) \log(E_{t-1}^m) + \eta_t \quad \text{يلي}^1:$$

حيث: L : معامل التخيير، D_t : التوزيعات، و a_t : الأمل الشرطي للمعلومات المتاحة في الفترة t .
 E_{t-1}^m : أرباح السوق في الفترة السابقة و η_t : البواقي.

تعتبر التوزيعات الواردة في المعادلة السابقة عبارة عن مجموع توزيعات السوق، وهي تحسب بالتكامل

$$D_t = \int_{t-1}^t d(s) ds \quad \text{التالي:}$$

وفي المدى الطويل فإن معدل التوزيعات يؤول إلى الثبات، كما تبينه العلاقة الموالية:

$$\lim_{t \rightarrow \infty} \log \left(\frac{D_t}{E_{t-1}^m} \right) = \beta$$

وبتعويض هذه العلاقة في النموذج:

$$\log(D_{t+1}) - \log(D_t) = g_t + \Gamma[\log(E_t^m) - \log(E_{t-1}^m) - m_{t-1}] \\ + \delta[\beta - (\log(D_t) - \log(E_{t-1}^m))] + \eta_{t+1}$$

حيث: m_{t-1} : التغير في لوغاريتم الأرباح الدائمة، g_t : التغير في لوغاريتم التوزيعات المتوقعة وتساوي

$\log(D_t) - \log(D_{t-1})$ ، لأن في الفترة $t-1$ لوغاريتم التوزيعات مساو لـ $\log \left(\frac{D_t}{E_{t-1}^m} \right)$ ، وهو عبارة

عن المعدل المستهدف في المدى الطويل، حيث يساوي تكلفة رأس المال مضروباً في معدل الاحتجاز وهذا

الجداء عبارة عن معدل النمو الذي أشار إليه غوردون Gordon، ومن ثم يصبح معدل الاحتجاز r_t من

$$r_t = 1 - \frac{D_t}{E_{t-1}^m} \quad \text{الشكل:}$$

$\log(E_t^m) - \log(E_{t-1}^m) - m_{t-1}$: عبارة عن التغير غير المتوقع في لوغاريتم الأرباح الدائمة.

δ : عبارة عن معامل تصحيح الأخطاء، ويعني انحراف معدل التوزيعات في المدى القصير عن معدل

التوزيعات في المدى الطويل، وتقاس السرعة المتوسطة لاقترب معدل التوزيعات بالمعدل المستهدف في

المدى الطويل².

¹ - BELLALAH Mondher, **Finance Moderne d'entreprise**, 2^{ème} édition, economica, paris, 2003, p 133.

²-BELLALAH Mondher, **Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence des coûts d'information**. Op-cit· p 14.

المبحث الثاني: نظريات حيادية سياسة توزيع أرباح السهم

لقد اشتملت النظريات التي تطرقت إلى سياسة توزيع الأرباح في مجملها على العلاقة بين نسبة توزيع الأرباح وقيمة السهم من جهة وبين سعر السهم ومعدل العائد على الاستثمار من جهة أخرى فقرار توزيع الأرباح يعد من القرارات المهمة في المؤسسة بعد قرارات الاستثمار والتمويل. ليأتي غراهم ودود (1951) Graham and Dodd واللدان كانا يعتقدان أن السعر السوقي للمؤسسة متعلق بقيمة أرباحها وأرباح السهم الموزعة، ولسوء حظهما لم يقوموا بنمذجة نتائجهما. ليأتي غوردون (1959) Gordon بنموذج يبين العلاقة بين قيمة المؤسسة وأرباح السهم.

المطلب الأول: نظرية موديجلياني وميلر 1958

حسب هذه النظرية فإن سياسة توزيع الأرباح ليس لها أي أثر على قيمة المؤسسة، ومن أهم أنصارها موديجلياني وميلر اللذان أوضحا أن قيمة المؤسسة تتوقف على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح، فكفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيسي لثروة المساهمين. وجادلا موديجلياني وميلر أن قيمة المؤسسة تتحدد بقوة ربحها الأساسية ومخاطرة أعمالها فقط، أي أن قيمة المؤسسة تعتمد على قيمة الدخل الناتج من أصولها فقط وليس الكيفية التي يتجزأ بها هذا الدخل بين أرباح السهم وأرباح محتجزة¹. مؤسسة لها استثمارات حالية أو مستقبلية تريد توفير التمويل اللازم فإن لها إما تمويلها عن طريق التمويل الذاتي وبالتالي توزيع نسبة منخفضة من الأرباح واستعمال الباقي لتمويل الاستثمارات، أو اللجوء إلى التمويل الخارجي مما يسمح للمؤسسة بتوزيع الأرباح. حسب موديجلياني وميلر كلتا السياستين ليس لهما أثر على القيمة السوقية للمؤسسة، وبالتالي على المدى الطويل فقيمة السهم لا تتأثر بالسياستين لأن المساهم ليس له تفضيل بينهما وذلك حسب النقاط التالية²:

- توزيع نسبة منخفضة من الأرباح لها أثر سلبي على قيمة السهم، ولكن هذا يعني أن المؤسسة لجأت إلى التمويل الذاتي أي إعادة استثمار أرباح السهم، مما يساهم في رفع القيمة السوقية للسهم في المستقبل.
- توزيع نسبة مرتفعة من الأرباح يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم، فلتمويل الاستثمارات تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي عن طريق الأموال الذاتية الذي يؤدي إلى تخفيض قيمة الأسهم نتيجة زيادة عددهم.

¹ د.م. سرور علي إبراهيم سرور، مرجع سابق، 2009، ص 881.

² Tulie Jacques et Topsacalian Patrick, Op-cit, P 338.

إذا كان المساهم يريد أرباح سهم مرتفعة فلهذه إمكانية إعادة استثمارها في شراء أسهم نفس المؤسسة التي تكون مجبرة لطرح أسهم جديدة لتمويل استثماراتها، أما إذا كان يريد أرباح السهم منخفضة فالمؤسسة تقوم بإعادة استثمار هذه الأرباح، فكلتا السياستين مماثلتين من وجهة نظر المساهم الذي يمكنه أن يبني سياسة حصص أرباحه الذاتية نظرياً، ومثال ذلك إذا لم تدفع المؤسسة أرباح السهم يمكن أن "ينتج" حامل السهم الذي يريد 5% حصص أرباح يبيع 5% من أسهمه، وعلى العكس فإذا دفعت المؤسسة حصص أرباح أعلى مما يرغب فيهم المساهم فيمكنه أن يستخدم حصص الأرباح غير المرغوب فيها في شراء حصص إضافية من أسهم المؤسسة¹.

لذلك فليس سياسة توزيع الأرباح أو نوعية التمويل التي تؤثر على ثروة المساهم وإنما مدى كفاءة المؤسسة في اختيار الاستثمارات المربحة والمثلى، فالمؤسسة التي تستثمر في مشروعات أكثر مخاطرة فلا يمكنها رفع قيمتها السوقية عن طريق توزيع نسبة مهمة من أرباحها على شكل أرباح السهم وكذلك فالمؤسسة التي تستثمر في مشروعات أقل مخاطرة يسمح لها ذلك برفع قيمتها السوقية حتى وإن لم توزع أرباح السهم².

وتقوم هذه النظرية على مجموعة من الفرضيات³: عدم وجود أية ضرائب على أرباح المؤسسات أو دخول الأفراد، عدم وجود تكلفة إصدار وتداول الأوراق المالية، رشادة المستثمرين، استقلال سياسة المؤسسة في الاستثمار عن سياسة توزيع الأرباح، عدم تأثير قرار توزيع الأرباح أو احتجازها على تكلفة التمويل بالملكية وتوافر المعلومات المتعلقة بالأرباح المستقبلية للمؤسسة لدى جميع المستثمرين.

وترى هذه النظرية أن ثروة المستثمرين هي عبارة عن الأرباح الموزعة مضاف إليها قيمة أسهم المستثمر، ففي حالة قيام المؤسسة بتوزيع الأرباح فهذا قد يؤدي إلى زيادة قيمة ثروة المستثمر، غير أن حاجة المؤسسة إلى التمويل يجعلها تلجأ إلى طرح أسهم جديدة لتمويل المشاريع الاستثمارية، وبزيادة عدد الأسهم المعروضة ينخفض سعر السهم، وبالتالي تنخفض قيمة ثروة المساهم بعدما ارتفعت نتيجة توزيع الأرباح، وفي الجهة المقابلة فإن حجز الأرباح لإعادة استثمارها يحرم المساهم من ثروة إضافية وهي الأرباح التي كان من الممكن الحصول عليها، غير أن حجز الأرباح لإعادة استثمارها يؤدي إلى رفع معدل نمو أرباح المؤسسة وبالتالي زيادة الأرباح المتوقعة ومنه ارتفاع ثروة المساهم بعدما حرم من الزيادة في

¹ د.م. سرور علي إبراهيم سرور، مرجع سابق، 2009، ص 881.

² Damodaran Aswath ; **Op-cit**, 2007, P 910.

³ سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، 2008، ص 503.

ثروته نتيجة عدم توزيع الأرباح. لتكن العلاقة التالية¹: $P_0 = \frac{D+P_1}{1+Ke}$ حيث: P_0 و P_1 سعر السهم الحالي والمستقبلي على التوالي، D قيمة أرباح السهم و Ke تمثل تكلفة الأموال الذاتية. ولدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، أخذنا موديجلياني وميلر بعين الاعتبار قيمة الأسهم القديمة بعد طرح

$$N_a P_0 = \frac{N_a D + (N_a + N_b) P_1 - N_b P_1}{1 + Ke} \quad (1):$$

حيث: N_a و N_b تمثل عدد الأسهم القديمة والجديدة على التوالي.

هناك علاقة بين قيمة الأرباح الموزعة والإصدارات الجديدة للمؤسسة ومبلغ الاستثمار حسب ما توضحه العلاقة الموالية(2): $N_b P_1 = I - (B - N_a D)$ حيث: I يمثل مبلغ الاستثمار و B يمثل الأرباح الصافية للسنة. ومن خلال العلاقتين 1; 2 استنتجا موديجلياني وميلر العلاقة:

$$N_a P_0 = \frac{(N_a + N_b) P_1 - I + B}{1 + Ke}$$

يظهر من خلال هذه العلاقة أن القيمة الجديدة للأسهم القديمة هي عبارة عن القيمة الحالية لقيمة الأسهم القديمة وقيمة الأسهم الجديدة مضاف إليها القيمة الحالية للأرباح ومطروح منها القيمة الحالية لمبلغ الاستثمار، ففي هذه العلاقة هناك غياب لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة السهم وبالتالي قيمة السهم مستقلة عن سياسة توزيع الأرباح، وما هو محقق في فترة فهو كذلك بالنسبة لجميع الفترات².

الأرباح الموزعة لا تظهر في هذه المعادلة وهذا ما يدل على أن سياسة توزيع أرباح السهم ليس لها أثر على القيمة السوقية للسهم، وهذا ما يؤكد ما توصل إليه موديجلياني وميلر بخصوص عدم أهمية سياسة توزيع الأرباح، لذا فقد أكدنا على استقلالية القيمة السوقية للمؤسسة وبالتالي للسهم الواحد عن أي تغيرات تمارسها المؤسسة بشأن توزيع أرباحها أو احتجازها.

ومن الواضح أن الضرائب وتكاليف تداول الأوراق المالية موجودة لذلك فلا تكون نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح صحيحة، هذا ما أدى إلى تعرض نموذج موديجلياني وميلر لعدة انتقادات كلها تؤكد على عدم حيادية سياسة توزيع الأرباح بالنسبة لقيمة السهم، من بين هذه الانتقادات كانت للينتر 1962 Linter، غوردون 1963 Gordon وشفرين 1984 ShefRin، من هذه الانتقادات ما يلي³:

¹ Tulie Jacques et Topsacalian Patrick, **Op-cit**, 1994, P339.

² **Ibid**. P340.

³ **Ibid**. PP : 340, 341.

- المساهم له تفضيل بين الربح الحالي أي الحصول على أرباح السهم والربح المستقبلي الناتج عن إعادة استثمار أرباح السهم الذي يؤدي إلى زيادة ثروة المساهم في المستقبل وبالتالي ربح القيمة لقد تم إثبات هذه النقطة في عدة دراسات من خلال تنوع تفضيلات المساهمين التي تؤكد بأن هناك مساهمون لهم تفضيل بين ربح السهم وربح القيمة.
- توزيع الأرباح يحمل في طياته معلومات للمساهمين عن المؤسسة، وهذه المعلومات تنعكس في السعر المستقبلي للسهم.
- عدم توزيع أرباح السهم معناه أن المؤسسة قامت بإعادة استثمارها، توقع بتحسين أرباح المؤسسة في المستقبل له أثر إيجابي على قيمة السهم، ونظرا لأن المساهم يتميز بكره المخاطرة فهذا قد يؤدي به إلى طلب معدل عائد أعلى على أرباحه التي تم إعادة استثمارها، مما يؤثر بالسلب على قيمة السهم السوقية.

حسب لينتنر، طرح أسهم جديدة لتعويض مقدار أرباح السهم الموزعة يؤدي إلى تخفيض قيمة السهم إلى أقل من قيمته التوازنية، فالأسواق المالية لا تخلوا من التكاليف كتكاليف الإصدارات الجديدة للأسهم وتكاليف الصفقات، كما أن معدلا الضريبة على أرباح السهم وربح القيمة غير متساويين والذي من شأنه أن يؤدي بالمساهم إلى التفضيل بين ربح السهم وربح القيمة.

رغم هذه الانتقادات إلا أن موديجلياني وميلر جادلا (بصورة صحيحة) أن كل النظريات الاقتصادية تبنى على افتراضات للتبسيط، ويجب الحكم على صحة النظرية بالاختبارات التجريبية، وليس بواقعية افتراضاتها¹. ورغم عدم واقعية كل الفرضيات التي بنيت عليها حيادية توزيع الأرباح، إلا أن أهم نتيجة مستخلصة من هذه النظرية هي أن المؤسسة ترفع من قيمتها السوقية من خلال سياسة استثماراتها المثلى ليس بإتباع سياسة توزيع مبالغ مهمة من الأرباح.

المطلب الثاني: نظرية عصفور في اليد

الحجة التقليدية في أرباح السهم هي أنها تخفض المخاطرة، لأنها تورد إلى المساهمين تدفقات نقدية مستقبلية، وكل المساهمون يستطيعون الحصول على سيولة من خلال بيع جزء من أسهمهم ولكن هذا يحملهم تكاليف تبادل التي يمكن تجنبها في حالة ما المؤسسة قامت بتوزيع أرباح السهم.

تخفيض المخاطرة أو حجة عصفور في اليد المنبثقة التي تطرق لها كل من غراهام ودود (1951) وغوردون (1959)، فحسبها المسيرون يوزعون أرباح السهم لتقديم السيولة إلى المساهمين مما يسمح لهم بتخفيض حالة عدم التأكد حول التدفقات المستقبلية ولكن من جهة أخرى فهذه الأرباح الموزعة تعتبر كتخفيض للقيمة السوقية للمؤسسة (فرصة ضائعة). كما أن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين

¹ د.م. سرور علي إبراهيم سرور مرجع سابق، 2009، ص 881.

يرتفع مع انخفاض أرباح السهم الموزعة لأن المساهمين يكونون أقل تأكدا في حصولهم على أرباح رأسمالية يفترض أن تنتج من الأرباح المحتجزة¹.

فالأرباح التي يحصل عليها المساهمون في شكل توزيعات تعتبر دخلا عاجلا مقارنة بالأرباح الرأسمالية التي تعتبر أرباح آجلة، لأنها تتولد بعد قيام المؤسسة باستثمار الأرباح المحتجزة (التي كان من المفترض أن يحصل عليها المساهم لو قامت المؤسسة بتوزيعها)، فبذلك تكون توزيعات الأرباح أكثر تأكيدا مقارنة بالأرباح الرأسمالية (فكلما طالت المدة زادت المخاطرة)، فأطلق غوردون وليننتر على هذه النتيجة بحجة عصفور في اليد، أي أن الأرباح الحالية في يد المساهم خير من الأرباح الرأسمالية المنتظرة من احتجاز الأرباح.

لم يوافق مودigliاني وميلر على أن يكون معدل العائد الذي يطلبه المساهمون يتأثر بسياسة توزيع الأرباح التي تتبناها المؤسسة، ويسمي مودigliاني وميلر حجة غوردون وليننتر بمغالطة عصفور في اليد لأن معظم المساهمون يخططون من وجهة نظر مودigliاني وميلر لإعادة استثمار حصص أرباحهم في أسهم نفس المؤسسات أو مؤسسات شبيهة، وفي أية حال تتحدد مخاطرة التدفق النقدي للمؤسسة في المدى الطويل بمخاطرة التدفقات النقدية للتشغيل وليس بسياسة نسبة حصص الأرباح التي تتبعها المؤسسة².

بطبيعة الحال فارتفاع أرباح المؤسسة يؤدي إلى ارتفاع أرباح السهم المتوقعة من طرف المساهمين وهذه المعلومة هي أكثر تأثيرا على قيمة المؤسسة من معدل العائد الذي يطلبه المساهمون لأنها تؤدي إلى ارتفاع السعر السوقي للسهم الذي يمكن أن يعوض الأرباح الموزعة على المساهمين في قيمة المؤسسة هذه البرهنة تثبت أن مخاطرة المؤسسة تتحدد من خلال قراراتها الاستثمارية وليس كيفية تمويلها ومعدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يتأثر بمخاطرة الاستثمار، ولا يتغير في حالة ما إذا كان تمويلها عن طريق حجز الأرباح أو طرح أسهم جديدة. وأكد إستربروك (1984) Easterbrook أن المسيرين لا يستطيعون تغيير مخاطرة الاستثمار بتوزيع أرباح السهم وإنما يحولون هذه المخاطرة إلى المستثمرين الجدد³.

لقد نفى كل من جوردون وليننتر نفيا قاطعا ما توصلا إليه مودigliاني وميلر، وعاكسهما تماما بتوصلهما إلى أن لسياسة توزيع الأرباح أثر على قيمة المؤسسة، وتم بناء فكرتهما على حالة عدم التأكد والمخاطرة التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر. فحسب نموذج جوردون فإن القيمة السوقية للمؤسسة يمكن أن تكون

$$V = \sum_{i=1}^{\infty} \left(\frac{DIV_i}{1+K_i} \right)^i$$

هي عبارة عن مجموع التدفقات النقدية المستقبلية المستحدثة.

¹ د.م. سرور علي إبراهيم سرور مرجع سابق، 2009، ص 882.

² نفس المرجع، ص 881.

³ Manos Ronny; **Capital Structure and Dividend Policy: Evidence from Emerging Markets; A thesis of DOCTOR OF PHILOSOPHY;** Department of Accounting and Finance; University of Birmingham August 2001. P 36.

وبافتراض أن المؤسسة ممولة كلياً بحقوق الملكية، تصبح التدفقات النقدية المستقبلية هي عبارة عن الأرباح الموزعة والتي يتم استحداثها بمعدل المردودية المفروض على حقوق الملكية. ويرى كل من جوردن ولينتر أن هذا المعدل هو في تزايد من سنة إلى أخرى نتيجة زيادة حدة عدم التأكد مع تزايد احتجاز

$$K_1 < K_2 < \dots < K_\infty$$

الأرباح:

ويستند كل من لينتر وجوردين في إثباتهما لفكرتهما ونفي ما توصلا إليه موديجلياني وميلر إلى العلاقة الطردية الموجودة بين الزمن وحالة عدم التأكد، فدرجة التأكد للتوزيعات تتناقص كلما طال تاريخ استحقاقها، ومنه التأثير على القيمة، أما إذا تم تجاهل هذه العلاقة بين الزمن وحالة عدم التأكد فيعني في الأخير ثبات معدل الاستحداث ومنه فلا أثر لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

المطلب الثالث: نظرية التفضيل الضريبي

طبقاً لهذه النظرية فالمستثمرون يفضلون الاستثمار في تلك المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة أقل من الأرباح وذلك نتيجة وجود ضرائب على الأرباح الموزعة وكذا الرأسمالية (وستون وبريغهام Weston & Brigham 1993, p.668). بوجود الضرائب فالمستثمر يفضل إعادة استثمار الأرباح بدل من الحصول عليها وبالتالي يفضل المؤسسات التي توزع أقل نسبة من الأرباح لتخفيض قيمة الضرائب التي يدفعها، وتوزيع نسبة أقل من الأرباح يعني إعادة استثمار نسبة كبيرة منها في أنشطة المؤسسة مما يؤدي إلى زيادة معدل نمو أرباحها، وطبقاً لنموذج غوردون فهذا يؤدي إلى ارتفاع ثروة المستثمر. وعدم حصول المستثمر على أرباح السهم يجعله يستفيد من زيادة المبلغ المستثمر بمقدار أرباحه وربح مبلغ الضريبة لإعادة استثماره الذي كان من المفروض أن يفقده في حالة حصوله على هذه الأرباح.

تعتبر الضرائب على أرباح السهم من التكاليف التي يتحملها المساهم عند توزيع هذه الأرباح وبصفة أدق فالضريبة على أرباح السهم تختلف عنها على ربح القيمة والضريبة على أرباح المؤسسات، فعلى سبيل المثال إذا كانت الضريبة على توزيعات المؤسسة أكبر منها على أرباحها فهذا قد يؤدي إلى تخفيض الأرباح المتوقعة للمؤسسة التي توزع الأرباح مقارنة بالتي لا توزع، وكذلك إذا كانت الضريبة على أرباح السهم أكبر منها على ربح القيمة (Plus-values) فالمساهم يمكنه أن يقيم العائد المتوقع على أساس الضريبة، والضريبة الزائدة على أرباح السهم تجعل ربح القيمة أقل تكلفة بالنسبة للمساهمين من أجل الحصول على الثروة¹.

¹ George M Constantinides, Milton Harris et René M Stulz ; Op-cit, 2003. pp 341, 342.

من جهة أخرى فالضرائب المستحقة على الأرباح الرأسمالية لا تدفع إلا مرة واحدة وهي عند بيع السهم فبأخذ القيمة الزمنية للنقود والتي تتناقص قيمتها مع مرور الوقت فقيمة الدينار الحالي أكبر من قيمته نفس الدينار في المستقبل هذا يجعل الأرباح الرأسمالية أقل تكلفة من أرباح السهم، كما أن في حالة الاحتفاظ بالسهم حتى وفات المساهم فإن الورثة لا يدفعون ضريبة على الأرباح الرأسمالية في حالة ما إذا قاموا ببيع السهم ذلك أن سعره السوقي عند وفات المساهم هو بمثابة تكلفة شراءه وبالتالي لا يوجد فرق القيمة¹. فبناء على الأسباب هذه، فالمساهمون يفضلون المؤسسات التي تقوم باحتجاز الأرباح بدل توزيعها ويكونون مستعدون لدفع سعر أعلى لشراء أسهم تلك المؤسسات التي لا توزع الأرباح. إلى هنا فإن المؤسسة إذا أرادت توزيع الثروة على المساهمين فإنها سوف تلجأ إلى إعادة شراء الأسهم تجنباً لتحميل المساهمين تكلفة زائدة في حالتها ما قامت بتوزيع أرباح السهم نتيجة الضريبة الزائدة، وكصورة واقعية لهذا فقد لوحظ زيادة في شراء الأسهم بدل توزيع الأرباح ابتداء من سنوات الثمانينات (ألن وميشايلي Jagannathan, Stephens and Weisbach, 1995 Allen and Michaely, 2000 فاما وفرانش Fama and French, 2001. ومع ذلك، بين كل من ميلر وسكولز Miller and Scholes 2000) أنه يوجد اختلاف بين المستثمرين نتيجة اختلاف الضريبة بين أرباح السهم وربح القيمة. وعلاوة على ذلك، فقد أثبتا موديجلياني وميلر (1961) أن كره الضرائب 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 (clientele effect).

المؤسسات التي لا تتحمل الضرائب كالمؤسسات الاجتماعية (صناديق التقاعد) والأشخاص الذين لديهم تفضيلات ضريبية على أرباح السهم فإنهم يلجئون إلى شراء أسهم تلك المؤسسات التي توزع نسبة عالية من أرباحها على شكل أرباح السهم عكس الذين ليس لديهم هذه التفضيلات فإنهم يميلون إلى الاستثمار في المؤسسات التي تكرر توزيع أرباح السهم، وبالتالي فالمساهمون يختارون المؤسسات التي تتوافق وتفضيلاتهم².

الاختلاف الكبير في نوعية المساهمين من شأنه أن يؤثر على سياسة توزيع الأرباح للمؤسسة فالمساهمون الذين لا يتحملون الضريبة أو لهم تسهيلات ضريبية يفضلون الاستثمار في المؤسسات التي توزع نسبة مهمة من أرباحها على شكل أرباح السهم، كما أن اختلاف عمر المساهمين يجعل تفضيلاتهم تختلف، فالمساهم الشاب يرغب في إعادة استثمار أمواله عكس المساهم المسن الذي يفضل أسهم تلك المؤسسات التي توزع نسبة مهمة من أرباحها. في دراسة لبنتيت (1977) Petit على 914 محفظة لمستثمرين

¹ عدنان تايه النعيمي وآخرون مرجع سابق، 2009، ص 465.

² Manos Ronny; Op-cit, August 2001. P 22.

من شرائح مختلفة فتوصل إلى أن المؤسسات التي لها مساهمين مسنين توزع نسبة معتبرة من أرباحها مقارنة مع التي لها مساهمين شباب، كما توصل إلى أن عائد المحفظة يتغير عكسيا مع الضريبة على أرباح السهم كما وجد علاقة عكسية بين توزيعات المؤسسة ودخول مساهميها¹.

تختلف التفضيلات بين المساهمين نتيجة اختلاف المعدلات الضريبة بينهم، مما ينتج عنه شرائح مختلفة من المساهمين (effet clientèle)، هذا ما يجعل المسيرين يتبعون سياسة توزيع السيولة تتماشى ونوع مساهمين المؤسسة وتفضيلاتهم، أو لجذب نوع معين من المساهمين. وتختلف الضرائب من مساهم إلى آخر نتيجة الاختلاف في²: المداخل، النظام أو التشريع الضريبي (مؤسسات، بنوك، مؤسسات تأمين...)، مدة الحيازة (فكلما زادت المدة انخفضت القيمة الحالية للضريبة الرأسمالية، والمساهم الذي يحتفظ بالسهم إلى غاية وفاته تسقط الضريبة الرأسمالية على السهم)، طريقة أو كيفية الاحتفاظ بالسهم.

ومع اختلاف تفضيلات المساهمين فإنه من الصعب جدا على المسير أن يتوصل إلى إيجاد سياسة توزيع مثلى للسيولة، هذا ما يجعل السياسة تختلف من مؤسسة إلى أخرى، ففي دراسة قام بها كل من ألن وميشايلي Allen et Michaely في سنة 1996 توصلوا إلى أن المستثمرين الأفراد يملكون 54% من الأسهم المدرجة في السوق المالية ولا يتحصلوا سوى على 35% من أرباح السهم الموزعة، مما يعني أن معظم المساهمين يفضلون المؤسسات التي توزع نسب منخفضة من أرباح السهم، وذلك تجنباً للتأثير الضريبي³. كما سبق فهناك مجموعات أو زبائن Clientèles مختلفين تختلف معهم سياسات توزيع الأرباح، مثال ذلك: الأفراد المتقاعدون، صناديق التقاعد وصناديق منح الجامعات الذين يفضلون المؤسسات التي تدفع أرباح السهم بنسبة كبيرة، وفي الغالب يقع هؤلاء المستثمرين بين قوسي الضرائب المنخفضة أو حتى الصفرية، لذلك لا تهمهم الضرائب⁴.

اقترح موديجلياني وميلر أن الأثر الزبائن (effets de clientèles) موجود وإذا صح ذلك فإنه يساعد في فهم سبب تغير سعر السهم بعد الإعلان عن التغير في سياسة توزيع الأرباح. وحجتها هي كما يلي⁵:
تتخذ المؤسسات سياسة توزيع الأرباح التي تتوافق مع تفضيلات مجموعة زبائنها (clientèle) فعلى سبيل المثال صناديق الاستثمار الجامعية والأشخاص المتقاعدين يفضلون الدخل الجاري على العوائد الرأسمالية المستقبلية، ولذلك فهم يفضلون المؤسسات التي تدفع نسبة أعلى من أرباحها المحققة، كما يقوم بعض المساهمين بإعادة استثمار ما يدفع لهم من التوزيعات (بعد دفع الضريبة التي يكتسبون فيها ميزة مقارنة بباقي المساهمين) ومن ثم تعود لهم كنسبة توزيع مستقبلية.

¹ Damodaran Aswath; Op-cit, 2007. (P 922).

² Berk Jonathan, DeMarzo Peter et autres ; Op-cit, 2008 ; PP : 576, 577.

³ Ibid; P: 578.

⁴ د.م. سرور علي إبراهيم سرور، مرجع سابق، 2009، ص 885.

⁵ عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سابق، 2009، ص 459.

ففي حالة ما إذا لم تقم هذه المؤسسات بتوزيع أرباح السهم فإن هؤلاء المساهمين ونظرا لحاجتهم إلى السيولة سوف يلجئون إلى بيع بعض من أسهمهم للحصول على السيولة الضرورية، وهذه العملية يترتب عليها تكاليف المعاملات أو الصفقات التي تكون في الغالب عالية مقارنة بقيمة الصفقة خاصة عندما تكون الأسهم المباعة بكميات صغيرة، وبذلك تكون عملية بيع الأسهم للحصول على السيولة الضرورية غير مجدية وغير فعالة.

ومن جهة أخرى فإذا قامت المؤسسة بدفع نسبة عالية من أرباحها على شكل أرباح السهم فإن المساهمين الذين لا يكونون بحاجة إلى كل هذه النسبة سوف يجبرون على إعادة استثمار الفائض من هذه التوزيعات مما يحملهم من جهة تكلفة دفع الضريبة ومن جهة أخرى سوف يتحملون تكاليف إجراء الصفقات لإعادة استثمار السيولة التي بحوزتهم.

وبناء على هذه النقاط فقد توصلا كل من مودigliاني وميلر إلى أن المستثمرين الذين يرغبون في السيولة الآنفة سوف يستثمرون في المؤسسات التي تقوم بتوزيع أرباح السهم، أما المستثمرون الذين يفضلون أرباح رأس المال فإنهم يلجئون إلى شراء أسهم تلك المؤسسات التي تفضل إعادة استثمار الأرباح. وهذا يقترح أن كل مؤسسة عليها أن تؤسس سياسة لتوزيع أرباحها تراها الإدارة الأكثر ملائمة مع زبائنها وبالتالي تدع المساهمين الذين لا تعجبهم هذه السياسة يقومون ببيع أسهمهم إلى المستثمرين الذين تتوافق تفضيلاتهم مع السياسة المتخذة من طرف إدارة المؤسسة، وعلى أية حال فإن تبادل الأسهم مكلف لأسباب: عمولات الوسطاء، احتمال دفع الضرائب على الأرباح الرأسمالية واحتمال نقص أو عدم وجود من يرغب في سياسة توزيع الأرباح التي تتخذها المؤسسة.

ولهذه الأسباب فعلى المؤسسة عدم تغيير سياسة توزيع الأرباح بشكل متكرر إلا إذا كان هناك سبب يدعو إلى ذلك كوجود عدد كاف من المساهمين الذين يقبلون بهذا التغيير، والذي من شأنه أن يرفع القيمة السوقية للمؤسسة.

ويمكن تبين تأثير الضريبة على المساهم كما يلي¹:

ليكن سعر شراء السهم هو (P) وسعره قبل يوم فقدان حق المطالبة بأرباح السهم (Ex_Dividend) وبعده على التوالي هو (Pb) و(Pa)، و(D) يمثل نصيب السهم من الأرباح الموزعة على المساهمين وليكن (td) و(tg) يمثلان الضريبة على أرباح السهم وعلى ربح القيمة على التوالي.

التدفقات النقدية (CFb) التي يتحصل عليها المساهم إذا قام ببيع السهم قبل يوم فقدان حق المطالبة بأرباح

$$CFb = Pb - (Pb - P)tg \text{ هي: السهم}$$

¹ Damodaran Aswath; Op-cit, 2007. P: 914.

أما التدفقات النقدية (CFa) التي سوف يحصل عليها في حالة ما إذا قام ببيع السهم بعد يوم فقدان حق

$$CFa = Pa - (Pa - P)tg + D(1 - td)$$

المطالبة بأرباح السهم هي:

إذا كانت التدفقات النقدية قبل يوم فقدان حق المطالبة بأرباح السهم هي الأكبر، فإن المساهمين سوف يلجئون إلى بيع أسهمهم قبل هذا اليوم مما يزيد من عرض الأسهم وبالتالي انخفاض في سعرها، أما إذا كان العكس فالمساهمون سوف يلجئون إلى بيع الأسهم بعد هذا اليوم مما يؤدي كذلك إلى زيادة عرض الأسهم ومنه انخفاض سعرها السوقي، ففي كلتا الحالتين تكون النتيجة سلبية على قيمة المؤسسة نتيجة انخفاض السعر السوقي للأسهم. ولتجنب هذه النتيجة يجب أن تكون تفضيلات المساهمين متساوية قبل وبعد هذا اليوم، أي التدفقات النقدية قبل وبعد يوم فقدان حق المطالبة بأرباح السهم تكون متساوية، ولذلك

$$\frac{Pb - Pa}{D} = \frac{1 - td}{1 - tg}$$

تكون العلاقة التالية من خلال مساواة هذه التدفقات:

والشرط الأساسي حتى تكون تفضيلات المساهمين متساوية قبل وبعد يوم فقدان حق المطالبة بأرباح السهم هو أن يكون تغير سعر السهم ناتج عن الفرق بين الضريبتين على أرباح السهم وعلى القيمة فبملاحظة سعر السهم قبل وبعد هذا اليوم ومقارنته مع أرباح السهم وتحليل الأثر الضريبي على المساهمين يمكن الوصول إلى الثلاث حالات الموالية:

- إذا كان $Pb - Pa = D$ فالمساهم ليس له تفضيل بين ربح السهم وربح القيمة.
 - إذا كان $Pb - Pa < D$ فالضريبة على أرباح السهم أكبر من الضريبة على ربح القيمة.
 - إذا كان $Pb - Pa > D$ فالضريبة على ربح القيمة أكبر من الضريبة على أرباح السهم.
- معدل الضريبة الإضافي على أرباح السهم يجمع تأثيرات معدل الضريبة على أرباح السهم ومعدل الضريبة الرأسمالية، فالمساهم يمكنه القيام بعملية الترحيح بين أرباح السهم والأرباح الرأسمالية، وذلك بتفضيله لأكثر قيمة بعد الضريبة، وتكون المراجعة غير ممكنة في حالة ما تساوت القيمتين بعد الضريبة (عند توازن السوق المالية)، حيث تصبح عملية المراجعة غير مربحة¹.

$$Pb - Pa = D \frac{1 - td}{1 - tg} = D \left(1 - \frac{td - tg}{1 - tg} \right) = D(1 - t_d^*)$$

مع t_d^* هو معدل الضريبة الإضافي على أرباح السهم الذي يدفعه المساهم مقابل وحدة نقدية من أرباح السهم عوض نفس الوحدة من الأرباح الرأسمالية، ومن العلاقة السابقة يكون معبر عنه كما يلي:

$$t_d^* = \frac{td - tg}{1 - tg}$$

، فيوجود أثر الزبائن (effets de clientèle) يصعب التأكد تجريبيا من أن تكلفة الأموال

الذاتية ترتفع مع معدل توزيع أرباح السهم (الذي هو نظريا صحيح في حالة عدد كبير من المساهمين ولهم نظرة طويلة المدى مع المؤسسة)، فمن خلال هذه النقطة يتضح أن كل الاحتمالات واردة حول كيف يتغير

¹ Berk Jonathan, DeMarzo Peter et autres ; Op-cit, 2008 ; p 575.

معدل تكلفة الأموال الذاتية مقارنة بتغير أرباح السهم (يتوقف على محصلة تأثير الزبائن)¹. كما أن وجود أثر الزبائن يؤدي إلى تخفيض معدل الضريبة الإضافي على أرباح السهم (هذا الأثر يجعل كل مساهم يبحث عن السياسة التي من خلالها يعظم منفعته – كأن يتجنب دفع قيمة زائدة من الضرائب).

المطلب الرابع: نظرية فان هورن 1982

قدم فان هورن إثباتا رياضيا يؤكد فيه أن سياسة التوزيعات لا تؤثر في القيمة السوقية للمؤسسة معتمدا في ذلك على القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية للسهم، والتي هي عبارة عن سعره الحالي وكان ذلك كما يلي:

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{1+k}$$

حيث: P_0 ، P_1 : يمثلان السعر الحالي والمستقبلي للسهم، D_1 : يمثل التوزيعات المستقبلية المتوقعة.
 k : يمثل معدل الاستحداث، وهو المعدل المطلوب على أموال الملكية. وبناء على فرضية أن المؤسسة ممولة كليا عن طريق الأموال الخاصة، فإنه يصبح:

$$NP_0 = \frac{ND_1 + NP_1}{1+k}$$

حيث N تمثل عدد أسهم المؤسسة.

فبافتراض أن المؤسسة قامت بزيادة عدد أسهمها بمقدار n ، والحصول على مقابله نقدا ثم القيام باستثمار

$$NP_0 = \frac{ND_1 + (N+n)P_1 - AP_1}{1+k}$$

مبلغ قدره I ، وعليه فالعلاقة السابقة تصبح كما يلي:

تمثل هذه المعادلة في الطرف الأول قيمة الأموال الخاصة بعد طرح أسهم جديدة، أما الطرف الثاني فهو عبارة عن القيمة الحالية للتوزيعات المدفوعة للمساهمين القدامى والقيمة الحالية للأموال الخاصة (الأسهم القديمة والجديدة) مطروحا منها القيمة الحالية للأسهم الجديدة باعتبارها تدفقات خارجة من الخزينة (لأنها لا تعود ملكيتها للمساهمين القدامى)، وبالتالي القيمة السوقية للأسهم القديمة في الزمن الحالي؛ هي المجموع الجبري للقيمة الحالية للتوزيعات، والقيمة الحالية لقيمة الأسهم القديمة، وإذا اقتصر الموارد على كل من الأرباح وقيمة الأسهم الجديدة، والاستخدامات في التوزيعات والاستثمارات، فإن مقدار الزيادة في رأس

$$R_{net} + nP_1 = I + ND_1 \rightarrow nP_1 = I + ND_1 - R_{net}$$

المال كالآتي:

حيث R_{net} تمثل النتيجة الصافية. وبتعويض العلاقة السابقة في علاقة القيمة الحالية يتم التوصل إلى ما

$$NP_0 = \frac{ND_1 + (N+n)P_1 - I - ND_1 + R_{net}}{1+k} \rightarrow NP_0 = \frac{(N+n)P_1 - I + R_{net}}{1+k}$$

يلي:

فمن المعادلة الأخيرة يتضح أنه لا وجود للتوزيعات في المعادلة، ومنه قيمة الأموال الخاصة (المؤسسة) مستقلة تماما عن التوزيعات، بل هي دالة تابعة أساسا للنتيجة المحققة، والاستثمارات وسعر السهم في نهاية المدة.

¹ Berk Jonathan, DeMarzo Peter et autres ; Op-cit, 2008 ; p 579.

² - علي بن الضب، مرجع سابق، 2008 ص142.

المبحث الثالث: نظريات عدم حيادية سياسة توزيع أرباح السهم

فبالرغم من البراهين والنظريات التي حاولت تأكيد حيادية سياسة توزيع أرباح السهم إلا أن هذا لا يمنع من وجود نظريات تؤكد أن أرباح السهم لها أثر على المؤسسة، وإن اختلفت هذه النظريات عن البراهين المعتمدة لتأكيد الرأي، إلا أن المبتغى واحد وهو أهمية سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة حيث يجب على المسير أن يدرسها جيدا ويعطي لها الاهتمام التام.

المطلب الأول: نظرية الوكالة وحوكمة الشركات

تعتبر نظرية الوكالة وحوكمة الشركات من بين أهم النظريات في الأدبيات المالية ككل، حيث إن الوكالة تبحث في العلاقة الموجودة بين الوكيل والموكل وتهدف إلى حل مشاكل تضارب المصالح بين الأطراف ذات الصلة بالعلاقة، أما حوكمة الشركات فهي تبحث في الطرق والآليات التي من خلالها يمكن الوصول إلى أمثلية التسيير.

1- نظرية الوكالة

تنشأ نظرية الوكالة نتيجة الفصل بين ملكية المؤسسة وتسييرها (جنسن ومكلينغ Jensen and Meckling (1976)، فمن المعروف أنه بزيادة حجم المؤسسات واتساع نطاقها انفصلت الملكية عن التسيير ومن ثم ظهر ما يسمى بطبقة المسيرين، ومن هنا بدأت علاقات الوكالة. فالوكالة هي بمثابة عقد يقوم فيه المالك بتفويض شخص أو أكثر للقيام بتسيير المؤسسة نيابة عنه. وأهم شرط في عقد الوكالة هو ذلك الخاص بقيام الوكيل بأداء مسؤولياته بما يحقق ويعظم مصلحة المالك مقابل حصول الوكيل على الأجر المناسب.

فبطبيعة الحال المسيرين يتمتعون بمعلومات أكثر من المساهمين عن وضعية المؤسسة، فممكن للمسيرين أن يهتموا بتحقيق أهدافهم الشخصية بدل تحقيق أهداف المساهمين. وفي هذه الحالة فالأمر يتطلب نوعا من التكاليف التي يتحملها المساهمون لضمان أهدافهم، ومن هنا يأتي أحد المصادر الأساسية لتكلفة الوكالة لضمان مراقبة على المسيرين تسمح بتحقيق أهدافهم¹.

تلجأ المؤسسات إلى حجز الأرباح بغية تخفيض احتمال عدم وجود مصادر خارجية لتمويل استثماراتها المستقبلية، كما تهدف من وراء هذه العملية إلى تخفيض أو تجنب الوقوع في العسر المالي

¹ JENSEN M.C. et MECKLING W.H., *Theory of the firm: managerial behavior agency costs and ownership structure*, *Journal of Financial Economics*, October 1976, PP. 305-360.

والمرتبط خاصة باحتمال وجود نتائج استغلال سالبة في المستقبل، وبالخصوص فالمؤسسات التي تستثمر في البحث والتطوير هي التي تحتفظ بمبالغ معتبرة لأجل تمويل العملية من جهة، ومن جهة أخرى توفير السيولة للاستثمارات المحتملة. وتوفير السيولة من خلال حجز الأرباح فالمؤسسة تتجنب تحمل تكاليف الصفقات الخاصة بالمصادر الخارجية للتمويل (المتعلقة بالبحث وإصدار أسهم و/أو سندات لتوفير السيولة)، ومن ناحية أخرى فممكن أن تتولد تكاليف أخرى (مثلا تكلفة الوكالة) جراء الإحلال بين إصدار أسهم أو سندات جديدة.

عدة دراسات في هذا المجال (1967 إلى 1993) أثبتت أن الإعلان عن الزيادة في أرباح السهم بقيمة 10% تؤدي إلى ارتفاع سعر السهم بنسبة 1,34%، ومن جهة أخرى فالإعلان عن تخفيض أرباح السهم بنفس النسبة السابقة يؤدي إلى انخفاض في سعر السهم بنسبة 3,71%، كما أن سعر السهم يتغير تناسبيا مع التغير في أرباح السهم، ومع ثبات العوامل الأخرى فاستجابة السوق المالية للتغير في سعر السهم يكون قويا في حالة انخفاض أرباح السهم مقارنة بارتفاعها¹.

البحث عن التمويل المناسب من شأنه تخفيض تكاليف الوكالة، لجوء المؤسسة إلى التمويل عن طريق الديون يرفع احتمال إفلاسها والذي يؤدي بتكاليف الوكالة إلى الارتفاع، فبإمكان المؤسسة أن تلجأ إلى سياسة توزيع الأرباح لتأكيد صحتها المالية، فتوزيع الأرباح من شأنه تخفيض تكلفة الوكالة. وعليه فإن الزيادة في توزيعات الأرباح، قد تكون مؤشرا على أن إدارة المؤسسة لا تفرط في استخدام أموال المساهمين لإشباع المنافع غير المالية التي تكون نتيجة قيام المسيرين باستعمال فائض التدفقات النقدية في مصلحتهم الخاصة، كاختيار الاستثمارات التي تعظم من منفعتهم الشخصية دون منفعة المساهمين وبذلك فتوزيع الأرباح من شأنه تخفيض المجال الذي يمكن للمسيرين أن يستعملوه لتحقيق الأغراض الشخصية، وترتفع بذلك القيمة السوقية للمؤسسة (جنسن 1986، إستربروك 1984)²، ومن ثم فإن تكلفة الوكالة تقل بزيادة توزيعات أرباح السهم.

وفى المقابل فإن الزيادة في توزيعات هذه الأرباح، قد يعنى في الوقت نفسه حاجة المؤسسة إلى أموال خارجية إضافية مثل إصدار الأسهم الجديدة، مما يزيد من تكاليف الإصدار والمعاملات المالية. واعتماد المؤسسة على الديون في هيكلها المالي يؤدي بظهور مشكل الوكالة بين المساهمين والمسيرين من جهة والمسيرين وأصحاب الديون من جهة أخرى. عندما ترتفع نسبة الديون في الهيكل المالي للمؤسسة فحتما ترتفع مخاطر المؤسسة، مما يؤدي إلى انخفاض الأرباح المتوقعة ويرتفع بذلك معدل الفائدة على الديون

¹ JENSEN M.C. et MECKLING W.H, *Op-cit*, October 1976; p 588.

² Manos Ronny ; *Op-cit*, 2001. P 26.

وكذا الضمانات المطلوبة وبالتالي تكلفة التمويل ترتفع ما يؤثر سلبيًا على قيمة المؤسسة. فتكلفة الوكالة ترتفع مع ارتفاع نسبة المديونية في المؤسسة ما يجعل المؤسسة تبحث عن النسبة المثلى لتوزيع الأرباح للتقليل من مشكل الوكالة، كما أن لجوء المؤسسة إلى توزيع الأرباح والتمويل عن طريق الديون فهذا ممكن أن يؤدي إلى أن تكون الديون الجديدة بشروط تحد من توزيعات المؤسسة للأرباح (إستبروك 1984) وفي حالة هناك فصل قوي بين المسيرين والمساهمين فإن نسبة الأرباح الموزعة تكون منخفضة ذلك أن قوة الفصل تنقص من قدرة المساهمين على التحكم في تصرفات المسيرين¹.

يبين نموذج الوكالة لتوزيع الأرباح (لا بورتا وآخرون 2000) أنه عندما يمتلك المساهمون حقوق أكبر فإنهم يستطيعون استخدام قوتهم للتأثير في سياسة توزيع الأرباح، ويستطيع المساهمون تلقي حقوق أكبر حيث تفترض نظرية الوكالة: إن المساهمين يفضلون خيار توزيع أرباح السهم أكثر من الأرباح المحتجزة وقد يكون هذا الخيار لتوزيع الأرباح أقوى في الأسواق الناشئة ذات الحماية الأضعف للمستثمر. وبالتالي يجب أن تتم سياسة توزيع الأرباح في ضوء أهداف المؤسسة وبما يسهم في تعظيم ثروة المساهمين. ولقد انتقلت مشكلة الوكالة من بين المساهمين والمسيرين إلى بين المساهمين في حد ذاتهم، هناك بعض المؤسسات تكون نسبة الملكية فيها تميل لجهة معينة من المساهمين (أصحاب الأغلبية) وهذا المركز يتيح لهم العديد من المزايا وإمكانية التأثير على المؤسسة، فقد يلجأ هؤلاء إلى إجبار المسيرين على تحقيق أهداف لا تخدم المساهمين الذين يملكون نسب ضئيلة في هذه المؤسسة (أصحاب الأقلية) فينشأ نتيجة لذلك تضارب للمصالح بين المساهمين فتتضاعف مشاكل الوكالة². ونظرا لأن المستثمرين المؤسساتيين لهم تفضيلات ضريبية مما يدفعهم إلى البحث عن المؤسسات الأحسن والتي تقوم بتوزيع الأرباح، فانطلاقا من هذه الفكرة يقوم المسيرون بتوزيع أرباح السهم لجذب انتباه هذه الفئة من المستثمرين لأنهم يعتبرون الأحسن اطلاعا على الصورة الحقيقية للمؤسسة من المستثمرين الآخرين، كما لهم القدرة على اكتشاف المؤسسات ذات النوع العالي، ومن ذلك يتم استعمال هذه المعلومات من طرف المسيرين لمراقبة مشكلة الوكالة، كما يؤدي المستثمرون المؤسساتيون دور فعال في مراقبة التسيير (ألن، برناردو وولش، Allen, Bernardo, and Welch (2000)³.

2- حوكمة الشركات⁴

فمع تطور الأدبيات المالية، تم التوصل إلى أن من بين أهم أسباب مشكل الوكالة هو غياب أو ضعف ميكانيزمات حوكمة الشركات (لا بورتا وآخرون 2000، باتشاريا، ماواني وموريل، Bhattacharyya, Mawani, and Morrill, 2008) انطلاقا من نظرية الوكالة يتضح جيدا أن حوكمة الشركات لها أثر كبير

¹ Damodaran Aswath; **Op-cit**, 2007. p 906.

² H. Kent Baker, **Op-cit**, 2009, p 138.

³ H. Kent Baker, Gary E. Powell, E. Theodore Veitc; **Op-cit**, p 245.

⁴ H. Kent Baker, **Op-cit**, 2009, pp 447-459.

على السياسة التوزيعية للمؤسسة فحوكمة الشركات جاءت لتخفيف حدة تضارب المصالح بين المسيرين والأطراف الأخرى ذات الصلة مع المؤسسة، فقد تطورت الأدبيات المالية لتجد أن أهم طريقة للتسيير هي فصل الملكية عن التسيير، وهذه الأخيرة أوجدت أكبر مشكل ألا وهو تضارب المصالح لتأتي حوكمة الشركات محاولة احتواء المشكل ومساندة فكرة فصل الملكية عن التسيير للرقى بالمؤسسات، ولكن هذا يتطلب ضوابط حتى يطبق واقعياً لذلك تم إيجاد ما يلي:

1-2 حقوق المساهمين والبيئة القانونية: وهذه الحقوق تختلف من دولة إلى أخرى، فمثلاً في المؤسسات الأمريكية أو البريطانية أين يمتلك المساهمون النسبة الأكبر من رأسمال المؤسسة وتوزيعه على عدد كبير من المساهمين يجعل المسير هو الأدرى بالحالة الحقيقية للمؤسسة، ولذلك أوجدت الحماية العالية لحقوق المساهمين في هذه الدول مما يدفع بالمسيرين حتماً أن يعملوا لتحقيق أهداف المساهمين، وعلى عكس ذلك في كوريا مثلاً أين تتميز المؤسسات بالشكل العائلي والملكية الكبيرة لعدد قليل من المساهمين (الأغلبية) يصبح المساهم هو المقرر، المسير، والمساهم في نفس الوقت وفي كلتا الحالتين فإن المساهمين الأقلية في الغالب هم من يدفع تكاليف الوكالة (لا بورتا وآخرون 2000)، ويستفيد المساهمون الأقلية فقط في حالة الحماية القانونية لهم (كما هو الحال في دول القانون العام) مثل و.م.أ وبريطانيا.

2-2 مكافآت المسيرين: فحسب باتشاريا وآخرون (2008) فإن نوعية المسيرين تحدد قيمة التعويضات فالمسير ذو الكفاءات العالية هو الأكثر حصولاً على التعويضات، ولعل أهم مؤشرات المسير الكفاء هو القدرة على جلب استثمارات جديدة ذات قيمة عالية صافية موجبة والذي يملك قرارات تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، فكلما زادت كفاءة المسير زادت حريته في التعامل مع أرباح السهم ورفعت من قيمة المكافآت التي سوف يحصل عليها، والعكس صحيح، فإن المسير ضعيف الكفاءة يكون دائماً يلجأ إلى رفع نسبة التوزيعات (هي وكيمر (2004) Hu and Kumar) حتى يكسب رضا المستثمر (غالباً لا يكسبه) وإنما يبقى في صراع دائم فترتفع بذلك تكاليف الوكالة إلى مستويات قياسية، الأمر الذي يصعب عملية الاستثمار في المؤسسة، ويحد من فرص الحصول على التمويل من السوق المالية.

ولقد أشارت العديد من الدراسات على أهمية العلاوات في تحسين كفاءات المسيرين والعمال في المؤسسة بشكل عام، فمنح العلاوات إلى المساهمين والمسيرين يزيد من مصداقية المؤسسة، فقط يبقى البحث عن كيفية تقسيم الأرباح بين ربح السهم والعلاوات ولعل أهم ما يحدد هذا هو حقوق المساهمين وكذا المسيرين¹.

3-2 المسيرين والملكية وتكتلات المساهمين: كلما زادت ملكية المسير في المؤسسة دفعه ذلك إلى العمل على تحقيق مصالح المساهمين (لأنه مساهم) فيلجأ إلى توزيع نسب منخفضة من أرباح السهم واستعمال

¹ Jin-Ying Wang, **Controlling shareholder entrenchment: Bonuses versus dividends**, International Review of Economics and Finance, article in press, 2014, PP 1-16.

الباقي في تمويل الاستثمارات الجديدة للرفع من القيمة السوقية للمؤسسة وتقليل تكاليف الوكالة (ماهادوارتا (Mahadwartha (2007)، ومن ناحية أخرى فإن وجود تكتلات للمساهمين يزيد من الضغط على المسير لتحقيق أهدافهم عكس مقولة (سياسة فرق تسد) حيث أن تشتت المساهمين يعني إعطاء الحرية للمسير لتحقيق مصالحه الشخصية على حساب المساهم، فتكتل المساهمين يجعلهم ليسوا بحاجة إلى أرباح السهم أو غير ذلك للحكم على المؤسسة، فهم أصلاً يملكون النسبة الأكبر من حقوق التصويت فيستعملونها في كل القرارات (القرارات تحت سيطرتهم) (هي وكيمر (Hu and Kumar (2004).

4-2 هيكلية الإدارة: يعتبر الهيكل الإداري من بين أهم العوامل التي يعتمد عليها في حوكمة الشركات فتركيبية هيكل الإدارة يعطي صورة مسبقة عن المؤسسة وعن القرارات المالية التي سوف تتخذ، كما أكدت مجموعة من الدراسات على غرار هي وكيمر (2004) أن المؤسسات ذات الهيكل الإداري الأجنبي (outsider) تكون هي الأحسن مقارنة بالمؤسسات التي يكون هيكلها الإداري من أشخاص ينتمون إلى المؤسسة (مساهم مثلاً) (insider)، حيث أن المدير الأجنبي لا يهتم مدى توزيع أرباح السهم بقدر ما يهتم البحث عن الاستثمارات ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة والتي سوف ترفع من القيمة السوقية للمؤسسة (أي أن القرارات المالية تكون أكثر موضوعية) أما المدير الذي ينتمي إلى المؤسسة فممكن أن يوظف تفضيلاته الشخصية في اتخاذ القرارات المالية (كأن يفضل أرباح السهم على الاستثمار) وهذا سوف يحط حتماً من درجة حوكمة الشركات.

5-2 حق التصويت: تعتبر حقوق التصويت من بين أهم الوسائل التي يستطيع أن يستعملها حامل السهم في التأثير على المسير ومن ثم قراراته المتخذة في المؤسسة، ووجود هذا الحق في المؤسسة يساند أكثر فعالية حوكمة الشركات، ففي دراسة على المؤسسات الإيطالية تبين أن حقوق التصويت لها أثر كبير على السعر السوقي للسهم وكذا السياسة المتبعة في توزيع أرباح السهم¹.

تعتبر أرباح السهم من بين أهم أدوات الحوكمة، فالمؤسسات التي تحسن التعامل مع أرباح السهم غالباً ما تكون تتمتع بحوكمة عالية، وهذه الأخيرة تختلف من دولة إلى أخرى تبعاً لعدة عوامل كالقوانين مثلاً. اختلاف أنماط الرقابة من مجتمع إلى آخر ومن مؤسسة إلى أخرى، فمساهمي المؤسسة يمكن تقسيمهم إلى نوعين: نوع لا يملك الحق في التصويت إذا ليس له الحق في الرقابة، والنوع الثاني العكس، كما تختلف نسبة الرقابة في المؤسسات باختلاف درجة الحماية القانونية للمساهمين فكلما كانت درجة الحماية أكبر كلما قلت الحاجة إلى الرقابة²، ومن جهة أخرى فيمكن تصنيف المساهمين إلى: المساهمون المؤسسيون

¹ Marco Bigelli, Ettore Croci, **Dividend privileges and the value of voting rights: Evidence from Italy**, Journal of Empirical Finance N°24, 2013, PP 94-107.

² Luis correia da silva et al, **Dividend policy and corporate governance**, Oxford university press, first published 2004, PP 8-11.

(بنوك، تأمينات، مؤسسات، صناديق الاستثمار والتقاعد)، المساهمون الأفراد (كل المستثمرين الأفراد ما عدا مدراء المؤسسة وعائلاتهم) والمدراء وعائلاتهم، الشركات الأم، الهيئات الحكومية والدولية.

فاختلاف المساهمين وتنوعهم يؤدي بالضرورة إلى مشكل تضارب المصالح بينهم وبين المسيرين وتصبح هذه المشكلة معقدة أكثر في الدول التي تمتاز بالحماية الضعيفة للمساهمين الأمر الذي يرفع من درجة الرقابة على المؤسسة، ولكن إمكانية القيام بالرقابة لا يمكن أن تكون في صالح فئة معينة من المساهمين، خاصة الذين يملكون نسب قليلة من أسهم المؤسسة أين تصبح تكلفة الرقابة تفوق ما يتوقعونه من عوائد، على عكس من ذلك فالمساهمين الذين يملكون نسب كبيرة من أسهم المؤسسة هم المسيطرون على الرقابة فيجبرون المسير على تحقيق مصالحهم.

الجدول رقم (1-2): الحالات الممكنة لحوكمة الشركات من حيث الرقابة والملكية

رقابة قوية	رقابة ضعيفة	
ملكية مفرقة ورقابة قوية (2)	ملكية مفرقة ورقابة ضعيفة (1)	ملكية مفرقة
ملكية مركزة ورقابة قوية (4)	ملكية مركزة ورقابة ضعيفة (3)	ملكية مركزة

المصدر: Luis correia da silva et al, **Dividend policy and corporate governance**, Oxford university press, first published 2004, p 16.

- (1): وتكون خاصة في الدول التي تعطي حماية أكثر للمساهمين مثل بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية فمن أهم إيجابياتها هي الإمكانية العالية للتنوع وتوفير السيولة وإمكانية السيطرة¹ السوقية، أما سلبياتها تتمثل في عدم كفاية الرقابة (مشكل الانتهازية) وتضارب المصالح: بين المساهمين والمسيرين.
- (2): وتكون في حالة وجود إمكانية تجميع الأصوات وقيام المساهمين بذلك أو في حالة وجود أسهم لا تتمتع بحق التصويت ووجود تسلسل هرمي للأسهم، مثل الدول الأوروبية، فمن أهم إيجابياتها هي الإمكانية العالية للتنوع وتوفير السيولة والرقابة على المسيرين، أما سلبياتها تتمثل في انتهاك حق السهم في التصويت وتخفيض إمكانية السيطرة وتضارب المصالح: الرقابة بين المساهمين الصغار والمساهمين المسيطرين.
- (3): وتكون في أي مؤسسة تفرض قيودا على التصويت، فمن أهم إيجابياتها حماية المساهمين الصغار (حقوق الأقلية)، أما سلبياتها فتتمثل في انتهاك حق السهم في التصويت وتخفيض درجة الرقابة وتقليص إمكانية التنوع وحجم السيولة ومنه ارتفاع تكلفة الأموال وتضارب المصالح: بين المسيرين والمساهمين.
- (4): وتكون في أي مؤسسة بعد السيطرة وفي المؤسسات المعومة حديثا، فمن أهم إيجابياتها الرقابة العالية أما سلبياتها فتتمثل في عدم توفر إمكانية التنوع والسيولة وتخفيض إمكانية السيطرة وتضارب المصالح: الرقابة بين المساهمين الأقلية والمساهمين المسيطرين.

¹ السيطرة: معناه توفر إمكانية الشراء والبيع دون قيود فالعامل الوحيد هو السعر، والسيطرة يعني ممكن لمساهم أن يشتري نسبة عالية من أسهم مؤسسة ما فيصبح هو المسيطر عليها.

تعتبر أرباح السهم من بين المتغيرات الأساسية التي يتم الاعتماد عليها في تحديد القيمة السوقية للمؤسسة، فالمؤسسات التي توزع نسبة معتبرة من أرباح السهم يعني أنها تحقق تدفقات نقدية كافية وأنها تستثمر في مشاريع تحقق عوائد إيجابية تفوق تكلفة تمويلها وهذا ما يطمئن المساهمين خاصة من الناحية الرقابية، لذلك فأرباح السهم تعتبر ناقلا للمعلومات من المؤسسة إلى السوق فهي أهم وسيلة للإشارة على الحالة الماضية، الآنية والمستقبلية للمؤسسة، فأرباح السهم يمكن أن تكون كحل لمشكل تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين.

كانت الأدبيات المالية تعالج كل من أرباح السهم وحوكمة الشركات كقضيتين منفصلتين لا يلتقيان ولكن مع مرور الوقت أصبح التركيز أكثر على التداخل الموجود بينهما، ففي الواقع يمكن أن تستعمل أرباح السهم للإشارة على كفاءة المؤسسة وللمراقبة على المسيرين، وأرباح السهم هي نقود توضع في أيدي المساهمين الذين ينتظرون أيضا أرباح القيمة على استثماراتهم.

إن الفصل بين الملكية والرقابة من شأنه أن يزيد من مشكل الوكالة، فالمسير يأخذ الأموال من المساهم بهدف تعظيم ثروة المساهم، ومع ذلك فهذه العلاقة تتولد عنها مجموعة من التكاليف، فيمكن أن يعمل المسيريون لتحقيق مصالحهم الخاصة على حساب المساهمين، ومع تطور الأدبيات المالية فقد تم التوصل إلى تخفيض تكاليف هذه العلاقة من خلال عاملين أساسيين هما تركيز الملكية وأرباح السهم¹، فتركيز الملكية مثلا من شأنه أن يخفض الدور المعلومات لأرباح السهم فتكون علاقة عكسية بين درجة تركيز الملكية ونسبة توزيع أرباح السهم².

حسب (مارش ومرتون (Marsh and Merton (1987) فإن³: المسيرين يضعون أهدافا لتوزيع نسب من أرباح السهم على المدى الطويل، ويركزون على التغير في نسب أرباح السهم الذي غالبا ما يكون نتيجة تغير غير متوقع في أرباح المؤسسة، ويتجنبون تغيير سياسة التوزيع خاصة إذا كان من الصعب المحافظة عليها.

$$D_{it}^{\circ} = r_i E_{it} \quad \text{حسب لينتنر (1956) 4 فإن:}$$

حيث: D_{it}° تمثل قيمة أرباح السهم المستهدفة من طرف المؤسسة i في السنة أو الفترة t ، والتي هي عبارة عن جداء لنسبة التوزيع r_i مع الأرباح المحققة لنفس الفترة E_{it} .

ففي أي سنة تقوم المؤسسة بتغيير سياسة توزيعها بغية الوصول إلى القيمة المستهدفة من أرباح السهم كما يلي:

$$D_{it} - D_{i,t-1} = \alpha_i + c_i (D_{it}^{\circ} - D_{i,t-1}) + u_{it}$$

¹ Luis correia da silva et al, Op-cit, 2004, p 43.

² Ibid, pp 61-62.

³ Ibid, p 86.

⁴ Ibid, pp 86- 87.

حيث: α_i ثابت، c_i معامل التعديل وهو محصور بين 0 و1. $D_{it} - D_{i,t-1}$: التغير الحالي في أرباح السهم، $(D_{it}^\circ - D_{i,t-1})$ التغير المطلوب في أرباح السهم.

$$D_{it} = \alpha_i + (1 - c_i)D_{i,t-1} + c_i D_{it}^\circ + u_{it}$$

المعادلة أعلاه يمكن كتابتها كما يلي:
وبتعويض قيمة أرباح السهم المستهدفة تصبح المعادلة كما يلي:

$$D_{it} = \alpha_i + (1 - c_i)D_{i,t-1} + c_i r_i E_{it} + u_{it} = \alpha_i + (1 - c_i)D_{i,t-1} + b_i E_{it} + u_{it}$$

بما أن أرباح السهم الحالية هي عبارة عن دالة في الأرباح المتوقعة فيمكن كتابة العلاقة التالية:

$$D_{it} = r_i E_{it}^\circ + u_{it}$$

بما أن الأرباح المتوقعة E_{it}° ليست ملاحظة حالياً، فيمكن استنتاج هذه الأرباح المتوقعة كما يلي:

$$E_{it}^\circ - E_{i,t-1}^\circ = d_i (E_{it} - E_{i,t-1}^\circ)$$

حيث: d_i معامل الأرباح المتوقعة. وهذه العلاقة تبين أن الأرباح المتوقعة هي دالة في الأرباح الحالية والأرباح التي تم توقعها مسبقاً. وهنا يتم استنتاج أن قيمة أرباح السهم المستهدفة هي دالة في الأرباح المتوقعة، كما تبينه العلاقة التالية:

$$D_{it}^\circ = r_i E_{it}^\circ$$

حسب فاما وبابياك (1968)¹ فإن أرباح السنة الحالية تحقق وفق العلاقة الموالية:

$$E_{it} = (1 + \lambda_i)E_{i,t-1} + v_{it}$$

وهذه العلاقة تبين أن الأرباح الحالية هي عبارة عن الأرباح الماضية مضاف إليها نسبة λ_i من هذه

$$D_{it} - D_{i,t-1} = \alpha_i + c_i [r_i (E_{it} - \lambda_i E_{i,t-1}) - D_{i,t-1}] + r_i \lambda_i E_{i,t-1} + u_{it}$$

وبتبسيط العلاقة تصبح:
وبوضع: $c_i r_i = b_i$ و $r_i \lambda_i (1 - c_i) = d_i$ يصبح:

$$D_{it} = \alpha_i + (1 - c_i)D_{i,t-1} + b_i E_{it} + d_i E_{i,t-1} + u_{it}$$

المطلب الثاني: نظرية دورة حياة المؤسسة²

تقوم هذه النظرية على فكرة مفادها أنه كلما زادت درجة نضج المؤسسة كلما زادت التدفقات النقدية المتوفرة وقلت في المقابل الفرص الاستثمارية المتاحة، فيكون الحل الأمثل لهذه الوضعية هو توزيع السيولة على شكل أرباح السهم، أما المؤسسات الحديثة فإنها تكون بحاجة عالية للسيولة لتمويل استثماراتها الأمر الذي يدفعها لاحتجاز الأرباح من أجل تمويل هذه الفرص الاستثمارية ويمكن أن تدفعها الحاجة العالية للتمويل إلى البحث عن مصادر خارجية. فبناء على نظرية دورة حياة المؤسسة لأرباح السهم فإن

¹ Luis correia da silva et al, **Op-cit**, 2004, p 88.

² H. Kent Baker, **Op-cit**, 2009, p 201.

المؤسسة تقوم بتحديد السياسة المثلى لأرباح السهم من خلال العلاقة بين معدل العائد على رأس المال الخاص (ROE) وتكلفة رأس المال (k) والتي هي تابعة لدورة حياة المؤسسة.

تكون نسبة نمو مؤسسة حديثة العهد عالية، فتحقق ربحية كبيرة لكن لا توزع أرباح السهم، حتى وإن وزعت تكون ضعيفة نتيجة الحاجة العالية للسيولة لتغطية حاجيات تمويل الفرص الاستثمارية ($ROE > k$) أما مؤسسة في مرحلة النضج تكون متوفرة على تدفقات نقدية حرة عالية ومع انخفاض الفرص الاستثمارية ($ROE < k$) فإن هذه المؤسسة غالباً ما تكون هي الأعلى توزيعاً لأرباح السهم.

تتوقع النظرية بأن المبادلة بين تكلفة وربحية رأسمال جديد خاص بالفرص الاستثمارية هو الذي يحدد سياسة التوزيع المتبعة، كما أن هذه النظرية تتوقع بأن المؤسسة تقوم بتوزيع أرباح السهم عندما تنتقل من مرحلة النمو (نسبة نمو عالية) إلى مرحلة النضج (النمو ببطء) ومن بين المتغيرات الدالة على هذا هو: انخفاض نسبة النمو، الربحية والمخاطرة، لذلك فتغير سياسة التوزيع يعني تغير مرحلة حياة المؤسسة¹. تم استعمال هذه النظرية لتفسير أرباح السهم لأول مرة سنة 1972 من طرف مييلر (1972) Mueller حيث اقترح نموذج يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة مفاده أن المؤسسة تقوم بإعادة استثمار جميع أرباحها حتى تصل مرحلة النضج، ومن ثم تبدأ بتوزيع الأرباح المحققة كلياً، وهذه هي السياسة المثلى لتوزيع أرباح السهم حسبها².

وحسب هذه النظرية، فإن المؤسسة تقوم بتوزيع أرباح السهم عندما لا تتوفر لديها الفرص الاستثمارية وهذا ما يعكس تماماً نظرية الإشارة لأرباح السهم. فقد توصل كل من بنارتزي، ميشايلي وتالر، Benartzi, Michaely, and Thaler (1997) إلى أن الزيادة في أرباح السهم لا يتبعها نمو في معدل الربحية بينما انخفاضها يكون متبوع بزيادة فرص النمو، وقد أكد ذلك كل من غريلون، ميشايلي وسواميناثان، Grullon, Michaely, and Swaminathan (2002). وحسب كل من بيلان، سيبرامانيان وتانلي، Bulan, Subramanian, and Tanlu (2007)، فإن المؤسسة تقوم بتوزيع أرباح السهم عندما تصل مرحلة النضج. كما يؤكد كل من دانجلو، دانجلو وستيلز (2006) DeAngelo, DeAngelo, and Stulz بأن المؤسسات التي لها هيكلية مالية تغلب عليها الأموال المكسوبة (من الأرباح) يكون احتمال توزيع أرباح السهم فيها عالياً.

ليكن نموذج النمو البسيط التالي والذي وجد في العديد من الأدبيات المالية على غرار (بودي، كان وماركيس (2005) Bodie, Kane, and Marcus)، وحسب هذا النموذج فإن المؤسسة: ممولة كلياً بالأموال الذاتية وتستمر في النشاط إلى ما لا نهاية، معدل العائد على الأصول هو نفسه معدل العائد على الأموال

¹ H. Kent Baker, *Op-cit*, 2009, pp 211-212.

² *Idem*, p 203.

الذاتية (ROE)، وللمؤسسة إمكانية الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة بنفس معدل العائد (ROE) والأسهم مملوكة من طرف واحد لسهولة الشرح ولا يمكن للمؤسسة الاعتماد على التمويل الخارجي.

لتكن: E_0 قيمة الأموال الذاتية في نهاية الفترة 0، وفي السنة الأولى من النشاط تحصل المؤسسة على الربح e_1 حيث: $e_1 = ROE(E_0)$. فرضا أن المؤسسة توزع نسبة ثابتة d من ربحها على شكل أرباح السهم، ومبلغ أرباح السهم الموزع في السنة الأولى هو D_1 حيث $D_1 = d(e_1)$ ، وقيمة الأرباح المحتجزة في السنة الأولى هو $(e_1 - D_1)$. تقوم المؤسسة باستثمار المبلغ المحتجز $(e_1 - D_1)$ خلال السنة الثانية بمعدل عائد ROE فتتحصل على الربح e_2 حيث:

$$e_2 = ROE(E_0 + e_1 - D_1) = e_1 + ROE(1 - d)e_1 = (1 + g)e_1$$

$$g = \frac{e_2 - e_1}{e_1} = ROE(1 - d) \quad \text{حيث:}$$

وبنفس الطريقة يتم التوصل إلى أن الربح في السنة t يكون وفق العلاقة التالية: $e_t = e_1(1 + g)^{t-1}$

وأن المبلغ من أرباح السهم الموزعة في السنة t يكون وفق العلاقة التالية: $D_t = de_1(1 + g)^{t-1}$

قيمة المؤسسة في الفترة 0 (V_0) تكون عبارة عن القيمة الحالية لأرباح السهم الموزعة، كما تبينه العلاقة

$$V_0 = \sum_{t=1}^T \left(\frac{D_t}{(1+k)^t} \right) = \sum_{t=1}^T \left(\frac{de_1(1+g)^{t-1}}{(1+k)^t} \right) \quad \text{الموالية:}$$

حيث T يؤول إلى ما لا نهاية، وليكن فرضا أن $g < k$ يتم التوصل إلى العلاقة التالية:

$$V_0 = \frac{de_1}{k-g} = \frac{de_1}{k-ROE(1-d)}$$

من هذه العلاقة يتضح أن القيمة السوقية للمؤسسة تكون تابعة لسياسة توزيع أرباح السهم. وبغية تعظيم هذه العلاقة، يتم حساب المشتقة الأولى عند نسبة التوزيع d ومساواتها للصفر، فيتم التوصل إلى أن أعظم قيمة للمؤسسة تكون من خلال الاستثمار وحجز الأرباح إلى أن تتساوى تكلفة التمويل مع معدل العائد على الأصول ($k = ROE$)، ومن هذا المنطلق يكون:

في حالة $k < ROE$ (إمكانية النمو) فإن القيمة السوقية للمؤسسة V_0 ترتفع بانخفاض نسبة توزيع أرباح السهم d لأن زيادة حجز الأرباح تؤدي بالمساهمين إلى رفع معدل العائد المطلوب على أموالهم فترتفع تكلفة التمويل نتيجة حالة عدم التأكد، فتكون النسبة المثلى للتوزيعات حسب هذه الحالة تتجه نحو 0% وفي

المقابل تتحقق العلاقة ($k = ROE$)، وهذا ما يتوافق مع المؤسسات حديثة النشأة التي تكون بحاجة إلى تمويل فرصها الاستثمارية المتوفرة.

وفي حالة $k > ROE$ (عدم وجود فرص للنمو) فإن القيمة السوقية للمؤسسة V_0 ترتفع بارتفاع نسبة توزيع ارباح السهم d ، لأن ارتفاع تكلفة التمويل تجعل من المؤسسة البحث عن السياسة التوزيعية المثلى لتخفيضه، فتقوم بزيادة التوزيعات على المساهمين فتتخفف بذلك حالة عدم التأكد، الأمر الذي يساعد على تخفيض تكلفة التمويل فتكون النسبة المثلى للتوزيعات حسب هذه الحالة تتجه نحو 100%، وفي المقابل تتحقق العلاقة التوازنية ($k = ROE$)، والتي تسمح بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

وحسب ميبلر (1972) Mueller's فإن تعظيم القيمة السوقية لمؤسسة حديثة النشأة هو توزيع 0% من الأرباح المحققة، لأن المؤسسة في هذه الفترة تكون أمام فرص استثمارية للنمو ما يجعلها تحتفظ بالأرباح المحققة لتمويل هذه الفرص، أما مؤسسة في حالة النضج فسياستها المثلى لتوزيع أرباح السهم قد تصل إلى 100%، ذلك أن في هذه المرحلة تنقص الفرص الاستثمارية المتاحة مما يدفع المؤسسة إلى توزيع كل أرباحها المحققة، ويبرر ميبلر (1972) Mueller's هذه النتيجة بأن المؤسسة التي تصل إلى مرحلة النضج تبدأ قدرتها على معالجة المعلومات ومواجهة المخاطر بالانخفاض الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض معدل العائد ROE فيصبح من غير المجدي الاحتفاظ بالأرباح لإعادة استثمارها خاصة إذا كان هذا المعدل صغير جدا من معدل تكلفة الأموال k .

كما أن تكلفة الأموال k أيضا تتغير تبعا لدورة حياة المؤسسة وذلك لعدة أسباب تكون متعلقة بدورة الحياة، أهمها: عدم تماثل المعلومات، المخاطرة ومشكل الوكالة، فحسب غريلون (2002) Grullon et al. فإن المخاطرة النظامية للمؤسسة تنخفض بارتفاع التوزيعات، وأرجع هذا الانخفاض لسبب انخفاض خيارات النمو الأمر الذي يدفع بالمؤسسة إلى توزيع أرباح السهم، فبانخفاض المخاطرة النظامية تنخفض تكلفة رأس المال k ، وينخفض أيضا معدل العائد ROE نتيجة انخفاض الفرص الاستثمارية التي أدت إلى زيادة التوزيعات، أي أن المؤسسة في مرحلة النضج.

فمن أهم مميزات المؤسسات حديثة النشأة أنها تكون غير معروفة (مشكل عدم تماثل المعلومات) فتكون مخاطرتها النظامية عالية مع فرص استثمارية كثيرة، هذا كله يجعل من الصعب حصول هذه المؤسسات على تمويل خارجي بتكلفة منخفضة، فترتفع تكلفة التمويل فيها، وهذا يدفعها إلى احتجاز الأرباح لتمويل الاستثمارات أحسن من طلب التمويل، وبوصول المؤسسة إلى مرحلة النضج تصبح معروفة في أوساط المستثمرين (انخفاض مشكل عدم تماثل المعلومات) فتتخفف المخاطرة النظامية وكذلك تكلفة

التمويل، وبذلك يكون الحصول على التمويل الخارجي أسهل وبالإضافة إلى ذلك فإن من أهم مميزات هذه المرحلة أنه تنخفض فيها الفرص الاستثمارية الأمر الذي يدفع بالمؤسسة إلى توزيع نسب معتبرة من أرباح السهم.

مما سبق يمكن القول إن لدورة الحياة دور مهم في أداء الكثير من المؤسسات، فأى مؤسسة إلا وهناك عوامل خارجية تؤثر فيها على غرار المنافسة، الظروف الاقتصادية والتغير في أذواق المستهلكين، لذلك فهناك ستة مراحل أساسية لتطور المؤسسة تؤثر على سياستها في توزيع أرباح السهم¹:

1-مرحلة الانطلاق (Start-Up): ولعل أهم العوائق في هذه المرحلة هو ارتفاع التكاليف خاصة الثابتة ومحدودية الموارد بأنواعها، فليس من السهل تجسيد استثمار ما على أرض الواقع دون توفر حنكة ومهارات استثمارية عالية وحتى ولو حققت المؤسسة أرباحا في هذه المرحلة، ففي أغلب الحالات تتم إعادة استثمارها وذلك من أجل تغطية التكاليف ودفع عجلة التطور.

2-المرحلة الأولية للتطور (Early Growth): فكلما زادت إنتاجيتها ونمو الطلب على منتجاتها يرتفع رقم أعمالها ومن ثم تحقيق أرباح أحسن، ولكن تبقى المؤسسة تقوم بإعادة استثمار أرباحها وذلك بغية تحقيق مكانة تنافسية جيدة في السوق.

3-مرحلة اكتمال التطور (Late Stage Growth): حيث تستمر المؤسسة في التطور مع إمكانية توزيع جزء صغير من أرباحها على المساهمين بنسبة تتراوح بين 10% إلى 15% من أرباحها، وهذا يعتبر كمعلومة مفيدة للمساهمين حول وصول المؤسسة إلى مرحلة جيدة تضمن لها تدفقات نقدية ضرورية لتغطية أرباح السهم.

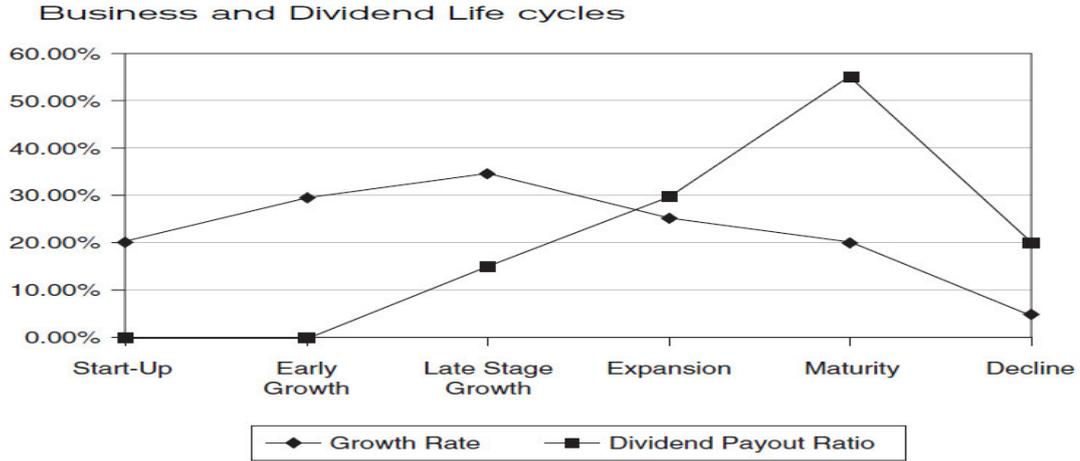
4-مرحلة التوسع (Expansion): ويكون من أهم مميزات زيادة القدرة التنافسية من خلال الاستيلاء على الحصة السوقية للمؤسسات المنافسة، وفي هذه المرحلة غالبا ما تقوم المؤسسات بتوزيع نسب من أرباحها تتراوح ما بين 30% إلى 40%.

5-مرحلة النضج (Maturity): تستمر المؤسسة في السيطرة على الحصة السوقية إلى أن تصل إلى هذه المرحلة أين تبلغ قدرتها التنافسية ذروتها وتستمر هذه المرحلة لأكثر من عشرة سنين، وقد تتراوح نسبة الأرباح الموزعة في هذه المرحلة بين 50% و60%، وهذا ما يسمح للمساهمين بتحقيق عوائد جيدة على استثماراتهم.

¹ Don Schreiber, JR et al, Op-cit, 2011, pp 21-22.

6-مرحلة التدهور (Decline): وأهم ميزات هذه المرحلة هو عدم قدرة المؤسسة على الحفاظ على مكانتها التنافسية الأمر الذي يؤدي إلى تراجع مبيعاتها وانخفاض قيمة التدفقات النقدية وهذا ما يؤثر بشكل مباشر على أرباح السهم، حيث تبدأ بالانخفاض إلى أن تنعدم.

الرسم البياني رقم (1-2): دورة حياة النشاط وأرباح السهم



المصدر: Don Schreiber, JR et al, All about dividend investing, second edition, McGraw-Hill, USA, 2011, p21.

المطلب الثالث: تكاليف الصفقات

يمكن للمؤسسة أن تتحمل تكاليف عند توزيعها لأرباح السهم، كما أن المساهم كذلك يمكنه أن يتحمل تكاليف عند استثمار أمواله التي تحصل عليها في شكل توزيعات لأرباح السهم، ومع ذلك فالكثير من المؤسسات والمساهمون يبقون أوفياء لتوزيع أرباح السهم وتلجأ المؤسسات إلى زيادة التمويل الخارجي لتغطية احتياجات استثماراتها. وتكاليف الصفقات في حالة اللجوء إلى التمويل الخارجي هي تكاليف توزيع أرباح السهم (باتشاريا (1979))، فالأرباح يمكن استعمالها لتغطية تكاليف الصفقات عند اللجوء إلى إصدارات جديدة، وفي الجانب الآخر إذا كان هناك زيادة في تكاليف الصفقات الناتج عن توزيع أو عدم توزيع الأرباح، فهذا يؤثر على الأرباح المتوقعة ومن ثم سعر السهم ومنه القيمة السوقية للمؤسسة. سياسة توزيع الأرباح تستطيع أن تؤثر في قيمة المؤسسة خاصة إذا كانت هذه السياسة تؤثر على القرارات الاستثمارية للمؤسسة على سبيل المثال المسيرون يمكنهم أن يضيعوا فرصة الحصول على قيمة مالية موجبة لاستثمار ما نتيجة توزيع أرباح السهم، واللجوء إلى التمويل الخارجي الذي بطبيعة الحال سوف يتحملون عليه تكاليف صفقات إضافية مقارنة لو أنهم مولوا هذه الاستثمارات عن طريق حجز الأرباح (ميلر وروك (1985)) اللذان أثبتا أن هذه التكلفة ترتفع من خلال القرارات الاستثمارية الساخرة التي تتخذها المؤسسة.

نظرية تكاليف الصفقات لتوزيع أرباح السهم تستنبق الاستثمارات وتبحث في التكاليف التي يمكن أن تتحملها المؤسسة نتيجة التمويل الخارجي في حالة ما إذا قامت المؤسسة بزيادة نسبة توزيع أرباح السهم تكاليف الصفقات تشمل كل التكاليف الناتجة عن اللجوء إلى التمويل الخارجي كتكاليف الاكتتاب، تكاليف الإدارة، والنفقات القانونية كالضرائب وغيرها. وأبعد من ذلك فلجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي يؤدي بمساهمين إلى وجود صعوبات في مراقبة نشاطات المؤسسة أو حتى الحفاظ على ولاءهم السابق، مثلا دخول مساهمين جدد يؤدي إلى مشاركتهم في أرباح المؤسسة مما يجعل نصيب السهم منها ينخفض، وتظهر هذه النتائج في قيمة السهم والقيمة السوقية للمؤسسة.

تندمج تكاليف الصفقات في سياسة توزيع أرباح السهم مع تكلفة لا تماثل المعلومة وكذا التمويل السلمي للمؤسسة. فمثلا مؤسسة تلجأ إلى توزيع الأرباح وتقوم بتمويل استثماراتها من خلال رفع مبلغ الأموال الذاتية، فإذا كان سعر السهم أقل من قيمته الحقيقية ولم تنتظن المؤسسة لهذه المعلومة فلجؤوها إلى هذه السياسة سوف يؤدي بها إلى تخفيض سعر سهمها إلى ما هو أقل من سعره الحالي نتيجة زيادة عرض الأسهم للحصول على التمويل اللازم، وبالتالي توزيع أرباح السهم ممكن أن يكون أكثر تكلفة من لو أن المؤسسة احتجزتها. ومن جهة أخرى، لو أرادت المؤسسة تمويل استثماراتها عن طريق الديون، فممكن أن يؤدي بها إلى مواجهة صعوبات التسديد مما يزيد من تكلفة الإفلاس، وهذه التكاليف ممكن أن تؤثر في قيمة الأرباح المتوقعة، وتنعكس كلها في القيمة السوقية للمؤسسة.

وبالتالي، من خلال التكاليف الناجمة عن التمويل الخارجي، فنظرية تكاليف الصفقات لسياسة توزيع الأرباح تقترح على المؤسسة باستطاعتها الاعتماد على أرباحها في تمويل استثماراتها بقدر ما تستطيع وتوزع أرباح السهم فقط في حالة عدم الحاجة إليها، أو يكون الاعتماد عليها ليس في صالح المؤسسة.

فالمؤسسات الأكثر لجوء إلى التمويل الخارجي تكون ساعية لتعظيم القيمة السوقية للمساهمين من خلال تكلفته المنخفضة مقارنة بالتمويل بالأرباح (روزف (1982) (Rozeff). فالرافعة المالية ودرجة النمو هما العاملان الممكن أن يفسرا لجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي، والعامل الآخر هو الحجم. بطبيعة الحال، المؤسسات الأقل حجما يكون مساهميها غير راضين بلجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي عكس المؤسسات ذات الحجم الكبير، وضياح إمكانية مراقبة المؤسسة هو أكبر مشكل يواجه مساهمي المؤسسات ذات الحجم الصغير نتيجة زيادة التمويل الخارجي، وهذا النوع من التمويل يكون أكثر تكلفة بالنسبة لها مقارنة مع المؤسسات ذات الحجم الكبير، وبالتالي فتوزيع أرباح السهم في المؤسسات الصغير يكون أكثر تكلفة منه في ذات الحجم الكبير، وهذه النتيجة يمكن استخلاصها من العلاقة الموجبة بين نسبة توزيع أرباح السهم وحجم المؤسسة (ردينغ 1997 (Redding، فاما وفرانش (2001) (Fama and French).

المطلب الرابع: نظريتا الإشارة والترتيب السلمي

حسب نظرية الإشارة، فإن أرباح السهم تعتبر من بين اهم العوامل المستعملة لإيصال المعلومات إلى السوق المالية، وتعتبر أن المعلومات هي أهم شيء في صنع القرارات المختلفة سواء في المؤسسة او السوق المالية، أما نظرية الترتيب السلمي فهي تنص على أنه في ظل عدم تماثل المعلومات بإمكان المؤسسة الاعتماد على الأرباح أولاً في تمويل استثماراتها.

1- نظرية الإشارة

تؤدي المعلومة دوراً هاماً في المؤسسة، حيث تقوم بتزويد الأفراد والجهات المختلفة سواء كانوا يعملون بها أو من خارجها (مثل الجهات الحكومية، رجال التمويل، المستثمرين، العملاء، الموردين والمحللين الماليين) بمعلومات مالية تساعدهم في اتخاذ قراراتهم الاقتصادية. وعملية تقديم المعلومات لأغراض اتخاذ القرارات تعتبر أحد الأهداف الرئيسية للمعلومة المالية، ويتطلب هذا الهدف الإفصاح الملائم عن البيانات المالية والمعلومات المهمة الأخرى، مع مراعاة العناصر الآتية: من الذي يتم من أجله الإفصاح عن هذه المعلومات، ما هو الغرض من هذه المعلومات وما هو الحجم المناسب من المعلومات التي ينبغي الإفصاح عنها.

عندما وضع مودigliاني وميلر نظريتهما لحيادية سياسة توزيع أرباح السهم، افترضوا أن المعلومات متماثلة لدى الأفراد حول الأرباح وحصص الأرباح المستقبلية للمؤسسة، لكن في الواقع يكون للمستثمرين المختلفين وجهات نظر مختلفة حول حصص الأرباح المستقبلية وحالة عدم التأكد حول هذه الأرباح ويكون لدى المسيرين معلومات أفضل من المساهمين عن التوقعات المستقبلية. فهذه النظرية تنص على أن المعلومات التي يمتلكها أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي ليست متماثلة، فأصحاب العجز المالي يعرفون أنفسهم أكثر من أصحاب الفائض، الفئة الأولى تبحث عن مصادر تمويل مثلى فيقومون بإرسال إشارات نوعية وكمية تدل على حسن مركزهم المالي مما يفسر قدرتهم على التسديد في المستقبل، وفي المقابل فالعنة الثانية تبحث عن أحسن استثمار لفوائضها المالية.

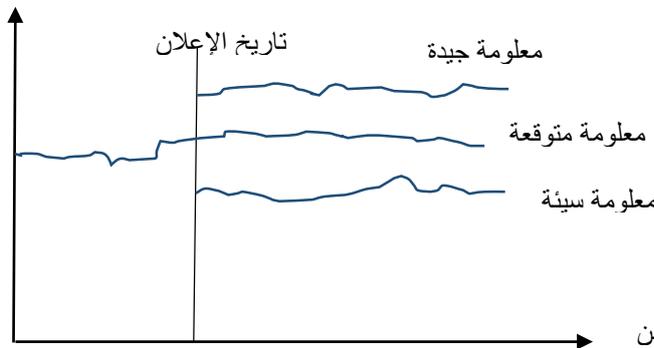
المؤسسة التي تبحث عن تمويل تكون مجبرة على التصريح بكفاءتها في مختلف النقاط كالمكانة المالية التي تتمتع بها والتي تسمح لها بتسديد ما عليها من التزامات في الوقت وبالمبلغ المناسبين. وللوصول إلى كسب ثقة الممولين، المؤسسة لها عدة وسائل لإيصال هذه الإشارة إلى السوق المالي، فمن بين هذه الوسائل سياسة توزيع الأرباح التي تعتبر كإشارة على وضع المؤسسة (باتشاريا 1979، ميلر وروك 1985، جون وويليامس 1985)، وهذه الفكرة مبنية على أساس عدم تماثل المعلومة بين عناصر السوق المالي

وبالخصوص بين المسيرين والمساهمين¹. والمؤسسة التي تقوم دائما بتوزيع نسبة عالية من أرباحها، هذا يدل على أن لها سيولة كافية لتغطية التزاماتها، مما يسهل لها بتوصيل إشارة إلى السوق المالي عن مكانتها المالية، والسوق المالي يرى أن تخفيض أرباح السهم الموزعة بمثابة إشارة سالبة عن وضعية المؤسسة المستقبلية، مما يؤدي إلى انخفاض السعر السوقي لأسهمها².

ومن جهة أخرى، فالمؤسسة تستعمل أرباح السهم كإشارة، حيث يصعب على أغلبية المؤسسات استعمال مثل هذه الإشارة، كأن تعلن المؤسسة أنها سوف توزع مبلغا معتبرا في المستقبل على شكل أرباح السهم، حيث تعجز المؤسسات الأخرى عن توزيعه. وبذلك فتفرض مكانتها المالية وتميزها عن باقي المؤسسات، مما يؤدي إلى كسب ثقة المساهمين وزيادة الطلب على أسهمها، وبالتالي ارتفاع قيمتها السوقية. والدراسات الميدانية على سياسة توزيع الأرباح تبين أن هناك علاقة طردية بين اتجاه تغير أرباح السهم وسعر السهم السوقي³.

فالمحرك الأساسي للسوق المالي هو إمكانية الاتصال بين المستثمرين، فكلما كان هذا الاتصال ممكن وبلغه مفهومة لدى الجميع كان السوق المالي أكثر تطور. ولعل أهم وسيلة لتسهيل الاتصال هو المعلومة المتوفرة. وبغية إيصالها إلى السوق في الوقت المناسب وبالكمية والنوعية المناسبين، كان هو أصل ظهور مجمل الإشارات. فالتغير الذي يطرأ على التوزيعات يحمل في طياته معلومات للمستثمرين وللأسواق المالية، وهو ما يدعى بالدور المعلومات للتوزيعات⁴. وتعود فكرة الدور المعلومات لتوزيع الأرباح إلى الباحث لينتنر في سنة 1956، حيث توصل إلى أن ارتفاع النتائج يسبقه ارتفاع في التوزيعات مع نوع من التأخر.

الشكل رقم (1-2) أثر الإعلان عن التوزيعات على قيمة السهم حسب نظرية الإشارة
سعر السهم



المصدر : BELLALAH Mondher, Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence des coûts d'information, cahier de recherche N°200009, université paris IX Dauphine.

¹ Manos Ronny; **Op-cit**, 2001. P 24.

² Damodaran Aswath; **Op-cit**, 2007. P 920

³ **Idem**. P 925

⁴ - P.VERNIMMEN, **finance d'entreprise**, DALLOZ, Paris, 6^{ème} édition, 2005, p 798

بدأت الدراسات على الدور المعلومات لأرباح السهم مع نهاية السبعينات من القرن العشرين، حيث أثبت واتس 1973 Watts وجود علاقة قوية بين النتائج التاريخية والتغير في أرباح السهم، ليساند بذلك نموذج لينتتر 1956. ليأتي نموذج باتشاريا 1979 ومحاولات التفسير للمكانة المعلوماتية لأرباح السهم فحسب هذا النموذج يقوم المسكرون بعرض أحسن المعلومات عن نتائج المؤسسة، مستخدمين في ذلك التوزيعات للدلالة على الصحة المالية المستقبلية. وقد ساند في هذه النتيجة كل من روس 1977 Ross وهاكانسون 1982 Hhakansson. وتم تأكيد هذه النتائج ميدانيا من طرف ريشاردسون 1986 Richardson وأفر وسيجل 1987 Ofer et Siegel، وأثبتت هذه الدراسات الميدانية الأثر الإيجابي للتوزيعات على سعر السهم، وأن هناك ارتباط بين التغيرات غير المتوقعة في التوزيعات والتغيرات في نتائج المؤسسة المقدرة من طرف المحللين الماليين¹.

ثم يأتي كل من كالاي 1980 Kalay، ميلر وروك 1980، جون وويليامس 1985، اللذين أثبتوا أن المسكرين يستعملون التوزيعات كإشارة تبعا لدورة حياة المؤسسة، فمن خلال دراسات قاموا بها أثبتوا أن المؤسسات التي في مرحلة النضج ترفض بطريقة غير علانية مشاريع ذات قيمة حالية صافية موجبة، في حين فالمؤسسات التي في مرحلة النمو تقبل مشاريع ذات قيمة حالية صافية سالبة، وأن الإعلان عن التوزيعات يؤدي إلى رفع قيمة المؤسسة لأن الاستثمار ثابت، وثبات التوزيعات مع إصدار أسهم جديدة يؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة التي في مرحلة النضج، ورفع قيمة المؤسسة التي في مرحلة النمو².

وكل هذه النماذج، في مجملها تثبت الدور المعلومات لأرباح السهم، حيث تعطي معلومات عن التدفقات النقدية الحالية والمستقبلية. ليأتي جنسن 1986 ليبين أن المسكرين الذين لديهم سيولة مهمة في حساب الخزينة، يختارون فقط الاستثمارات التي لها معدل عائد يفوق تكلفة رأس المال المستثمر، كما أنهم يفضلون الاحتفاظ بها عوض توزيعها على المساهمين³، وقد بنى جنسن تفسيره على فرضية التدفق النقدي الحر. ثم بعد ذلك واصل كل من لانغ ولينزبرغر 1989 Lang et Linzberger تفسير فرضية التدفق النقدي الحر كإشارة للتأثير على أسعار البورصة، أين توصلوا إلى أن التوزيعات تؤثر على مستوى التدفقات النقدية المتاحة للاستثمارات التي ليس لها مردودية، وأن توزيع مبالغ معتبرة من أرباح السهم يحفز المسكرين على الاستثمار أكثر حتى تستمر المؤسسة وتوفير السيولة اللازمة لذلك.

¹ - BELLALAH Mondher, *Finance Moderne d'Entreprise*, Op-cit, p 126.

² - علي بن الضب، مرجع سابق، 2008، ص153.

³ - BELLALAH Mondher, *Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence des coûts d'information*, Op-cit.

استمرت هذه النتائج على حالها إلى غاية نهاية القرن العشرين وبالضبط سنة 1997، حيث لم يتفق كل من بنزرتي، ماشيلي وتالر (Benzerti, Machaely et Thaler) مع فكرة أن التوزيعات تعطي معلومات مستقبلية عن المؤسسة متعلقة بالتدفقات النقدية. ومجموعة من الدراسات التي أكدت فرضية أن التغيرات غير المتوقعة في سياسة توزيع الأرباح لمؤسسة، تفسر في السوق المالي بأن هناك تغيراً في كفاءة المؤسسة لتوليد ثروة في المستقبل¹.

فإذا توقع المساهم زيادة في معدل توزيعات أرباح السهم بنسبة 5% وحصلت هذه الزيادة بالفعل، فإن سعر السهم لن يتغير بشكل مهم عند الإعلان عن هذه الزيادة، لأن المعلومة (الزيادة في توزيعات الأرباح) كانت متوقعة من قبل وقد تم استخدامها في تقييم الأسهم، لكن إذا توقع المساهم زيادة في معدل توزيعات أرباح السهم بنسبة 5% ولكنها زادت بنسبة 25% فإن هذه الزيادة ستترافقها زيادة في قيمة السهم، والعكس سيحصل لو أن الزيادة كانت أقل من المتوقع أو أن التوزيعات انخفضت².

تختلف درجة تأثير الإشارة المنبثقة من سياسة توزيع الأرباح لمؤسسة ما باختلاف حجم هذه المؤسسة فالمؤسسات ذات الحجم الصغير حيث لا تكون لها وسائل أو طرق أخرى غير سياسة توزيع أرباح السهم لإيصال معلومة إلى السوق المالية، فبالتالي تغير توزيع أرباح السهم له أثر كبير على قيمتها السوقية. وبالعكس ذلك، فالمؤسسات ذات الحجم الكبير تتوفر لديها مجموعة وسائل وطرق غير سياسة توزيع الأرباح لإيصال المعلومة إلى السوق، وبالتالي فتغير توزيع أرباح السهم لا يكون له أثر كبير على القيمة السوقية مقارنة بالمؤسسات ذات الحجم الصغير³.

توحي الأعمال النظرية الخاصة بسياسة توزيع أرباح السهم بأنه إذا كان المسير يعرف القيمة الحقيقية لمؤسسته، فيمكنه استعمال أرباح السهم لإيصال هذه المعلومة إلى السوق المالية على الرغم من التكاليف الناجمة عن هذه العملية. ولكن من جهة أخرى فإن اللجوء إلى توزيع أرباح السهم، يمكن أن تكون له تأثيرات سلبية، وذلك أن هذه العملية من شأنها أن تدل على عدم وجود فرص استثمارية لدى المؤسسة⁴.

2- نظرية الترتيب السلمي

حسب مايرس وماجلوف (1984) Myers and Majluf فإنّه في ظل عدم تماثل المعلومات قد تلجأ المؤسسة لاستعمال أرباح السهم قصد التحكم في مشاكل الاستثمار، فبتبعاً لهذه الفرضية فكلما زادت درجت

¹ Tulie Jacques et Topsacalian Patrick, **Op-cit**, 1994, P 342.

² عدنان تابه النعيمي وآخرون، مرجع سابق، 2009، ص 458.

³ Damodaran Aswath; **Op-cit** 2007. (P 926)

⁴ George M Constantinides, Milton Harris ET René M Stulz; **Op-cit**, 2003. PP 341, 342.

عدم تماثل المعلومات المتعلقة بالاستثمارات انخفضت في المقابل نسبة أرباح السهم الموزعة نتيجة استعمالها في حل مشاكل لا تماثل المعلومات.

بناء على هذه النظرية، فإن المؤسسات تفضل استعمال الأرباح في تمويل استثماراتها بدل اللجوء إلى التمويل الخارجي، قصد تخفيض نسبة التبعية إلى التمويل الخارجي، فتنخفض نسبة توزيع أرباح السهم كلما زادت الفرص الاستثمارية¹. أي أن المؤسسة تقوم بتحديد المشاريع ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة وتحديد احتياجاتها المالية ومصادر التمويل، ومن ثم توزيع الباقي على المساهمين. وتبعاً لذلك تكون أرباح السهم متغيرة من سنة إلى أخرى، ولكن في الغالب ما يلجأ المسكرون إلى محاولة الحفاظ على مستوى معين من أرباح السهم. وبناء على هذه النظرية فإنه ترتفع أسعار الأسهم في حالات تراجع أرباح السهم لأن هذه الأخيرة تدل على توفر فرص استثمارية لدى المؤسسة، ويحدث العكس عند ارتفاع أرباح السهم لأن ذلك يدل على تراجع الفرص الاستثمارية.

ومن بين الاتجاهات الحديثة لهذه النظرية، هي أن المؤسسات تقوم بتوزيع أرباح السهم بغية التغلب على مشكل الوكالة الناتجة عن كثرة المساهمين والرقابة عليها. فهناك مساهمون يراقبون كل نشاطات المسكرين، لأن توفر التدفقات النقدية لدى المؤسسة، واحتمال تراجع الفرص الاستثمارية، أو الإيجاد من طرف المسكرين في البحث عن هذه الفرص يفتح مجالاً للتلاعبات بهذه السيولة، فيمكن أن يستعملها المسكرون في تحقيق أهداف شخصية، كالمبالغة في العلاوات مثلاً، أو استعمالها فيما يمكن أن يخفض من القيمة السوقية للمؤسسة كتهور القيمة الناتجة عن عدم الاستثمار مثلاً، لأجل هذه الأسباب فمن بين الحلول التي يفضلها المساهمون هي تخفيض المتاحات النقدية الموجودة لدى المسكرين من خلال توزيع أرباح السهم (غروسمان وهارت (1980) Grossman and Hart، إستبروك (1984، جنسن (1986)².

¹ Theophano Patra et al, **Determinants of corporate dividend policy in Greece**, Applied Financial Economics, 22:13, 2012, P 1081.

² H. Kent Baker, **Op-cit**, P 146.

المبحث الرابع: التفسيرات الحديثة لأرباح السهم

لم تتمكن النماذج والنظريات التقليدية من حل لغز أرباح السهم لسبب أو لآخر، فجاءت تفسيرات حديثة ليس لتلغي سابقتها، وإنما لتكملتها في جوانب عدة، ولعل أهم هذه التفسيرات هناك: العقلانية والرشادة التي تنفي إطلاقاً وجود عقلانية ورسادة مطلقة في السوق المالية، والنظرية النيوكلاسيكية والسلوكية وأخيراً نظرية التلبية التي تقول بأن سياسة توزيع أرباح السهم تكون تلبية لطلب المساهمين.

المطلب الأول: العقلانية والرشادة

هناك ثلاث نقائص أخرى تتميز بها السوق المالية تجعل من أرباح السهم ذات أهمية عالية وهي تكاليف المعاملات، التكاليف الإضافية والسلوك اللاعقلاني للمستثمرين (ليس وآخرون Lease et al. (2000)). فحسب مود يغلياني وميلر 1961 فإن المستثمرين يبحثون عن الوضعية التي يحصلون فيها على أرباح السهم دون التعرض إلى تكاليف، ولذلك فهم يقومون بتحليل أي قرار يخص أرباح السهم فيمكن أن يقوم المستثمرون ببيع أسهمهم أو إعادة استثمار أرباح السهم المنتظرة، فهم يبحثون عن أي سبيل يمكنهم من تخفيض تكاليف المعاملات وتعظيم ثروتهم السوقية.

تواجه المؤسسة طيلة حياتها مجموعة من الاستثمارات والتي يمكن أن تكون في غالب الأحيان ذات أهمية كبيرة، حيث يراها المسكرون بأنها فرصة جيدة لتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة. فمباشرة بعد التفكير في قبول هذه الاستثمارات، يظهر عنصر لي طرح نفسه وهو كيف يتم تمويلها. فاختلاف طرق ومصادر التمويل تؤثر حتماً على القيمة السوقية للمؤسسة، لكن المسكرين بطبيعة الحال وباتصافهم بالعقلانية والرشادة فإنهم يبحثون عن المصدر التمويلي الأقل تكلفة. فحسب مود يغلياني وميلر فإن المؤسسات يمكنها ذلك إلى حد ما، لأن في العالم المالي توجد الكثير من التكاليف الإضافية، وهذا ما يمكن أن يدفع بالمسكرون إلى استعمال الأرباح (التي كان من المفترض توزيعها) في تمويل هذه الاستثمارات الجديدة، وترك عملية التوزيع إلى ما بعد استرجاع النفقات وتحقيق نتائج إيجابية، وهذا من منطلق أن مصادر التمويل الداخلية أقل خطراً من المصادر الخارجية.

يقول مود يغلياني وميلر إن المستثمرين عقلانيون لأنهم يفضلون الأكثر على الأقل، ولكن الواقع يثبت بأن المستثمرين ليسوا دائماً عقلانيين، الشيء الذي يؤدي إلى القول بأن تصرفات المستثمرين لها موقف من أرباح السهم. فحسب شفرين وستاتمان (1984) Shefrin and Statman اللذان قاما بدراسة انطلاقاً من نظرية ضبط النفس (the theory of self-control) لتالر وشفرين (1981) Thaler and Shefrin ونظرية الاختيار في حالة عدم التأكد لكاهنمان وتفرسكي (1979) Kahneman and Tversky ، اللذين جادلوا بأن عمليتي استلام أرباح السهم وبيع الأسهم ليستا ببدائل كاملة، فهم يؤكدون أن هناك فئات معينة من

المستثمرين تفضل توزيعات محددة لأرباح السهم. كما توصلوا إلى أثر العامل الديمغرافي على المستثمرين، فمن خلاله يمكن تحديد الذين يقبلون التوزيعات العالية والمنخفضة لأرباح السهم. فعلى سبيل المثال، المستثمرون المتقاعدون يفضلون التوزيعات العالية والثابتة لأرباح السهم، ويتجنبون بيع الأسهم للحصول على تدفقات نقدية لتلبية حاجياتهم اليومية¹.

كما يقول كل من شفرين وستاتمان Shefrin and Statman أن هناك بعض المستثمرين يفضلون التوزيع النقدي لأرباح السهم لأسباب نفسية، ذلك أن هذه الفئة في نظرها أن أرباح السهم هي مبالغ للإففاق دون التفكير في أمور أخرى، كما أن هناك بعض المستثمرين يفضلون أرباح السهم ويتجنبون بيع الأسهم فقط لتجنب امكانية الندم الذي يحدث خوفا من ارتفاع السعر السوقي للسهم بعد بيعه، ما يعني أن تفكيرهم منصب فقط على خوفهم من ارتفاع السعر السوقي للسهم بعد بيعه، الأمر الذي يجعلهم ينتظرون الأرباح ولا يفكرون إلا فيها، وفي هذا السياق يقول لونغ (1978) Long أن بعض المستثمرين مستعدون لقبول عائد صافي منخفض (أرباح السهم بعد احتساب الضرائب) نتيجة لهذه الأسباب².

يقول كل من ميلر وشيلر (1986) Miller and Shiller أنه من الطبيعي القول أن تصرفات المستثمرين من بين الأمور التي تفسر أرباح السهم، وهذا لوجود عدة نقائص في سياسات توزيع أرباح السهم، وقد تم إرجاع هذه النقائص إلى: القراءة الخاطئة للأدلة الميدانية، التفسير الخاطئ للنماذج التي عالجت أرباح السهم وعدم واقعية ما ينبغي أن تحققه النماذج. ويقول ميلر وشيلر أن النماذج التي حاولت شرح أرباح السهم ليست أكثر رداءة من مثيلاتها الاقتصادية، ذلك أن النقائص المسجلة لا تنقص من أهمية النماذج، فقط أنه يستوجب أن يعاد بناؤها من جديد حتى تكون أكثر شمولية وأكثر تفسيراً للواقع، كما أكد أن هذه النقائص تكون على شكل واسع عندما يتعلق الأمر بالمستثمرين الأفراد الذين يوظفون أموالهم مباشرة في جزء متواضع من الأسهم³.

قام والر (1989) Waller بالبحث في مفهوم العادة في الفكر الاقتصادي، فاقترح أنه بالإمكان الاعتماد على العادات الروتينية والاجتماعية للسلوكيات في فهم أكثر للتفسير التي تجرى على سياسة توزيع الأرباح وأكد أن هذا يكون صحيحا خاصة عند وضع السياسات، ويقول والر أن وجود مثل هذه السلوكيات غير المرئية يعتبر كضربة قاضية للأعمال التي تبنى على فرضية الرشادة السلوكية. ومن جهة أخرى، فإن بعض المؤسسات تستمر في توزيع الأرباح حتى أصبحت إمكانية تغيير هذه السياسة (العادة) ضرب من الخيال.

كما أشار كل من فرانكفورتر ولان (1984) Frankfurter and Lane إلى أن وجود هذه العادات السلوكية يستطيع أن يكون مشكلا يحول دون إمكانية اقتراح نموذج لتفسير سياسات توزيع أرباح السهم

¹ H. Kent Baker, Gary E. Powell, E. Theodore Veitc; Op-cit, 2002, p 246.

² Idem, p 246.

³ Ibid, p 246.

الذي دائما يكون بناؤه مبنيا على فرضية الرشادة السلوكية، كما أشارا أيضا إلى أنه يمكن أن تكون العادات تعكس عوامل ثقافية واجتماعية للمستثمر ولا تعكس السلوك الاقتصادي تماما، وقد توصلنا إلى هذه النتيجة بعد اطلاعهم على العديد من النظريات السلوكية الاقتصادية الرشيدة (والر Waller, 1989)، كما استنتجا أيضا أنه من المستحيل أن يتمكن الفرد المستثمر من التنبؤ بكل الحالات الاقتصادية الممكنة التي تتطلبها الرشادة الاقتصادية (غولمبيوسكي Golembiewski, 1988).

ومن ناحية أخرى، فإن بعض المؤسسات تستمر في توزيع أرباح السهم، ولكن الهدف هو إرضاء المساهمين وليس رفع القيمة السوقية لها، الأمر الذي يسمح للمسيرين بالحصول على عقد توظيف في المؤسسات، وبالتالي يكون توزيع الأرباح بغية الحفاظ على الوظيفة وليس لتعظيم ثروة الملاك، الأمر الذي يضرب "تعظيم الثروة" عرض الحائط، ومن ثم يبقى هذا الهدف نسبيا.

لقد أشارا كل من فرانكفورتر ولان (Frankfurter and Lane (1984) إلى أن التطورات التي يعرفها الاقتصاد الاجتماعي يمكن أن تحل أكثر لغز أرباح السهم، ولقد خلصوا إلى أن المسيرين متأكدون بأن المساهمين همهم الوحيد هو الحصول على أرباح السهم، وأن هذه العملية هي التي تعكس القيمة الحقيقية للمؤسسة¹.

منذ عدة سنوات مضت والباحثون يحاولون فهم سلوك المؤسسات في التعامل مع أرباح السهم فبدل من أن يعتمدوا على أدلة واقعية تساعدهم على قبول أو رفض النظريات المفسرة بقوا يسألون مسيري المؤسسات كيف يتخذون قرارات أرباح السهم وما هي المتغيرات الكامنة وراء هذا القرار بالرغم من أن هذه الطريقة يمكن أن تكون نتائجها غير حقيقية، فالمسيرون يمكنهم أن يرفضوا الإجابة أو تكون إجابتهم مدنسة، فهم يجيبون على حسب ما يرضيهم، ما يعني أنه من المحتمل جدا أن يكون هناك تحيز في الإجابة. تعتبر الدراسة التي قام بها لينتنر (1956) من أهم الدراسات الكلاسيكية على قرارات المؤسسات فيما يخص توزيع أرباح السهم، فقد توصل إلى أن المؤسسات تهدف إلى الحفاظ على سياستها على مدار الزمن، فتوصل إلى أن تغيرات أرباح السهم تتبع التغير الدائم (اتجاه التغير) في أرباح المؤسسة، ولا يقوم مسيرو المؤسسات بتغيير سياسة التوزيع إلا بعد التأكد من التغيرات الطارئة، وبناء على هذه النتائج فقد وضع لينتنر نمودجا سماه نمودج التعديل الجزئي لأرباح السهم، والذي سمح له بتفسير 85% من تغيرات توزيع أرباح السهم. كما تم تأكيد هذه الدراسة من طرف كل من بريتين (Brittain (1964, 1966، بابياك وفاما (Fama and Babiak (1968، بنارتزي وآخرون (Benartzi et al. (1997, p. 1032، كيمر ولي (Kumar and Lee (2001، وكلهم أثبتوا واقعية نمودج التعديل الجزئي للينتنر.

¹ H. Kent Baker, Gary E. Powell, E. Theodore Veitc; **Op-cit**, 2002, pp 246-247.

المطلب الثاني: النظرية النيوكلاسيكية¹

حسب النظرية النيوكلاسيكية لدورة الحياة، فإن العائلة تقوم بصياغة نموذج استهلاكي زمني يسمح لها بتعظيم المنفعة المتوقعة تحت قيد ميزانية تبينها المتراجحة التالية:

$$C_t + \sum_j P_{jt} X_{jt} \leq \sum_j (P_{jt} + D_{jt}) X_{j,t-1}$$

حيث: C_t : الاستهلاك المحتمل، P_{jt} : السعر المحتمل للأصل j ، X_{jt} : عدد الوحدات المحتملة للأصل j في اللحظة t ، D_{jt} : تمثل الفوائد (في حالة السندات) أو أرباح السهم (في حالة الأسهم) المحتملة للأصل j في اللحظة t و $X_{j,t-1}$: عدد الوحدات المحتملة للأصل j في نهاية اللحظة $t - 1$ وبداية اللحظة t .

ملاحظة: المتغيرات السالفة الذكر تأخذ عدة قيم تابعة لأحداث محتملة في اللحظة t ، أي أن هذه المتغيرات تتغير مع الزمن ومع الحالات الممكنة (شجرة من الأحداث الممكنة، عند كل لحظة t هناك مجموعة من العقد تبعا للحالات).

تقوم العائلة باستعمال الأصل j للاقتراض خلال طول اللحظة t فتكون $X_{jt} < 0$ وبشرط أن تكون عدد وحدات أي أصل j في نهاية الحياة معدومة $X_{jT} = 0$ وأن الاستهلاك يكون دائما موجب $C_t > 0$ كما أن العائلات تلتزم بدفع الفوائد على قروضها طوال مدة الحياة.

وهذه العلاقة تبين الاستهلاك فقط في وجود إمكانية الاستثمار في الأوراق المالية مع إمكانية الاقتراض والإقراض، ولكن أفراد العائلة هناك من يستثمر ويعمل في نفس الوقت وبالتالي فإن متراجحة استهلاكه تتغير تماما فتصبح ميزانية استهلاكه كما يلي:

$$C_t + \sum_j P_{jt} X_{jt} \leq \sum_j (P_{jt} + D_{jt}) X_{j,t-1} + I_t$$

حيث: I_t : تمثل الدخل الناتج عن العمل في اللحظة t .

مع العلم أن الفرد بإمكانه تعظيم دخله من العمل فيحصل على L_t كأقصى دخل ممكن ناتج عن العمل وهو يعمل وفق الدخل I_t فيكون $0 \leq I_t \leq L_t$.

ومع وجود إمكانية العمل فهذا يتيح الفرصة لأفراد العائلة من شراء أصول إضافية لتعظيم قيمة المحفظة الاستثمارية أو الاقتراض.

وحسب النظرية النيوكلاسيكية فإنه بإمكان العائلة الوصول إلى قيمة مثلى لاستهلاكها ببناء محفظة استثمارية k معدومة أرباح السهم عند كل لحظة $t < T$ كما تبينه المتراجحة التالية:

$$\sum_k P_{kt} (X_{kt} - X_{k,t-1}) \leq \sum_j [P_j (X_{jt} - X_{j,t-1}) + D_{jt} X_{j,t-1}]$$

¹ H. Kent Baker, Op-cit, 2009, pp 179-198.

فحسب هذه العلاقة فإنه بإمكان العائلة بيع و/أو شراء جزء من الأصول للحصول على السيولة الكافية دون الحاجة إلى أرباح السهم، وهذا تحت قيد غياب الضرائب وتكاليف المعاملات، أما في حالة وجود الضرائب وتكاليف المعاملات (يرمز لها بالرمز CT_t حيث $CT_t > 0$) فإن متراجحة الاستهلاك تصبح كما يلي:

$$C_t + \sum_j P_{jt} X_{jt} \leq \sum_j (P_{jt} + D_{jt}) X_{j,t-1} + I_t - CT_t$$

وحسب موديليانى وميلر فإن المستثمرين يمكنهم بيع جزء من استثماراتهم للحصول على السيولة دون الحاجة إلى أرباح السهم. ولكن في الواقع، فمثلا المستثمرون المتقاعدون يكون من الصعب عليهم فعل ذلك، وهذا ما يسمى بفرضية دورة الحياة السلوكية للمستثمر. فحسب النظرية النيوكلاسيكية فإنه لا يوجد تضارب داخل العائلة حول اختيار الاستهلاك الأمثل، فهناك نظام واحد متبع من طرف كل أفراد العائلة.

ولكن مع وجود المقاربة السلوكية، فإن احتمال وجود تضارب للمصالح داخل العائلة وارد (تالر وشفرين (1981) Thaler and Shefrin)، كما أنه من المحتمل أن يكون أفراد العائلة مقسمين على عدة أنظمة سلوكية ثانوية لا تخدم النظام الرئيسي خاصة على المدى الطويل، باستعمال الحسابات العقلية مثلا (فرد ما: يدخر أو يستهلك) (تالر وشفرين (1988)).

حسب نموذج دورة الحياة السلوكية فإن منفعة العائلة u_t تكون تابعة لثلاثة متغيرات أساسية هي الاستهلاك C_t ، العمل I_t وأكبر دخل ممكن من العمل L_t : $u_t = f(C_t, L_t - I_t)$. كما تم تقسيم الحسابات العقلية إلى أربعة أقسام رئيسية مرتبة حسب الأولوية (إمكانية الاستهلاك) وهي كما يلي:

$$1- \text{الدخل الحالي } I: \sum_j D_{jt} X_{j,t-1} + I_t - CT_t$$

$$2- \text{الأصول السائلة } A: \sum_i P_{it} X_{i,t-1}$$

تم وضع i للدلالة على أن هناك بعض الأصول فقط التي تتمتع بهذه الخاصية وليس كل الأصول.

$$3- \text{رأس المال الموجودة في البيت } E.$$

$$4- \text{الدخل المستقبلي } F: \sum_{\tau > t} I_{\tau} r_{\tau} + \sum_k P_{kt} X_{k,t-1}$$

تم وضع k للفرقة عن الأصول الداخلة في حساب الأصول الجارية، و r_{τ} يمثل معامل الاستحداث لدخل العمل المستقبلي.

تقوم العائلة بتقسيم ثروتها على أربع حسابات رئيسية هي:

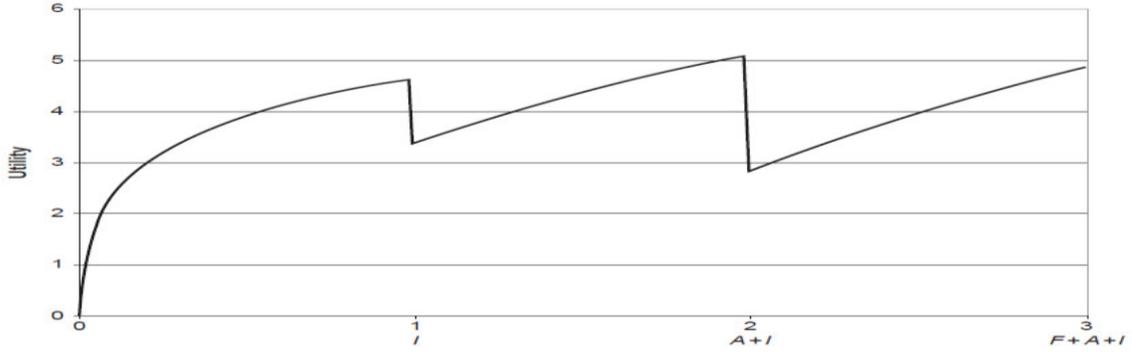
$$1- \text{توظيف دخل العمل وأرباح السهم في حساب الدخل الجاري أو الحالي.}$$

$$2- \text{توظيف الأوراق المالية في حساب الأصول السائلة.}$$

$$3- \text{يمكن اعتبار الأموال الخاصة الموجودة في البيت أنها تمثل رأس المال البشري.}$$

$$4- \text{توظيف الدخل المستقبلي في حساب الدخل المستقبلي.}$$

الشكل رقم(2-2): المنفعة تبعا لمصدر الاستهلاك من الحسابات الرئيسية للثروة



المصدر: H. Kent Baker, **Dividends and Dividend Policy**, the Robert W. Kolb Series in Finance, USA, 2009, P 186.

من المنحنى يتبين أنه عند الاستهلاك من الحساب في مرتبة أعلى من الأول إلا وهناك تكلفة يتحملها المستهلك فتتخفف قيمة منفعة، وحسب هذا النموذج فإن أرباح السهم تتواجد في الحساب الجاري أي أن العائلة تعتمد عليها بكثرة في الاستهلاك (شفرين وستاتمان (1984) Shefrin and Statman)، وأن الأفراد ينفقون من أرباح السهم التي يحصلون عليها ويحافظون على استثماراتهم، وأن العلاقة بين الاستهلاك وأرباح السهم هي علاقة عكسية مع الدخل بالنسبة للمستثمرين المتقاعدين، بينما لا توجد علاقة بينهما بالنسبة للمستثمرين الصغار ذوي الدخل المرتفعة. وحسب تالر وجونسون (1991) Thaler and Johnson فإن المستثمرين يكونون حساسين جدا للخسارة أكثر من الربح، ويعينون الاهتمام الكبير لاحتمال حدوث الحالات وصعوبة اختيار البدائل.

فعند لحظة معينة تكون منفعة العائلة كما يلي:

$$u(c_t, L_t - l_t) + \sum [v^d_{t+1} u^f(X_t D_{j,t+1}) + v^g_{t+1} u^f(X_t (P_{j,t+1} - P_{jt}))]$$

حيث: v^d_{t+1} و v^g_{t+1} تمثل وزن أرباح السهم وربح القيمة على الترتيب في المنفعة. u^f : دالة منفعة نجاعة المحفظة الاستثمارية في اللحظة الموالية.

فتبقى المشكلة بين الجمع أو التفرقة بين أرباح السهم وربح القيمة، فأيهما تعتمد عليه العائلة ومن أجل ذلك فإنها سوف تقارن بين $v^d_{t+1} u^f(X_t D_{j,t+1}) + v^g_{t+1} u^f(X_t (P_{j,t+1} - P_{jt}))$ و $v^t_{t+1} u^f(X_t (D_{j,t+1} + (P_{j,t+1} - P_{jt})))$ وتختار الأكبر بينهما، ومن خلال هذا التصرف تتضح فكرة عصفور في اليد لأرباح السهم. فحسب هذا النموذج يتبين أن ثبات أرباح السهم مع الزمن أمر مهم، فمثلا المتقاعدون يعتمدون على أرباح السهم في استهلاكهم، فلو تذبذبت قيمة أرباح السهم فهذا سوف يؤثر عليهم ويمكن أن يدفعهم لتغيير علاقة الاستهلاك، وهذا ما يجعل العائلات تتأثر سلبا عند تخفيض أو عدم توزيع

أرباح السهم، لأن تمويل الاستهلاك عن طريق أرباح السهم يكون أسهل من بيع الأسهم، فالعائلات عند التفكير في بيع سهم ما فإنها تتردد خوفا من صعود سعره مباشرة بعد بيعه. ولقد أثبت كل من باكر، ناجل وويرغلر (Baker, Nagel, and Wurgler (2007) أنه توجد علاقة قوية بين الاستهلاك وأرباح السهم، وذلك من خلال استعمال عينة مكونة من 3272 عائلة بين سنتي 1988 و2001.

حسب نموذج دورة الحياة، فإن استقرار التوزيعات عبر الزمن يعد من بين العوامل الإيجابية للمؤسسة لأن المتقاعدين يعتمدون على هذه التوزيعات في تمويل استهلاكاتهم، فأبي تذبذب فيها سوف يؤثر بالسلب عليهم، كما أن العائلة كلها تتأثر سلبا في حالة انخفاض الأرباح، وفي حالة عدم كفاية أرباح السهم لتمويل الاستهلاك فإن العائلة تقوم ببيع الأسهم لتلبية الحاجيات (شفرين وستاتمان (Shefrin and Statman (1984) الأمر الذي يؤكد وجود علاقة قوية بين دورة الحياة للفرد وتوزيع أرباح السهم¹.

كما تعتبر أرباح السهم بمثابة البديل عن الدخل لتمويل الاحتياجات اليومية، ولذلك فكلما ارتفع الدخل نقصت الحاجة إلى أرباح السهم، ومن هنا يمكن تصنيف العائلات ذوي الدخل المنخفض في خانة المتقاعدين الذين يعتمدون بدرجة كبيرة على أرباح السهم في تمويل استهلاكاتهم اليومية، ففي دراسة لغراهام وكيمر (Graham and Kumar (2006) على عينة عشوائية مكونة من 31260 مستثمر، والمعلومات المعتمد عليها هي: العمر، الدخل، الوظيفة، الحالة العائلية والجنس. فكانت النتائج من الدراسة كالتالي: ²

- 1- الكبار في السن والصغار المتزوجون ذوو الدخول المنخفضة يفضلون توزيع أرباح السهم بنسب معتبرة، فهم يمتلكون النسبة الأكبر (تفوق 60%) من استثماراتهم في تلك المؤسسات التي توزع أرباح السهم، وأن هذه الفئات تستثمر كثيرا في الأيام القريبة جدا من يوم Ex_Dividend Day فتكون مشتريّة لتلك الأسهم التي سوف يوزع عليها أرباح معتبرة.
- 2- أما غير المتزوجين فكانت النتيجة أن هناك تغيرا بطيئا في محافظهم الاستثمارية عبر الزمن.
- 3- ومما سبق، فحسب نظرية السلوكيات فإن المتقاعدين والعائلات ذوي الدخول المنخفضة يرفعون من درجة الطلب على أرباح السهم، حيث تم التوصل إلى أن عامل العمر له دلالة إحصائية قوية في تحديد نموذج أرباح السهم.
- 4- تبقى هذه النتائج ذاتها حتى في حالة إضافة تأثير الضرائب وتكاليف الصفقات.
- 5- معدل الضريبة على أرباح السهم يكون منخفضا عند المتقاعدين والمستثمرين كبار السن مقارنة بصغار السن أين يكون مرتفعا.

¹ H. Kent Baker, *Op-cit*, 2009, p 191.

² *Idem*, pp 194-196.

فمن أجل تخفيض درجة المخاطرة يقوم المستثمرون بعملية التنويع، فكلما زادت درجة كره المخاطرة زادت درجة التنويع في الاستثمارات، حتى أصبحت هذه الأخيرة (التنويع) كمقياس يدل على مدى كره المخاطرة (غراهام وكيمر (2006) Graham and Kumar)¹.

المطلب الثالث: النظرية السلوكية

تعتبر فرضية العقلانية والرشادة من أهم مبادئ الاقتصاد ككل، ولقد ساهمت هذه الفرضية في حل الكثير من القضايا الاقتصادية ومن ثم توظيفها في حل مشكل لغز توزيع الأرباح، ومع تطور الأبحاث وتعددتها، أصبحت هذه الفرضية في حد ذاتها محل نقاش حول مدى واقعيته المطلقة، ومن بين ما تم الاعتماد عليه لفهم منطقيتها هو تحليل تصرفات المستثمرين.

حسب شفرين وتالر Shefrin et Thaler 1988 فإن الأفراد يخصصون دخلهم في ثلاثة حسابات رئيسية هي²: حساب الدخل الجاري، حساب الأصل الجاري وحساب الدخل المستقبلي. فالاستهلاك مثلا يتم تمويله من خلال الحساب الأول ارتباطا بالحساب الأخير مرورا على الحساب الأوسط، وهذه السيرورة تهدف أساسا إلى تقليل الأخطار المحتملة مع مرور الزمن، فالتوزيعات الحالية توظف في حساب الدخل الجاري دون المساس بالاستهلاك الجاري، وأرباح السهم المستقبلية يتم توظيفها في حساب الدخل المستقبلي والاستهلاك من هذا الحساب هو بمثابة تهديم للمنفعة، لأن الحساب المستقبلي من أهم خصائصه أنه غير أكيد، وإذا تم الاستهلاك منه فيكون ذلك عن طريق الاقتراض حاليا ثم الدفع منه مستقبلا، والاقتراض يكون باستحداث ما يمكن أن يدفع مستقبلا، وكل هذه التشعبات توحى بأنه من غير الممكن تحويل النقود كما هي بين هذه الحسابات. ومما سبق يمكن القول إن أرباح القيم لا يمكن أن تكون بديلا إحصائيا تاما لأرباح السهم.

فالمستثمر نافذ الصبر والذي يفضل الاستهلاك بضمير مرتاح يفضل تلك المؤسسات التي توزع مبالغ معتبرة من أرباح السهم، والذي يريد الادخار وليس لديه الإرادة الكافية لذلك يفضل تلك المؤسسات التي تقوم باحتجاز أرباح معتبرة لإعادة استثمارها، ومنه فبناء على هذه التوجهات المختلفة يمكن القول أن أرباح السهم يتم تقديرها بناء على التفضيلات الزمنية للمستثمرين شفرين وستاتمان Shefrin et Statman 1984، بكر وآخرون Becker et al 2011.

فأرباح السهم تعتبر كعصفور في اليد، وهي تحقق أرباحا فقط إذا تم توظيفها، لذلك فاحتجاز الأرباح يولد غموضا لدى المستثمرين حول الأرباح المستقبلية، وهذا الغموض يجعل المستثمرين يفضلون الأرباح

¹ H. Kent Baker, *Op-cit*, 2009, p 197.

² - W.Breuer et al, *the behavioral foundations of corporate dividend policy a cross-country analysis*, Journal of banking and finance 42 (2014) 247-265, p248.

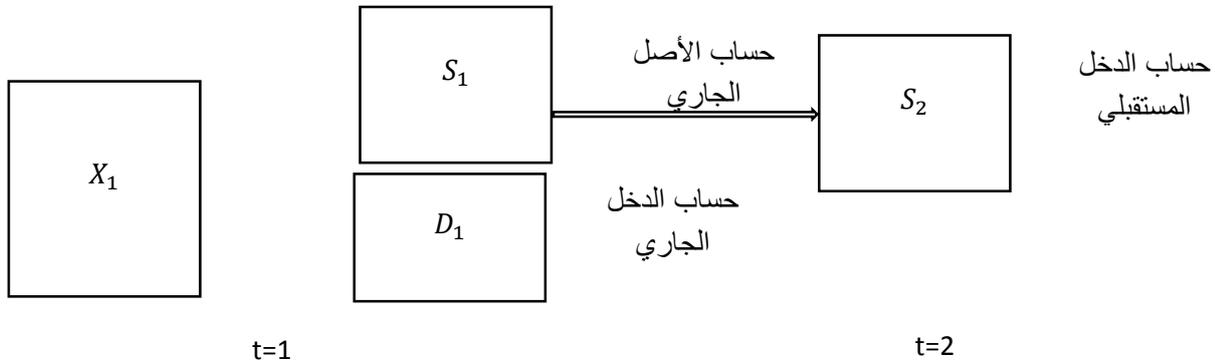
إلا إذا كانت الأرباح المحتجزة والمستقبلية تم توظيفها كلياً في حساب السعر الحالي للسهم، غير أن المستثمرين الذين يدركون جيداً معنى أرباح السهم يمكنهم أن يقوموا ببيع جزء من أسهمهم للوصول إلى نفس الدرجة التي يرغبون فيها من الاستهلاك.

فالأفراد الذين لهم نفس القدرة المالية يتمتعون بنفس السلوكيات اتجاه الاستثمار، غير أن عوامل السلوكيات تختلف من دولة إلى أخرى وعبر الزمن والأفراد، وقد خلصت الأدبيات المالية التي تحدثت عن السلوك في المالية والاقتصاد ككل إلى أن عوامل السلوكيات تختلف اختلاف كبير من دولة إلى أخرى وبدرجة أقل بين أفراد نفس الدولة دانيال وآخرون Daniel et al 1998 وباربريس وآخرون Barberis et al 2001، ولعل أهم العوامل لهذا الاختلاف هي التباين الموجود بين الأفراد في درجة كره كل من: المخاطرة الغموض والخسارة والحذر.

فالمستثمر الحذر يفكر كثيراً في الدخل المستقبلي، فيقوم بتحويل جزء كبير من ثروته الحالية إلى ثروة مستقبلية، وكنتيجة لذلك فهو لا يعطي أهمية كبيرة لاستهلاكه الحالي من استثماراته، ومستعد للانتظار أكثر قصد الحصول على أرباح السهم. أما كره الغموض يمكن أن يدفع المستثمر إلى البحث عن أي سبيل لتحقيق الأرباح في أسرع وقت ممكن فكلما زاد الغموض حول درجة عدم التأكد فإن هذا يقود إلى توزيع أرباح كبيرة لامتناسص درجة الغموض الموجودة لدى المستثمرين.

أما كره الخسارة والتي تظهر مع وجود استثمارات ذات احتمال عالي بأن تكون هناك نتائج سالبة فإن المستثمر يمكن أن يفضل توزيعات معتبرة، ونظراً لأن الكثير من المستثمرين لا يتمتعون بدرجة محترمة من المحاسبة، فإنهم لا يمكن أن يستطيعوا القيام بأنفسهم بعملياتي البيع والشراء للأسهم لتلبية حاجياتهم الاستهلاكية، وهذا الأمر يدفعهم للبحث على المؤسسات التي تلبى رغباتهم من خلال أرباح السهم.

الشكل رقم (2-3): حسابات الثروة الرئيسية للمساهم



من خلال هذا الشكل الذي يحتوي على مرحلتين من الاستثمار بالنسبة لمساهم ($t=1$ و $t=2$)، بناء على الثلاثة حسابات الرئيسية لثروته، فإنه فرضاً أن قيمة المؤسسة في الفترة الأولى هي X_1 فإن بعد حصول المساهم على قيمة التوزيعات النقدية D_1 (حساب الدخل الجاري)، فإن قيمة المؤسسة تنخفض لتصبح S_1 (حساب الأصل الجاري) من الفترة الأولى إلى الثانية أين تصبح قيمتها S_2 (حساب الدخل المستقبلي).

من خلال ما سبق وبفرض أن هناك فترتين (كما في الشكل أعلاه)، في الفترة الأولى يتم توزيع أرباح السهم فتتخفض بذلك قيمة المؤسسة من X_1 إلى S_1 حيث $(S_1 = X_1 - D_1)$ ، وعليه فالمؤسسة سوف تستثمر القيمة S_1 للحصول على معدل عائد غير أكيد r_1 ذو دالة الكثافة الاحتمالية f ، لتصبح قيمة المؤسسة في الفترة الثانية هي $S_2 = S_1(1 + r_1)$.

المتغيرة التي يتم التركيز عليها في هذا النموذج هي قيمة أرباح السهم D_1 التي سوف تعظم منفعة المستثمر U ، حيث: في المرحلة الأولى:

$$U = u(D_1 - D_1^{(R)}) + u(S_1 - S_1^{(R)})$$

وفي المرحلة الثانية: $U = (2 - \delta) \cdot \int_0^\infty u(S_2 - S_2^{(R)}) f(r_1) dr_1 + \delta \cdot \int_{-\infty}^0 u(S_2 - S_2^{(R)}) f(r_1) dr_1$

$$U(D_1) = u(D_1 - D_1^{(R)}) + u(S_1 - S_1^{(R)})$$

$$+ \beta(2 - \delta) \cdot \int_0^\infty u(S_2 - S_2^{(R)}) f(r_1) dr_1 + \beta \cdot \delta \cdot \int_{-\infty}^0 u(S_2 - S_2^{(R)}) f(r_1) dr_1$$

علماً أن: الرمز (R) الموجود في العلاقات أعلاه يدل على الخسارة. β : معامل استحداث الدخل المستقبلي، وهو معامل يقيس درجة الحذر (مدى تفضيل المستقبل على اليوم). δ : معامل درجة كره الغموض، وهو محصور بين 1 و 2، وعندما يكون مساو للواحد فإن المستثمر حيادي للغموض، وكلما زادت قيمة هذا المعامل زادت درجة كره الغموض.

ومنفعة المستثمر في الفترة الثانية (منفعة حساب الدخل المستقبلي) تكون متناقصة مع زيادة درجة كره الغموض δ . فمن أجل: $x \in \{D, S\}$ ، فإن:

$$u(x_t - x_t^{(R)}) = \begin{cases} (x_t - x_t^{(R)})^{\alpha^+} & x_t \geq x_t^{(R)} \\ -\lambda \cdot (x_t^{(R)} - x_t)^{\alpha^-} & x_t < x_t^{(R)} \end{cases}$$

حيث: λ يمثل معلمة كره الخسارة، α^+ و α^- متغيرتين تدران على انحناء دالة المنفعة عند $x_t \geq x_t^{(R)}$ و $x_t < x_t^{(R)}$ على الترتيب.

وبوضع: $u(D_1 - D_1^{(R)})$: منفعة حساب الدخل الجاري، $u(S_1 - S_1^{(R)})$: منفعة حساب الأصل الجاري، $u(S_2 - S_2^{(R)})$: منفعة حساب الدخل المستقبلي. وفرضا أن $S_2^{(R)}$ هي النقطة المرجعية في حساب الدخل المستقبلي، لتكون متجانسة مع S_1 وهي متعلقة بتغيرات قيمة أسهم المستثمر بين الفترتين كما تبينه العلاقة الموالية:

$$S_2 - S_2^{(R)} = (X_1 - D_1)(1 + r_1) - (X_1 - D_1) = (X_1 - D_1).r_1$$

وما يتم التأكيد عليه هنا هو أنه دائما أرباح السهم أقل من قيمة المؤسسة، ليتم استنتاج ما يلي:

- قيمة عالية لمعامل كره الخسارة λ يجعل المساهم يفضل توزيعات عالية خلال الفترة الأولى حتى يقلل من قيمة الخسارة المستقبلية المتوقعة، ذلك أن زيادة قيمة هذا المعامل يجعل المساهم غير أكيد من عوائد استثمار الأرباح في المؤسسة، ويكون هذا أكثر صحة خاصة مع ثبات أسعار الأسهم.
- قيمة عالية لمعامل كره الغموض δ ، يدفع المساهمين إلى تفضيل ربح القيمة (بيع الأصول) على انتظار عوائد مستقبلية غير أكيدة.
- قيمة عالية لمعامل الحذر β ، يدل على أن المستثمر يعطي أهمية كبيرة للدخل المستقبلي وهذا يدفعه لتفضيل توزيعات منخفضة، وإعطاء الأهمية للمستقبل ويكون مرتبط بالتوزيع الاحتمالي لمعدل العائد المنتظر r_1 ، لذلك فهو يعتبر نقطة وصل بين درجة معامل الحذر وقيمة التوزيعات ففرضا لو تم التنبؤ بأن هناك اتجاه سلبي لمعدل العائد، فهذا حتما يدفع المستثمر إلى بيع ما يملك.

بالنظر إلى ما سبق، واستنتاجا من العلاقات المذكورة في هذا المطلب، فإن قيمة التوزيعات في الفترة الأولى هي نقطة الدراسة، حيث يتم البحث عن القيمة التي تعظم منفعة المستثمر، فيتم البحث عن قيمة التوزيعات التي تعدم مشتق دالة المنفعة بالنسبة للتوزيعات:

$$g(D_1) = \frac{U'(D_1)}{\delta D_1} = u'(D_1 - D_1^{(R)}) + u'(S_1 - S_1^{(R)})$$

$$+\beta(2 - \delta) \cdot \int_0^\infty u'(S_2 - S_2^{(R)}) f(r_1) dr_1 + \beta \cdot \delta \cdot \int_{-\infty}^0 u'(S_2 - S_2^{(R)}) f(r_1) dr_1 = 0$$

وبتعويض S_1 ، $S_2 - S_2^{(R)}$ بماذا يساوه يتم التوصل إلى العلاقة الموالية:

$$g(D_1) = \frac{\delta U(D_1)}{\delta D_1} = u(D_1 - D_1^{(R)})' + u(X_1 - D_1 - S_1^{(R)})'$$

$$+\beta(2 - \delta) \cdot \int_0^\infty u((X_1 - D_1).r_1)' f(r_1) dr_1 + \beta \cdot \delta \cdot \int_{-\infty}^0 u((X_1 - D_1).r_1)' f(r_1) dr_1 = 0$$

$$g(D_1) = \frac{\delta U(D_1)}{\delta D_1} = u'(D_1 - D_1^{(R)}) - u'(X_1 - D_1 - S_1^{(R)})$$

$$-\beta(2 - \delta) \cdot \int_0^\infty u'((X_1 - D_1) \cdot r_1) \cdot r_1 \cdot f(r_1) dr_1 - \beta \cdot \delta \cdot \int_{-\infty}^0 u'((X_1 - D_1) \cdot r_1) \cdot r_1 \cdot f(r_1) dr_1 = 0$$

$$g'(D_1) = \frac{\delta g(D_1)}{\delta D_1} = u''(D_1 - D_1^{(R)}) + u''(X_1 - D_1 - S_1^{(R)})$$

$$+\beta(2 - \delta) \cdot \int_0^\infty u''((X_1 - D_1) \cdot r_1) \cdot r_1^2 \cdot f(r_1) dr_1 + \beta \cdot \delta \cdot \int_{-\infty}^0 u''((X_1 - D_1) \cdot r_1) \cdot r_1^2 \cdot f(r_1) dr_1 < 0$$

التعليل: بما أن U دالة منفعة فإن مشتقتها الأولى موجبة، والثانية تكون سالبة، وهذه التغيرات تكون عندما تتغير فقط قيم أرباح السهم، والآن يتم دراسة كيفية تغير $g(D_1)$ عندما تتغير المعامل الثلاثة β و δ و λ ولدراسة هذه التغيرات يتم حساب المشتقات الجزئية عند هذه المعامل.

$$\frac{\delta g(D_1)}{\delta \beta} = -(2 - \delta) \cdot \int_0^\infty u'((X_1 - D_1) \cdot r_1) \cdot r_1 \cdot f(r_1) dr_1 - \delta \cdot \int_{-\infty}^0 u'((X_1 - D_1) \cdot r_1) \cdot r_1 \cdot f(r_1) dr_1$$

بما أن احتمال أن يكون معدل العائد موجبا يكون كبيرا، فإن الطرف الأول للمعادلة هو الذي يرجح ومنه فإن إشارة المشتقة تكون سالبة، ما يعني أن هناك علاقة عكسية بين القيمة المثلى لأرباح السهم وقيمة معامل الحذر β .

$$\frac{\delta g(D_1)}{\delta \delta} = \beta \cdot \int_0^\infty u'((X_1 - D_1) \cdot r_1) \cdot r_1 \cdot f(r_1) dr_1 - \beta \cdot \int_{-\infty}^0 u'((X_1 - D_1) \cdot r_1) \cdot r_1 \cdot f(r_1) dr_1 > 0$$

وهذه المشتقة موجبة تماما، فالطرف الأول للتكامل بوجود معدل عائد موجب فهو موجب، أما الطرف الثاني بمعدل عائد سالب فهو سالب والإشارة السالبة تجعله موجبا، فتكون بذلك المشتقة موجبة، وهذه النتيجة تدل على أن هناك علاقة طردية بين القيمة المثلى لأرباح السهم وقيمة معامل كره الغموض.

يبقى المعامل الأخير (λ)، ولدراسة تغيرات المشتقة عنده، يتم اتباع ما يلي:

ارتفاع قيمة معامل كره الخسارة يزيد من قيمة المنفعة الحدية التي تفقد، ويكون ذلك عندما يكون معدل العائد سالبا، فيتأثر بذلك فقط الطرف الأخير من المشتقة الأولى للمنفعة والذي يكون متناقصا (سلبا) مع زيادة معامل كره الخسارة، وبالرجوع إلى الإشارة السالبة التي تسبقه يصبح موجبا، وهذا يجعل المشتق عند هذا المعامل موجب.

فرضا أن $D_1 < D_1^{(R)}$ ، يصبح الطرف الأول لمشتق المنفعة متناقص مع زيادة معامل كره الخسارة وإذا كان $S_1 < S_1^{(R)}$ كذلك، فإن من المحتمل أن تكون المشتقة سالبة ولكن في المدى الطويل تصبح $S_1^{(R)}$ متجانسة لتشكيل مشتريات بأسعار تلك الأسهم، وبالتالي التغيير من قيمتي كل من D_1 و $D_1^{(R)}$ وهذا يؤدي إلى أن تكون هناك علاقة موجبة بين معامل كره الخسارة والقيمة المثلى لأرباح السهم.

المطلب الرابع: نظرية التلبية لأرباح السهم¹ The Catering Theory of Dividends

تعتبر محاولة تفسير سياسة توزيع أرباح السهم من بين أكثر الموضوعات دراسة في مالية المؤسسة فمرورا بعدم أهمية أرباح السهم لموديغلياني وميلر 1961 إلى يومنا هذا فقد تم الحديث كثير عن أرباح السهم سواء أكان ذلك نظريا أو عمليا. فبلاك (Black (1976, p. 8) مثلا يقول أنه من الصعب تفسير سياسة أرباح السهم، فهي تظهر كلغز غير قابل للحل، وبما أنها سياسة فهذا يعني أن التطورات الحاصلة فيها لم تكن عشوائية أو من محض إرادتها، فهناك عدة عوامل منطقية تتحكم فيها، والتي من الصعب جدا حصرها أو محاولة فهم تأثيرها بالضبط حتى وإن عرفت.

في الوقت الحالي يقول الكثير من الباحثين في هذا المجال بأن أرباح السهم تعتبر متغيرة أساسية في حياة المؤسسة أو الاستثمار بصفة عامة، لأنها ذات تأثير مباشر على الاستثمار (روس، وسترفيلد وجاف (Ross, Westerfield, and Jaffe, 2002).

لقد توصلا فاما وفرانش (2001) في دراسة على المؤسسات الصناعية الأمريكية المدرجة إلى أن نسبة المؤسسات التي توزع أرباح السهم انخفضت من 66.5% سنة 1978 إلى 20.8 سنة 1999، ولقد أرجعوا هذا الانخفاض إلى تغير خصائص المؤسسات، كانهخفاض الربحية مع وجود فرص استثمارية كثيرة، الأمر الذي دفع هذه المؤسسات إلى عدم توزيع الأرباح. وفي دراسة أخرى لكل من غورجن رنبوغ ودا سيلفا (Goergen, Renneboog, and da Silva (2005) توصلوا إلى أن سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الألمانية تكون تابعة للتدفقات النقدية الحرة.

بعد دراسة قاما بها باكر وويرغلر (Baker and Wurgler (2002) لمحاولة تفسير لماذا انخفضت نسبة المؤسسات التي توزع أرباح السهم في الولايات المتحدة الأمريكية بين سنتي 1978 و1999، حيث استخدمتا في الدراسة كل من: تكلفة الوكالة، عدم تماثل المعلومات، خيارات أسهم الإدارة، درجة وعي قانون الضرائب، تأثير الزبائن، وتلبية شعور المستثمر، فكانت النتائج أن تلبية شعور المستثمر هو أحسن تفسير لهذه الظاهرة، حيث إن المؤسسات تقوم بدفع حصص أرباح السهم تلبية لحاجيات المستثمرين اللاعقلانيين بغية رفع السعر السوقي للسهم فوق قيمته الأساسية.

فمن خلال النتائج السابقة، تم التوصل إلى أن الخصائص النفسية للمستثمرين تؤدي دورا مهما في مالية السوق، كما يحدد السلوك اللاعقلاني للمستثمر فعالية الترويج، وعلى نفس النمط فإن القرارات الإدارية التمويلية والاستثمارية لها ردود فعل عقلانية للزبائن والسوق المالي.

¹ H. Kent Baker, *Op-cit*, 2009 pp 216-235.

لقد قاما باكر وويرغلر (Baker and Wurgler (2004a بتطوير نظرية التلبية لأرباح السهم وذلك بالاعتماد على نموذج ميداني منفصل حيث تم تقسيم المؤسسات إلى موزعة لأرباح السهم وغير موزعة، وتم تطوير هذا النموذج اعتمادا على ثلاث فرضيات أساسية هي:

- نظرا للأسباب النفسية و/أو المؤسساتية فإن طلب المستثمرين لأرباح السهم يتغير مع مرور الزمن
- فرضية الترحيح لمودigliاني وميلر سوف تخفق في تفسير مدى عدم إمكانية تأثير طلب المستثمر لأرباح السهم على سعر السهم في وجود مؤسسات موزعة وأخرى غير موزعة.
- المسير عقلانيا سوف يلبي طلب المستثمر بتوزيع أرباح السهم عندما يضع المستثمرون علاوة على دفع حصص أرباح السهم.

ومن ناحية أخرى فإن المؤسسات التي لا توزع أرباح السهم سوف تبدأ بالتوزيع عندما تكون العلاوة على المتاجرة بأسهم المؤسسات الموزعة قريبة نسبيا من العلاوة على المتاجرة بأسهمها وذلك بغية رفع القيمة السوقية لها، وتوقف التوزيع عندما تصبح المتاجرة بالتخفيض في سعر أسهم المؤسسات التي توزع أرباح السهم. فبذلك تكون أسعار أسهم المؤسسات قريبة من بعضها البعض مرتفعة في سنوات الطلب المتزايد ومنخفضة في سنوات الطلب المتدني.

النموذج: ليكن ما يلي:

Q : هي قيمة الأسهم المطروحة، V : تمثل قيمة المؤسسة في الفترة $t = 1$ ، F : القيمة السوقية المتوقعة للمؤسسة في $t = 1$ ، ε : متغير عشوائي طبيعي بتوقع معدوم (الخطأ المعياري للتقدير).

$$V = F + \varepsilon \quad \text{وعليه يكون:}$$

d : نسبة أرباح السهم الموزعة في الفترة $t = 0$ ، وهي محصورة بين 0 و1، c : تكلفة توزيع أرباح السهم وعليه فإن القيمة السوقية للمؤسسة تنخفض بمقدار $d(1 + c)$.

ليكن هناك مجموعة من المستثمرين:

- 1- مستثمرون ومرجحون يتحملون مخاطرة الفترة γ و γ^A على الترتيب،
- 2- مستثمرون يهتمون بالمؤسسات التي توزع أرباح السهم، حيث أن هذا النوع من المستثمرين تكون استثماراتهم متنوعة (باربريس وشليفر (Barberis and Shleifer (2003).

لقد قاما باكر وويرغلر بنمذجة طلب المستثمرين باختلافهم على أرباح السهم من خلال التوقعات اللاعقلانية للتوزيعات، فتوصلا إلى أن المستثمرين لا يعرفون تكلفة توزيع أرباح السهم c وأن تقديراتهم لمتوسط التوزيعات تكون سيئة، سواء بالنسبة للمؤسسات التي توزع (V^D) أو التي لا توزع (V^G) ، أما

المرجحون فإن تقديراتهم تكون غير متحيزة حيث أن القيمة السوقية للمؤسسة تكون F إذا لم توزع أرباح السهم وتكون $F - cd$ إذا وزعت.

فبسبب كره المخاطرة من طرف المرجحين (γ^A) فإن عملية الترحيح تكون محدودة، وبسوء فهم المستثمرون فإن أسعار أسهم الصنفين من المؤسسات سوف تختلف.

ليكن طلب من مستثمر ما ينتمي إلى مجموعة K ففي الفترة $t = 0$ حيث:

$K = C$: المستثمر ينتمي إلى صنف المستثمرين.

$K = A$: المستثمر ينتمي إلى صنف المرجحين.

ومنه يكون ما يلي: $E^C(V) = V(d; D)$ و $E^A(V) = F - cd$

حيث: $E^A(V)$: قيمة أسهم المؤسسة عند المرجحين، $E^C(V)$: قيمة أسهم المؤسسة عند المستثمرين.

فحسب (Li and Lie, 2006, p. 296) فإنه يكون: $D_0^K = \gamma^K (E^K(V) - P_0)$

حيث: D_0^K : قيمة أرباح السهم عند المستثمر K ، γ^K : درجة كره المخاطرة عند المستثمر K ،

$E^K(V)$: قيمة الأسهم عند المستثمر K ، P_0 : سعر شراء الأسهم.

وكشرط في السوق حيث يكون: $D_0^C + D_0^A = Q$ التابع إلى سعر السهم عند توزيع أرباح السهم P^D

و نمو المؤسسات P^G (Baker and Wurgler, 2004a, p. 1129).

$$P_0 = \begin{cases} P_0^D \equiv \frac{\gamma}{\gamma + \gamma^A} V^D + \frac{\gamma^A}{\gamma + \gamma^A} (F - c) - \frac{Q}{\gamma + \gamma^A} \\ P_0^G \equiv \frac{\gamma}{\gamma + \gamma^A} V^G + \frac{\gamma^A}{\gamma + \gamma^A} F - \frac{Q}{\gamma + \gamma^A} \end{cases}$$

من هذه المعادلة يتضح أن المسير يقوم باتخاذ قرار توزيع أرباح السهم بناء على الأسعار، فهو يهتم بالسعر الحالي وقيمة التوزيعات الكلية ومنه تكلفة التوزيعات، في ظل سوق غير كفؤ ليحدد بذلك قيمة سوقية للمؤسسة كما هي محددة من قبل في السياسات الاستثمارية أو يحقق سعر في أجل قصير تبعاً لما تم تلبينه في سياسة توزيع الأرباح من قبل.

وبالتالي فالقرار هنا يعتمد على آفاق المسير (λ) وما مدى وجود الإحلال بين أهدافه، فتكون مشكلة المسير

$$\text{هي: } \max_d (1 - \lambda) P_0 + \lambda(-dc)$$

$$\text{ويكون الحل في علاقة التوازن التالية: } P_0^D - P_0^G \equiv \frac{\gamma}{\gamma + \gamma^A} (V^D - V^G) - \frac{\gamma^A}{\gamma + \gamma^A} c > \frac{\lambda}{1 - \lambda} c$$

$\frac{\gamma}{\gamma + \gamma^A} (V^D - V^G)$: تمثل التأثير الإيجابي الفوري للسعر نتيجة التغيير بين مؤسسة موزعة وغير موزعة

لأرباح السهم،

$-\frac{\gamma^A}{\gamma + \gamma^A} c$: تمثل التأثير السلبي الفوري للسعر نتيجة معرفة المرجحين لتكلفة التوزيعات c .

يقوم المستثمر بتوزيع أرباح السهم في حالة ما كانت العلاوة على أرباح السهم موجبة وتفوق تكلفة التوزيع على المدى البعيد، وهذا ما يعبر على عدم المساواة في العلاقة السابقة.

فمن العلاقة أعلاه يتضح أن الرغبة في توزيع أرباح السهم:

- علاقة طردية مع علاوة أرباح السهم،
- علاقة عكسية مع التكلفة c ، تكلفة توزيع أرباح السهم، آفاق المسير λ و انتشار المرجحين في السوق المالية.

الإعلان عن توزيع أرباح السهم له تأثير إيجابي ومتزايد مع زيادة علاوة أرباح السهم، كما أن هناك تأثيراً سلبياً أيضاً في حالة الإعلان عن عدم توزيع أرباح السهم، أي تعميم النموذج ليصبح يشمل المؤسسات التي كانت توزع أرباح السهم، ثم أصبحت لا توزع، فالمستثمرون يهملون هذه الأسهم وتبقى تجذب انتباه المرجحين، فيكون سعر هذه الأسهم كما تبينه العلاقة التالية:

$$P_0^{FD} = F - \frac{Q}{\gamma^A}$$

فبناء على علاقة التوازن السابقة يكون: $P_0^D - P_0^G \equiv \frac{\gamma}{\gamma + \gamma^A} (V^D - (F - \frac{Q}{\gamma^A})) - \frac{\gamma^A}{\gamma + \gamma^A} c > \frac{\lambda}{1 - \lambda} c$

فبالنسبة للمؤسسات التي كانت توزع أرباح السهم، فمواصلة عملية التوزيع لها علاقة طردية مع علاوة أرباح السهم وعكسية مع تكلفة التوزيع.

ففي حالة كون أن الإعلان عن بدأ توزيع أرباح السهم يكون غير مهم (لا يلفت الانتباه)، فإنه بإمكان مواصلة توزيع أرباح السهم بالنسبة للمؤسسات التي كانت توزع، وهذا في حالة ما إذا كان تأثير قطع عملية التوزيع على السعر كبير.

كما أن بعض المؤسسات تكون موزعة لأرباح السهم، ولكن في فترة ما بين اللحظة 0 واللحظة 1 تصبح هذه المؤسسة من بين المؤسسات ذات إمكانية التطور العالية، فهذا يزيد من احتمال عدم توزيعها لأرباح السهم في المستقبل، وهذا ممكن أن يدفع بمؤسسات أخرى موزعة لأرباح السهم أن تقوم بالإعلان عن عدم التوزيع (تأثير سلبي على المؤسسة) ولكن هناك احتمال أن تعتبر من ضمن المؤسسات ذات إمكانيات التطور.

فمن أجل تحديد الفرق بين الأسعار السوقية لمؤسسات ذات سياسات استثمارية متقاربة ولكن بسياسات توزيعية مختلفة، فقد قاما باكر وويرغلر (Baker and Wurgler (2004a بتحديد متغيرات من خلالها يتم تحديد علاوة أرباح السهم، حيث تم قياس العلاوة عن طريق أربع متغيرات، حيث يتوقع أن تفسر التباين الملحوظ في السلاسل الزمنية في دفع أرباح السهم:

- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية: وهي مساوية إلى القيمة الدفترية للأصول مطروح منها القيمة الدفترية للأموال الخاصة مضاف إليها القيمة السوقية للأموال الخاصة والحاصل يقسم على القيمة الدفترية للأصول.
- القيمة الدفترية للأموال الخاصة: قيمة ملكية المساهمين مطروح منها قيمة السهم ذات الأفضلية عند التصفية، مضاف إليها الضرائب المؤجلة وقرض الضريبة الاستثمارية مطروح منها أصول ما بعد التقاعد.

فعلاوة أرباح السهم في الفترة t P_t^{D-ND} هي كما تبينها العلاقة التالية:

$$P_t^{D-ND} = \ln \left(\sum_i w_{ti}^d \frac{V_{ti}^d}{A_{ti}^d} \right) - \ln \left(\sum_i w_{ti}^{nd} \frac{V_{ti}^{nd}}{A_{ti}^{nd}} \right)$$

w_{ti}^d : وزن المؤسسة i في فرع المؤسسات التي وزعت أرباح السهم في الفترة t ،

V_{ti}^d : القيمة السوقية للمؤسسة i في فرع التي وزعت أرباح السهم في الفترة t ،

A_{ti}^d : القيمة الدفترية للمؤسسة i في فرع التي وزعت أرباح السهم في الفترة t ،

w_{ti}^{nd} : وزن المؤسسة i في فرع المؤسسات التي لم توزع أرباح السهم في الفترة t ،

V_{ti}^{nd} : القيمة السوقية للمؤسسة i في فرع التي لم توزع أرباح السهم في الفترة t ،

A_{ti}^{nd} : القيمة الدفترية للمؤسسة i في فرع التي لم توزع أرباح السهم في الفترة t ،

فحسب باكر وويرغلر (Baker and Wurgler (2004a) فإن أحاسيس المستثمر تؤثر بشكل كبير على السعر السوقي للسهم، فمثلا مستثمر إيجابي مع النمو فإنه يفضل تلك المؤسسات التي لا توزع أرباح السهم فيرتفع عنده السعر السوقي لهذه الأسهم، أما مستثمر له إحساس إيجابي مع توزيع أرباح السهم، فإن السعر السوقي لأسهم المؤسسات التي توزع أرباح السهم سوف يرتفع عنده.

- الاختلاف السعري بين ربح القيمة وأرباح السهم، فهم يختلفون في الطريقة لا في دفع السيولة فإذا أراد مستثمر الحصول على سيولة فعليه إما انتظار أرباح السهم أو بيع تلك الأسهم للحصول على ربح القيمة.
- التأثير في الثلاثة أيام التي تلي آخر إعلان عن توزيع أرباح السهم: ومبتغى ذلك هو أن مستثمرا يريد الحصول على أرباح السهم فإنه سوف يتجاوب إيجابيا مع الإعلان عن توزيع أرباح السهم في هذه الثلاثة أيام.
- فائض العائد المستقبلي للمؤسسات التي وزعت أرباح السهم مقابل التي لم توزع، فإذا قامت المؤسسة بتوزيع أرباح السهم بغية استغلال سوء التسعير السوقي فإنه سوف يكون الفرق كبيرا.

فحسب هذا النموذج فإن المستثمرين يقومون بتصنيف المؤسسات على حسب امكانية التوزيع كما يلي:

$$initiate_t = \frac{new\ payers_t}{nonpayers_{t-1} - delist\ nonpayers_t}$$

$$continue_t = \frac{old\ payers_t}{payers_{t-1} - delist\ payers_t}$$

$$listpay_t = \frac{list\ payers_t}{list\ payers_t + list\ nonpayers_t}$$

payers: مجموع الموزعين.

new payers: عدد الموزعين الجدد خلال الفترة والذين لم يوزعوا في الفترة السابقة.

old payers: عدد الموزعين الذين وزعوا أيضا في الفترة السابقة.

list payers: عدد الموزعين الذين لم يكونوا في العينة في الفترة السابقة.

new nonpayers: عدد الذين أوقفوا التوزيع خلال الفترة من الذين كانوا يوزعوا.

delist payers: عدد الموزعين في الفترة السابقة ولم توجد في عينة هذه الفترة.

الدراسة الميدانية

لقد قاما باكر وويرغلر بدراسة ميدانية على معطيات بين سنتي 1962 و 2000، حيث قاما بربط علاوة أرباح السهم مع متغيرات البادئين الجدد في توزيع أرباح السهم والمستثمرين الذين كانوا يوزعون في الماضي، فتوصلا إلى وجود علاقة قوية موجبة بين المتغيرات الثلاثة (بين المتغيرات الأربعة السالفة الذكر) وبدأ عملية توزيع أرباح السهم، أما المتغيرة الباقية (الرابعة) فإن لها علاقة سلبية مع بدأ توزيع أرباح السهم والتي تدل على أن هناك علاقة بين معدل بدأ توزيع الأرباح والعوائد المستقبلية المنخفضة على أسهم المؤسسات التي توزع أرباح السهم مقارنة بالتي لم توزع الأرباح.

كما توصلا أيضا إلى وجود علاقة إيجابية بين علاوة أرباح السهم واستمرارية التوزيع، فالموزعون هم الأكثر تفضيلا لمواصلة عملية التوزيع خاصة في حالة ما يكون سعر السهم مرتفعا والعكس صحيح، كما توصلا أيضا إلى وجود علاقة سلبية بين العائد المستقبلي واستمرارية التوزيع.

ولقد تم التأكد من هذه النتائج السابقة بعد ضبط كل من إعادة شراء الأسهم وخصائص المؤسسات (الربحية الحجم، الفرص الاستثمارية، فكان هناك علاقة إيجابية بين علاوة أرباح السهم وكل من بدء التوزيع الاستثمارية ودفع أرباح السهم من طرف المؤسسات المدرجة حديثا.

وكدراسة لما قبل هذه النظرية، فإن باكر وويرغلر لم يتوصلا إلى وجود تأثير لعلاوة أرباح السهم مع كل من: تأثير اختلاف الزبائن الناتج عن الضرائب، تكاليف الصفقات وقيود المستثمرين المؤسساتيين والتي تطرقا إليها كل من بلاك وسكولز (Black and Scholes (1974).

كما توصلنا باكر وويرغلر أيضا إلى أن في حالة ما كان ارتفاع علاوة أرباح السهم فهذا يعكس ميلان المستثمرين لحماية الموزعين عندما يكون هناك شعور منخفض بنمو الحصص، أي أن المسيرين يلبون طلبيات المستثمرين بناء على معنوياتهم.

فما سبق يمكن القول إن نظرية التلبية لأرباح السهم تقوم على العناصر الأساسية التالية¹:

- 1- هناك أسباب نفسية وأخرى مؤسسية تؤثر على طلب المستثمرين لأرباح السهم فتصعب من عملية التنبؤ بهذا الطلب، لأنه وفق هذه الأسباب يكون الطلب متغيرا مع مرور الوقت فمثلا يفضل المستثمر الحصول على أرباح السهم إذا كان يعتقد بأن هناك تدهورا في السوق المالية، والعكس صحيح.
- 2- عجز عملية المراجعة في التأثير على هذا الطلب لكلا النوعين من المؤسسات (موزعة وغير موزعة لأرباح السهم)، والسبب في ذلك أنه يصعب قياس العناصر النفسية بدقة للمستثمر.
- 3- يقوم المسيرين بتلبية طلبات المستثمرين، فيرفعون من توزيعات أرباح السهم تبعا للارتفاع الموجود في الطلب على أسهم المؤسسات التي توزع، ويقومون بالعكس في حالة ما كان الطلب أكثر على أسهم المؤسسات التي لا توزع.
- 4- يتم تصنيف المؤسسات حسب مجموع الاستثمارات والفرص الاستثمارية، ثم تجزأ إلى موزعة وغير موزعة، ليتم حساب الفرق بين المؤسسات فيما يخص نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (تم تسمية هذا الفرق بعلاوة أرباح السهم)، وتبنى سياسة التوزيع بناء على تغيرات هذا الفرق (علاوة أرباح السهم).

¹ Ashiq Ali and Oktay Urcan, **Dividend increases and future earnings**, Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics, 19:1, 2012, PP 15-17.

خلاصة الفصل الثاني

تعتبر أكبر مشكلة تواجه المؤسسات هي كيف يمكن الوصول إلى تعظيم القيمة السوقية لها من خلال القرارات التي تتخذ، ومحاولتنا للوصول إلى إجابة نظرية كانت أو واقعية تمكن أو تساعد على فهم أكثر للقرارات التي تتخذها المؤسسة، ولعل أهم هذه القرارات تلك المتعلقة بتوزيع الأرباح والتي اختلفت الآراء حول مدى إمكانية تأثيرها على ثروة المؤسسة.

فأولى الدراسات في هذا المجال تمكنت من القول إن قرار توزيع الأرباح ليس له أي أثر على القيمة السوقية للمؤسسة كما يقول مودigliاني وميلر، وكانت إجابتهم أن القيمة السوقية للمؤسسة تتحدد وفق إنتاجية أصول المؤسسة وليس الطريقة التي يتم التعامل بها مع الأرباح، وأن جميع سياسات توزيع الأرباح متماثلة فيما بينها. وقد أكد هذه الحجة كل من بلاك وسكولز (Black and Scholes (1974، ميلر وسكولز (Miller and Scholes (1978, 1982، ميلر (Miller (1986).

وبعد الابتعاد عن التصور المثالي للعالم الاقتصادي الذي برهن فيه كل من مودigliاني وميلر على مدى واقعية وصحة تصورهم والاقتراب من العالم الاقتصادي الواقعي، ما تفتأ أن تصبح مشكلة توزيع الأرباح كلغز، وأكثر قابلية للمناقشة في عالم يتميز بالسوق الناقصة (ليس الكاملة) كوجود الضرائب واختلافها بين المتعاملين الاقتصاديين، عدم تماثل المعلومات، تضارب المصالح، تكاليف الصفقات، اختلاف درجة رشادة المستثمرين وكذا تصرفاتهم، من خلال ما سبق يمكن القول أن الحجة التي جاء بها مودigliاني وميلر غير واقعية وأن نقيضها هو الأصح وبذلك يتم تأكيد أن سياسة توزيع الأرباح لها دور كبير وأثر جد قوي على القيمة السوقية للمؤسسة وثروة الملاك.

لقد استجابت كثير من الأبحاث إلى البرهنة التي جاء بها كل من مودigliاني وميلر "عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة" وخلصت إلى لغز شامل وأكثر دلالة لا يمكن الإجابة عليه بسهولة، وهو: لماذا تقوم المؤسسات بتوزيع الأرباح، ولماذا يعطي الملاك عناية واهتمام كبير لقرار توزيع الأرباح؟ "لغز أرباح السهم"، فإجمالاً يتم النظر إلى صورة توزيع أرباح السهم، وعند التمعن في هذا الموضوع يصبح يظهر وكأنه لغز من عدة أجزاء والتي يمكن أن لا يحس بها الكل (بلاك (Black (1976) وسنوات فيما بعد جاءا فلدستين وغرين (Feldstein and Green (1983, p. 17 ليقولا أن البرهنة الأقرب لحل لغز أرباح السهم هو مالية المؤسسة، ثم ليقول ميلر (1986) بعد ذلك أن التوزيع النقدي لأرباح السهم هو واحد من بين أجزاء اللغز، ليأتي أنغ (Ang (1987, p. 55 الذي لاحظ أنه بعد أن كانت سياسات توزيع الأرباح لا أثر لها على قيمة ثروة الملاك، وبعد أن تم اعطاؤها الأهمية وأصبحت تكون لغزا حقيقيا في مالية المؤسسة، فإن الشيء الملاحظ الآن أن حل هذا اللغز لم يكن من السهل وليس واضحا ليتم معالجته بسهولة، وهذا ما يزيد يؤكد بأن اللغز حقيقة معقد.

مقدمة الفصل الثالث

تعتبر القرارات الخاصة بأرباح السهم من بين أهم القرارات التمويلية في المؤسسة، فمن خلالها يتم تحديد الجزء من أرباح المؤسسة الذي سوف يوزع على حملة الأسهم والجزء الذي سيتم إعادة استثماره (تمويل الأصول)، ويسمى هذا كله بسياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة.

ولقد أجريت الكثير من الاختبارات على النظريات المفسرة لسياسة توزيع أرباح السهم، فكانت في الغالب مساندة لها، بالرغم من وجود بعض الاختلافات والتي يمكن إرجاعها إلى التباين في العينات وطرق التحليل، فكل دراسة تعتمد على عينة أو عينات تختلف عنها في الدراسات الأخرى، كما تختلف أيضا فترات الدراسة والأزمنة.

ومن أهم العوائق أيضا التي حالت دون التأكيد التام للنظريات، هو صعوبة قياس بعض المتغيرات كتكاليف الوكالة، الإفلاس، تكلفة الملكية... الخ، واختلاف بعض المتغيرات من دولة إلى أخرى ومن فترة لأخرى فمثلا الحجم الذي يعتبر من بين أهم محددات توزيع أرباح السهم، إلا أن تعريفه يختلف باختلاف الأزمنة والبلد، فمؤسسة صغيرة في الولايات المتحدة الأمريكية لا يمكن أن تكون كذلك في دولة أخرى.

إلى حد الآن هناك دراسات تحاول دائما الوقوف على مدى تحقيق قرارات سياسة توزيع أرباح السهم لهدف تعظيم ثروة الملاك وقيمة المؤسسة، تعود فكرة تأثير أرباح السهم على قيمة المؤسسة إلى سنة 1938 من خلال نظرية قيمة الاستثمار للاقتصادي جون بيرر وليامز John Burr Williams، الذي توصل إلى أن السهم يقيم وفق ما يمكن أن يحققه، لذلك فسعره الحالي هو عبارة عن القيمة الحالية لأرباح السهم الخاصة به وسعر بيعه، أما غراهام ودود (Graham and Dodd (1951 فتوصلا إلى أن السعر السوقي لسهم ما يعكس كل من توزيعات الأرباح التي يستحقها وأرباح المؤسسة، وفي سنة 1959 توصلوا إلى نموذج يبين أن المتغيرتين الأساسيتين في تحديد قيمة السهم هي أرباح السهم ومعدل الاستحداث.

المبحث الأول: نموذج التعديل الجزئي، نظرية التفضيل الضريبي ودورة حياة المؤسسة
يعتبر نموذج التعديل الجزئي من بين أهم النماذج المفسرة لسياسة توزيع أرباح السهم، ولقد قامت عدة دراسات عليه وكانت مؤكدة له في أغلبها، كما أكدت الدراسات أيضا مكانة دورة حياة المؤسسة في تحديد سياسة التوزيع المتبعة، ومدى تأثيرها بالسياسات الضريبية للمحيط الذي تنتمي إليه المؤسسة.

المطلب الأول: نموذج التعديل الجزئي¹

من المقاربات للتطرق إلى اللغز الخاص بتوزيع أرباح السهم هو فهم قرارات التسيير التي من شأنها أن تؤثر في محددات تغير سياسة توزيع الأرباح (لينتنر 1956)، الذي قام بسلسلة من المقابلات مع مسيري 28 مؤسسة صناعية أمريكية، أين تطرق إلى توزيع أرباحها لمدة 7 سنوات من 1947 إلى 1953 توصل إلى أن المؤسسات تحدد سياسة توزيع أرباحها تبعا لأرباحها الجارية ونسبة التوزيعات المستهدفة كما وجد أن المؤسسات تقوم بتعديل نسب توزيع أرباحها طبقا لهذه النسبة المستهدفة والتي تختلف من مؤسسة إلى أخرى ومن فترة إلى أخرى.

بناء على هذه النتائج، قام لينتنر 1956 بتطوير نموذج التعديل الجزئي للتغير في مستوى التوزيعات (ΔD) عبر الزمن (t) وباختلاف المؤسسات (i)، وهذا النموذج يعكس ثقة المسيرين في أن المستثمرين يكرهون المستويات الشاذة لأشكال توزيع أرباح السهم، ومن ثم التركيز على التغير في مستويات الأرباح الموزعة ($\Delta D_{i,t}$):

$$\Delta D_{i,t} = \alpha_i + C_i [D^{\circ}_{i,t} - D_{i(t-1)}] + U_{i,t}$$

حيث: $\Delta D_{i,t} = D_{i,t} - D_{i(t-1)}$: التغير في مستويات توزيع أرباح المؤسسة بين سنتين متتاليتين.
 $D^{\circ}_{i,t} = R_i (P_{i,t})$: مبلغ الأرباح الموزع فعلا، (R_i) يمثل نسبة التوزيع المستهدفة للمؤسسة (i) و ($P_{i,t}$) يمثل الربح الجاري للمؤسسة i في اللحظة (t).

C_i : يمثل معامل التعديل الخاص بالمؤسسة (i) وهو متعلق بالفرق بين توزيعات السنة الماضية والتوزيعات الحالية.

α_i : قيمة ثابتة وتكون في الغالب موجبة لتعكس رغبة المسيرين في عدم تخفيض قيمة التوزيعات.
 $U_{i,t}$: خطأ التقدير.

العلاقة السابقة يمكن كتابتها على النحو التالي: $D_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta P_{i,t} + \gamma D_{i(t-1)} + U_{i,t}$

حيث: $\beta = C_i (R_i)$ و $\gamma = 1 - C_i$

توصل لينتنر من خلال هذه الدراسة إلى أن نسب التوزيعات المستهدفة كانت تتراوح ما بين 20% و 80% ونسبة التغير في قيمة التوزيعات كانت بين 20% و 50%.

¹ Manos Ronny ; Op-cit, 2001. pp 29- 37.

حسب لينتتر 1956 فإن الأرباح الجارية للمؤسسة تؤدي دورا مهما في تحديد تغيرات التوزيعات، ذلك أن المساهمين يرون أن الأرباح التي تحققها المؤسسة تعكس قيمة التوزيعات المتوقعة من طرف المستثمرين. فقيمة التوزيعات يمكن تحديدها حسب العلاقة أعلاه، بأنها هي عبارة عن معادلة في الأرباح الجارية للمؤسسة ($P_{i,t}$) وقيمة التوزيعات السابقة ($D_{i,(t-1)}$)، وبذلك تكون قيمة التوزيعات في أي فترة عبارة عن القيمة المرجحة (التي يحددها المعامل C_i) للأرباح الحالية والسابقة للمؤسسة.

بناء على هذه النتائج، فالعوامل التي يبني عليها نموذج التعديل الجزئي لسياسة توزيع أرباح المؤسسة هي: أرباحها الجارية ($P_{i,t}$)، النسبة المستهدفة للتوزيع (R_i) ومعامل التعديل (C_i). انطلاقا من هذه العوامل الثلاثة، يمكن للمستثمر أن يتنبأ بقيمة ما سوف يحصل عليه من توزيعات المؤسسة. ولقد أكدت عدة دراسات صحة هذا النموذج، على غرار فاما وبابياك (1968) Fama and Babiak. وموكرجي (1992) Mookerjee الذي أضاف عامل جديد إلى نموذج التعديل الجزئي وهو مدى توفر التمويل الخارجي بعد دراسة قام بها على عينة من المؤسسات الهندية، أين استنتج أن هذه المتغيرة (مدى توفر التمويل الخارجي) ذات دلالة إحصائية قوية ولها معامل موجب الذي يعكس إمكانية المؤسسة على الاقتراض ومن ثم الميل إلى استعمال القروض لتغطية التوزيعات المطلوبة، كما أكد أن المعامل الثابت في نموذج لينتتر موجب وذو دلالة إحصائية وأنه يعكس رغبة المؤسسة في رفع (عدم تخفيض) قيمة التوزيعات غير أنه توصل إلى أن هذه القيمة سالبة في دراسته، ورجح أن هذا يعود إلى التأثير الضريبي في الهند (الضرائب مرتفعة في الهند).

فبتقسيم أرباح المؤسسة إلى أرباح دائمة وأرباح جارية (لي (1996) Lee)، الذي قام بدراسة على الأرباح وتوزيع أرباح السهم السنوية الخاصة بمؤسسات standard & poor's 500 index باستعمال السلاسل الزمنية لملاحظاتها من سنة 1971 إلى 1992، وتوصل إلى أن أرباح السهم تتوقف على الأرباح الدائمة للمؤسسة، ليوضح بذلك أن النسبة المستهدفة لتوزيع الأرباح هي دالة في الأرباح الدائمة وليس الجارية للمؤسسة، ليؤكد فرضية أن الأرباح الجارية ليست مؤشر جيد عن وضعية التمويل طويل المدى وهذا ما جعل المسيرين يستعملون سياسة توزيع أرباح السهم كإشارة عن الوضعية المالية المستقبلية للمؤسسة.

وفي دراسة لملاحظات ثلاثية خاصة بأرباح السهم، أرباح المؤسسة والسعر السوقي للسهم لفترة من 1948 إلى 1994 (شيرفاني وويلبرات (1997) Shirvani and Wilbratte's)، تبين أن المؤسسات تطبق معاملات تعديل (C_i) مختلفة في تخفيض أو زيادة أرباح السهم. فإذا كانت نسبة التوزيع منخفضة فإن على المدى الطويل سوف ترتفع لبلوغ النسبة المستهدفة، وبذلك سوف تزداد أرباح السهم، أما إذا كانت مرتفعة

فإن المؤسسة تحافظ على ثبات أرباح السهم، وتنتظر ارتفاع الأرباح لبلوغ النسبة المستهدفة. فالمسيرون دائما يحاولون تجنب تخفيض أرباح السهم، لأن ذلك يعتبر كإشارة سيئة عن وضعية المؤسسة (نظرية الإشارة)، والفكرة هي أن معامل التعديل محدد بالوظيفة الإشارية لأرباح السهم. وقد تم تأكيد هذه الفكرة في دراسة ميدانية (دوانتر ووارثر (Dewenter and Warther (1998) لعينتين (الأولى: 180 مؤسسة يابانية والثانية: 313 مؤسسة أمريكية) خلال الخمس سنوات الأولى (التي تكون فيها أرباح السهم غير معدومة) خلال الفترة 1982 إلى 1993، وكانت النتيجة أن هذا المعامل (C_i) يختلف بين العينتين وله قيمة متوسطة أكبر في المؤسسات اليابانية، وتم تفسير هذا الاختلاف على أن درجة تماثل المعلومة في المؤسسات اليابانية أكبر منها في الولايات المتحدة الأمريكية (حوكمة المؤسسات اليابانية هي الأحسن) كما أن المستثمر الياباني يعد الأكثر ثباتا في توظيفاته، وهذا يجعل اللجوء إلى سياسة توزيع أرباح السهم لم يعد له إشارة ذات تأثير قوي على المستثمر، ومن ثم فالمؤسسات اليابانية تتأقلم بسرعة مع وضعيتها (توفر المعلومات)، عكس المؤسسات الأمريكية التي تبقى تنتظر الوقت لتحديد وضعيتها المالية والتأكد منها (نظرا لنقص المعلومات)، وهذا ما يجعلها تستعمل معامل تعديل منخفض لتوزيع أرباح السهم لتفادي الوقوع في الخطأ، ولا تقوم برفعه إلا في حالة ما تم التأكد من أن هذه العملية سوف تستطيع الحفاظ عليها في المستقبل.

المطلب الثاني: نظرية التفضيل الضريبي¹

حسب هذه النظرية، فإن للضرائب تأثيرا قويا ومباشرا على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة والسوق ككل، فهي تشرح علاقة التأثير والتأثر الموجودة بين توزيع الأرباح وكل من الضرائب على: أرباح السهم ربح القيمة وأرباح الشركات، واختلاف هذا التأثير تبعا للمستثمرين.

1- التأثير الضريبي

القاعدة الأساسية في نظرية التفضيل الضريبي هي وجود ضريبة على دخول المساهمين (أرباح السهم و ربح القيمة) وبدرجة أكبر على أرباح السهم، مما يجعل الطريقة التي توزع بها المؤسسة أرباحها لها أثر كبير على المساهم، لأن هذا الأخير يبحث عن الطريقة المثلى لتعظيم منفعتة. الطريقة المثلى التي يمكن من خلالها التأكد من مدى صحة فرضية التأثير الضريبي هي دراسة تغيرات سعر وأرباح السهم تبعا للضريبة (هيبارد وميشايلي (Hubbard and Michaely (1997) وبابيونو وسافارس Papaioannou and Savarese (1994).

¹ Manos Ronny ; Op-cit, 2001. PP 38- 54.

استعمل جنري (1994) Gentry بيانات خاصة بمؤسسات مدرجة في NYSE أو AMEX لسنة 1987 (65 مؤسسة) وسنة 1988 (64 مؤسسة)، فكانت النتيجة مؤيدة لفرضية التأثير الضريبي وكانت الدراسة على مؤسسات PTPs (Publicly Traded Partnerships) الخاصة بالبترول ومؤسسات استكشاف الغاز وكان لهم نفس الحجم والاختلاف الوحيد هو أن PTPs لم تكن تدفع ضرائب خلال فترة الدراسة (عدم الخضوع للازدواج الضريبي، أي لها تفضيلات ضريبية). فبناء على هذا، فإذا كانت فرضية التفضيل الضريبي صحيحة فإن PTPs تدفع نسبة مهمة من أرباح السهم، وهذا ما كان بالفعل. كما توصل جنري أيضا إلى أن المؤسسة تأخذ بعين الاعتبار الضريبة على أرباح السهم عند تحديد أرباح السهم، والتي تكون مرتبطة بفرضية التأثير الضريبي.

قام لاسفر (1996) Lasfer بدراسة على 108 مؤسسة مدرجة في LSE بين سنتي 1973 و 1983 واستعمل في ذلك نموذج التعديل الجزئي الذي تم إضافة إليه أثر الضرائب على الأشخاص والشركات لتحديد نسبة توزيع أرباح السهم. حيث اختبر لاسفر نسبة توزيع أرباح السهم المستقبلية والحالية كدالة في الأرباح والتمييز الضريبي ((Tax Discrimination variable (TD)، ومتغيرة متعلقة بالتأثير الضريبي على المؤسسة، وهي تأخذ القيمة 1 إذا كان قيمة الضريبة على أرباح المؤسسة أقل من أرباح السهم وأن التسبيقات الضريبية التي دفعتها المؤسسة لا يمكن استعادتها، فعندما لا يمكن استعادت التسبيقات الضريبية يتوقع أن المؤسسة توزع نسبة منخفضة من أرباح السهم، وأن معامل هذه المتغيرة يكون سالب وذو دلالة إحصائية.

$$TD = (1 - m) / [(1 - z)(1 - s)]$$

حيث: m تمثل الدخل الحدي للضرائب على أرباح السهم، z تمثل الضريبة الفعلية على ربح القيمة s و s نسبة الضريبة على أرباح المؤسسات.

تعكس المتغيرة (TD) تأثير الضرائب على الأشخاص، وهي تتغير عكسيا مع نسبة الضريبة على عوائد الأشخاص. ففي حالة ما إذا كانت قيمة (TD) أكبر من الواحد فإن قيمة الضريبة على أرباح السهم تكون أقل من قيمة الضريبة على ربح القيمة، وبالتالي توقع أن المؤسسة س تدفع نسبة عالية من التوزيعات على شكل أرباح السهم. فتم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى أن كل المعاملات ذات دلالة إحصائية قوية وبإشارات توافق ما تنص عليه نظرية التفضيل الضريبي، وكانت النتيجة المهمة هي أن المؤسسات تسعى لتعظيم عوائد مساهميها بعد الضرائب (تخفيض تكلفة الضرائب على المساهمين).

وفي دراسة مشابهة (بابيونو وسافارس (1994) Papaioannou and Savarese) على عينة من المؤسسات الأمريكية (236 مؤسسة صناعية و40 مؤسسة ذات منفعة عامة) خلال الفترة الممتدة من سنة 1983 إلى 1991، وكما تم التركيز على ردة فعل المؤسسات للإصلاح الضريبي الذي من أهم نقاطه تساوي الضريبة على أرباح السهم مع الضريبة على ربح القيمة (28%) والذي كان في سنة 1986. وتم التوصل إلى أن

المؤسسات تتجاوب مع التغيرات في النظام الضريبي، وأن 23,2% من مؤسسات عينة الدراسة قد غيرت توزيعاتها بنسبة 10% بعد تاريخ الإصلاح الضريبي.

ولدراسة تأثير الإصلاح الضريبي في الولايات المتحدة الأمريكية (1986) تم أخذ مؤسسة واحدة، حيث قاما هيبارد وميشايلي (Hubbard and Michaely (1997) باختبار تأثير تغير الضرائب على نوعين من الأسهم (النوع الأول: المساهمون يستلمون أسهم مكان أرباح السهم، أما النوع الثاني فالمساهمون يستلمون أرباح السهم نقداً)، مع العلم أن استلام أسهم مقابل أرباح السهم يعفي المساهم من دفع الضرائب عكس استلام أرباح السهم نقداً أين يكون المساهم مجبر على دفع الضرائب. فسعر السهم يمكنه أن يعكس تفضيل أو كره أرباح السهم (نقداً)، في حين فالإصلاح الضريبي خفض كره المستثمرين الذين يدفعون ضرائب على أرباح السهم، ومن هنا فقيمة النوع الثاني من الأسهم سوف ترتفع بعد الإصلاح الضريبي.

وللتحقق مما سبق، تم أخذ نسبة متوسط أرباح السهم إلى متوسط سعره للفترة: 1982-1984 (قبل الإصلاح الضريبي) 1985-1986 (فترة الإصلاح الضريبي) و 1987-1989 (بعد الإصلاح الضريبي)، فتم حساب متوسط سعر السهم بقسمة متوسط سعر سهم النوع الأول على متوسط سعر سهم النوع الثاني، حيث تم ملاحظة أن هذه النسبة انخفضت من 1,01 (قبل الإصلاح الضريبي) إلى 0,91 (في فترة الإصلاح الضريبي) نتيجة زيادة قيمة أسهم النوع الثاني، والتي لم تبقى كما هي، حيث عادت النسبة إلى 1,01 (بعد الإصلاح الضريبي). وأكثر من ذلك، فقد وجد أن هذه النسبة قريبة من الواحد طول الفترة 1978-1993 وهذا ما يتعارض مع فرضية التأثير الضريبي.

والتعليل المناسب لعدم توافق نتائج هذه الدراسة مع فرضية التأثير الضريبي هو تأثير الزبائن clientele effects، الذي يمكن أن يكون السبب في عدم تأثير الضرائب على أسعار النوعين من الأسهم، كما أنه يمكن أن يكون السبب في تغير نسبة سعر النوعين في فترة الإصلاح الضريبي، غير أن هيربارد وميشايلي (Hubbard and Michaely (1997) لم يكن لديهما دليلاً خاصاً بذلك. كما أن هناك دراسات حديثة أثبتت أن المؤسسات تقوم بإعادة تعديل التوزيعات تبعاً للتغيرات الطارئة في الضرائب وذلك بغية تخفيض أثر الضرائب على أرباح السهم¹.

2- تأثير الزبائن

السبب الأساسي لوجود تأثير الزبائن هو الاختلاف الموجود بين المساهمين، والذي يؤدي بدوره إلى وجود اختلاف في التفضيلات والتأثير الضريبي عليهم. فالمؤسسة تعدل سياسة توزيع أرباح السهم موافقة مع نوعية شريحة مساهميها. وللتحقق من وجود علاقة بين نوعية الزبائن وأرباح السهم تم دراسة الأثر الموجود بين أرباح السهم والمعدل الحدي للضريبة على عوائد المستثمرين، وبالخصوص وجود علاقة

¹ H. Kent Baker, Op-cit, 2009, p 139.

عكسية بين المعدل الحدي للضريبة على عوائد المستثمرين وأرباح السهم، مما يؤدي وجود تأثير الزبائن على سياسة أرباح السهم. والمعدل الحدي للضريبة على عوائد المساهمين يمكن استنتاجه من خلال سلوك سعر السهم في يوم فقدان حق المطالبة بأرباح السهم (إلتون وغريبر (1970) Elton and Gruber).

فعندما يقوم المساهم ببيع الأسهم في يوم فقدان حق المطالبة بأرباح السهم (Ex_Dividend Day) فإنه سوف يدفع الضريبة على ربح القيمة وأرباح السهم، كما أن المساهم يكره بيع الأسهم في هذا اليوم لأن هذا يؤدي به إلى دفع ضريبة على أرباح السهم وربح القيمة التي تكون مرتفعة، في حين المساهم يمكنه أن يتجنب هذا وذلك ببيع الأسهم في (cum-dividend day) أين يكون سعر السهم عبارة عن القيمة الحالية لأرباح السهم المستقبلية المتوقعة ولكنها تخضع لضريبة ربح القيمة (أقل من الضريبة على أرباح السهم) مما يعني انخفاض ما يدفعه المساهم كضريبة.

فعند التوازن، فثروة المساهم الذي باع أسهمه في Ex_Dividend Day تكون مساوية لثروة المساهم الذي يبيع أسهمه في cum-dividend day (إلتون وغريبر (1970) Elton and Gruber)، وعليه يكون:

$$P_c - T_g(P_c - P_o) = P_e - T_g[P_e - P_o] + D(1 - T_d)$$

حيث: P_c يمثل سعر السهم في cum-dividend day، P_e يمثل سعر السهم في Ex_Dividend Day، D تمثل مبلغ أرباح السهم، T_d و T_g يمثلان الضريبة على ربح القيمة وعلى أرباح السهم على الترتيب.

$$\frac{(P_c - P_e)}{D} = \frac{(1 - T_d)}{(1 - T_g)}$$

من العلاقة السابقة ينتج:

إذا كان تأثير الزبائن (tax clientele effect) موجود فإن نسبة الفرق بين سعري السهم إلى أرباح السهم أقل من الواحد في حالة أرباح السهم منخفضة و العكس إذا كانت أرباح السهم مرتفعة، لأن المساهم الذي له تمييز ضريبي (ضريبة منخفضة أو معدومة مقارنة بباقي المساهمين) يفضل أرباح السهم المرتفعة وعكس ذلك فأرباح السهم المنخفضة أو المعدومة تكون مفضلة من طرف باقي المساهمين الذين يدفعون مبالغ معتبرة على شكل ضرائب، وبما أن الضريبة على أرباح السهم مرتفعة فتكون بذلك قيمة ما يتحصل عليه المساهم من أرباح السهم بعد الضريبة أقل من القيمة الحالية لها والفرق يزيد كلما زاد مبلغ أرباح السهم أو الضريبة على أرباح السهم.

في دراسة على عينة مكونة من 4148 سهم مدرج في NYSE والتي توزع أرباح السهم كل 12 شهر بداية من 1 أبريل من سنة 1966 (إلتون وغريبر (1970))، وقسمت العينة إلى 10 مجموعات حسب مبلغ أرباح السهم المستلمة. وأظهرت الدراسة وجود علاقة عكسية بين الضريبة وأرباح السهم، مما يؤدي وجود تأثير الزبائن على سياسة توزيع الأرباح، وأن تغييرها يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة. ولكن إلتون وغريبر توصلوا إلى نقاط أساسية، وهي أن التغيير في سعر السهم في Ex_Dividend Day يمكن أن يكون نتيجة

الفصل الثالث الدراسات الميدانية على سياسة توزيع أرباح السهم

عوامل أخرى غير التأثير الضريبي، وأن المتاجرة بالسهم في فترة قصيرة يمكنه أن يحجب تأثير الزبائن في هذا اليوم. كما ادعا أن تغير سعر أموال الملكية لا يحدد وفقا للتغير الحاصل في أسعار السهم نتيجة تأثير الضرائب في Ex_Dividend Day.

وحسب فرانك وجاغنتان (1998) Frank and Jagannathan فإن تغيرات سعر السهم في Ex_Dividend Day ليس بالضرورة نتيجة تأثير الزبائن، كما بينوا أن التغير الحاصل في سعر السهم يكون أقل من قيمة أرباح السهم. ويبقى هذا صحيح حتى في غياب الضرائب على كل من أرباح السهم وربح القيمة، فالعلاوة التي يتحملها المساهم في Ex_Dividend Day (The ex-day premium) نتيجة المتاجرة بالسهم ليست فقط نتيجة الضرائب، وإنما تعود كذلك لتكاليف الحصول على أرباح السهم وإعادة استثمارها.

وفي دراسة لفرانك وجاغنتان (1998) على عينة مكونة من 351 مؤسسة وزعت أرباح السهم، والمدرجة في بورصة هونكونغ (Hong Kong Stock Exchange) بين سنتي 1980 و1993، حيث تم تقسيم مؤسسات العينة إلى مجموعتين وفقا لمبلغ أرباح السهم الموزع (أرباح السهم مرتفعة وأرباح السهم منخفضة). تم وضع نسبة التغير في سعر السهم كدالة في نسبة توزيع أرباح السهم للعينة، ونفس الشيء بالنسبة للمجموعتين، وكانت المعادلة كما يلي:

$$(P_c - P_e)/P_c = \alpha + \beta (dividend\ yield)$$

مع: $\alpha = -\Pi(SPREAD)$ ، حيث: P_c يمثل سعر السهم في cum-dividend day، P_e يمثل سعر السهم في Ex_Dividend Day، المعامل β يمثل قيمة أرباح السهم بالنسبة للمستثمرين في السوق و $SPREAD$ فتمثل متوسط نسب تغير سع الأسهم.

Π يمثل نسبة عقلانية المستثمرين، ذلك أن المستثمرين يحاولون تفادي استلام أرباح السهم نظرا لنقص واختلاف مهارتهم وخبرتهم في استلام الدفعات وإعادة استثمارها بالنسبة لسماسة السوق. ومن ثم ففي Ex_Dividend Day توجد عملية شراء الأسهم، أما في cum-dividend day فتوجد عملية بيع الأسهم وهذا ما يؤدي إلى أن قيمة التغير في سعر السهم أقل من قيمة أرباح السهم، لذلك كانت إشارة المعامل الثابت في المعادلة أعلاه سالبة (α).

فعند زيادة أرباح السهم فأيضا قيمة Π ترتفع نتيجة كره أرباح السهم، وفي حالة ارتفاع Π فالعلاوة التي يتحملها المساهمين في Ex_Dividend Day سوف ترتفع، وهذا ما تم ملاحظته بالفعل في مجموعة المؤسسات التي توزع نسبة عالية من أرباح السهم، حيث كانت قيمة المعامل الثابت هي الأكبر بالقيمة المطلقة، ومن ثم فقيمة Π يتوقع أن تكون صغيرة في المجموعة الأخرى (المؤسسات التي توزع نسبة منخفضة من أرباح السهم). وتعتبر النتيجة كنفذ لإلتون وغريبر (1970) Elton and Gruber اللذان قالوا إن العلاوة التي يتحملها المساهمون ليست بالضرورة نتيجة تأثير الزبائن.

نسبة التغير في سعر السهم تكون صغيرة من نسبة توزيع أرباح السهم ذلك أن المعامل الثابت يختلف تماما عن الصفر وذو دلالة إحصائية قوية.

وفي الأخير فقيمة معامل الانحدار β أقل من الواحد وذو دلالة إحصائية في مجموعة المؤسسات التي توزع نسبة منخفضة من أرباح السهم، غير أنه لم يكن كذلك في المجموعة الأخرى.

وهذا يدل على إمكانية ربح سمسرة السوق نتيجة الاختلاف في طريقة التعامل مع أرباح السهم، وبالتالي فقصر مدة المتاجرة بالسهم له أثر كبير على التكلفة التي يتحملها المساهمون نتيجة الحجم الكبير للصفقات في Ex_Dividend Day (كوسكي وسكروغس (Koski and Scruggs (1998)). فقصر مدة المتاجرة بالسهم تشجع السمسرة على استغلال العلاوة التي يتحملها المستثمرون، والتي تكبر نتيجة زيادة حجم الصفقات في هذا اليوم بسبب تأثير الزبائن، وهذا يعتبر كانتقاد آخر لإلتون وغريبر (1970) القائل بأن قصر مدة المتاجرة بالسهم يمكنه أن يحجب تأثير الزبائن.

المطلب الثالث: دورة حياة المؤسسة

تكون الفرضية التي تقول بأن المؤسسة تقوم بتوزيع أرباح السهم بغية تعظيم القيمة السوقية لثروة المساهمين قريبة إلى الواقع إذا تعلق الأمر بالمؤسسات ذات الحجم الصغير، أين يكون المالك على علم تام بالمسير، وحتى ممكن أن يكون المسير مالك في هذه المؤسسة. أما إذا تعلق الأمر بالمؤسسات كبيرة الحجم فإن الأمر يختلف تماما، حيث يكون من الصعب على المساهم مراقبة المسير، كما أن هدف المسير يتحول من تعظيم ثروة الملاك إلى تعظيم حجم ونمو المؤسسة على حساب الحجم السوقي، الأمر الذي يدفع بالمسير إلى الاستثمار أكثر فأكثر¹.

وحسب دانجلو وآخرون (DeAngelo et al. (2006) فإن مشكل الوكالة يزداد حدة عندما تكون المؤسسة في مرحلة النضج، أين تكون التدفقات النقدية الحرة متوفرة، لذلك فقد تم اعتبار أن تسيير التدفقات النقدية الحرة يعتبر كجزء من تكلفة رأس المال.

وفي دراسة قاما بها فاما وفرانش (Fama and French's (2001) على عينة من المؤسسات الأمريكية بين سنتي 1926 و1999 توصلا إلى أن المؤسسات التي تتميز بربحية عالية هي الأكثر توزيعا لأرباح السهم (مرحلة النضج)، أما المؤسسات التي تكون أرباحها ضعيفة فلا توزع أرباح السهم لسبب وجود

¹ H. Kent Baker, *Op-cit*, 2009, pp 205-206.

فرص استثمارية تفوق الأرباح التي تحققها (مرحلة الانطلاق والنمو)، فخلصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة قوية بين سياسة توزيع أرباح السهم وخصائص المؤسسة المتعلقة بدورة حياتها¹.

كما توصل دانجلو وآخرون (DeAngelo et al. (2006) من خلال دراسة على عينة من المؤسسات الأمريكية بين سنتي 1972 و2002 إلى أن نسبة الأرباح المحتجزة إلى مجموع الأصول أو رأسمال المؤسسة تكون منخفضة عند المؤسسات الجديدة وتلك التي تتمتع بدرجة نمو عالية، ذلك أن هذه الأخيرة تكون بحاجة عالية إلى السيولة، فغالبا ما تلجأ إلى طلب التمويل الخارجي (عدم كفاية الأرباح المحتجزة). أما المؤسسات في مرحلة النضج فتكون هذه النسبة عالية، أين تكون وفرة في التدفقات النقدية لتمويل الاستثمارات دون الحاجة إلى التمويل الخارجي، فترتفع نسبة الأرباح الموزعة. فخلصت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين نسبة الأرباح المحتجزة إلى مجموع الأصول ونسبة توزيع أرباح السهم، ويكون ذلك تبعا لدورة حياة المؤسسة. ولقد أكدنا دنيس وأوسوف (Denis and Osobov (2008) هذه النتائج السابقة في دراسة على خمس دول أخرى هي: كندا، فرنسا، بريطانيا، ألمانيا واليابان. كما توصلنا إيج ومجينسون (Eije and Megginson (2008) من خلال دراسة أجريها على 15 دولة من الاتحاد الأوروبي، فتوصلنا إلى أن هناك علاقة إيجابية بين توزيع أرباح السهم وكل من حجم وعمر المؤسسة والربحية، كما تتوقعه نظرية دورة حياة المؤسسة².

ومن ناحية المخاطرة، فالمؤسسات التي تكون في مرحلة النضج تكون المخاطرة النظامية الخاصة بها منخفضة (غريلون وآخرون (Grullon et al. (2002)، فمن خلال دراسة قاما بها على المؤسسات المدرجة في (NYSE) و (AMEX) بين سنتي 1967 و1993 تم التوصل إلى أن هناك علاقة عكسية بين نسبة توزيع أرباح السهم والمخاطرة النظامية للمؤسسة بدلالة إحصائية قوية³.

حالة (ميكروسوفت)⁴

كان أول توزيع لأرباح السهم لشركة ميكروسوفت بتاريخ 16 جانفي 2003، أي بعد 17 سنة من الاكتتاب العام، والذي كان في سنة 1986، المنحنيات الموالية تبين تطور بعض المتغيرات خلال هذه المرحلة.

¹ H. Kent Baker, *Op-cit*, 2009, p 207.

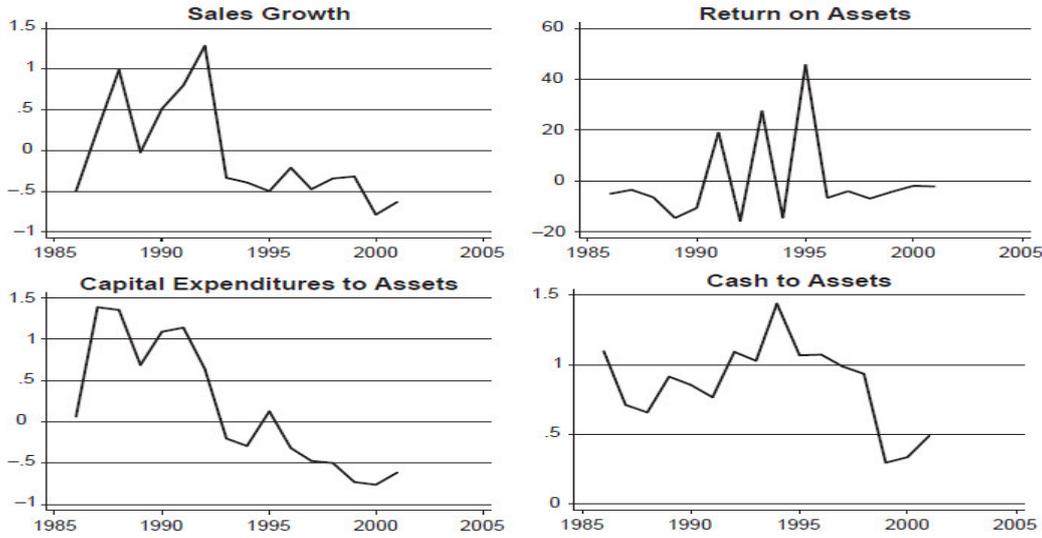
² *Idem*, pp 207-208.

³ *Ibid*, pp 208-209.

⁴ *Ibid*, pp 209-211.

الفصل الثالث الدراسات الميدانية على سياسة توزيع أرباح السهم

الرسم البياني رقم (1-3): التطور التاريخي لبعض المتغيرات الدالة على دورة حياة المؤسسة (ميكروسوفت)



المصدر: H. Kent Baker, *Dividends and Dividend Policy*, the Robert W. Kolb Series in Finance, USA, 2009, P 210.

هذا الشكل يبين تطور المتغيرات التالية بين سنتي 1985 و2002 والخاصة بشركة ميكروسوفت: نمو

المبيعات، العائد على الأصول، نسبة إنفاقات رأس المال إلى الأصول ونسبة النقدية إلى الأصول.

ويتضح من خلال هذا الشكل أن شركة ميكروسوفت نمت بسرعة خلال السنوات الأولى من حياتها (تقريبا ثمانية سنوات)، ثم بعد ذلك أصبح معدل نموها صغير مقارنة بما سبق. ومن جهة أخرى، فإن ربحية المؤسسة شهدت تذبذب بين الإيجاب والسلب في نصف فترة الدراسة الخاصة بالبيانات، ثم ثبتت نوعا ما بعد سنة 1995. وقد قامت المؤسسة بإنفاق الكثير من رأس المال في سنوات نموها السريع، ثم انخفضت الانفاقات بعد ذلك. وأما بالنسبة للنقدية فيلاحظ أن المؤسسة تمكنت من تطوير نقديتها كثيرا. وكحصوله لهذا الشكل، فإنه يلاحظ أن المؤسسة قد حققت نجاحات كبيرة خلال العشرة سنوات الأولى (1985-1995) أين يمكن القول أن المؤسسة قد وصلت مرحلة النضج في سنة 1995، ومنه توزيع أرباح السهم، ولكن رغم ذلك لم تقم بالتوزيع إلا بعد ثمانية سنوات (2003).

فمن بين التفسيرات المحتملة لحالة ميكروسوفت هو أن عملية التوزيع كانت بعد توقع تخفيض معدل الضريبة على أرباح السهم، و/أو نتيجة لكساد سوق الأسهم بين سنتي 2001 و2002 وما تبعه من ارتفاع في نسب أرباح السهم الموزعة خلال سنة 2002، فاستجابة لهذا الاحساس قامت شركة ميكروسوفت بتوزيع أرباح السهم في جانفي 2003.

المبحث الثاني: نظريات الإشارة، الوكالة، الترتيب السلمي ونظرية التلبية

هناك تشابه كبير بين هذه النظريات، فالدراسات التي أجريت عليهم غالباً ما تدمجها في التحليل، وعلى عكس من نظريتي الإشارة والوكالة اللتان يعتبران كلاسيكيتين، فإن نظرية التلبية تعتبر حديثة العهد في مالية المؤسسة، وبمجرد أن حاولت هذه النظرية شرح سياسة توزيع أرباح السهم، قامت عدة دراسات ساعية منها إثبات واقعيها.

المطلب الأول: نظريتا الإشارة والترتيب السلمي

لقد أجريت العديد من الدراسات على النظريتين، وكانت النتائج مساندة في أغلبها، فبالرغم من وجود دراسات تعكس بعض جوانبها، إلا أنها تبقى من بين أهم النظريات المفسرة لأرباح السهم، ويتجلى ذلك واضحاً خاصة مع التطور الملحوظ في الأدبيات المالية وتتابع الأزمات العالمية.

1- نظرية الإشارة¹

بنيت نظرية الإشارة على فكرة عدم تماثل المعلومات بين المسيرين والمستثمرين، وبناء على هذه الفكرة فالتغير في أرباح السهم يعطي معلومات عن المؤسسة، فحسب لينتتر (1956) فالمسيرون يفضلون زيادة أرباح السهم على تخفيضها، ذلك أن تخفيض أرباح السهم يعطي إشارة سيئة عن المؤسسة. ولكن ما هي طبيعة المعلومة التابعة بالضبط لسياسة توزيع أرباح السهم.

بناء على فرضية مخاطرة المعلومة، فإن ارتفاع أرباح السهم يعني انخفاض المخاطرة وفي المقابل فحسب فرضية التدفق النقدي، فتغير أرباح السهم يعطي نظرة عن التدفقات النقدية المستقبلية، من جهة أخرى فالتغير في أرباح السهم يوحي بأن الأرباح الحالية مستمرة لمدة من الزمن، بغض النظر عن المعلومة التي يمكن أن تستنتج من سياسة توزيع الأرباح المتبعة من طرف المسيرين فهناك شرطان مهمان للتأكد من مدى صحة فرضية الإشارة لأرباح السهم (ألن وميشايلي (1995) Allen and Michaely).

الشرط الأول هو أن يكون المتدخلون في السوق المالية يعتبرون أن أرباح السهم كإشارة. على سبيل المثال، إذا كان التغير الناتج في أرباح السهم يعطي إشارة عن الأرباح المستقبلية للمؤسسة، فالمتدخلون في السوق المالية يستطيعون مراجعة أرباحهم المستقبلية بناء على هذه المعلومة. وبصفة عامة، إذا كان هناك تغير في أرباح السهم، فهذا يدل على التطورات التي حدثت أو سوف تحدث في المؤسسة، ومن ثم التغير في سعر السهم يعكس هذه الإشارة. وهذا الشرط تم التأكد منه من خلال الدراسات على الحدث

¹ Manos Ronny; Op-cit, 2001. PP: 54-87.

الخاص بسياسة توزيع أرباح السهم في فترة تحيط بيوم الحدث (event studies)، وكذا تحليل ودراسة الأرباح المتوقعة. والشرط الثاني الذي يمكن من التأكد من فرضية الإشارة لأرباح السهم هو أن يكون التغيير الحاصل في أرباح السهم متبوع بتغيير في اتجاه أرباح المؤسسة أو تغيير في خصائصها. حيث تم التأكد من هذا الشرط من خلال دراسات على خصائص المؤسسة بعد التغيير الحاصل في أرباح السهم.

يكون تفسير إشارة أرباح السهم أساساً من خلال دراسة على الفترة (event window) التي تشمل الحدث الخاص بالإعلان عن أرباح السهم (event studies)، كدراسة تغيير سعر السهم في هذه الفترة (لوكس ستاركس ويون (Laux, Starks and Yoon (1998)، هوي وشن (Howe and Shen (1998)، كانتا هاتين الدراستين على المؤسسات الأمريكية، حيث تم تحديد فترة دراسة الحدث (الإعلان عن أرباح السهم) على أنها يوم الإعلان واليوم الذي قبله، وتم استعمال نموذج السوق لتقدير العائد غير الطبيعي (abnormal returns).

الدراسة التي قام بها كل من لوكس، ستاركس ويون (Laux, Starks and Yoon (1998) كانت على الفترة الممتدة من 1969 إلى 1988، حيث تم اعتبار أن هناك تغيير في أرباح السهم إذا كانت نسبة التغيير أقل من 25%، وتم بحساب متوسط العائد غير الطبيعي في فترة الحدث (event window) الخاصة بعينة المؤسسات التي قامت بتخفيض أرباح السهم وكذا التي قامت بزيادتها. وكانت النتيجة أنه يوجد عائد غير طبيعي في فترة الحدث وذو دلالة إحصائية، فكان متوسط العائد غير الطبيعي 1,01% لفترة الحدث الخاص بـ 217 مؤسسة التي قامت بزيادة أرباح السهم ذو دلالة إحصائية، أما بالنسبة للمؤسسات التي قامت بتخفيض أرباح السهم والتي كان عددها 105 فكان هذا المتوسط عند مستوى 6,35%- وذو دلالة إحصائية.

ويتبين من هاتين النتيجتين أن درجة الاستجابة للانخفاض في أرباح السهم أقوى من تأثير زيادة أرباح السهم، وهذا ما يؤكد ليننتر (1956). كما وجد أن متوسط نسبة تغيير سعر السهم الخاص بمؤسسات نفس القطاع والتي لم تقم بالإعلان عن أرباح السهم مقارنة بالتي قامت بزيادة أرباح السهم كانت في حدود 0,05%، أما بالنسبة للمؤسسات التي خفضت أرباح السهم فكان متوسط هذه النسبة في حدود 0,32%- هذه النتائج تؤكد بأن التغيير في أرباح السهم يعطي معلومات عن المؤسسة، والتي تؤخذ بعين الاعتبار في السوق المالي.

وفي دراسة على المؤسسات النشطة في NYSE/AMEX (هوي وشن (Howe and Shen (1998) في الفترة الممتدة من 1968 إلى 1992، حيث تم دراسة ردة فعل سعر السهم والأرباح المتوقعة للإعلان عن أرباح السهم لمؤسسات نفس القطاع (التي أعلنت عن توزيع أرباح السهم والتي لم تعلن)، حيث وجد أن متوسط نسبة التغيير في سعر سهم المؤسسات المنافسة (التي لم تقم بتغيير أرباح السهم والمنتمية إلى نفس

القطاع) كانت في حدود 0,07% وبدون دلالة إحصائية (3540 مؤسسة)، أما متوسط نسبة تفر الأرباح المتوقعة كانت 0,1677% وبدون دلالة إحصائية (345 مؤسسة)، ومن ثم فمتوسط تغير نسبة العائد غير المتوقع هي 0,1671% وبدون دلالة إحصائية. هذه النتائج توحى بأن إعلان المؤسسة لتوزيع أرباح السهم يعطي معلومات خاصة بها ولا يشمل أي نوع من التأثير أو التنافس الموجود بين مؤسسات نفس القطاع.

ولدراسة العلاقة بين أرباح السهم وأرباح المؤسسة (دانجلو دانجيلو وسكينر DeAngelo DeAngelo and Skinner (1996)، تم التركيز على التغير المفاجئ في أرباح المؤسسة، فكانت عينة الدراسة مكونة من 145 مؤسسة أمريكية، والتي شهدت انخفاض في الأرباح خلال الفترة الممتدة من 1980 إلى 1987 مع العلم أنها كانت تشهد نمو في 9 سنوات سبقت هذه الفترة، هذه الطريقة تسمح من التأكد بأن تغير أرباح السهم هي عبارة عن معلومة عن المستقبل وليس الماضي.

فكانت نتيجة الدراسة غير مؤيدة لفرضية الإشارة، ذلك أنهما وجد أن 99 مؤسسة التي قامت برفع أرباح السهم في السنة الأولى من فترة انخفاض أرباح المؤسسة لم يكن هناك ارتفاع في أرباحها في الثلاث سنوات التي تلت هذه العملية. وللتأكد من هذه النتيجة أخذنا دانجلو دانجيلو وسكينر عينة مكونة من 135 مؤسسة، وتم دراسة العلاقة بين إعلانات توزيع أرباح السهم وأرباح المؤسسة المستقبلية، فكانت النتيجة تبين أن معامل أرباح السهم لا يختلف عن الصفر بدلالة إحصائية، فتم التوصل إلى أن زيادة أرباح السهم لا يعني بالضرورة تحسن أرباح المؤسسة المستقبلية، مما يعني أنه يمكن للمسير أن يعلن عن الزيادة في أرباح السهم فقط من أجل تضليل أشياء أخرى (كتعظيم المنفعة الشخصية له) كما يمكن أن يكون المبتغى من زيادة أرباح السهم هو تمييز المؤسسة عن باقي المؤسسات (ليبيسون، ماكبيرا ومجيسون Lipson, Maquieira and Meggison (1998)).

ومهما اختلف المبتغى من تغيير أرباح السهم، فإن الدلائل الميدانية تؤكد بأن أرباح السهم تعطي معلومات مستقبلية وآنية عن المؤسسة (بنارتزي، ميشايلي وتالر (1997)). فحسب جنسن وجونسون (1995) اللذان قاما بدراسة خصائص المؤسسة في ثلاث سنوات قبل وبعد تخفيض أرباح السهم على عينة من المؤسسات الأمريكية، فالمؤسسات التي تقوم بتخفيض أرباح السهم لمدة عادة ما ترتفع أرباحها المستقبلية، مما يعني أن التخفيض في أرباح السهم كان من أجل إعادة هيكلة نشاطات المؤسسة أو الهيكلة المالية لها لتحسين وضعيتها المستقبلية. وعلى أية حال، ليس من الصحيح أن يتم دائماً ربط التغير الحاصل في أرباح السهم بأرباح المؤسسة المستقبلية. وبذلك وضع جنسن وجونسون (1995) ثلاثة فرضيات أساسية تحت فرضية الإشارة لأرباح السهم وهي: فرضية أرباح المؤسسة الدائمة، فرضية التدفق النقدي الدائم وفرضية المخاطرة.

فحسب فرضية أرباح المؤسسة الدائمة أو المستمرة، فإن التغير في أرباح السهم لا يعني بالضرورة نمو أو انكماش الأرباح الحالية للمؤسسة، وهذه الفكرة تتماشى مع لينتنر (1956) ولي (1996) Lee اللذان لقيتا أن نموذج التعديل الجزئي لأرباح السهم يكون أحسن عندما يتم إضافة تأثير أرباح المؤسسة الدائمة إلى النموذج، وتكون بذلك أرباح السهم عبارة عن ترجيح لأرباح المؤسسة الحالية والسابقة. وسياسة أرباح السهم المستقرة أو المثالية يتم تحديدها بناء على عوامل أكثر ثباتاً وأكثر استقراراً، فلا توجد هناك علاقة بين تغيرات أرباح السهم والأرباح المستقبلية للمؤسسة (بنارتزي، ميشايلي وتالر (1997) .

وحسب بروك، شارتون وهنرشوت (1998) Brook, Charlton and Hendershott فإن التغير في أرباح السهم يعطي معلومات عن التدفق النقدي المستقبلي للمؤسسة وليس أرباحها المستقبلية، وهذه هي فرضية التدفق النقدي التي تنص على أن التغير في أرباح السهم يعني هناك تغير في التدفق النقدي المتوقع. وفي دراسة لهم على عينة من المؤسسات الأمريكية، تبين لهم أن نسبة التغير في أرباح السهم التي سبقت ارتفاع التدفق النقدي كانت 16,5%، كما توصلوا إلى وجود علاقة قوية بين الزيادة الدائمة في التدفقات النقدية وارتفاع أرباح السهم والسعر السوقي للأسهم، وبالتالي فالمسير الذي يتوقع ارتفاعاً دائماً في التدفقات النقدية فإنه يلجأ إلى رفع أرباح السهم لإيصال هذه الإشارة إلى السوق المالي، ومن ثم يستجيب المستثمرون لهذه الإشارة ويرتفع السعر السوقي للأسهم قبل الزيادة الفعلية في التدفقات النقدية للمؤسسة.

ولأن التغير في أرباح السهم لا يعني بالضرورة التغير في الأرباح المستقبلية للمؤسسة، وإنما يدل على أنه هناك زيادة في التدفقات النقدية المستقبلية لها، وبالتالي الإشارة على فعالية المؤسسة في المستقبل وبمعنى أدق فالتغير في أرباح السهم يعني هناك تغير في مخاطرة المؤسسة، وهذه هي فرضية المخاطرة لنظرية الإشارة (ديل وويغاند (1998) Dyl and Weigand).

وفي دراسة على عينة من المؤسسات الأمريكية التي تنشط في NYSE/AMEX والتي بدأت توزيع أرباح السهم في الفترة 1972 و1993 (240 مؤسسة) لتحديد المخاطرة التابعة للتغير في أرباح السهم: المخاطرة الخاصة بالعائد (باستعمال العائد اليومي للسهم)، مخاطرة السوق الكلية وكذا توزيع نصيب السهم من أرباح المؤسسة (earnings-per-share)، قبل وبعد توزيع أرباح السهم (ديل وويغاند (1998))، وجدوا أن 70% من المؤسسات لها أقل تباين في الفترة التي تلي توزيع أرباح السهم، كما تم رفض فرضية تساوي التباين قبل وبعد توزيع أرباح السهم، وبنفس الطريقة فقد وجدوا أن 68% من المؤسسات لها أقل مخاطرة سوقية (β) في الفترة التي تلي توزيع أرباح السهم، كما هناك اختلاف جوهري وذو دلالة إحصائية بين β قبيل و β بعد العملية. ومن جهة أخرى، فقد لوحظ أن أقل نصيب السهم من أرباح المؤسسة كان في الفترة

التي تلت توزيع أرباح السهم، ولكن بدون دلالة إحصائية، وهذا ما يؤكد أن الإعلان عن أرباح السهم ليس له معلومة على ربحية السهم.

فمن خلال الدراسات السابقة، تبين أن المعلومات التي يمكن أن تأتي نتيجة تغير أرباح السهم مختلفة فمن تغير في أرباح المؤسسة إلى تغير في التدفقات النقدية لها، ثم التغير في فعالية المؤسسة، وأخيرا فالتغير في أرباح السهم يدل على وجود تغير في مخاطرة المؤسسة. ومن هذه الاختلافات يمكن القول إن التغير في أرباح السهم يعطي معلومات مختلفة وتختلف باختلاف المؤسسات المعنية. فردة الفعل نتيجة التغير في أرباح السهم متعلقة بخصائص هذا التغير وكذا خصائص المؤسسة المعنية، ومن دراسة التأثير المشترك بين هذه المتغيرات يمكن تحديد المعلومة المراد توصيلها من خلال تغير أرباح السهم.

فمجملة الدراسات ركزت على ثلاث نقاط أساسية، التي يمكن أن تكون سبب اختلاف المعنى المعلومات لأرباح السهم بين المؤسسات، أو لنفس المؤسسة مع الزمن:

- التغير في تركيبة نشاطات المؤسسة وفعاليتها (النشاطات السابقة للإعلان عن توزيع أرباح السهم) من شأنها أن تؤثر على تركيبة من هم أولى بالمعلومة المبتغاة من تغير سياسة توزيع أرباح السهم وبالتالي اختلاف المعنى المعلومات لأرباح السهم.
- الاختلاف في مقصود أو كيفية تفسير المعلومة الناتجة عن التغير في أرباح السهم يمكن أن يكون لسبب اختلاف المحيط الذي تنشط فيه المؤسسة (إمبسون (1997) Impson).
- وأخيرا، فالاختلافات الضمنية لمدلول إشارة أرباح السهم يمكن أن يكون نتيجة الاختلاف في خصائص المؤسسات أو اختلاف خصائص نفس المؤسسة مع الزمن.

فالقيمة السوقية لأرباح السهم مرتبطة بمن يستقبلون هذه المعلومة والأنشطة التي سبقت الإعلان عن توزيع أرباح السهم. فعلى سبيل المثال، إذا كان الإعلان عن أرباح السهم جاء بعد نشر المعلومات الخاصة بأرباح المؤسسة، فبطبيعة الحال التأثير المعلومات لأرباح السهم ينقص، وذلك أن نشر معلومات خاصة بأرباح المؤسسة يجعل المستثمرون يتوقعون ماذا سوف تفعل المؤسسة في المستقبل، وبالتالي فأرباح السهم تكون قد أخذت مسبقا بتنبؤها.

والنشاطات المالية للمؤسسة التي تسبق الإعلان عن أرباح السهم لها أثر كبير على زيادة أو انخفاض أرباح السهم. ومن جهة أخرى، فهي تعطي معلومات على الاستثمارات المستقبلية للمؤسسة (يمكن أن تفسر الزيادة في أرباح السهم بنقص الاستثمارات المستقبلية أو قد تم التنازل عنها). (بورن وريمبي Born and Rimbey (1993) اللذان قاما بدراسة على ردة فعل سعر السهم للإعلان عن الزيادة في أرباح السهم (اشتملت عينة الدراسة على 490 مؤسسة أمريكية التي بدأت أو استعادت توزيع أرباح السهم في الفترة

الفصل الثالث الدراسات الميدانية على سياسة توزيع أرباح السهم

الممتدة من 1962 إلى 1989)، حيث تم اعتبار أن أرباح السهم لهذه المؤسسات لم تكن متوقعة، كما تم تقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين: الأولى تضم المؤسسات التي قامت بأنشطة مالية (استدانة)، تنازل على استثمارات... إلخ) في الفترة التي سبقت الإعلان عن أرباح السهم (102 مؤسسة)، أما المجموعة الثانية فالعكس (388). نموذج الدراسة هو:

$$P = \alpha + \beta D + \theta F$$

حيث: P هو سعر السهم، D هو مبلغ أرباح السهم المعلن عنها و F يمثل نسبة تمويل المؤسسة إلى السعر الكلي لأسهمها (النشاط المالي للمؤسسة لـ 11 شهر التي تسبق الإعلان عن أرباح السهم).

وتم دراسة النموذج على المجموعتين، وكانت النتائج أن المعامل α للمجموعة الأولى (التي قامت بأنشطة مالية في الفترة التي سبقت الإعلان عن أرباح السهم) كان أقل من معامل المجموعة الثانية، وهذه النتيجة تساند فكرة أن نشاطات التمويل للمؤسسة تؤثر على المعنى المعلومات لأرباح السهم، كما تم ملاحظة أن العائد غير الطبيعي (β) كبير في مؤسسات المجموعة الأولى، وأن المعامل θ موجب وذو دلالة إحصائية، مما يؤكد فعلا أثر الأنشطة المالية على المدلول المعلومات لأرباح السهم. وتم الاستنتاج من هذه الدراسة أن الزيادة في أرباح السهم بعد أنشطة مالية تعتبر كدليل على تطور المؤسسة في المستقبل حيث أن الأنشطة المالية تعطي معلومات عن المؤسسة، والتي تترجم من خلال زيادة أرباح السهم.

ومن خلال دراسة تجريبية على 242 مؤسسة أمريكية (التي تتبع طريقة منتظمة/غير منتظمة في الإعلان عن تخفيض/حذف أرباح السهم خلال الفترة 1974 إلى 1993) توصل إيمبسون (1997) Impson إلى أن الانتظام في الإعلان عن أرباح السهم له أثر كبير على السعر السوقي للسهم. والمؤسسات الصغيرة هي التي تلجأ إلى توزيع نسب مهمة من أرباح السهم في الثلاث سنوات الأولى من بدأ عملية التوزيع والعكس بالنسبة للمؤسسات الكبيرة التي دائما تتبع أسوء سياسة توزيع أرباح السهم في الثلاث سنوات الأولى من بدأ العملية (أخيغب ومديرا (1996) Akhigbe and Madura).

ولدراسة العلاقة بين Tobin's Q (نسبة القيمة السوقية للمؤسسة إلى القيمة الدفترية لها) وتأثير الإعلان عن الزيادة في أرباح السهم على سعره السوقي (غومبولا وليو (1999) Gombola and Liu) وشملت عينة الدراسة على 196 مؤسسة أمريكية خلال الفترة 1977 إلى 1989، وكانت فرضية الدراسة أن المؤسسات ذات الفرص الاستثمارية القليلة مع قيمة منخفضة لـ Tobin's Q تكون درجة استجابة سعر السهم عالية للإعلان عن الزيادة في أرباح السهم.

وتم التوصل إلى أن المؤسسات التي لها أقل Tobin's Q يكون متوسط العائد غير الطبيعي للثلاثة أيام (التي تشمل يوم الإعلان) موجب وبدلالة إحصائية، أما المؤسسات ذات أكبر Tobin's Q وجد أن اختلاف درجة استجابة سعر السهم عن الصفر للإعلان عن زيادة أرباح السهم ليس لها دلالة إحصائية، فما وجد

اختلاف جوهري وذو دلالة إحصائية بين متوسطات المجموعتين (بين مؤسسات ذات أقل Tobin's Q ومؤسسات ذات أكبر Tobin's Q). وكان تفسير هذه النتيجة كالتالي: المستثمرون يتوقعون أن المؤسسات ذات الفرص الاستثمارية الكبيرة سوف ترتفع تدفقاتها النقدية المستقبلية، ومن ثم توقع الإعلان عن زيادة أرباح السهم لتأكيد ذلك، ولكن درجة استجابة سعر السهم للزيادة في أرباح السهم تتغير عكسياً مع ارتفاع Tobin's Q. في حين، فالإعلان عن عدم توزيع أرباح السهم لا يكون له أثر كبير على سعر السهم.

أما المؤسسات ذات الفرص الاستثمارية القليلة، لا يكون هناك توقع بارتفاع أو انخفاض التدفقات النقدية ومن ثم عدم معرفة التغير المستقبلي لأرباح السهم، وبالتالي فالإعلان عن زيادة أو ارتفاع أرباح السهم يحدث استجابة كبيرة من طرف سعر السهم بالنسبة للمؤسسات ذات أقل قيمة لـ Tobin's Q. حيث وجد أن متوسط الاستجابة في المؤسسات ذات Tobin's Q المنخفض كانت في حدود 0,011 مقابل 0,003 بالنسبة للمؤسسات ذات Tobin's Q المرتفع، وأن الفرق 0,008 ذو دلالة إحصائية قوية. أرجع لانغ وليتزنبرغر (1989) سبب هذا الاختلاف إلى أن زيادة أرباح السهم بالنسبة للمؤسسات ذات الفرص الاستثمارية القليلة يخفض مشكل عدم أمثلية الاستثمارات بالنسبة للمساهمين (عائدها أقل من تكلفتها أو تحقق منفعة للمسير فقط)، ولتأكيد ذلك تم أخذ المؤسسات التي تعلن عن انخفاض أرباح السهم ودراسة تأثير ذلك على السعر السوقي للسهم. وبتقسيمهما لعينة من المؤسسات إلى مؤسسات ذات الفرص الاستثمارية الكثيرة ومؤسسات ذات الفرص الاستثمارية القليلة، توصلنا إلى أن متوسط نسبة استجابة سعر سهم مؤسسات المجموعة الأولى كان 0,003- مقابل 0,027- بالنسبة للمجموعة الثانية، كما بينت هذه الدراسة وجود اختلاف جوهري وذو دلالة إحصائية فما يخص استجابة سعر السهم بين المؤسسات ذات الفرص الاستثمارية الكثيرة وباقي المؤسسات.

فمن بين فرضيات موديجلياني وميلر هي تماثل المعلومات، أما الواقع ينفي ذلك تماماً، فحسب أسكيث مولينس (1983) Asquith and Mullins فإن التغير في أرباح السهم يؤدي إلى تغير سعر السهم. وحسب باتشاريا (1979) فإن المستثمر ليس له المعلومات الكاملة حول التدفقات النقدية والضرائب المستقبلية، فمن هذا المنطلق يصبح توزيع أرباح السهم مكلف ومعلومة عن التدفقات النقدية المستقبلية، وحسب مايرس وماجلوف (1984) Myers and Majluf فإن أرباح السهم تعتبر وسيلة يعتمد عليها المسكرون لنقل المعلومات من المؤسسة إلى السوق المالي. أما جون وويليامس (1985) John and Williams فقد توصلنا إلى أن القوائم المالية التي تصدرها المؤسسة لا توضح كل المعلومات عنها (التطور التكنولوجي مثلاً).

أثبتنا أسكيث ومولينس (1983) Asquith and Mullins أن سعر السهم يتغير عند الإعلان عن أرباح السهم وقد تم تأكيد المحتوى المعلومات لأرباح السهم من طرف بريكلي (1983) Brickley.

أما شن، فريث و غاو (Chen, Firth and GAO (2002) وبالاعتماد على عينة من المؤسسات الصينية توصلوا إلى أن أرباح السهم تعطي معلومات عن كل من التدفقات النقدية والأرباح المستقبلية. ورغم كل هذه النتائج، إلا أن هناك مجموعة من الباحثين توصلوا إلى أنه لا يوجد محتوى معلومات لأرباح السهم (دانجلو، دانجلو وسكينر (1996)، غريلون وكوليجس (Grullon and colleagues (2005)). وإضافة إلى هذه الدراسات التي توصلت إلى نفي المحتوى المعلومات لأرباح السهم، فقد توصل أنغ (Ang (1987) إلى أن الاعتماد على أرباح السهم لإيصال معلومات قوية إلى السوق يعتبر مكلف جدا، فقد يلجأ المسكرون إلى طرق أقل تكلفة منها، لأن المعلومات الخاطئة تعود بالسلب على المسكرين، ولكن في غالب الأحيان يتحمل المساهمون هذا التأثير السلبي للمعلومات الخاطئة.

2- نظرية الترتيب السلمي

قاما لانغ وليتزنبرغر (1989) بأخذ عينة مكونة من 429 مؤسسة غيرت أرباح السهم بنسبة تفوق 10% بالقيمة المطلقة بين سنتي 1979 و 1984، وتم استعمال قيمة Tobin's Q حيث تكون هذه القيمة أقل من الواحد في حالة عدم توفر الفرص الاستثمارية أو الاستثمار في مشاريع ذات قيمة حالية سالبة، وتكون أكبر من الواحد في حالة تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، فكانت النتائج أن العوائد تكون موجبة في حالة الإعلان عن زيادة أرباح السهم وسالبة عند العكس. وتم التوصل أيضا إلى أن النسبة الكبيرة من هذه العينة لها قيمة Tobin's Q أقل من الواحد، وأن تغيرات أرباح السهم تؤثر في سعر الأسهم بالنسبة للمؤسسات ذات Tobin's Q أقل من الواحد بدرجة أكثر من الأخرى. والشيء الملاحظ أيضا أن المؤسسات ذات قيمة Tobin's Q أكبر من الواحد، فإن انخفاض أرباح السهم لا يؤثر على السعر السوقي للسهم، أما ارتفاعه فله تأثير. ومما سبق كانت النتيجة أن الفرص الاستثمارية لها دور في تفعيل المحتوى المعلومات لأرباح السهم، وكلما زادت الفرص الاستثمارية كلما قل تأثير التدفقات النقدية الحرة، والعكس صحيح.

وفي دراسة أخرى لـ Denis et al. (1994) فقد تم التوصل إلى أنه كلما ارتفعت قيمة Tobin's Q كلما انخفضت قيمت التوزيعات النقدية، وأن درجة الاستجابة لتغيرات أرباح السهم تزيد كلما انخفضت قيمة Tobin's Q، وقد تم الاعتماد على عينة مكونة من 6777 مؤسسة قامت بتغيير مستوى التوزيعات بين سنتي 1962 و 1988، وهذه النتائج تؤكد ما تنص عليه نظرية التدفقات النقدية الحرة.

وفي دراسة ليون وستاركس (Yoon and Starks (1995) تم التوصل إلى أن التغير في أرباح السهم يعطي معلومات على التدفقات النقدية الحرة الحالية والمستقبلية، وذلك بالاعتماد على عينة مكونة من 3748 حالة زيادة أرباح السهم و 431 حالة تخفيض أرباح السهم بين سنتي 1969 و 1988.

وحسب ليس (Lie's (2000) فإن درجة التأثير لأرباح السهم وإعادة شراء الأسهم تزيد كلما زادت التدفقات النقدية الحرة وانخفضت الفرص الاستثمارية. فحسب نظرية الإشارة فأي تغير في أرباح السهم يتبعه تغير في الربحية (الأرباح، النمو ومعدل العائد على الأصول).

المؤسسات الحديثة والساعية إلى التطور غالباً ما توزع نسب ضعيفة من أرباح السهم وتكون في بعض الأحيان معدومة (دانجلو، دانجلو وستيلز (2006) ، وقد تم تأكيد هذه النتائج من طرف بولن، سيبرمنيان وتانلي (2007) Bulan, Subramanian, and Tanlu¹.

المؤسسات التي تتميز بضعف الحوكمة في الغالب هي التي توزع نسب مرتفعة من أرباح السهم (جون وكنيازفا (2006) John and Knyazeva)²، كما أن هيكل المساهمين والرقابة في المؤسسة يعتبران من بين المحددات الرئيسية لأرباح السهم (تريجورجيس وفافيس (2001) Trigeorgis and Vafeas)³.

المطلب الثاني: نظرية الوكالة⁴

نظرية الوكالة مبنية على فكرة أن المسير يهدف إلى تعظيم منفعة بدل منفعة المساهمين، فهناك عدة دراسات ميدانية حاولت التأكد من هذه الفرضية، فممكن أن يلجأ المسير إلى الاحتفاظ بالتدفقات النقدية إلى حين إيجاد الفرص لاستعمالها لصالحه. ومع وجود نظرية الوكالة التي تبين ذلك، يمكن أن تقف كحاجز أمام المسير تمنعه من استعمال هذه التدفقات بسهولة (أوبلر، بينكويترز، ستيلز وويليامسون (Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999)).

كما أثبتت الدراسات أن المسيرين لا يكرهون توزيع هذه التدفقات النقدية على المساهمين في شكل أرباح السهم عندما تكون الفرص الاستثمارية قليلة، كما يمكن للمؤسسة أن تلجأ إلى الاقتراض لتوفير السيولة ومن ثم توزيع أرباح السهم (لونغ، ماليتز وسفسيك (1994) Long, Malitz and Sefcik).

فكلما انخفضت درجة حماية المساهمين (انعدام القوانين أو عدم تطبيقها بشكل أمثل)، يسمح هذا للمسيرين باستعمال مهارتهم في السيطرة على المؤسسة واستعمالها لمصلحتهم الشخصية، وفي هذه الحالة يستطيع المسيرين كسب الشهرة عن طريق توزيع أرباح السهم على المساهمين الذين يظنون أنها نتيجة الجهد المثالي للمسيرين (لا بورتا، لوبز-د-سيلانس، شليفير وفيشني (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (2000)). وتوزيع أرباح السهم يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة عن طريق تخفيض التدفقات النقدية المتاحة لدى المسيرين (جنسن 1986)، أو بالتأثير على القيمة السوقية للمؤسسة (رفعها) مما يكسب تفاؤل المساهمين (إستربروك 1984) Easterbrook).

¹H. Kent Baker, *Op-cit*, 2009, p 154.

²*Idem*, p 155.

³*Ibid*, p 155.

⁴ Manos Ronny; *Op-cit*, 2001, pp: 89-107.

المؤسسات ذات النمو المستمر تميل إلى استعمال التمويل الخارجي بدل أرباح السهم، فالديون يمكن استعمالها لمراقبة مشكل الوكالة، ذلك أن المؤسسات ذات السمعة الكبيرة هي التي تلجأ إلى الاستدانة وتوزع أرباح السهم لتبين أنها في صحة مالية جيدة (جنسن (1986)).

ولتخفيض تكاليف الوكالة والصفقات، يلجأ المسيرين إلى البحث عن النسبة المثلى من توزيعات أرباح السهم التي تسمح لهم بالوصول إلى هذا الهدف (إستبروك (1984)). تم اختبار هذا النموذج من طرف روزف (1982) Rozeff باستعمال طريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Squares) على عينة من المؤسسات الأمريكية (1000 مؤسسة) لسنة 1981، تم قياس تكلفة الصفقات بمعدلي النمو الخاص بخمس سنوات سابقة والخاص بالخمس سنوات المستقبلية (المتنبئ)، وباستعمال المعامل β (المخاطرة السوقية للمؤسسة).

أما تكلفة الوكالة فقد تم قياسها باستعمال اللوغاريتم النيبييري لعدد المساهمين، وهذه القيمة تبين تشتت هيكل المساهمين، والتي يفترض أن يكون لها تأثير إيجابي على قيمة توزيعات أرباح السهم، لأن كلما زاد عدد المساهمين كلما زادت درجة المراقبة على المسيرين، ومنه تكلفة الوكالة، مما يعني زيادة أرباح السهم الموزعة للتخفيض من هذه التكلفة. وتم استعمال كذلك نسبة الأسهم التي يمتلكها المسيرين كتعبير عن تكلفة الوكالة. فحسب روزف (1982) Rozeff فإنه كلما زادت نسبة امتلاك المسيرين للأسهم كلما انخفضت تكلفة الوكالة نتيجة انخفاض الضغوط على المسير، ومنه نقص الاعتماد على أرباح السهم لتخفيض هذه التكلفة، كما أن امتلاك المسير لأسهم المؤسسة يجعله يفضل الزيادة في أجره بدل توزيع أرباح السهم، لأن هذه الأخيرة تكون خاضعة للضرائب، مما يعني أنها غير منفعة، كما أن زيادة نسبة امتلاك المسيرين للمؤسسة يعزز من سلطتهم، وهذا يخفض من مخاطرة تغييرهم من طرف المساهمين.

وكانت نتائج الدراسة أن هناك علاقة سلبية بين قيمة التوزيعات والمتغيرات (β)، معدلي النمو، نسبة الأسهم التي يمتلكها المسيرين، وعلاقة موجبة مع نسبة اللوغاريتم النيبييري لعدد المساهمين إلى اللوغاريتم النيبييري لرقم الأعمال، وبدلالة إحصائية. والعلاقة السلبية مع معدلي النمو هو أنه كلما زاد معدل النمو زادت احتياجات المؤسسة من السيولة، ومنه تخفيض قيمة التوزيعات لتلبية هذه الاحتياجات، وكذلك فزيادة معدلي النمو يزيد من ثقة المساهمين بالمسيرين، ومنه المطالبة بنسبة عالية من أرباح السهم للضغط على المسيرين تصبح غير ضرورية.

و لقد تعرض هذا النموذج إلى عدة تعديلات من أجل تحسينه، فبإضافة متغيرات جديدة إلى النموذج السابق كحجم المؤسسة الذي تم التعبير عنه باستعمال اللوغاريتم النيبييري لرقم الأعمال (ليود، جاهرا وباج (1985) (Llyod, Jahera and Page))، وإعادة اختبار النموذج من جديد، وباستعمال نفس الطريقة السابقة

(طريقة المربعات الصغرى)، ولكن هذه المرة بالاعتماد على عينة مكونة من 957 مؤسسة أمريكية (1984) فكانت النتيجة مشابهة للسابقة، وأن حجم المؤسسة كانت له دلالة إحصائية وبإشارة موجبة، مما يعني أنه كلما زاد رقم الأعمال زادت أرباح المؤسسة ومنه التدفقات النقدية، إذا زيادة أرباح السهم الموزعة.

كما تم اختبار النموذج باستعمال سلاسل زمنية لمعطيات خاصة بـ 341 مؤسسة أمريكية (فترة الدراسة من 1972 إلى 1989)، مع إضافة متغيرات جديدة (مخاطرة الرافعة المالية، مخاطرة الرافعة التشغيلية والمخاطرة التجارية الفعلية -intrinsic business risk)، كما تم إضافة تأثير المساهمين المؤسستين (حيث يتميزون في الغالب بتفضيلات ضريبية)، وكانت النتائج نفسها، حيث أن سياسة توزيع أرباح السهم تتغير مع الزمن وفق التغير الحاصل في المتغيرات السالفة الذكر (موه'د بري وريمبي Moh'd, Perry and Rimbey (1995))، وأن هذه النسبة مرتبطة إيجابياً مع نسبة المساهمين المؤسستين في ملكية المؤسسة وسلبياً مع باقي المتغيرات الجديدة، فمثلاً كلما زادت المخاطر كلما زادت تكلفة الوكالة/الصفقات، وبالتالي احتجاز نسبة أرباح السهم لمواجهة هذه المخاطر.

تعتبر أرباح السهم من بين الطرق التي يلجأ إليها المسير بغية تخفيض مشكل الوكالة. وفي جهة أخرى فالمسيرون يلجئون إلى الاستدانة وتوزيع أرباح السهم بغية تأكيد أو إعطاء صورة على أن المؤسسة في وضعية مالية جيدة، فيزيد بذلك المسير من نسبة الاستدانة حتى يتمكن من تمييز المؤسسة عن باقي المؤسسات، وذلك بطلب نسبة استدانة تعجز معظم المؤسسات عن تحقيقها. وفي المقابل بإتباع سياسة توزيع أرباح السهم تتماشى وأهداف المسير.

ففي دراسة حيث تم استعمال الاستدانة كمعيار لمراقبة مشكل الوكالة، وتم دراسة العلاقة بين الاستدانة ونسبة توزيع الأرباح والعائد غير الطبيعي على أسهم المؤسسة (جونسون 1995)، كانت نتائج الدراسة هو أنه عندما تلجأ المؤسسة إلى الاستدانة فإن توزيع أرباح السهم يصبح له أثر سلبي على سعر سهم المؤسسة خاصة عندما تقوم المؤسسة بتوزيع نسبة عالية من أرباح السهم (متوسط تغير العائد غير الطبيعي - 0,18%)، ويكون العكس عندما تكون نسبة توزيع أرباح السهم منخفضة، حيث يكون متوسط تغير العائد غير الطبيعي في حدود 0,78% وبدلالة إحصائية.

تبين هذه النتائج أن المؤسسة التي تلجأ إلى الاستدانة وتوزع نسبة منخفضة من أرباح السهم لها فرص استثمارية، وأن الاستدانة يمكن استعمالها لتخفيض مشكل الوكالة، وكلما انخفضت الفرص الاستثمارية كلما زاد التأثير السلبي للاستدانة على سعر سهم المؤسسة، ويكبر هذا التأثير مع ارتفاع نسبة توزيع أرباح السهم. من خلال ما سبق، فالاستدانة، الفرص الاستثمارية وسياسة توزيع أرباح المؤسسة تعتبر من أهم العوامل لمراقبة مشكل الوكالة (شوم ومورغان (1996) Shome and Morgan).

لا يمكن القول إن هذه العوامل الثلاثة تمكن من حل مشكل الوكالة، فعلى سبيل المثال الاعتماد على الاستدانة بدل طرح الأسهم مثلا يزيد من مشكلة الإفلاس، والتي يكون لها تأثير سلبي على المؤسسة. ومن جهة أخرى، فزيادة ملكية المسيرين لأسهم المؤسسة يزيد من خطر تحويل مصالح المساهمين إلى أهداف المسيرين. فيبقى الاعتماد على هذه العوامل مرتبط بخصائص المؤسسة.

المطلب الثالث: أهم الدراسات التي تطرقت إلى نظرية التلبية¹

حسب لي ولي (Li and Lie (2006) فإن المسير تبعاً لباكر وويرغلر (Baker and Wurgler (2004a) يستطيع أن يقرر فقط ما إذا كان سوف يدفع أرباح السهم أم لا، ولكنه لا يستطيع أن يقرر كم سوف يوزع وذلك أن المشكلة الكبيرة تكمن في التغيرات الطارئة على أرباح السهم وليس يوزع أم لا. فقد تم أخذ عينة من المؤسسات الأمريكية بين سنتي 1963 و2000 فتم التوصل إلى أنه هناك علاقة إيجابية (سلبية) بين الإعلان عن زيادة (تخفيض) التوزيعات وعلو أرباح السهم، وأن هناك علاقة سلبية بين إعادة شراء الأسهم وعلو أرباح السهم، فيقوم المسير بتوزيع أرباح السهم عندما تكون العلو مرتفعة وإعادة شراء الأسهم عند العكس.

وفي دراسة أخرى للي وزهاو (Li and Zhao (2008) فقد تم التوصل إلى وجود علاقة بين سياسة توزيع أرباح السهم وعدم تماثل المعلومات بالنسبة للمؤسسات الأمريكية، وذلك بين سنتي 1983 و2003، وتوصلا أيضاً إلى أن نظرية التلبية لأرباح السهم يمكنها أن تفسر سياسة التوزيع المتبعة. حيث توصلا إلى أن علو أرباح السهم لها دلالة قوية في دراستهم، ما يعني وجود مكانة هامة لمعنويات المستثمرين في تحديد سياسة التوزيع التي يمكن اتباعها.

أما في دراسة لعلي وإركان (Ali and Urcan (2006) على عينة من المؤسسات الأمريكية بين سنتي 1963 و2000، فقد تم التوصل إلى أنه بناء على نظرية الإشارة لأرباح السهم، فإن زيادة أرباح السهم يعتبر كمعلومة جديدة ومهمة بالنسبة للسوق المالي تدل على ارتفاع ربحية المؤسسة. أما بناء على نظرية التلبية لأرباح السهم، فإن المؤسسة تقوم بزيادة أرباح السهم استجابة لارتفاع علو أرباح السهم. ومن خلال هذه النظرية، تم التوصل إلى وجود علاقة موجبة قوية بين زيادة أرباح السهم وارتفاع الربحية غير المتوقعة بالنسبة للسنوات ذات علو منخفضة لأرباح السهم، كما أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين زيادة أرباح السهم وارتفاع الربحية غير المتوقعة في السنوات التي تكون فيها علو أرباح السهم مرتفعة، وهذا ما يعني أن المسير يلبي طلب المستثمر فيما يخص سياسة توزيع أرباح السهم (نظرية التلبية لأرباح السهم).

¹ H. Kent Baker, *Op-cit*, 2009, pp 222-235.

وفي دراسة أخرى لكل من بيلان، سيبرمانيان وتانلي (2007) Bulan, Subramanian and Tanlu على عينة مكونة من 11730 مؤسسة أمريكية، حيث تم التوصل إلى أنه توجد علاقة قوية بين علاوة أرباح السهم والميل إلى بدأ توزيع أرباح السهم. كما توصلوا أيضا هسيه ووانغ (2006) Hsieh and Wang إلى وجود علاقة قوية بين علاوة أرباح السهم ونسبة التوزيع في دراسة أجريت على المؤسسات الصناعية الأمريكية.

أما بيلان وآخرون (2007) Bulan et al فقد قاموا بدراسة للوقوف على مدى تحقيق عوائد إيجابية بناء على أحاسيس المستثمرين، وذلك من خلال التركيز على خصائص المؤسسة التي تؤدي إلى بدأ التوزيع فتوصلوا إلى أنه عندما تكون خصائص المؤسسات متقاربة فإنه يتم أخذ قرار بدأ التوزيع عندما تكون علاوة أرباح السهم مرتفعة. كما إن المؤسسات التي هي في مرحلة النضج والتي تتميز بربحية عالية وتراجع الفرص الاستثمارية هي الأكثر رغبة في بدأ عملية التوزيع، وارتفاع علاوة أرباح السهم يشجع من القيام بعملية التوزيع، وأن الميل إلى بدأ توزيع أرباح السهم يكون أكبر عندما تكون السيولة السوقية للمؤسسة كبيرة، وأن احتمال توزيع أرباح السهم يكون أكبر لدى المؤسسات التي هي في مرحلة النضج والتي لها علاوة أرباح السهم عالية.

وفي دراسة لنديس وأسوبوف (2005) Denis and Osobov، فقد توصلوا إلى وجود نفور متزايد عن توزيع أرباح السهم في كل من: كندا، المملكة المتحدة، ألمانيا، فرنسا واليابان، وجدالا على أن علاوة أرباح السهم يمكنها أن تكون كمقياس لفرص النمو. فعندما تكون علاوة أرباح السهم عالية فإن فرص النمو تكون أحسن بالنسبة للمؤسسات التي توزع أرباح السهم مقارنة بغيرها، وعندما تكون علاوة أرباح السهم منخفضة بالنسبة للمؤسسات التي توزع أرباح السهم مقارنة بغيرها، وحسب نظرية تكلفة الوكالة فإن المؤسسات غير الموزعة تكون أقل رغبة في بداية توزيع أرباح السهم. وبناء على هذه النتائج، فلم يستطيعا أن يرفضوا نظرية التلبية، وذلك لأنها وجدا أن جميع أدلتها تتماشى مع نظرية تكلفة الوكالة.

وفي دراسة لهوبرغ وبرابهالا (2005, 2006) Hoberg and Prabhala فقد جدالا أن نظرية التلبية لأرباح السهم ليست هي الأنسب لتفسير توزيع وعدم توزيع أرباح السهم. فبالاعتماد على عينة للباحثين فاما وفرانش (2001)، تبين لهما أن متغيرات المالية النيوكلاسيكية، كالمخاطرة، التدفقات النقدية والمعلومات هي التي تؤثر على علاوة أرباح السهم، حيث توصلوا إلى وجود حقائق تثبت أهمية نظرية التلبية لأرباح السهم، لكنها تختفي بمجرد إدخال أثر المخاطرة، فقالا إن علاوة أرباح السهم إنما هي تقيس الفرق في المخاطرة بين المؤسسات الموزعة وغيرها.

ففي دراسة لكل من كال، كيني وباين (2006) Kale, Kini and Payne على عينة مكونة من 5875 مؤسسة أمريكية لملاحظات بين سنتي 1979 و1998 حيث تم تأكيد أهمية العديد من النظريات في تفسير سياسة توزيع أرباح السهم (نظرية: المتبقي، الضرائب، تكلفة الصفقات، الزبائن، الوكالة، والإشارة). كما

أثبتوا أيضا أن نظرية التلبية لأرباح السهم لها تأثير قوي، حيث وجدوا علاقة موجبة قوية بين علاوة أرباح السهم وقرارات بدأ توزيع أرباح السهم.

وفي دراسة لفريس، سن ويوي Ferris, Sen and Yui (2006b) على عينة من مؤسسات المملكة المتحدة بين سنتي 1999 و2001 توصلوا إلى أن أهم المحددات الرئيسية لسياسة توزيع أرباح السهم هي: حجم المؤسسة، الربحية، الفرص الاستثمارية والاحلال بين أرباح السهم وإعادة شراء الأسهم الناتج عن الفرق الضريبي بين ربح السهم وبيع القيمة. وبعد أن قاما دنيس وأسوبوف (2008) Denis and Osobov بإعادة الدراسة تبين لهما أن هناك تغير كبير في علاوة أرباح السهم بين سنتي 1995 و2000، الأمر الذي يؤكد الأهمية البالغة لنظرية التلبية لأرباح السهم في تفسير سياسات التوزيع.

أما في دراسة لنفس Neves (2006) على مؤسسات منطقة اليورو، تم التوصل إلى نتائج تتوافق مع نظرية التلبية لأرباح السهم، حيث إن معنويات المستثمرين لها تأثير قوي على توزيع أرباح السهم بالنسبة للمؤسسات ذات الأصول السائلة العالية والفرص الاستثمارية الكبيرة، حيث يتنبؤ المستثمر بإمكانية الحصول على نسبة معتبرة من أرباح السهم، وعلى العكس بالنسبة للمؤسسات التي تتميز بسيولة منخفضة. كما تم التوصل أيضا إلى أن المؤسسات ذات التدفقات النقدية الحرة العالية، والتي هي عرضة لفرط الاستثمار، تكون هي الأكثر استجابة لتفضيلات المستثمرين لأرباح السهم.

وفي دراسة لفون إيج ومجينسون (2008) von Eije and Megginson على 15 دولة أوروبية بين سنتي 1989 و2003 تم التوصل إلى أن خصائص المؤسسة على غرار العمر، الحجم، والتي لها مقر في بلد القانون العام، لها أثر كبير في زيادة احتمال التوزيع، وأن المبلغ سوف يوزع، وأن متغيرات نظرية التلبية لأرباح السهم تكون ذات دلالة إحصائية وبإشارة موجبة في نموذج الدراسة في الفترة ما قبل 1995 فقط، وأما بعد هذه الفترة فلا. وفي دراسة لسافوف ووبر (2006) Savov and Weber من أجل الوصول إلى محددات سياسة توزيع أرباح السهم في ألمانيا، فقد توصلوا إلى أن علاوة أرباح السهم لها دلالة إحصائية قوية في النموذج وبإشارة سالبة¹¹.

وحسب لا بورتا، لوبز-د-سيلانس، شليفير وفيشني La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (2000a) فإن صغار المساهمين يتمتعون بدرجة حماية عالية في ظل القانون العام مقارنة بالقانون المدني، فتوزيع أرباح السهم في المؤسسات التي تنتمي إلى القانون المدني، يدل على مدى القدرة على انتزاع السيولة من الإدارة في بيئة تتميز بحماية ضعيفة للمساهمين. وعلى ضوء ما سبق، لم يتوصلا دنيس وأسوبوف (2005) Denis and Osobov إلى دليل يقوي من نظرية التلبية لأرباح السهم في دول القانون

¹¹ H. Kent Baker, *Op-cit*, 2009, p. 231

العام، وعلى عكس من ذلك في دول القانون المدني. وما يدعم هذه النتائج اختلاف تكاليف الوكالة بين القانونين المدني والعام. وحسب رنبوغ ودو رويج (2008) Renneboog and de Rooij فإن المؤسسات تقوم بتوزيع أرباح السهم بهدف تعويض (تلبية) المساهمين عن الحقوق القليلة التي يتمتعون بها في بيئة القانون المدني¹.

ففي دراسة لتويو وشن (2006) Twu and Shen باستعمال أربعة متغيرات أساسية هي²:

1- تطور السوق المالي: فتوزيع أرباح السهم يساعد المؤسسة في الحصول على التمويل الملائم فالمسيرون يطلبون على أرباح السهم خاصة في حالة اعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي (جون وويليامس 1985) (John and Williams, 1985).

2- الحماية القانونية للمستثمرين: ففي حالة الحماية العالية للمستثمرين تصبح أرباح السهم ذات أهمية بالغة (لا بورتا وآخرون 2000a) (La Porta et al., 2000a).

3- الضرائب: تعتبر نسبة أرباح السهم الموزعة من أهم الأدلة على نسبة الضريبة المطبقة عليها وذلك من منطلق أن المسيرين يهدفون إلى تلبية طلبات المساهمين.

4- تركيز الملكية: فسيطرة المالكين قد تهمل حملة الأسهم الأقلية، والذي يمكن أن يؤثر سلبا على أهمية علاوة أرباح السهم (لا بورتا وآخرون 2000b) (La Porta et al., 2000b).

وبعد دراسة هذه المتغيرات، فقد تم التوصل إلى أن هناك علاقة إيجابية بين أهمية علاوة أرباح السهم وكل من تطور السوق المالي، الحماية القانونية للمستثمرين والضرائب، أما تركيز الملكية فله علاقة سلبية.

فمن خلال هذه النظرية، تم الوقوف على مدى أهمية العناية بشعور وطلبات المستثمرين في تحديد سياسة التوزيع المثلى لأرباح السهم، فتم اعتماد علاوة أرباح السهم كمحدد أساسي يدل على شعور المستثمرين، حيث يمكن استنتاج من هذه النظرية أن المسيرين يوزعون أرباح السهم في وقت يكون تفضيلها مرتفعا، ويقومون بتخفيض التوزيع أو منعه تماما في حالة ما يكون التفضيل منخفضا أو منعما تماما، وكل هذا بهدف جعل السياسة التوزيعية تتماشى وتفضيلات المستثمرين في السوق المالي، لأن حسب هذه النظرية فأي إخلال بهذه العلاقة بين التفضيل والسياسة المتبعة فسوف يؤثر سلبا على المؤسسة.

¹ H. Kent Baker, *Op-cit*, 2009, p 232

² *Idem*, p.232

المبحث الثالث: محددات توزيع أرباح السهم تبعا لبعض الدراسات

ساهمت الدراسات التي أجريت على أرباح السهم في فهم واستنتاج العديد من العناصر، والتي يمكن اعتبارها كمحددات لسياسة توزيع أرباح السهم. وإلى حد الآن، فإنه تم تقسيم العوامل المحددة لتوزيع الأرباح إلى ثلاث مجموعات أساسية، وهي عوامل خاصة بالمؤسسة، عوامل خاصة بالسوق وبدائل توزيع أرباح السهم.

المطلب الأول: العوامل الخاصة بالمؤسسة

هناك مجموعة من الباحثين الذين توصلوا إلى أن من بين محددات توزيع أرباح السهم يوجد حجم المؤسسة، ربحيتها، دورة حياتها وفرص النمو وغيرها.

فمن أهم من انتقد¹ موديغلياني وميلر هما الباحثان دانجلو ودانجلو (2006) DeAngelo and DeAngelo والذان يقولان إنه لو كان موديغلياني وميلر صحيحان فيما توصلا إليه سنة 1961 لكانت المؤسسات توزع كل عام 100% من أرباحها. فهناك عدة طرق لقياس نسب أرباح السهم في المؤسسة، ولعل أهمها هي:

$$\left(\frac{Div}{Cash}\right), \quad \left(\frac{Div}{EBIT}\right), \quad \left(\frac{Div}{Sales}\right), \quad \left(\frac{Div}{R\ Nette}\right)$$

وإذا كان ما في المقام سالبا، تصبح النسب سالبة، وهذا يمكن أن يعيق عملية التحليل والدراسة والتفسير من الوصول إلى نتائج واضحة. وأهم المتغيرات التي يتم الاعتماد عليها لتفسير نسب أرباح السهم هي (شاي وآخرون 2009):

- 1- حجم المؤسسة: ويقاس بلوغا يتم حجم الأصول، فكلما زاد الحجم زادت تكاليف الوكالة، وهذا الأمر يدفع المساهمين إلى المطالبة برفع نسبة توزيع أرباح السهم كسبيل لمراقبة المؤسسة.
- 2- نسبة الديون إلى الأموال الخاصة: والنتيجة المنتظرة هنا هي علاقة عكسية بين نسبة توزيع أرباح السهم وهذه النسبة.
- 3- نمو المبيعات: ويتم حسابه عن طريق الفرق بين صافي المبيعات للفترة والفترة السابقة (بروكمان وإنلي 2009) (Brockman and Unlu)، والمؤسسة التي تتميز بمعدل نمو عالي تكون أقل ما توزع أرباح السهم، وذلك نظرا لاحتياجات النمو للأموال، وبذلك فمن المنتظر أن تكون العلاقة بين معدل النمو ونسبة توزيع أرباح السهم سالبة.
- 4- الربحية: يتم التعبير عنها بـ EBIT (الأرباح قبل المصاريف المالية والضرائب)، فكلما زادت ربحية المؤسسة، زادت نسبة توزيع أرباح السهم بغية إيصال معلومة حسن مركزها المالي

¹ H. Kent Baker, *Op-cit*, 2009, pp 109-110.

إلى السوق المالي، ومن ثم فالعلاقة بين هذه المتغيرة ونسبة توزيع أرباح السهم هي علاقة طردية (لا بورتا وآخرون 2000 La Porta et al).

5- الأرباح: يتم التعبير عنها بمجموع الأرباح التي حققتها المؤسسة والموجودة في ميزانيتها أي لم يتم توزيعها على المساهمين أو إدماجها في رأس المال أو الاحتياطات، ومن المتوقع أن تكون العلاقة طردية بين هذه المتغيرة ونسبة توزيع أرباح السهم (دانجلو وآخرون 2006).

6- الضرائب الإجمالية: فكلما زادت نسبة الضرائب قلة نسبة أرباح السهم، لأن غالباً ما يكون ربح القيمة أقل من ربح السهم فيما يخص الضرائب (دجانكوف وآخرون Djankov et al 2010).

7- حماية المستثمرين: كلما كانت درجة حماية المستثمرين ضعيفة كلما دفع ذلك بالمساهمين إلى المطالبة بأرباح سهم عالية، تغطيتها لتكاليف الوكالة وعدم تماثل المعلومات. وعلى عكس ذلك فكلما كانت درجة حماية المستثمرين قوية، أدى ذلك إلى سهولة مراقبة المسيرين، وتماثل المعلومات، فبالتالي لا يكون هناك دافع لطلب نسب عالية من أرباح السهم (دجانكوف وآخرون 2008).

8- التهرب الضريبي: ولقد تم إدماج هذه المتغيرة كأحد أهم عوامل الشفافية العالمية في قطاع المالية، فهذه المتغيرة تبين مدى قيام سلطات الدولة بضبط القطاع الخاص. ففي دولة تتميز بضعف درجة التهرب الضريبي، هذا الأمر يشكل عائق أمام الانتهازيين ويحد من تصرفاتهم الهادفة إلى الاستلاء على التدفقات النقدية، لأنهم سوف يدفعون مستحقات الدولة، وإن لم يقوموا فإنه سوف يكشف أمرهم (كوفمان وواي Kaufmann and Wei 1999، بينكوويتز وآخرون Pinkowitz et al 2003). فكلما زادت درجة التهرب الضريبي، أدى ذلك إلى تحقيق أرباح إضافية (نتيجة عن عدم دفع الضرائب)، ولا يقوم المسيرين بتوزيع نسب عالية من أرباح السهم خوفاً من كشف أمرهم. لذلك فمن المنتظر أنه كلما قلت درجة التهرب الضريبي (زادت درجة تطبيق السلطات للرقابة على المؤسسات)، زادت نسبة توزيع أرباح السهم، لأن في حالة زيادة درجة الرقابة فإن المساهم لا يبقى له سوى سبيل الأرباح أو ربح القيمة للحصول على التدفقات النقدية.

تم استعمال النموذج التالي من طرف جورج م. فرانكفورتر George M. Frankfurter et al سنة 2003

$$D_{it} = a_0 + a_1 INV_{it} + a_2 EARN_{it} + a_3 DEBT_{it} + a_4 FCASH_{it} + \mu_{it}$$

كما تبينه العلاقة التالية¹:

حيث: D_{it} : تمثل أرباح السهم للمؤسسة i في الفترة t ، a_0 ، a_1 ، a_2 ، a_3 ، a_4 : معاملات، INV_{it} : تمثل استثمارات المؤسسة i في الفترة t ، $EARN_{it}$: تمثل أرباح المؤسسة i في الفترة t ، $DEBT_{it}$: تمثل ديون المؤسسة i في الفترة t ، $FCASH_{it}$: تمثل التدفقات النقدية الحرة للمؤسسة i في الفترة t ، μ_{it} : الخطأ العشوائي.

¹ George M. Frankfurter et al, Dividend policy theory and practice, academic press, Elsevier science, 2003, pp 108-150.

الفصل الثالث الدراسات الميدانية على سياسة توزيع أرباح السهم

- 1- الاستثمارات: تشمل التغيير في الاستثمارات والأصول الثابتة (فاما 1974 Fama، هيجينس 1972 Higgins، دريمس وكيرز 1967 Dhrymes and Kurz).
 - 2- الأرباح: الأرباح الصافية (بعد الضرائب والفوائد) (لينتنر 1956، فاما 1974، هيجينس 1972).
 - 3- الديون: تشمل الديون الجديدة (م س كاب 1979 McCabe).
 - 4- التدفقات النقدية الحرة: هي عبارة عن الأرباح الصافية مطروح منها مستحقات أرباح الأسهم (لهن وبولسن 1989 Lehn and Poulsen).
 - 5- أرباح السهم: هناك ثلاث طرق أساسية للتعبير عن أرباح السهم في المؤسسة:
 - قيمة الأرباح الموزعة على المساهمين (لينتنر 1956، دريمس وكيرز 1967، هيجينس 1972، م س كاب 1979، سميروك ومارشال 1983 Smirlock and Marshall).
 - التغيير في أرباح السهم (فاما 1974، فاما وبابياك 1968).
 - نسبة توزيع أرباح السهم (روزف 1982 Rozeff).
- هذا كنموذج أولي ثم تم إضافة متغيرات: الحجم، معامل بيتا، قطاع النشاط والأرباح السابقة:
- الحجم: تم التعبير عن حجم المؤسسة باستعمال لوغار يتم مجموع الأصول (وانسلي ولان Wansley and Lane, 1987، فريند وهاسبروك 1988 Friend and Hasbrouck).
 - بيتا: تم استعمال نموذج السوق لشارب 1963 لتقدير معامل بيتا.
- كما تم استعمال النموذج الزمني أو معادلة الانحدار الخطي الأوتوماتيكي تقوم بربط شعاع من المتغيرات التابعة مع شعاع متكون من كل المتغيرات الداخلة في النموذج:
- $$D_{it} = a_0 + \sum_{k=1}^m a_k D_{t-k} + \sum_{k=1}^m \alpha_k INV_{t-k} + \sum_{k=1}^m \beta_k EARN_{t-k} + \sum_{k=1}^m \gamma_k DEBT_{t-k} + \sum_{k=1}^m \delta_k FCASH_{t-k} + \varepsilon_t$$
- حيث: $a, \alpha, \beta, \gamma, \delta$: هي معاملات، m : طول التأخر و ε_t : الخطأ العشوائي.
- وهذا النموذج يهدف إلى دراسة تأثير المتغيرات مع مرور الزمن (حيث يتم دراسة تأثير متغيرة ما على أرباح السهم على مدار m من الزمن)، وبعد استعمال عينة من المؤسسات مكونة من 446 مؤسسة وبياناتها من سنة 1979 إلى غاية 1990، وبعد الدراسة والتحليل تم التوصل إلى ما يلي:
- لا توجد علاقة بين الاستثمارات والديون طويلة الأجل وأرباح السهم، إلا أنه تم التوصل إلى أن قرارات أرباح السهم الحالية تؤثر على قرارات الديون الجديدة.
 - أرباح السهم المتوقعة سابقا لا تؤثر على الحالية، غير أن أرباح السهم الموزعة في السابق لها تأثير على الحالية (لينتنر 1956).
 - قطاع النشاط لا يؤثر على أرباح السهم.
 - هناك ارتباط إيجابي بين الأرباح الحالية، حجم المؤسسة (ميشل 1979 Michel) وأرباح السهم.

- هناك ارتباط سلبي بين التدفقات النقدية الحرة، بيتا وأرباح السهم.

حسب مودigliاني وميلر، فإن القرارات الاستثمارية مستقلة عن القرارات التمويلية مثل الديون الجديدة وأرباح السهم، لأن في حالة التأكد التام تصبح القيمة السوقية للمؤسسة تابعة فقط للقرارات الاستثمارية أما القرارات التمويلية وأرباح السهم لا يكون لها أي أثر على هذه القيمة السوقية، والنتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة تتوافق مع مودigliاني وميلر 1961.

أما حسب (دريمس وكيرز (Dhrymes and Kurz (1964, 1967) فإنه من غير الممكن الفصل بين القرارات الاستثمارية والتمويلية، لأن في حالة عدم التأكد تصبح القرارات التمويلية جزء لا يتجزأ من القرارات الاستثمارية، وقد ساندته في ذلك كل من فاما 1974، سميرلوك ومارشال (Smirlock and Marshall (1983) م س كاب (McCabe (1979).

يمكن تفسير الارتباط السلبي بين التدفقات النقدية الحرة وأرباح السهم من خلال نظرية الوكالة، حيث أن المسيرين يقومون بتوزيع أرباح السهم بغية تخفيض قيمة التدفقات النقدية الحرة المتاحة لديهم، وهم بذلك يخفضون تكاليف الوكالة الناتجة عن إمكانية استعمال الفائض من التدفقات النقدية الحرة في المصلحة الخاصة دون مصلحة المساهمين (مايرز وماجلوف (Myers and Majluf (1984)، غير أن النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة التي تقول أن التدفقات النقدية الحرة الماضية تؤثر سلباً في أرباح السهم الحالية، وهذا ما يتنافى كلياً مع نظرية الوكالة والترتيب السلمي.

والعلاقة السلبية بين معامل بيتا وأرباح السهم تعني أن مؤسسة لها معامل بيتا مرتفع تكون توزيعاتها منخفضة، وذلك بغية تخفيض تكلفة التمويل الخارجي، لأن توزيع نسبة منخفضة يسمح للمؤسسة بالاعتماد على مواردها المالية الداخلية في تمويل الاستثمارات (روزف (1982)، (دايل وهوفميستر (Dyl and Hoffmeister, 1986)، لأن الموارد الخارجية تكون مرتفعة التكلفة نتيجة ارتفاع معامل بيتا (المخاطرة النظامية).

أما التأثير الإيجابي لحجم المؤسسة على أرباح السهم، فمفاده أن المؤسسات كبيرة الحجم توزع نسبة عالية من أرباح السهم، وهذا ما يميزها عن مؤسسة صغيرة (نظرية الإشارة). تم التعبير عن الأداء المالي بالمتغيرة "معدل العائد على حقوق الملكية ROE" والتي هي عبارة عن النتيجة على الأموال الخاصة حيث تعبر هذه النسبة عن مدى نجاعة المؤسسة في تحقيق العائد على حقوق الملكية¹.

¹ Li Ji-ming, Wang Zhao-hua **An Empirical Study of the Relationship Between Corporate Dividend Policy and Financial Performance of Chinese Listed Companies**, ISECS International Colloquium on Computing, Communication, Control, and Management, Hangzhou, China, 2009, PP 190-193.

كما تم استعمال متغيرات أخرى مثل: نصيب السهم من الأرباح المحققة ونصيب السهم من التدفقات النقدية الحرة، فتم التوصل إلى وجود علاقة قوية بين نسبة توزيع أرباح السهم والمتغيرات الثلاثة السابقة ومنه يمكن القول إن هناك علاقة قوية بين الأداء المالي للمؤسسة وتوزيع أرباح السهم في المؤسسات الصينية.

وفي دراسة للي، بين، بين-فنج، ومان-شو (Li, Yin-feng, Song, and Man-shu (2006) خصت عينة من المؤسسات الصينية بين سنتي 2003 و2006 فكانت النتائج أن المؤسسات التي لا تكون الدولة ملكا فيها تتبع نظرية الوكالة في التعامل مع أرباح السهم، وأن المساهمين في هذه المؤسسات يكون تأثيرهم كبير في تحديد سياسة التوزيع على عكس المسيرين.

كما توصل كل من فاما وبابياك (1968) إلى أن أرباح السهم مرتبطة بأرباح المؤسسة وأن هناك تأخر بين تغيراتهما، ليؤكد بذلك ما توصل إليه لينتنر¹ (1956).

ومن خلال دراسة للمؤسسات الأمريكية بين سنتي 1989 و1998 تم التوصل إلى أن النسبة الأكبر من هذه المؤسسات تتبع سياسة ثابتة لتوزيع الأرباح، وأن عدد المؤسسات التي قامت برفع أرباح السهم أكبر من التي قامت بتخفيضها. وفي دراسة أخرى على عينة من المؤسسات الأمريكية بين سنتي 1960 و1998 تبين أن تغيرات أرباح السهم تتبع تلك التي تحدث في أرباح المؤسسة، والتوزيع الإحصائي لأرباح السهم أكثر انتظاما من أرباح المؤسسة، فالانحراف المعياري كان 4% لأرباح السهم مقابل 14% لأرباح المؤسسة². وفي دراسة أخرى في أبريل من سنة 1999 تبين أن سياسة توزيع الأرباح تتغير حسب درجة التطور في المؤسسة، ومن ثم فدورة حياتها محدد رئيسي لسياستها تجاه توزيع الأرباح. فالمؤسسات ذات معدل التطور المرتفع توزع نسبة أقل من أرباحها على شكل أرباح السهم، ذلك أنه كلما ارتفع معدل التطور كلما زادت الحاجة إلى التمويل، وبالتالي حجز نسبة أكبر من الأرباح³.

وفي دراسة لدنيس وأسوبوف (Denis and Osobov (2008) على عينة من كبريات المؤسسات في أكبر ستة دول في العالم (و.م.أ، اليابان، ألمانيا، فرنسا، كندا والمملكة المتحدة)، كانت النتائج أنه هناك علاقة سلبية بين فرص الاستثمار واحتمال توزيع الأرباح في دول القانون العام، وموجبة في دول القانون المدني وهذه النتائج تتوافق مع نموذج تكلفة الوكالة⁴.

¹ Quiry Pascal, Yann Le Fur, **Op-cit**; 2008. p: 901.

² **Idem**. p 902.

³ Damodaran Aswath, **Op-cit**, 2007. p 904.

⁴ H. Kent Baker, **Op-cit**, 2009, pp 154-157.

وفي دراسة لرنبوغ وسزيلاغي (2007) Renneboog and Szilagyi على عينة مكونة من 150 مؤسسة هولندية بين سنتي 1996 و2004 حيث الحماية العالية للمساهمين، فتوصلا إلى أن المؤسسات المراقبة من الداخل بالموازاة مع المستثمرين المؤسسيين ذو المهارات الرقابية العالية توزع نسب عالية من أرباح السهم، فتوصلا إلى أن رقابة المساهمين وأرباح السهم متغيران متكاملان¹.

وفي دراسة ميدانية على عينة من المؤسسات الهندية بين سنتي 1995 و2008 لاستخراج العلاقة الموجودة بين الاستثمار وتوزيع أرباح السهم، حيث تم التعبير عن الاستثمارات بالتغير الموجود في المجموعة الثانية من الميزانية، فكانت النتيجة أن هناك علاقة قوية بينهما².

وفي دراسة على عينة من المؤسسات الهندية بين سنتي 2004 و2005 لاستخراج محددات توزيع أرباح السهم بالاعتماد على المتغيرات التالية³:

- طبيعة نشاط المؤسسة: فالمؤسسات التي تنتمي إلى الأنشطة التي تتميز بالثبات غالبا ما تكون سياسة توزيعها ثابتة، كما أن المؤسسات التي تنتمي إلى الأنشطة ذات الربحية العالية تكون أرباح السهم الموزعة مرتفعة،... الخ.
- عمر المؤسسة: يعتبر عمر المؤسسة من بين أهم محددات ربحيتها، فالمؤسسة الحديثة مثلا تكون أكثر حاجة إلى التمويل من توزيع الأرباح، كما أن عمر المؤسسة يكسبها الخبرة في المالية ويعطي لها الثقة في كيفية التأقلم مع المتغيرات المالية الجديدة.
- السيولة المطلوبة: فكلما كانت هناك سيولة مطلوبة لجأت المؤسسة إلى تلبية هذا الطلب (كتسديد الديون) على حساب توزيع أرباح السهم.
- السيولة: باعتبار أرباح السهم هي عبارة عن سيولة خارجة من المؤسسة، فإن توفر هذه الأخيرة يعني سهولة عملية التوزيع.
- الحاجة إلى رأسمال إضافي: إذا كانت المؤسسة بحاجة إلى رأسمال إضافي فإنها يمكنها أن تلجأ إلى احتجاز أرباح السهم لتلبية الحاجة.
- السياسات الحكومية: مثل الضرائب، القوانين التجارية، المالية والسياسية... الخ، فإن هذا من شأنه أن يؤثر على المؤسسة ككل، وسياسات التوزيع بشكل خاص.

¹ H. Kent Baker, *Op-cit*, 2009, pp 154-157.

² P. S. Sanju et al, *Are dividend and investment decisions separable?* Applied Financial Economics, India, 2011, 21, PP 1515-1524.

³ S. Saravanakumar, *Determinants of Corporate Dividend Policy*, *Asia-Pacific Business Review*, Vol. VII, No. 2, April - June 2011, pp. 25-36.

- ثبات أرباح السهم: يهتم المسكرون بمدى إمكانية الحفاظ على النسبة الموزعة من أرباح السهم للحفاظ على الصورة الثابتة للمؤسسة في السوق المالي، ولا يتم تغيير النسبة إلا بعد التأكد من أنها يمكن الحفاظ عليها مستقبلاً.

- نمو المبيعات: تعتبر المبيعات المحدد الرئيسي للربحية، فمما يعني زيادة الربحية، وبالتالي زيادة احتمال توزيع أرباح السهم.

- نمو الربحية: فممكن أن يكون نتيجة انخفاض التكلفة أو ارتفاع الأسعار دون تغيير المبيعات (بالوحدة)، فترتفع الربحية ويزداد احتمال توزيع أرباح السهم.

فكانت النتائج بأن هناك علاقة طردية بين نسبة توزيع أرباح السهم وكل من: نمو المبيعات، الربحية السيولة والحاجة إلى التمويل، وهذا التأثير كان طوال مدة الدراسة، أما المتغيرات الأخرى فهي تؤثر من حين إلى آخر (أي أنها تؤثر) لكن ليس دائماً.

وفي دراسة على عينة مكونة من 945 مؤسسة يونانية بين سنتي 1993 و2007 لاستخراج محددات سياسة توزيع أرباح السهم، فتم التوصل إلى أن هناك علاقة طردية بين توزيع أرباح السهم وكل من المتغيرات التالية¹:

- الربحية: نسبة الأرباح إلى الأموال الذاتية (حيث تم استعمالها في دراسة أخرى كدلالة على دورة حياة المؤسسة)².

- الحجم: اللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول.

- والسيولة: الأصول الجارية في نهاية السنة.

وأن المتغيرات التالية:

- الفرص الاستثمارية: نسبة القيمة السوقية للمؤسسة إلى قيمتها الدفترية.

- الرافعة المالية: نسبة الديون إلى القيمة الدفترية للأموال الخاصة.

- والمخاطرة: تم التعبير عنها بحساب الانحراف المعياري للتغيرات السنوية الحاصلة في الأرباح.

فهي تؤثر سلباً على احتمال توزيع أرباح السهم، أي أن هناك علاقة سلبية بينها وبين نسبة توزيع أرباح السهم، حيث تم التعبير على نسبة توزيع أرباح السهم بقسمة الأرباح الموزعة على مجموع الأرباح المحققة.

¹ Theophano Patra et al, **Op-cit**, 2012, pp 1079-1087.

² Jinhoo Kim, SooCheong, **Dividend behavior of lodging firms: Heckman's two-step approach**, International Journal of Hospitality Management N°29, 2010, pp 413-420.

في دراسة على المؤسسات الأمريكية المتخصصة في المجال العقاري بين سنتي 1992 و 2003 لاستخراج محددات توزيع أرباح السهم، ومن بين المتغيرات المستعملة ما يلي (مستوى الدلالة 1%)¹:

- نسبة الأرباح إلى مجموع الميزانية (علاقة موجبة).
- النمو: نسبة التغير في مجموع الميزانية (لا توجد علاقة).
- نسبة السيولة إلى مجموع الميزانية (لا توجد علاقة).
- لوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول (لا توجد علاقة).
- نسبة التدفقات النقدية إلى مجموع الأصول (لا توجد علاقة).
- نسبة الرافعة المالية (لا توجد علاقة).
- لوغاريتم الطبيعي لعدد المساهمين (لا توجد علاقة).
- نسبة دوران الأصول: بقسمة المبيعات على مجموع الأصول (علاقة سالبة).
- التغير في الديون (علاقة موجبة).
- نسبة السيولة الجارية إلى الالتزامات الجارية (علاقة موجبة).
- الضرائب (علاقة سلبية).

وفي دراسة على عينة من المؤسسات اليابانية لاستخراج محددات توزيع أرباح السهم، تم التوصل إلى أن هناك علاقة سلبية بين نسبة توزيع أرباح السهم وكل من نسبة الاستدانة ومخاطرة المؤسسة، ومرتبطة إيجابيا مع كل من حجم المؤسسة، الربحية والفرص الاستثمارية².

وفي دراسة لبرويت وجيتمان (1991) Pruitt and Gitman خصت أهم المديرين الماليين لـ أهم 1000 مؤسسة أمريكية، فمن خلال 114 إجابة تم الوصول إلى أن المسيرين يقومون باتخاذ قرارات أرباح السهم بطريقة مستقلة عن قرارات الاستثمار والتمويل، كما تم التوصل إلى أن أهم محددات توزيع أرباح السهم هي الأرباح وأرباح السهم للسنة الماضية³.

وفي دراسة قام بها كل من باكر، فيت وبوال (2001) Baker, Veit and Powell والتي خصت المسؤولين الماليين للمؤسسات المالية وغير المالية المدرجة في Nasdaq، حيث وجدوا أن النتائج المتوصل إليها لا تختلف عما تم التوصل إليه سابقا، حيث تتشابه معها في كثير من الجوانب. فبناء على 188 رد تبين أن أهم المحددات لتوزيع أرباح السهم هي: أرباح السهم الماضية، ثبات الأرباح، قيمة الأرباح الحالية والمستقبلية المتوقعة. وهذه النتائج تتوافق مع ما توصلوا إليه باكر وبوال (1999). ومن جهة أخرى، فقد

¹ Darren K. Hayunga et al, **Dividend behaviour of US equity REITs**, *Journal of Property Research*, N° 26:2, 2009, PP 105-123.

² Raj Aggarwal, Sandra M. Dow, **Dividends and strength of Japanese business group affiliation**, *Journal of Economics and Business* N°64 2012, pp 214-230.

³ H. Kent Baker, Gary E. Powell, E. Theodore Veitc; **Op-cit**, 2002, p 248.

تم التوصل إلى أن قرارات توزيع الأرباح تحاكي ما توصل إليه لينتر 1956، كما توصلوا إلى وجود بعض الاختلافات بين المؤسسات المالية وغير المالية فيما يخص التعامل مع أرباح السهم¹.

في دراسة لسياسة توزيع أرباح السهم لـ 48 مؤسسة مدرجة في بورصة تونس خلال الفترة الممتدة من سنة 1996 إلى 2002 قام بها كل من سامي بن ناصر، محمد قوعيد وأمال بلعانس، كانت نتائج الدراسة أن المؤسسات التونسية (المسيرين) يحددون سياسة توزيع أرباح السهم تبعا للأرباح الحالية للمؤسسة وليس أرباح السنة الماضية، وأن أرباح السهم هي معادلة في الأرباح الجارية للمؤسسة، فأى تغيير في أرباح السنة ينعكس مباشرة على أرباح السهم الخاصة بنفس السنة، وهذا ما يختلف عن نتائج معظم الدراسات في هذا المجال، وكان المعدل المتوسط لتوزيعات العينة 14%. أما بأخذ فقط المؤسسات التي وزعت الأرباح فهذا المعدل يرتفع إلى 32%، كما توصلوا إلى أن سياسة توزيع أرباح السهم غير مستقرة في المؤسسات التونسية، فهي تتغير من فترة إلى أخرى وبفارق كبير تبعا للتغير الحاصل في أرباح نفس السنة².

وفي دراسة لفاما وفرانش (2001) توصلوا إلى أن أرباح السهم مرتبطة إيجابيا مع حجم المؤسسة وربحياتها، وسلبيا مع نسبة قيمتها السوقية إلى قيمتها الدفترية (تعبّر عن فرص النمو).

أما دانجلو، دانجلو وستيلز (2006) فتوصلوا إلى وجود علاقة إيجابية بين أرباح السهم ونسبة ربحية المؤسسة إلى القيمة السوقية لرأسمالها الخاص (هذه النسبة تعبّر عن دورة حياة المؤسسة، فكلما زادت دل ذلك على تطور المؤسسة أكثر).

وفي دراسة لدنيس وأسوبوف (2008) خصت أكبر ستة أسواق مالية في العالم (و م أ المملكة المتحدة، كندا، ألمانيا، فرنسا واليابان)، فتم التوصل إلى أن أرباح السهم مرتبطة إيجابيا مع كل من حجم المؤسسة وربحياتها ودورة حياتها، وسلبيا مع فرص النمو³.

كما أن هناك دراسات ميدانية أثبتت تأثير كل من سياسة الهيكل المالية، هيكل الملكية وخطط التعويضات والتحفيزات على سياسة توزيع أرباح السهم، فسميث وواتس (1992) Smith and Watts توصلوا إلى وجود علاقة إيجابية بين خطط العلاوات وخيارات الأسهم للمسيرين وتوزيع أرباح السهم. أما فن وليانغ (2001) Fenn and Liang فقد توصلوا إلى وجود علاقة سلبية بين خيارات الأسهم وتوزيع أرباح السهم.

¹ H. Kent Baker, Gary E. Powell, E. Theodore Veitc; **Op-cit**, 2002, p 249.

² Samy Ben Naceur, Mohamed Goaid et Amel Belanes, **On the Determinants and Dynamics of Dividend policy**, *International Review of Finance*, 2006, pages 1-23.

³ H. Kent Baker, **Op-cit**, 2009, p 58.

في دراسة على عينة مكونة من 17000 مؤسسة لـ 33 دولة بين سنتي 1985 و2006 تم التوصل إلى أن المؤسسات الصغيرة وتلك التي لها فرص استثمار كثيرة ينخفض احتمال توزيعها لأرباح السهم مقارنة بالمؤسسات كبيرة الحجم والقليلة الفرص الاستثمارية، كما أن السياسة التوزيعية تختلف من قطاع نشاط إلى آخر، كما تم ملاحظة انخفاض مستمر في نسب التوزيع مع مرور السنوات¹.

المطلب الثاني: العوامل الخاصة بالسوق

ولقد تم حوصلت هذه العوامل في كل من الضرائب، مدى الحماية القانونية للمستثمرين، حساسية المستثمرين لأرباح السهم، القانون، المؤسسات الجديدة والمنتجات السوقية المنافسة². فالعلاج الأساسي لمشكل الوكالة هو وجود قوانين تحمي حملة الأسهم، فمن خلال دراسة لمجموعة من الباحثين (لا بورتا، لوبز-د-سيلانس، شليفير وفيشني 2000)، فإنه تم التوصل إلى أن أرباح السهم هي عائد يعكس مدى الحماية القانونية للمساهمين الأقلية، لأن الحماية القانونية الفعلية تدفع كل من المسيرين والمساهمين الأغلبية إلى إرضاء المساهمين الأقلية، فلكي تكون المؤسسة قادرة على استقطاب الأموال الخارجية يجب عليها أن تنصف المساهمين الأقلين.

أما باكر وويرغلر (2004a) فقد توصلوا إلى أن طلب المساهم السائد لأرباح السهم يقود المسيرين إلى توزيع أرباح السهم، وإلا سوف ينتقل هذا المساهم إلى المؤسسات الدافعة لأرباح السهم، ولذلك يجب مراعاة هذا الاحساس بقوة عند وضع سياسة التوزيع في المؤسس، وتعديل هذه السياسة وفق الأحاسيس السائدة في السوق.

استعمل كثير من الباحثين معطيات الدول الأنغلو ساكسونية، والسبب في ذلك لأنها متوفرة بسهولة، أما سياسة توزيع أرباح السهم في الدول الفرانكفونية فقد أهملت بشكل كبير. وهنا يطرح السؤال، أي القانونين له تأثير على سياسة التوزيع، قانون الدول الأنغلو ساكسونية أم قانون الدول الفرانكفونية؟ ومن أجل الإجابة على هذا التساؤل فقد قاما ميشايلي وروبرتس (2007) Michaely and Roberts بمقارنة سياسة توزيع أرباح السهم في كلا القانونين، فتوصلوا إلى ما يلي: كل المؤسسات تكره قطع، تخفيض أو تغيير سياسة التوزيع، وهذه النتائج تؤكد مدى تحفظ المسيرين في اتباع سياسة توزيع ما، كما توصلوا إلى أن تضارب المصالح بين المساهمين الأقلية والأغلبية يؤدي إلى تخفيض نسبة التوزيع في مؤسسات قانون الدول الفرانكفونية ورفعها في قانون الدول الأنغلو ساكسونية، كما أن أرباح السهم تكون تابعة للتغيرات الاستثمارية في قانون الدول الأنغلو ساكسونية أكثر من الآخر.

¹ Ali Fatemi, Recep Bildik, Yes, **dividends are disappearing: Worldwide evidence**, *Journal of Banking & Finance* N°36, 2012, PP 662-677.

² H. Kent Baker, **Op-cit**, 2009, pp 59-63.

خلصت الكثير من الدراسات إلى أن أغلب المؤسسات المدرجة حديثا تميل أكثر إلى توزيع أرباح السهم خاصة في السنوات الأولى من دخولها إلى السوق المالي، ومع مرور الوقت تصبح لهذه المؤسسات القدرة على التحكم في توزيعات الأرباح (دنييس وأسوبوف 2008، فاما وفرانش 2001).

أما غريلون وميشايلي (2007) فقد توصلا إلى أن المسيرين يوزعون نسبة عالية من الأرباح على المساهمين في وجود سوق ذو تنافسية عالية، لأنه كلما زادت درجة المنافسة أصبح من السهل معاقبه المسيرين على أخطائهم، وهذه النقطة الأخيرة تكون تقريبا غير موجودة في السوق ضعيفة التنافسية، الأمر الذي يسمح للمسيرين باستعمال أرباح السهم لبناء سمعة المؤسسة، تسمح لهم بالحصول على الأموال في المستقبل، وغالبا ما تكون نسبة التوزيع منخفضة في وجود سوق تنافسية ضعيفة، والتفسير الآخر لانخفاض نسبة التوزيع في السوق التنافسية الضعيفة هو حاجة المسيرين لتجميع التدفقات النقدية لمواجهة أي منافسة محتملة، لأن المؤسسات المهيمنة والراغبة في المنافسة تمتلك من الأموال ما يمكنها من السيطرة على سوق المؤسسة ضعيفة التنافسية.

في دراسة على عينة من 22374 مؤسسة موزعة على 35 دولة في العالم لاستخراج محددات توزيع أرباح السهم، فتم التوصل إلى أن هناك علاقة قوية بين توزيع أرباح السهم وكل من درجة الحماية القانونية للمستثمرين، حوكمة الشركات، حجم المؤسسة، نسبة نموها وربحيته¹.

وفي دراسة أجريت على المؤسسات الكورية، تم التوصل إلى أن بالإضافة إلى المتغيرات الخاصة بالمؤسسة (الحجم، الربحية، الفرص الاستثمارية... الخ)، فإن سياسة توزيع أرباح السهم تتأثر أيضا بمتغيرات الاقتصاد الكلي (معدل الفائدة، معدلات الضرائب... الخ)، كما تم التوصل أيضا إلى أن المؤسسات الكورية ترغب كثيرا في احتجاز الأرباح بدل توزيعها لتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة وما يؤكد ذلك هو النمو السريع الذي تتميز به هذه المؤسسات في الأونة الأخيرة، وللتذكير فإنها اتجهت إلى الاقتصاد الحر ابتداء من سنة 1990 (مثل الجزائر)².

وفي دراسة على المؤسسات الأمريكية خلال فترة الأزمة المالية العالمية (أوت 2008)³، حيث شملت الدراسة عينة من المؤسسات بين سنتي 2006 و2009، وخلصت الدراسة إلى أن هناك انخفاض ملحوظ في احتمال توزيع أرباح السهم خلال وبعد الأزمة المالية. كما لوحظ أن هناك انخفاض في أرباح السهم الموزعة في الـ 58 بليون دولار خلال سنة 2009، كما قامت أكثر من 800 مؤسسة بقطع التوزيع تماما. كما تم استعمال المتغيرات التالية:

- الربحية: نسبة الأرباح إلى الأموال الخاصة.

¹ Julie Byrne, Thomas O'Connor, **Creditor rights and the outcome model of dividends**, *The Quarterly Review of Economics and Finance* N°52, 2012, PP 227-242.

² Jinho Jeong, **Determinants of dividend smoothing in emerging market: The case of Korea**, *Emerging Markets Review* N°17, 2013, PP 76-88.

³ Richard Hauser, **Did dividend policy change during the financial crisis?** *Managerial Finance* Vol. 39 No. 6, 2013 pp. 584-606.

- الاستقلالية المالية: نسبة الأموال الذاتية إلى مجموع الأصول.
- نسبة التدفقات النقدية إلى مجموع الصول.
- النمو: نسبة تغير المبيعات لكل سنة.
- الحجم والقيمة السوقية للمؤسسة.

وتم التوصل إلى أن هناك علاقة قوية بين نسبة توزيع أرباح السهم وكل من المتغيرات السابقة الذكر.

وفي دراسة على عينة مكونة من 90 مؤسسة صناعية إندونيسية بين سنتي 2005 و2009 المدرجة في السوق المالية الإندونيسية، تم التوصل إلى أن كيفية التعامل مع أرباح السهم تعتبر كمعلومة مسبقة عن الأرباح المستقبلية للمؤسسة (نظرية الإشارة)، حيث خلصت الدراسة إلى أن المؤسسات التي توزع أرباح السهم تكون أرباحها المحققة أحسن من أرباح المؤسسات التي لم توزع!

كما تم التوصل أيضا أن السوق المالي يتأثر سلبا عند الاعلان على تخفيض نسبة أرباح السهم الموزعة (نظرية الإشارة)، وذلك من خلال دراسة شملت 331 مؤسسة أسترالية بين سنتي 1995 و2008²، فهناك علاقة سلبية بين تخفيض أرباح السهم والسعر السوقي للسهم.

وفي دراسة³ أجريت على المؤسسات الصينية المدرجة في السوق المالي بين سنتي 2007 و2010 حيث تم أخذ عينة مكونة من 260 مؤسسة قامت بتوزيع أرباح السهم و 4616 مؤسسة لم توزع، وذلك من أجل التأكد من صحة نظرية التلبية لأرباح السهم، تم التوصل إلى أن المؤسسات تحاول دائما إرضاء رغبات المستثمرين، ففي حالة ما كان الطلب على الأسهم يتجه نحو المؤسسات التي لا توزع أرباح السهم. فإن المسيرين يقومون بالإعلان عن عدم توزيع أرباح السهم، رغبة منهم في تلبية طلب المستثمرين في السوق المالي، ويكون العكس في حالة ما كان الطلب على أسهم المؤسسات الموزعة كبير، حيث يتم الإعلان عن توزيع أرباح السهم.

كما يقوم المسيرين باختيار النسبة الموزعة من أرباح السهم تبعا لاتجاهات الطلب على الأسهم في السوق المالي بين المؤسسات الموزعة وغير الموزعة. وهذه النتائج تؤكد نظرية التلبية لأرباح السهم، وتقوي من المستوى التفسيري لها لسياسات توزيع أرباح السهم في السوق المالي.

وفي دراسة لأميهود وميرجيا (Amihud and Murgia (1997) على عينة مكونة من 200 مؤسسة ألمانية بين سنتي 1988 و1992 توصلوا إلى أن أرباح السهم لا تعتبر من وسائل إيصال المعلومات إلى

¹ Febriela Sirait and Sylvia Veronica Siregar, **Dividend payment and earnings quality: evidence from Indonesia**, *International Journal of Accounting and Information Management* Vol. 22 No. 2, 2014 pp. 103-117

² Balasingham Balachandran et al, **Dividend reductions, the timing of dividend payments and information content**, *Journal of Corporate Finance* N° 18, 2012, PP 1232-1247.

³ Xicheng LIU, Chi XIE, **Factors Influencing the Stock Dividend and Transfer of Reserve to Common Shares of Listed companies A Empirical Study Based on the Catering Theory of Dividends**, PP 319-322.

السوق المالي، وأن درجة الاستجابة للتغير في أرباح السهم تشبه إلى حد كبير ما هي عليه في الولايات المتحدة الأمريكية¹.

قاما ديونتر ووارثر (1998) Dewenter and Warther بمقارنة سياسة توزيع أرباح السهم في كل من الولايات المتحدة الأمريكية واليابان، فتوصلا إلى أن المؤسسات اليابانية تتميز بدرجة عالية من تماثل المعلومات ونقص مشكل تضارب المصالح مقارنة بالمؤسسات الأمريكية، وأن درجة استجابة سعر السهم لتغيرات أرباح السهم في اليابان تكون ضعيفة، وأن تغيرات أرباح السهم في اليابان تكون مرتبطة بتغيرات أرباح المؤسسات².

وفي دراسة لـ لا بورتا، لوبز-د-سيلانس، شليفير وفيشني (2000) على 4000 مؤسسة من 33 دولة في سنة 1995 توصلوا إلى أن المسيرين يوزعون أرباح السهم فقط لأن القانون يحمي المساهمين الأقلية، وهذه النتائج تتماشى وما هو موجود في الواقع، حيث أن المؤسسات الموجودة في الدول التي يتمتع فيها المستثمرون بالحماية العالية (دول القانون الأنغلو ساكسوني) تكون نسب توزيع أرباح السهم عالية مقارنة بنسب توزيع أرباح السهم في المؤسسات التي تتواجد في الدول التي لا تعطي الحماية الكاملة للمستثمرين (دول القانون الفرانكفوني)، وأن المؤسسات المتطورة توزع نسب ضعيفة من أرباح السهم في دول القانون الأنغلو ساكسوني، وهذه النتيجة غائبة في دول القانون الفرانكفوني، كما أن العلاقة بين أرباح السهم وقيمة المؤسسة ضعيفة في دول القانون الأنغلو ساكسوني (بينكويتز، ستيلز وويليامسون (2006))³.

في دراسة لـ غيغلر (2003) Gugler باستعمال عينة مكونة من 214 مؤسسة نمساوية غير مالية بين سنتي 1991 و1999 توصل إلى أن المؤسسات التي تتمتع بفرص استثمارية عالية لا تحجز كل الأرباح لإعادة استثمارها، فهي توزع في كل الحالات نسب معينة، وفي المقابل فالمؤسسات التي لا تتمتع بفرص استثمارية تتعامل مع الأرباح بغض النظر عما يمليه الطرف المراقب للمؤسسة.

توصل كل من لا بورتا، لوبز-د-سيلانس، شليفير وفيشني (2000) إلى أن توزيع أرباح السهم تكون عالية في بلدان القانون الأنغلو ساكسوني (Common Law) أين يتمتع المساهمون بحماية عالية، على عكس بلدان القانون الفرانكفوني⁴. وكثير من الكتاب توصلوا إلى أن حوكمة الشركات تعد من بين المحددات الرئيسية لسياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة⁵.

¹ H. Kent Baker, *Op-cit*, 2009, pp 154-157.

² *Idem*, pp 154-157.

³ *Ibid*, pp 154-157.

⁴ *Ibid*, p 72.

⁵ *Ibid*, p 74.

وفي دراسة لكل من فارلي، باكر وإدلمان 1985، 1986 Farrelly, Baker and Edleman خصت المسؤولين الماليين لـ 562 مؤسسة مدرجة في NYSE والتي تنتمي إلى ثلاث قطاعات هي (الخدمات الصناعية، تجار الجملة/التجزئة)، وذلك بهدف الوصول إلى أهم محددات توزيع أرباح السهم. فمن خلال 318 إيجابية من طرف هؤلاء المسؤولين الماليين، تم التوصل إلى أن أهم محددات أرباح السهم هي الأرباح المتوقعة، أرباح السهم الماضية، توافر التدفقات النقدية والرغبة في الحفاظ على أو الزيادة في سعر السهم. وإضافة إلى هذا، وما يتفق مع لينتر 1956، فقد توصلوا إلى أن المسؤولين الماليين يسعون جاهدين للحفاظ على النمط من أرباح السهم، وعدم تغيير معدلات التوزيع، والحفاظ عليها، وتغييرها يكون مرتبطاً بأهداف مستقبلية. كما تم استنتاج أن المسيرين يستعملون أرباح السهم كإشارة عن الوضعية التي توجد فيها المؤسسة أو الوضعية التي تهدف إليها، حيث أن أرباح السهم يتم اعتبارها في السوق كمعلومات عن القيمة الحقيقية للمؤسسة. كما توصلوا أيضاً إلى أن سياسات أرباح السهم تختلف باختلاف القطاعات¹.

وفي دراسة قام بها كل من باكر وفارلي (1988) Baker and Farrelly على مؤسسات لها على الأقل 10 سنوات وهي توزع أرباح السهم، فتوصلا إلى أن أهم المحددات هي الحفاظ على توزيع الأرباح وثباتها والنظر إلى تأثير أرباح السهم على السعر السوقي للسهم والمؤسسة بصفة عامة².

وفي دراسة قام بها فارلي وباكر (1989) خصت المستثمرين المؤسسيين، وذلك لقراءة رأيهم فيما يتعلق بأرباح السهم. فبناء على 130 إجابة، تم التوصل إلى أن الزيادات التي تحدث في قيمة أرباح السهم الموزعة لها أثر إيجابي على السعر السوقي للسهم، كما أن الإجابات توحى بأن هناك تفضيل لربح القيمة (تحقيق المكاسب الرأسمالية) على أرباح السهم³.

وفي دراسة قاما بها باكر وبويل (1999) Baker and Powell خصت المسؤولين الماليين لمؤسسات مدرجة في NYSE حيث تم تقسيمها إلى صناعية، تجارية وخدمانية. فبناء على 198 رد وجد أن معظم الإجابات تصدق أثر أرباح السهم على القيمة السوقية للمؤسسة، ليتم تأكيد ما توصل إليه باكر وآخرون (1985)، كما أن معظم الإجابات تساند فكرة أن أرباح السهم تعتبر كإشارة، غير أنهما توصلا إلى أن المسؤولين الماليين غير متأكدين من فرضية التفضيل الضريبي وفكرة عصفور في اليد، ووجد أن ما توصلا إليه يتماشى مع لينتر 1956. كما توصلا إلى تفسير التغير الموجود في أرباح السهم بين مختلف القطاعات (باكر وآخرون 1985)، حيث يقولون أن هذا الاختلاف راجع إلى الفرق في البيئة الاقتصادية والتنافسية⁴.

¹ H. Kent Baker, Gary E. Powell, E. Theodore Veitc; *Op-cit*, 2002, p 248.

² *Idem*, p 248.

³ *Ibid*, p 248.

⁴ *Ibid*, pp 248-249.

في دراسة¹ على عينة مكونة من 9806 مؤسسة تنتمي لـ 24 دولة OECD² بين سنتي 2000 و 2007 تم التوصل إلى أن المؤسسات توزع نسب قليلة من أرباح السهم في الدول ذات الحماية القوية للمساهمين وارتفاع معدلات الضرائب على أرباح السهم، ويكون العكس في حالة انخفاض الأثر الضريبي، حيث توزع مبالغ معتبرة على شكل أرباح السهم بغية تعظيم ما سوف يحصل عليه المساهمون. والعكس بالنسبة للدول التي تكون فيها درجة حماية المساهمين ضعيفة، حيث تقوم المؤسسات بتوزيع مبالغ معتبرة من أرباح السهم حتى في حالة ارتفاع الضرائب على هذه الأرباح، وذلك لأن بقاء الأرباح في المؤسسة يعني الحاجة إلى الرقابة القوية عليها (زيادة تكاليف الوكالة)، فيتم تفضيل التوزيع. كما خلصت هذه الدراسة أيضا إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة توزيع أرباح السهم وكل من المتغيرات التالية:

- نسبة العائد إلى مجموع الأصول (علاقة موجبة).
- الحجم وتم التعبير عنه بحساب لوغاريتم رقم الأعمال (علاقة موجبة).
- الرافعة المالية (علاقة سالبة).
- النمو وتم التعبير عنه بحساب التغير في لوغاريتم مجموع الميزانية (علاقة سالبة).
- العمر وتم حسابه بداية من انضمام الدولة إلى هذه المنظمة (علاقة موجبة).

وفي دراسة³ على عينة مكونة من 43000 مؤسسة تنتمي لـ 29 دولة بهدف تحديد مدى تأثير سياسة توزيع أرباح السهم بالمتغيرات السلوكية (الحذر، كره الخسارة وكره الغموض)، فتم التوصل إلى أن هذه المتغيرات تعتبر محددات جيدة لسياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة، حيث تم تعريف المتغيرات كما يلي:

- كره الخسارة: تم تحديدها من خلال رهان متساوي في فرص الخسارة والربح والمستثمر يعطي المبلغ الأكيد لقبول الرهان.
- كره الغموض: يتم تحديده تبعاً للاختيار بين الرهان غير الأكيد والخطر بإعطاء احتمالات من طرف المستثمر لقبول الرهان.

ولتحديد المتغيرات أعلاه، تم توزيع استبيان خاص بالمخاطرة وأسئلة شخصية على طلاب أكثر من 6000 جامعة في الميدان من 46 دولة.

¹ Mohammed Alzahrani, Meziane Lasfer, **Investor protection, taxation, and dividends**, Journal of Corporate Finance N°18, 2012, PP 745-762.

² منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (Organisation for Economic Co-operation and Development) واختصارها OECD هي منظمة دولية مكونة من مجموعة من البلدان المتقدمة التي تقبل مبادئ الديمقراطية التمثيلية واقتصاد السوق الحر. نشأت في سنة 1948 عن منظمة التعاون الاقتصادي الأوروبي، عدد الدول الأعضاء فيها حاليا 30 دولة (معظم الدول أوروبية).

³ Wolfgang Breuer et al, **The behavioral foundations of corporate dividend policy a cross-country analysis**, Journal of Banking & Finance N°42, 2014, PP 247-265.

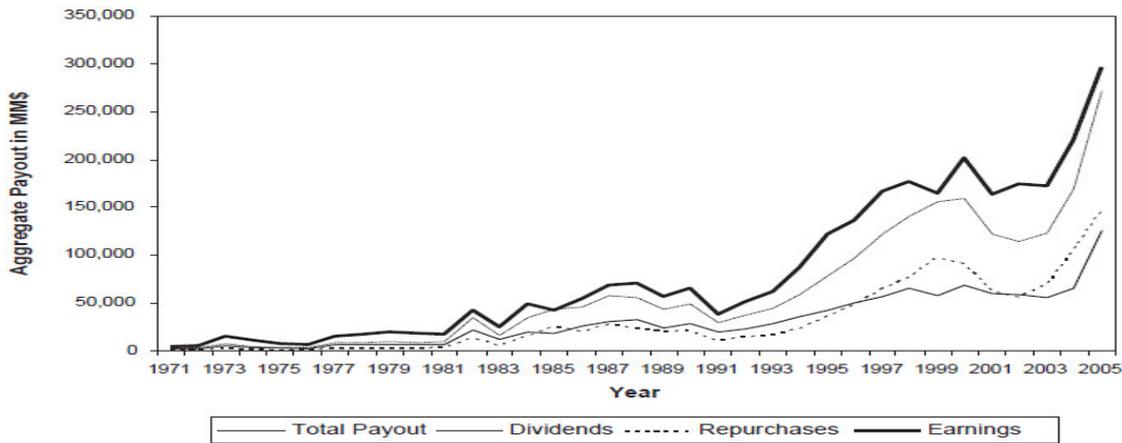
كما تم استعمال متغيرات أخرى خاصة بالمؤسسة مثل الحجم، الربحية... الخ، فكانت النتائج بعد استعمال المتغيرات تبين أن سياسة توزيع الأرباح تتأثر بدرجة كبيرة بتغير كل من: درجة كره الخسارة، الغموض والحذر، كما ظهرت متغيرتي نمو المبيعات والربحية في النموذج بدلالة إحصائية.

المطلب الثالث: الأشكال البديلة لتوزيع أرباح السهم

قبل منتصف الثمانينات كانت المؤسسات تستعمل التوزيع النقدي لأرباح السهم، وفي السنوات الأخيرة أصبحت عملية إعادة شراء الأسهم تحظى بقبول واسع لدى المؤسسات، وهذا فحسب فاما وفرانش (2001)، فقد انخفضت نسبة توزيع أرباح السهم من 67% سنة 1978 إلى 21% 1999. وحسب جاغنتان ستفنس وويسباش (2000) Jagannathan, Stephens, and Weisbach فإن المؤسسات تقوم بتوزيع الأرباح الدائمة على شكل أرباح السهم، وتقوم بإعادة شراء السهم في حالة تدفقات نقدية ظرفية، وقد أكدا ديتمار وديتمار هذه النتيجة سنة¹ (2004).

تعتبر عملية السوق المفتوحة هي الأكثر استعمالا في الولايات المتحدة الأمريكية، فحسب غريلون وإكنبري (2000)، وخلال الفترة الممتدة من 1980 إلى 1999 فإن عملية إعادة الشراء التي تمت وفقا لميكانيزم السوق المفتوحة كانت تمثل حوالي 92% من مجموع إعلانات إعادة الشراء، وتمثل أيضا 91% من القيمة الإجمالية لإعلانات الشراء²، فهذه الإحصائيات توحى بأن الطريقة المفضلة عند إعادة شراء الأسهم هي التي تتم وفق عملية السوق المفتوحة.

الرسم البياني رقم (2-3): العلاقة بين أرباح السهم، إعادة شراء الأسهم والأرباح



المصدر: H. Kent Baker, **Dividends and Dividend Policy**, the Robert W. Kolb Series in Finance, USA, 2009, P 66.

حيث: Aggregate Payout in MMS تمثل قيمة التوزيعات، Dividends تمثل أرباح السهم، Repurchases تمثل إعادة شراء الأسهم، Earnings تمثل أرباح المؤسسة، Total Payout تمثل مجموع التوزيعات.

¹ H. Kent Baker, **Op-cit**, 2009, pp 64-65.

² H. Kent Baker, Gary E. Powell, E. Theodore Veitc; **Op-cit**, 2002, p 249.

في دراسة لفون إيج ومجبنسون (2008) Von Eije and Megginson على عينة مكونة من أكثر من 4100 مؤسسة في الاتحاد الأوروبي (15 دولة أوروبية قبل ماي 2004) والتي قامت بالإعلان عن عمليتي توزيع أرباح السهم وإعادة شراء الأسهم بين سنتي 1989 و2005، توصلنا إلى أن متوسط عدد مرات إعداد التقارير المالية في السنة ارتفع من 1.2 إلى 2.4، وصاحب هذا الارتفاع زيادة في أرباح السهم وإعادة شراء الأسهم، وأن المؤسسات القديمة أكثر توزيعاً لأرباح السهم من المؤسسات الجديدة، ومؤسسات دول القانون الأنغلو ساكسوني أكثر توزيعاً لأرباح السهم وأقل إعادة لشراء للأسهم مقارنة بمؤسسات دول القانون الفرانكفوني، ووجدنا أيضاً علاقة سلبية بين درجة الرفع المالي وتوزيع أرباح السهم¹.

وفي دراسة قام بها كل من باكر، غالاجر ومورغان ((Baker, Gallagher and Morgan (1981) على عينتين من المؤسسات المدرجة في بورصة نيويورك (NYSE)، حيث تم أخذ 150 مؤسسة لم تقم بعملية إعادة شراء الأسهم و 150 مؤسسة قامت بالعملية في فترة السبعينات من القرن الماضي، حيث كانت النتائج أنه من بين الأسباب الرئيسية الكامنة وراء العينة هو الاستثمار الجيد للفائض في التدفقات النقدية، واستعمال هذا الفائض في التدفقات النقدية في تشجيع العمال أو إحلال خيارات الأسهم مكان الأسهم العادية. والسبب الرئيسي لعدم قيام المسيرين بإعادة شراء الأسهم هو عدم وجود الفائض النقدي، فكثير من المسيرين ينظرون إلى أن قرار إعادة شراء الأسهم هو قرار استثماري يختلف عن قرار توزيع الأرباح أو القرارات المالية الأخرى، في حين يرى إنليك باكر وآخرون (Unlike Baker et al. (1981) أن قرار إعادة شراء الأسهم هو قرار مالي ليس استثمارياً، والمسيريون يمولون عملية إعادة الشراء بالفائض في التدفقات النقدية كما يرفضون فكرة أن إعادة شراء الأسهم هي إحلال لعملية توزيع الأرباح (ليس (Lees (1983).

وفي دراسة أخرى للان وساركار (1989) Lane and Sarkar على عينتين من المؤسسات، 98 مؤسسة قامت بعملية إعادة شراء الأسهم و42 مؤسسة لم تقم بالعملية، وقد توصلنا إلى تأكيد فرضية الإشارة للعملية وأن المسيرين يقومون بالعملية لأن في نظرهم الأسهم مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية، وهم واثقين من مستقبل المؤسسة، ولم يعثروا على دليل يؤكد بأن عملية إعادة شراء الأسهم هي بديل لتوزيع أرباح السهم.

وفي دراسة لكل من (تستسكوس، كوفمان وجيتمان (1991) Tsetsekos, Kaufman and Gitman) على 1000 أكبر المؤسسات، تم التوصل إلى أن أهم الدوافع لإعادة شراء الأسهم هو أن هذه الأخيرة مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية، والرغبة في تغيير الهيكلية المالية للمؤسسة، وتأكيد فرضية الإشارة. ففي دراسة لكل من باكر، بويل وفيت ((Baker, Powell and Veit (2002) على 642 أحسن المدراء الماليون لاستخلاص نظرهم فما يخص عملية إعادة شراء الأسهم، فتوصلوا إلى تأكيد فرضية الإشارة.

¹ H. Kent Baker, *Op-cit*, 2009, pp 154-157.

المبحث الرابع: التفسيرات الأخرى لتوزيع أرباح السهم

بالإضافة إلى النظريات والدراسات الميدانية التي تطرقت إلى سياسة توزيع أرباح السهم، فإن هناك تفسيرات أخرى حاولت هي الأخرى دراسة أرباح السهم، ولعل أهم العناصر في هذا المجال هي المخاطرة النمو الديمغرافي، حيث تعتبر إحدى أهم العوامل المحددة لسياسة توزيع أرباح السهم.

المطلب الأول: الأرباح مقابل تحمل المخاطرة

فمع تحسن الأسواق ونموها ينسى المستثمرون الوجه الأخر للعائد ألا وهو المخاطرة، فيكرسون كل جهودهم في الاستفادة من هذا النمو السوقي وتحسين ثرواتهم، متجاهلين بذلك المكانة الأساسية للمخاطرة في الاستثمار، فتتقص بذلك درجة الرشادة والعقلانية، لأن هذه الأخيرة تتطلب كره المخاطرة من المستثمرين.

تشتمل كل عملية استثمار على قدر معين من المخاطرة أو عدم التأكد، وذلك تبعاً لنوع الاستثمار فكل استثمار وجهان، وجه يمثل العوائد المنتظرة (R) التي سوف تتحقق من هذا الاستثمار، والوجه الآخر يمثل المخاطر المنتظرة (σ) التي سيتعرض لها المستثمر عندما يربط أمواله في هذا الاستثمار، ومن القرارات المهمة في هذا المجال هو اختيار الاستثمار الذي تلاءم عوائده مخاطره $\max (R/\sigma)$ والذي يسمح بتعظيم الثروة المتوقعة، وهذا هو المبدأ العام وهو المقصود بالمبادلة بين المخاطر والعوائد، بمعنى تحقيق أعلى عائد ممكن عند مستوى مقبول من المخاطرة.

جاءت كلمة "المخاطرة" في المعاجم الاقتصادية بمعنى الريبة والاحتمالية: "احتمال أن تحقق المؤسسة ربح أو خسارة نتيجة عملها في بيئة غير أكيدة"، ورأس المال المخاطر هو أموال تستثمر في مشروعات معرضة للخطر ما يجعل المشروعات قابلة للخسارة، والشخص الذي يتحمل نتائج المشروع (ربح و/أو خسارة) هو المخاطر - مستثمر، مالك، منظم، مضارب... الخ¹.

هناك علاقة طردية بين العائد المطلوب ودرجة المخاطرة، فجميع المستثمرين يسعون لتحقيق أعلى عائد عند مستوى معين من المخاطر، أو تخفيض المخاطر إلى أدنى مستوى ممكن عند مستوى معين من العائد. فتجنب المخاطرة لا يعني الهروب منها، فكل استثمار يحتوي على درجة من المخاطرة وبالتالي يجب

¹ عدنان عبد الله محمد عويضة، نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي، دراسة تأصيلية تطبيقية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، هردن-فرجينيا-الولايات المتحدة الأمريكية، 2010، ص 32.

على المستثمرين دراسة مخاطر الاستثمار ومعرفة أسبابها وإدارة هذه المخاطر وليس الهروب منها، لأنه لا يمكن إلغائها.

تكتسي المخاطرة دوراً له أهمية بالغة في الاقتصاد ككل، فلو لا استعداد رجال المال والأعمال لتحمل المخاطرة لما قامت مشروعات ومؤسسات ناجحة تحقق أرباح عالية من خلال زيادة وتحسين الإنتاج من ابتكارات و سلع، ومنه زيادة النمو الاقتصادي، لذلك يرى كثير من الاقتصاديين أن الربح هو عائد المخاطرة وكلما زادت نسبة المخاطرة زاد العائد المتوقع أو المطلوب من طرف الملاك، وبالتالي تصبح المخاطرة هي الوجه الثاني لأي استثمار مقابلة للوجه الأول والمتمثل في الربح، فالمخاطرة هي عاملاً من عوامل الإنتاج التابعة، وتكون غير مرغوب فيها ما لم تكن تؤد إلى تحقيق عوائد تتناسب مع نسبتها.

وتؤثر نظرية الربح (theory of profit) إلى موقف إيجابي لاستحقاق الربح بالمخاطرة، ذلك أن السبب الرئيسي للمستثمر لاستحقاق العائد هو تحمله للمخاطرة، وقد ارتبطت فكرة تحمل المخاطرة كمصدر للربح بالاقتصادي الأمريكي فرانك نايت في كتابه (المخاطرة، عدم التأكد والربح 1921)، فنظرية الربح تفسر لماذا يستحق المستثمر الربح، والسبب في ذلك هو أنه يمثل عنصراً إنتاجياً من نوع خاص، فهو يتحمل المخاطرة نتيجة استثمار أمواله في المؤسسة، لأنه قد يحقق الربح أو يتكبد الخسارة¹.

ففي ظل الأوضاع السائدة في الحياة الاقتصادية المعاصرة، التي تتغير فيها الظروف الاقتصادية (أحوال السوق، أذواق المستهلكين، تطور التكنولوجيا وظهور اختراعات وأسواق جديدة ما يؤدي إلى اشتداد المنافسة... الخ)، كل هذه الأوضاع من شأنها أن ترفع من درجة المخاطرة التي يواجهها المستثمر بصفة عامة، فهو لا يكون على يقين فيما إذا كان يحقق ربحاً أو يمتد بالخسارة.

غير أن هذه التطورات الاقتصادية، واختلاف طرق وكيفيات الاستثمار، واشتداد المنافسة والابتكارات التي من شأنها تخفيض المخاطرة، أدت إلى قيام فريق آخر من الاقتصاديين يتبنى نظرية أخرى في الربح قوامها أن الربح ليس عائد المخاطرة بل هو عائد الابتكار، وأن المستثمر الذي يتغلب على المستثمرين في حلبة المنافسة هو الذي يملك القدرة الابتكارية (جوزيف شومبير في كتابه نظرية التطور الاقتصادي- 1968) وحسب شومبير فإن الابتكار يقوم على عنصر المخاطرة الذي هو أهم عنصر يميز المبتكرين (ليس الابتكار الذي يؤدي إلى الاحتكار). فالريادة والتجديد والاكتشاف وحب الانجاز "إنني أفخر بعملتي" تتضمن استعداداً عالياً لتحمل المخاطرة ويعتبر شومبير أن الربح هو الدافع الوحيد لتحمل المخاطرة اللصيقة ببيئة

¹ عدنان عبد الله محمد عويضة، نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي، 2009، مرجع سابق، ص 33.

الأعمال في الاقتصاد، وبذلك يمكن القول إن الربح هو عائد العمل الابتكاري المخاطر أو عائد الاستعداد لتحمل المخاطرة¹.

لذلك فالمجتمعات المتقدمة لها ميل كبير لتحمل المخاطرة مقارنة بالمجتمعات المتخلفة وهذا يعود إلى عدم وجود حافز للربح في هذه المجتمعات مقارنة بالمتقدمة، ويؤكد أساتذة الاقتصاد المحدثون الموقف الإيجابي من الاستعداد لتحمل المخاطرة وأثره على النمو الاقتصادي، فبالرغم من ظهور عدة طرق للتعامل مع المخاطرة كنفقها أو تخفيضها إلا أن الاقتصاد دائماً بحاجة لتحمل المخاطرة كي يتقدم وهذا ما يقرره جوزيف ستجليتزر في أحدث إصداراته "بأن الأفراد ينفرون من الخطر لكن الاقتصاد بحاجة إلى تشجيع من يتعرض للخطر ويستعد لتحمله لأن هذا هو المحرك الأساسي للنمو الاقتصادي"، كما أكد ذلك جاستون باشلار بأن التقدم قد ثبت تاريخياً بأنه يأتي من خلال الشعور بالمسؤولية والمخاطرة والاعتماد على الذات ومواجهة وتخفي العقبات².

فحسب فنكاتش (Venkatesh (1989) فإن المؤسسات التي توزع أرباح السهم تكون مخاطرتها أقل مقارنة بغيرها، لأن في حالة توزيع الأرباح فإن المستثمرين غالباً ما يبنون قراراتهم على المعلومات المنبثقة عن عملية التوزيع، وتم الاستدلال على ذلك إما بناء على نظرية الإشارة، أو الوكالة، وغيرها من النظريات التي فسرت توزيع أرباح السهم (بوهم وسورسكي (Boehme and Sorescu (2002)، وقد تم الاعتماد على نماذج لإثبات العلاقة العكسية، ومن بين هذه النماذج:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

حيث: R_{it} : يمثل معدل العائد على أسهم المؤسسة i خلال الفترة t . β_i : معامل المخاطرة النظامية للمؤسسة. R_{mt} : يمثل معدل العائد للسوق المالية m خلال الفترة t .

فحسب هذا النموذج، فإنه كلما انتظمت التوزيعات أدى ذلك إلى انخفاض قيمة تذبذب R_{it} ومنه انخفاض قيمة المخاطرة، والعكس صحيح. وحسب إستيربروك (1984)، فإنه هناك شكلين لتكاليف الوكالة هما تكلفة الرقابة وتكلفة كره المخاطرة³. فيتم استعمال أرباح السهم بهدف التخفيض من هذين النوعين من التكلفة فتوصلا برناردو وولش (Bernardo and Welch (1998) إلى أن درجة كره المخاطرة من طرف المستثمرين لها أثر قوي على سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات، فرغم أنه يبقى من الصعب قياس درجة كره المخاطرة إلا أن الأبحاث والدراسات الميدانية تؤكد أثر كره المخاطرة في المالية عامة ومنه سياسة التوزيع.

1 عدنان عبد الله محمد عويضة، نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص 35.

2 نفس المرجع أعلاه، ص 38.

3 Dara Khambata DBA and Wei Wendy Liu, Cultural Dimensions, Risk Aversion and Corporate Dividend Policy, Journal of Asia-Pacific Business, 6:4, 2008, PP 31-43.

فمن بين المتغيرات التي تم الاعتماد عليها لتحديد درجة كره المخاطرة هي:

1- تجنب عدم التأكد: تم قياسه بالاعتماد على مدى قابلية ثقافة المستثمرين لتحمل التغيرات ومواجهة الغموض الموجود في الاستثمارات والتأقلم مع هذه الأوضاع، فالمستثمر الذي له درجة تجنب عدم التأكد منخفضة عادة ما يكون متأقلم مع المعلومات غير الأكيدة وقابل للعيش في وسط غير أكيد. أما المستثمر الذي له درجة تجنب عدم التأكد عالية فغالبا ما يكون دائما البحث عن قوانين وقواعد تضمن له استثماراته ويبحث دائما عن التأكد.

ولقد أثبتت الدراسات أن الشعوب التي تتميز بدرجة منخفضة لتجنب عدم التأكد هي الأكثر استقرارا سواء من الناحية الاقتصادية، السياسية أو الاجتماعية مقارنة بمن يتميزون بدرجة عالية من تجنب عدم التأكد ولقد أثبتت الدراسات أن هناك علاقة قوية بين درجت تجنب عدم التأكد وكره المخاطرة (هوفستد (Hofstede (2001)). ففي دراسة لمينرو-سميث (Munro-Smith (2002) تم التوصل إلى أن الأشخاص الذين يتميزون بدرجة عالية لتجنب عدم التأكد هم الأكثر كره للمخاطرة وهم البيروقراطيين أنفسهم. فكلما زاد كره المسير للمخاطرة كلما كان أكثر تحفظا في اختيار الاستثمارات وتوزيع أرباح السهم حتى يقلل من مخاطرة المؤسسة، ولكن الواقع يقول بأن هناك علاقة طردية بين معدل العائد والمخاطرة، وبالتالي فهذا المسير يبحث عن أقل معدل عائد، وفي المقابل يحتفظ بمبالغ معتبرة من التدفقات النقدية خوفا عليها من الضياع إن استثمرها.

والمستثمر الأقل كره للمخاطرة يكون أكثر مرونة في التعامل مع الاستثمارات وأرباح السهم، فتصبح هناك علاقة عكسية بين درجة كره المخاطرة ونسبة توزيع أرباح السهم.

2- التوجه على المدى الطويل: فكلما كان المدى طويلا تطلب ذلك مثابرة أكثر، فالاستثمارات أو القرارات المالية ذات المدى الطويل تكون شبه مستحيلة على الذين يتميزون بدرجة عالية من كره المخاطرة، فدائما يكونون موجودون على المدى القصير فقط، لذلك فالشعوب التي تتمتع بقدرة عالية على التوجه على المدى الطويل غالبا ما تكون متطورة بناء على استراتيجياتها وأهدافها المرسومة بدقة على المدى الطويل.

ففي دراسة لكونينغ، دورن وفي (Koning, Doern and Fey (2001) شملت 52 مؤسسة سويدية وروسية تم التوصل إلى أن المؤسسات السويدية لها توجه على المدى الطويل، وأن مسيروها يتميزون بدرجة منخفضة لتجنب عدم التأكد، ومسيرو هذه المؤسسات يفضلون أن تكون لهم استراتيجيات وقرارات استثمارية على المدى الطويل.

وبأخذ عينة مكونة من 118470 مؤسسة موزعة على 14 دولة آسيوية¹، وبعد إبعاد المؤسسات التي لا تتوفر عنها بعض متغيرات الدراسة أصبحت العينة مكونة من 99865 مؤسسة فقط بين سنتي 1992 و2003. وبعد تحليل متغيرات كره المخاطرة، تبين أن سنغافورة هي الأقل درجة لتجنب عدم التأكد، واليابان هي الأعلى. أما من ناحية التوجه على المدى الطويل، فإن باكستان هي الأقل، والصين هي الأعلى. وأن المؤسسات الأكثر كرها للمخاطرة، هي الأكثر احتفاظاً بالتدفقات النقدية (عدم توزيع أرباح السهم أو توزيع نسب منخفضة)، وأن هناك اختلاف بدلالة إحصائية بين المؤسسات ذات الدرجة العالية لكره المخاطرة والمؤسسات الأخرى فيما يخص التعامل مع أرباح السهم.

المطلب الثاني: أرباح السهم والنمو الديمغرافي²

مع تزايد عدد السكان وتراجع نسبة القوة العاملة في المجتمع مقارنة بالبطالة والتقاعد والذين لا يقدر على العمل وغيرها من الفئات التي لا تتمتع بصفة الإنتاجية الدائمة، فإن السؤال الذي يطرح نفسه هو: كيف يمكن تغطية الطلب المتزايد وتحقيق تدفقات نقدية (الأرباح-أرباح السهم-) تضمن على الأقل الحفاظ على المستوى المعيشي؟، وتصبح الإجابة على هذا السؤال خاصة بالنظر إلى زيادة الفجوة بين الطلب والعرض التي أصبحت تشكل خطر على الاقتصاد العالمي ككل.

حسب نموذج دورة الحياة للفرد (موديغلياني وبريمبرغ (Modigliani and Brumberg (1954, 1980) فإن كل من الاستهلاك والادخار يتغيران على طول الحياة تبعاً لتغير الأعمار. فيكون الفرد مستهلك تماماً في صغره، ثم يبدأ بادخار القليل مع بلوغه سن الرشد فما فوق ليرتفع شيئاً فشيئاً مع مرور الوقت حيث ترتفع مداخيله ويزيد الادخار، ثم يحدث العكس عند الوصول إلى مرحلة التقاعد، أين يبدأ الفرد باستهلاك ادخاره السابق دون استثمارات جديدة. وباعتبار أرباح السهم أحد مصادر الدخل والادخار، فإنها حتماً سوف تتغير تبعاً للنمو والحالة الديمغرافية للمجتمع.

فتعتبر الفئة الوسيطة العمر (بين البلوغ حتى قرب التقاعد) هي الأكثر طلباً للثروة، حيث يتم اتخاذ كل السبل من أجل تعظيمها، فيزداد الطلب على الأصول المنتجة للثروة لترتفع أسعارها في السوق، لذلك فأهم ما يميز هذه الفئة أنها تبحث دائماً عن الاستثمار (عدم الرغبة في الحصول على أرباح السهم بقدر ما يهتم تنمية الثروة).

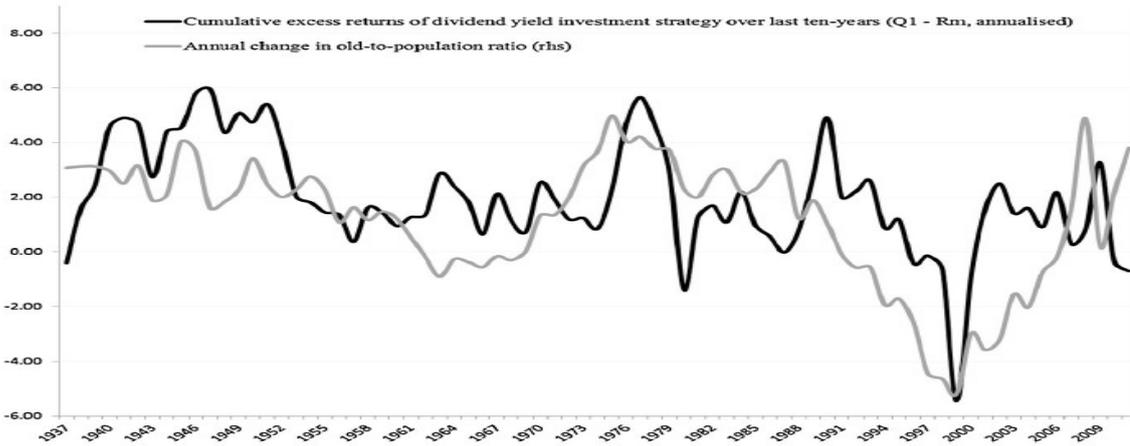
1 أستراليا، الصين، كوريا الجنوبية، الهند، إندونيسيا، اليابان، ماليزيا، نيوزيلندا، باكستان، الفلبين، كوريا الشمالية، سنغافورة، تايوان وتيلاند.

² King Fuei Lee, *Demographics and the long-horizon returns of dividend-yield strategies*, The Quarterly Review of Economics and Finance N°53, 2013, PP 202-218.

ولكن بعد وصول هذه الفئة إلى مرحلة التقاعد تبدأ مرحلة عكسية لتنمية الثروة، ألا وهي استهلاكها فبدأ الطلب على أرباح السهم وعلى الأصول الاستهلاكية، وفي المقابل يتم التخلي على الأصول الانتاجية (عدم استثمار أرباح السهم وإنما استهلاكها). مما سبق يتضح أن نسبة الفئة المستهلكة في المجتمع تعتبر المحدد الأساسي للاستثمار، فكلما زادت هذه النسبة يعني ذلك أن المجتمع استهلاكي، ومنه زيادة الطلب على أرباح السهم (مستورد للإنتاج)، وإذا كان العكس فإن المجتمع يكون استثماري همه تعظيم الثروة (مصدر للإنتاج). ففي الولايات المتحدة الأمريكية تم التوصل إلى أن نظام التقاعد يعتبر كقنبلة نووية سوف تحطم السوق المالي في آفاق 2020 (شيلر 2000, Shiller, 2000، ستيرلين ووايت 1998, Sterling & Waite, 1998)، مستدلين على ذلك بأن فئة المتقاعدين تعتبر كالطفل الرضيع الذي لا يهتمه أي شيء سوى الأكل، وبالتالي سوف يتم التخلي كلياً عن الأصول المنتجة (بيع كل الأوراق المالية) فيزداد العرض وتنخفض الأسعار السوقية وتحدث أزمة مالية على المؤسسات والأسواق الحاوية لهذه الأصول المالية.

لقد توصلت العديد من الدراسات إلى وجود علاقة وطيدة بين النمو الديمغرافي للمجتمع والمدخيل فزيادة نسبة الفئة النشطة في المجتمع يرتفع الطلب على الأصول المالية (دافيس ولي Davis and Li (2003))، ليتم تأكيد ذلك في دراسة لأرنوت وشافس (Arnott and Chaves (2012) على 22 دولة حيث كانت النتائج هي أن السوق المالي ينتعش كلما زادت نسبة الفئة النشطة التي يتراوح عمرها بين 35 و59 سنة، والعكس صحيح.

الرسم البياني رقم (3-3): تطور كل من أرباح السهم ونسبة المتقاعدين (والمسنين) (1937-2009)



المصدر: King Fuei Lee, **Demographics and the long-horizon returns of dividend-yield strategies**, The Quarterly Review of Economics and Finance N°53, 2013, P 207.

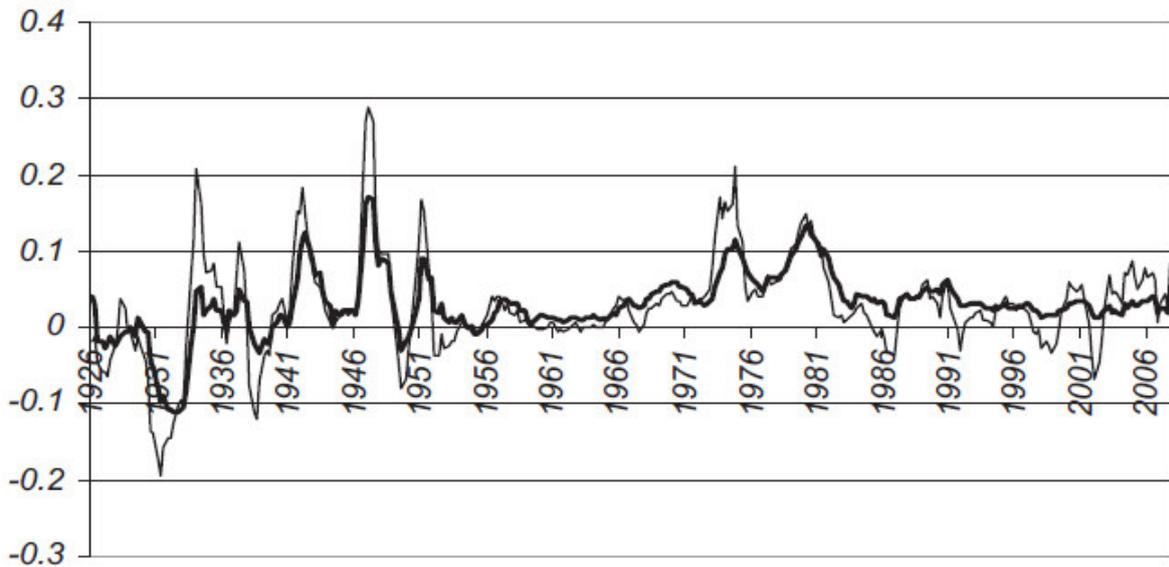
يتضح من المنحنى أعلاه أن هناك علاقة جد قوية بين تغيرات نسبة الشيخوخة (المتقاعدين والمسنين) وتغيرات أرباح السهم. كما تم التوصل في دراسة أخرى إلى أن المؤسسات التي يسيرها متزوجون ولهم

الفصل الثالث الدراسات الميدانية على سياسة توزيع أرباح السهم

أولاد يكونون أكثر رغبة في توزيع أرباح السهم من غيرهم، كما خلصت الدراسة أيضا إلى أن الخصائص الديمغرافية للمسيرين وأعضاء مجلس الإدارة لها دور مهم في تحديد سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة¹.

تعتبر الأرباح أحد أهم مكونات الناتج الوطني، فبذلك هي متغيرة أساسية في الاقتصاد الوطني وهذا ما يوحي بأن هناك تأثير قوي لها على باقي المتغيرات الأخرى في الاقتصاد. فعلى سبيل المثال: إن دفع التوزيعات في شكلها النقدي من طرف المؤسسات يؤدي إلى زيادة السيولة المتوفرة لدى المستثمرين وفرضا لو كانت التوزيعات مرتفعة فهذا يؤدي حتما إلى زيادة سيولة السوق المالي، ومن ثم فتح المجال أمام الفرص الاستثمارية نتيجة توفر السيولة وتراجع سعر الفائدة نظرا للعلاقة العكسية بينها وبين عرض السيولة، هذا من جهة، ومن جهة أخرى، فإن زيادة السيولة في السوق المالي يمكن أن ينتقل إلى سوق السلع فيرتفع بذلك الطلب على السلع الاستهلاكية وخاصة إذا كان المجتمع استهلاكي، ما يعني مباشرة زيادة التضخم إن لم يكن هناك طاقة إنتاجية تمتص هذه الزيادة في الطلب. ولكن فزيادة التوزيعات يمكن أن يترجم بتراجع الفرص الاستثمارية لدى المؤسسات، ومنه قلة فرص الاستثمار في الاقتصاد ككل، وهذا يعتبر مؤشر سيئ وإن كانت الزيادة محفزة للاستثمار إن استمرت في الاقتصاد والعكس في حالة انخفاض التوزيعات.

الرسم البياني رقم (3-4): العلاقة بين التضخم وأرباح السهم في و.م.أ



المصدر: Daniella Acker, Nigel W. Duck, **Inflation illusion and the US dividend yield: Some further evidence**, Journal of International Money and Finance N°33, 235-254, P 241. 2013

¹ Gina Nicolosi, **Demographics of dividends**, Journal of Corporate Finance N°23, 2013, PP 54-70.

المطلب الثالث: تحليل سياسة توزيع الأرباح بالاعتماد على التدفقات النقدية

تحدد قيمة أي أصل في ضوء التدفقات النقدية التي يحققها، في حين فمعرفة أرباح المؤسسة يعتبر أمرا هاما، فالتوزيعات على الملاك تكون نقدا كما أن شراء أصول جديدة بهدف النمو والتقدم تكون نقدا كذلك، لذلك لا بد من تحديد حجم التدفقات النقدية الواجب لذلك. فالتدفقات النقدية تختلف عن الربح في كون أن الأولى هي عبارة عن أرباح محاسبية مضاف إليها بعض المصاريف غير المالية مثل الاهتلاكات التي تعتبر كاسترجاع لقيمة الأصل محل التشغيل لعملية الاستثمار على فترات.

التدفقات النقدية الحرة (FCF) هي كمية النقود المتاحة للتوزيع على كل المستثمرين (حملة الأسهم وحملة الدين) بعد دفع المصاريف، والضرائب، وتمويل الاستثمارات اللازمة في رأس مال التشغيل. وتتمثل استخدامات التدفق النقدي الحر في: دفع مصاريف الفائدة، دفع أصل الدين دفع حصص أرباح السهم وإعادة شراء الأسهم، وشراء الأصول غير التشغيلية مثل أدوات الخزانة أو الأوراق المالية الأخرى القابلة للتسويق¹. فمما سبق، فبعد طرح ما يمكن توزيعه على حملة الدين، فالباقي من التدفق النقدي الحر هو الممكن توزيعه على حملة الأسهم. ولتقدير التدفقات النقدية الممكن توزيعها على المساهمين يجب قياس أرباح المؤسسة الخاصة بالمرحلة، ثم طرح الاحتياجات الاستثمارية اللازمة في رأس مال التشغيل فالمؤسسات التي تشهد تطورا كبيرا تكون بحاجة كبيرة إلى سيولة لتمويل استثماراتها، وبذلك تنقص التدفقات النقدية الممكن توزيعها على المساهمين، كما يتم إضافة الاهتلاكات والاحتياطات باعتبارها ليس خروجاً فعلياً للسيولة من الخزينة، وكذلك فزيادة احتياجات رأس المال العامل تعمل على تخفيض التدفقات النقدية في حين فانخفاضها يؤدي إلى ارتفاع التدفقات النقدية الممكن توزيعها على المساهمين، وفي الأخير يجب إضافة تأثير المديونية على التدفقات النقدية المتوفرة لتوزيعها على المساهمين، فزيادة الديون من شأنه زيادة السيولة المتوفرة، لأن المؤسسة يمكنها اللجوء إلى المديونية لتمويل الاستثمارات، ومن جهة أخرى فتسديد الديون يعني تخفيض التدفقات النقدية الممكن توزيعها على المساهمين.

بتحديد: أرباح المؤسسة ($revenu net$)، الاحتياجات الاستثمارية اللازمة: ($charge d'investissement$)
الاهتلاكات والاحتياطات ($dotations aux amortissements et aux provisions$)، احتياجات رأس
المال العامل ($variations du BFR$) والمديونية
($dettes nouvellement émises et remboursement de la dette$)

¹ د.م. سرور علي إبراهيم سرور، مرجع سابق، 2009، ص 878.

يمكن تحديد التدفقات النقدية القابلة للتوزيع على المساهمين (*Free – Cash – Flows*) كما توضحه العلاقة المالية¹:

$$FCFE(\text{Free – Cash – Flows}) = \text{revenu net} - (\text{charge d'investissement}) + (\text{dotations aux amortissements et aux provisions}) - \text{variations du BFR} + (\text{dettes nouvellement émises} - \text{remboursement de la dette})$$

الخيار المقابل لتوزيع التدفقات النقدية على المساهمين هو إعادة استثمارها، فالفرص الاستثمارية المتوفرة تؤثر على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة، مما يعني أن تحديد المشاريع الاستثمارية ودراسة مردوديتها وكذا تحديد نوعيتها له دور كبير في تحديد السيولة القابلة للتوزيع على المساهمين.

فالوضع الطبيعي للمؤسسات الجديدة هو عدم تحقيق الأرباح في السنة الأولى أو الثانية، ما يعني أنها يمكن أن تتعرض للفشل، ويرجع ذلك إلى الإنفاق الكبير على النواحي التنظيمية في بداية العمل، وعلى الجهود البيعية حتى يمكن الحصول على تدفق مستمر من الطلبات، فدائما هناك فجوة بين تاريخ بيع السلعة وتاريخ استلام النقدية، وعلى الجوانب الفنية للحصول على أقصى كفاية لتشغيل العمليات. وهنا تظهر أهمية التخطيط وإعداد الموازنات التقديرية، والتنبؤ بالعلاقة بين عمليات الإنتاج والتدفقات النقدية والاحتياجات التمويلية. وما يقال على المؤسسات الجديدة يمكن أن ينطبق على المؤسسات القائمة منذ مدة فنظرا للفتاوت الزمنية بين الإنتاج-المبيعات-النقدية، فإن المؤسسة يمكنها أن تتعرض للفشل في أي مرحلة من مراحل حياتها، وتزداد هذه المشكلة تعقيدا في حالة المشروعات الجديدة لأنها غالبا ما تواجه بعض المشكلات الفنية في بداية حياتها، فالتكلفة تكون كبيرة والتأخر في إتمام الإنتاج قد يحدث واحتمال إفلاس المشروع يزداد، فهذه الأسباب جميعا تجعل من التحليل والتنبؤ المالي، إعداد الموازنات والتخطيط والرقابة على العمليات لا غنى عنها من أجل تخفيض حدة المشكلة².

بافتراض القيمة الزمنية للنقود، فتصبح عملية استرجاع الأصل عن طريق الاهتلاكات غير تامة، لأن في نهاية فترة حياة الأصل تصبح القيمة الحقيقية لمبلغه أقل منها عند شرائه، والسبب في ذلك يرجع لعدة أمور منها: التضخم، المنافسة والتطورات التكنولوجية الجديدة، تغير أذواق المستهلكين ومتغيرات الاقتصاد الكلي الأخرى، مما يعني أنه وجب على المؤسسة تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح لتغطية هذا الفرق في القيمة الحقيقية، ليتسنى لها تجديد استثماراتها في المستقبل، فبذلك يمكن أن يصبح هذا كدليل قاطع للمؤسسة لاحتجاز قسط من أرباحها السنوية لتغطية الانخفاض في القيمة الحقيقية لاستثمارها.

¹ Damodaran Aswath; *Op-cit*, 2007. P 940.

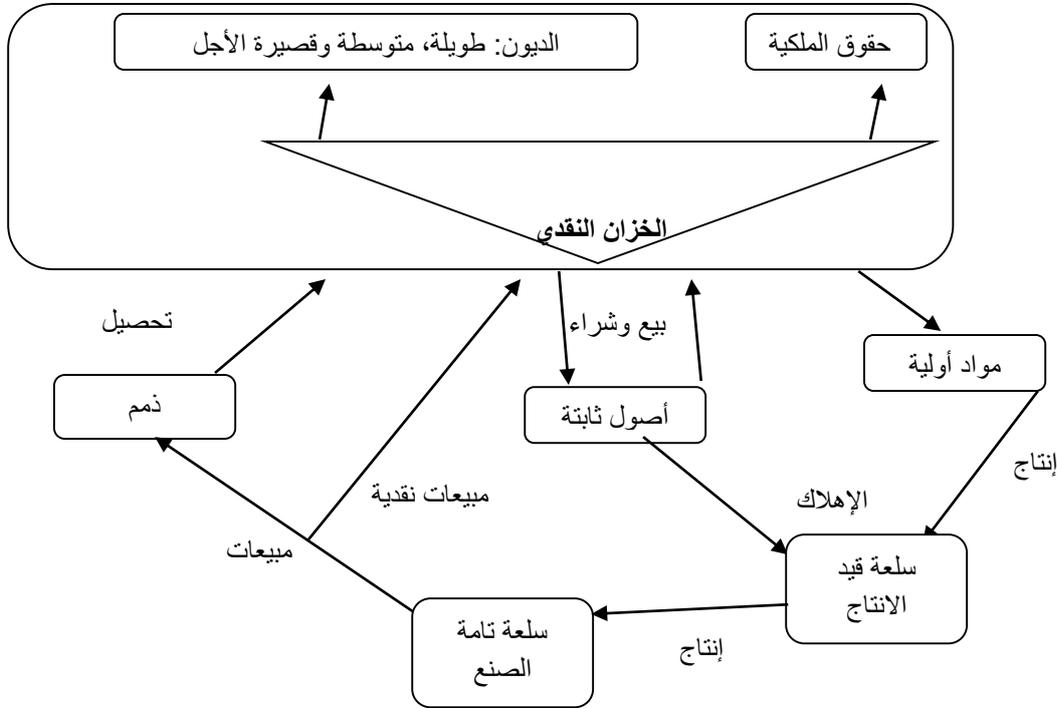
² -نهال فريد مصطفى، طارق مصطفى الشهاوى، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، دار التعليم الجامعي الإسكندرية مصر، 2012، ص 43.

الفصل الثالث الدراسات الميدانية على سياسة توزيع أرباح السهم

كل عملية تقوم بها المؤسسة إلا ويقابلها تدفق أو تدفقات نقدية، فالإنتاج يعني الحاجة إلى يد عاملة ومواد أولية، معناه الحاجة إلى تدفق نقدي لتسديد التكلفة ويكون ذلك إما من خزينة المؤسسة أو البحث عن مصادر ممكنة للتدفقات، كتحصيل قيمة مبيعات أو اقتراض أو... الخ. فتحليل التدفقات النقدية لأي مؤسسة يساعد على الحصول على معلومات هامة بشأن احتمالات مواجهة المؤسسة لحالات العسر المالي وما يترتب عليها من مشاكل قد تصل إلى الإفلاس.

للتدفقات النقدية وجهتان، إما أن تكون إلى المؤسسة أو تكون من المؤسسة، ما يطرح مشكل التسيير الأمثل للخبزينة، والذي يسمح بالاستفادة بأكبر قدر ممكن من كل تدفق نقدي، فأى خلل يعني هناك تكلفة إضافية وأقلها تكون تكلفة الفرصة البديلة، لأن الهدف الأساسي في أي مؤسسة هو تعظيم الثروة، وهذا الهدف لا ينطلق من العدم، وإنما يكون بداية من الثروة (رأس المال العيني والمادي) مروراً على (السلع والخدمات، الأوراق المالية....) إلى ثروة أكبر وفي أسرع وقت وبأحسن الطرق دون تضييع الفرص، ولا يكون ذلك إلا من خلال التخطيط الأمثل للتدفقات النقدية، لأن حركة الأموال من خلال الأصول تمثل نقطة ارتكاز مهمة لأي مؤسسة، فهي التي تعطي أموال كثيرة وأرباح أكبر، ما يعني أن لتحقيق الربح يجب تحريك الأموال على الأصول ذات العائد الأكبر دون تقويت أي فرصة ودون الوقوع في أزمة السيولة.

الشكل رقم (1-3) دورة تدفق النقدية في المؤسسة



المصدر: نهال فريد مصطفى، طارق مصطفى الشهاوى، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، دار التعليم الجامعي الإسكندرية مصر، 2012، ص 45.

يتضح من الشكل السابق أنه لتحقيق الربح وجب على المسير أن يزيد من حجم التدفق النقدي في كل رحلة من رحلاته والتي يمكن أن تعظم ربحه، مع زيادة عدد الرحلات إلى أقصى قدر ممكن ما يجعلهم يستفيدون من كل صغيرة وكبيرة بغية الوصول إلى أكبر قيمة للأرباح¹. ما يعني أن الإلمام بكل جوانب التدفق النقدي أمر لا بد منه لكل من أراد تعظيم الثروة. فعلى سبيل المثال، تحصيل الزبائن أو الشراء على الحساب يعني توفير النقدية التي يمكن استعمالها في رحلات مربحة، كما أن تسديد الموردين وإعطاء الزبون مهلة للتسديد يعني أن عدد الرحلات المربحة تقل ومنه ضياع الفرص. قياساً على ما سبق، يظهر أنه من الواجب معرفة كل عنصر من عناصر الميزانية وتحديد مكانته (الأثر والتأثر) بالتدفقات النقدية، الأمر الذي يسهل على متخذ القرار القيام بعمله بدرجة عالية من الموضوعية، فتحصيل الذمم وكسب وقت لتسديد المصاريف كالضرائب والموردون يعني توفير النقدية للزيادة منها، أما دفع الضرائب وتوزيع الأرباح وعدم تحصيل الذمم يؤدي حتماً إلى تضييع الفرص وتحمل تكلفة الفرص البديلة.

لذلك دائماً في بيئة الأعمال يكون الفرق بين التدفقات الداخلة والخارجة موجب وكبير مقارنة برأس المال المستثمر بالنسبة للمؤسسات الناجحة عكس المؤسسات الفاشلة، فكلما زاد هذا الفرق زادت تنافسية المؤسسة والعكس صحيح. لأن زيادة هذا الفرق يعني هناك هامش أمان كبير يمكن أن يحمي المؤسسة في حالة أي طارئ جديد على السوق أو الاقتصاد ككل، لهذا فإن التنبؤ الدقيق بالتدفقات النقدية أمر أساسي لتحقيق الأرباح².

ولقد استخدمت التدفقات النقدية في التنبؤ باحتمال الإفلاس والعسر المالي³، فمن خلال دراسة على عينة من النسب المالية تشمل حوالي 30 نسبة، تم التوصل إلى أن من بين النسب التي يتم الاعتماد عليها في التنبؤ باحتمال الإفلاس والعسر المالي هي نسبة التدفقات النقدية إلى إجمالي القروض، فكلما انخفضت هذه النسبة دل ذلك على أن قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها ضعيفة، وهذا ما يزيد من مدى أهمية التدفقات النقدية في أي مؤسسة تريد الاستمرار وتعظيم الثروة.

المطلب الرابع: بعض نواتج توزيع أرباح السهم حول العالم

الجدول الموالي يبين دراسة مقارنة بين عينتين من المؤسسات، الأولى تمثل أكبر المؤسسات المدرجة في البورصة لثمانية دول ناشئة، والتي تنشط في سوق مالية يختلف نظامها المالي تماماً عن الولايات المتحدة الأمريكية، أما العينة الثانية تشمل 99 مؤسسة أمريكية. وكانت العناصر الأساسية التي ركزت

¹- الرحلة: تبدأ لحظة خروج الأموال من الخزان النقدي وتنتهي لحظة دخولها إليه، ويجب أن تكون الداخلة أكبر من الخارجة بأكثر قدر ممكن ما يضمن تحقيق الربح.

²- نهال فريد مصطفى، طارق مصطفى الشهاوى، مرجع سابق، 2012، ص 50.

³- نفس المرجع أعلاه، ص 93.

الفصل الثالث الدراسات الميدانية على سياسة توزيع أرباح السهم

عليها الدراسة هي: العائد المتوسط للأسهم (Yield)، النسبة المتوسطة لتوزيع أرباح السهم (Payout)، نسبة أرباح السهم إلى مجموع الأصول (DIV/ACTIF)، ونسبة أرباح السهم إلى قيمة الأموال الذاتية (DIV/CP).

الجدول رقم(3-1): سياسة توزيع أرباح السهم في الدول الناشئة¹

الدول	كوريا	الهند	ماليزيا	تايلاند	زمبابوي	الأردن	باكستان	تركيا	و.م.أ
Payout	0,42	0,35	0,5	0,43	0,35	0,4	0,27	0,6	0,33
Yield	0,13	0,04	0,02	0,04	0,1	0,04	0,06	0,15	0,05
DIV/ACTIF	0,01	0,02	0,04	0,06	0,05	0,04	0,03	0,06	0,02
DIV/CP	0,03	0,05	0,04	0,08	0,05	0,06	0,05	0,016	0,05

المصدر : Varouj Aivazian et Laurence Booth, **Do Emerging Market firms follow different dividend policies from US firms ?**, the journal of financial research, N°.3, 2003, pages 380.

والجدول الموالي² يبين متوسط نسب توزيع أرباح السهم بين سنتي 1995 و2004 لمجموعة من الدول الناشئة إضافة إلى و.م.أ، حيث يظهر من هذا الجدول أن هناك اختلاف كبير في النسب الموزعة بين الدول والشيء الملاحظ أن كل النسب تفوق 0.05%، وأن النسبة المكررة أكثر (الوسيط) هي 0%، وذلك في معظم الدول، وبعد تتبع هذه النسبة (0%) وجد أنها خاصة بالدول الأكثر تطورا، وهذا ما يؤكد واقعا أن كلما زادت نسبة التطور زادت الحاجة إلى احتجاز الأرباح لتمويل الفرص الاستثمارية. وأن النسبة المتوسطة الأكبر 2.067% وهي الخاصة بدولة المغرب، ولكن ليس هذا هو المشكل وإنما الإشكالية هي لماذا لم يتم إدراج الجزائر في هذا الجدول؟

كما تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى أن ما نسبته 30% فقط من المؤسسات الأمريكية هي التي قامت بالتوزيع على طول المدة، أما باقي الدول فقد وصلت هذه النسبة إلى 80%، وإن دل هذا على شيء فإنه يدل على أنه كلما زاد التطور زادت الحاجة إلى حجز الأرباح.

¹ - نسبة التوزيع تم حسابها بقسمة مبلغ أرباح السهم الموزع على مجموع الأرباح المحققة

² H. Kent Baker, **Op-cit**, PP 510-520.

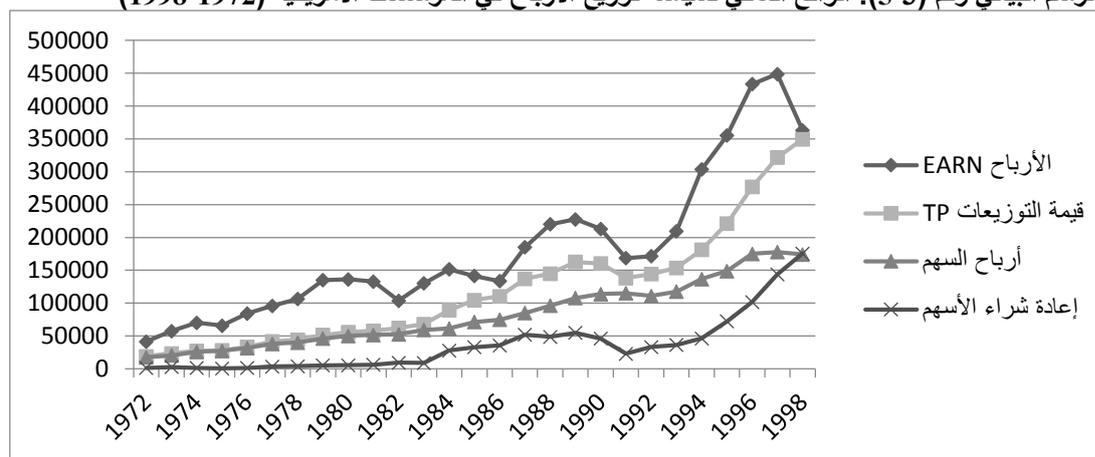
الفصل الثالث الدراسات الميدانية على سياسة توزيع أرباح السهم

الجدول رقم (2-3): بعض نواتج حصص أرباح السهم حول العالم (1995-2004)¹

الدولة	عدد المؤسسات	النسبة المتوسطة للتوزيع	النسبة الأكثر تكرار	الانحراف المعياري
الأرجنتين	529	0.243	0	3.828
البرازيل	2095	0.263	0.132	5.992
الشيلي	1075	0.741	0.418	5.031
كولومبيا	223	0.617	0.414	1.985
التيك	317	0.447	0.000	3.159
هونغ كونغ	4896	0.268	0	1.823
المجر	232	0.349	0	1.051
الهند	3101	0.300	0.188	1.058
إندونيسيا	1889	0.193	0	1.430
الأردن	36	0.587	0.616	0.388
كوريا الجنوبية	5366	0.208	0	1.969
ماليزيا	4993	0.215	0.092	4.184
المكسيك	998	0.455	0	9.900
المغرب	64	2.067	0.558	8.345
باكستان	839	0.282	0.102	0.907
الفلبين	954	0.060	0	2.182
بولندا	568	0.133	0	0.557
روسيا	256	0.754	0.034	8.598
سنغافورا	3158	0.397	0.094	3.512
سلوفينيا	21	0.280	0.248	0.220
جنوب أفريقيا	2436	0.180	0.019	2.042
تايوان	6625	0.220	0	2.656
تايلاند	2748	0.464	0	3.314
تركيا	1072	0.256	0	1.702
وم أ	81318	0.166	0	4.100

المصدر: H. Kent Baker, **Dividends and Dividend Policy**, the Robert W. Kolb Series in Finance, USA, 2009, P 510.

الرسم البياني رقم (3-5): الواقع العملي لسياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الأمريكية (1972-1998)



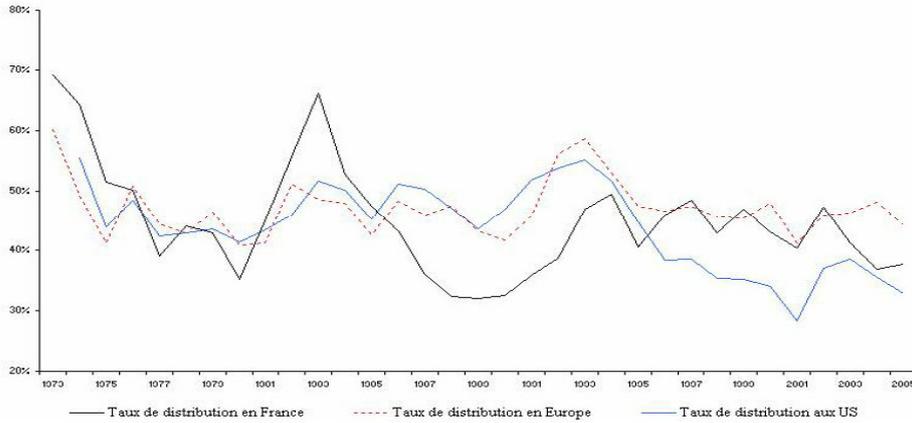
المصدر: تم الحصول على المنحنيات بناء على معطيات الجدول الخاص بتوزيعات النقدية على المساهمين من:

(Aggregate cash distribution to equityholders): F. Allen and R. Michaely; **Payout Policy**; *handbook of the economics of finance, volume 1, ELSEVIER NORTH HOLLAND, 2003. P 343, 344*

¹ نسبة التوزيع تم حسابها من خلال قسمة المبلغ الموزع على شكل أرباح السهم على (مجموع الأصول أو رقم الأعمال) وليس الأرباح.

يتبين من هذا الشكل أن قيمة التوزيعات (أرباح السهم وإعادة شراء الأسهم) تأخذ اتجاه تصاعدي مع الزمن، وأنها تتبع بشكل طردي أرباح المؤسسة مع نوع من التأخر ولا تتعدها. وحسب غريلون وميشايلي 2002، فإن نسبة قيمة التوزيعات إلى أرباح المؤسسة كانت في حدود 25%¹، كما يظهر الشكل بأن إعادة شراء الأسهم بداية من سنة 1980 تقريبا، وأصبحت أكثر أهمية بداية من سنة 1990 أين أخذت اتجاه تصاعدي ملحوظ، كما أن عدد المؤسسات التي قامت بعملية إعادة شراء الأسهم قد ارتفعت من 27% (سنة 1974) إلى 81% (سنة 1998)². ومن جهة أخرى، فأرباح السهم تظهر أكثر استقرارا من إعادة شراء الأسهم، وذلك أنها مرتبطة طرديا مع أرباح المؤسسة، ولا يتم تغييرها إلا بعد التأكد من أن التغيير الحاصل في أرباح المؤسسة مستمر وليس مؤقت. وأخيرا، فمجموع التوزيعات تتبع تغيرات أرباح المؤسسة سواء بالنقصان أو الزيادة.

الرسم البياني رقم (3-6) نسبة توزيع الأرباح في كل من و.م.3، أوروبا وفرنسا (1973-2005)



المصدر : pierre vernimen, **finance d'entreprise**, DALLOZ, Paris, 6^{ème} édition, 2005, p 802

الجدول رقم (3-3): نسبة المؤسسات الموزعة لأرباح السهم في أوروبا

2006	2003	2000	1997	1994	نوع المؤسسة
22.6	27.0	21.3	16.1	14.5	غير موزعة
77.4	73.0	78.7	83.9	85.5	موزعة

المصدر: H. Kent Baker, **Dividends and Dividend Policy**, the Robert W. Kolb Series in Finance, USA, 2009, P 74.

وقد بلغت نسبة توزيع أرباح السهم في الدول الأوروبية حوالي 41% في المتوسط سنة 2006³.

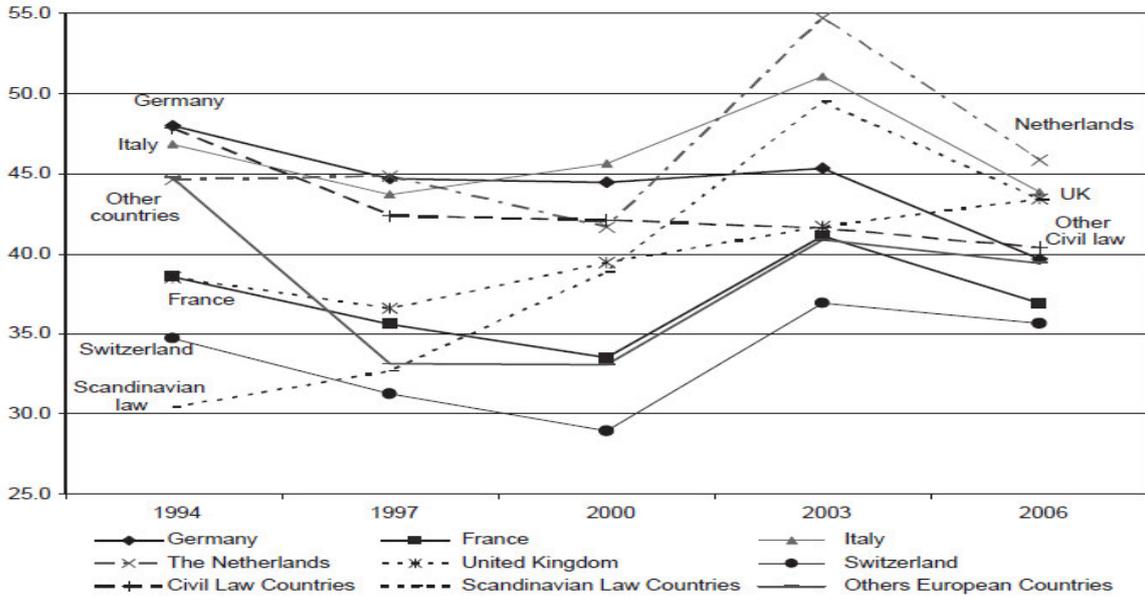
كما يظهر من الجدول أن نسبة المؤسسات الموزعة دائما أكبر بكثير من نسبة المؤسسات غير الموزعة لأرباح السهم، وهذا يدل على مدى أهمية توزيع أرباح السهم لدى المؤسسات الأوروبية.

¹ F. Allen and R. Michaely; **Op-cit**, 2003, p 345.

² **Idem**. p 346.

³ H. Kent Baker, **Op-cit**, 2009, p 76.

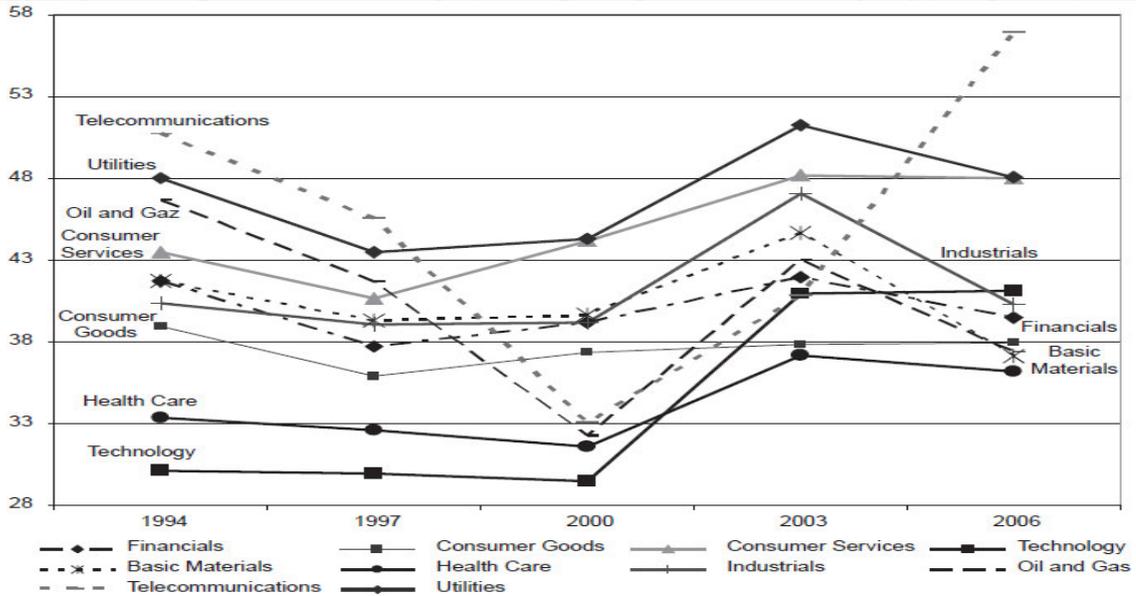
الرسم البياني رقم (3-7): تغير نسبة توزيع أرباح السهم في أوروبا (1994-2006)



المصدر: H. Kent Baker, **Dividends and Dividend Policy**, the Robert W. Kolb Series in Finance, USA, 2009, P 77.

يتضح من هذا الرسم البياني أن هناك تقارب كبير بين نسب توزيع أرباح السهم في دول الاتحاد الأوروبي وأن كل الدول الأوروبية لها نسب توزيع تفوق 30% على طول فترة الرسم البياني، فيستخلص من هذا الرسم البياني أن مؤسسات الاتحاد الأوروبي تعتني بأرباح السهم وتجعل منها أهم عنصر لبناء مكانتها السوقية.

الرسم البياني رقم (3-8): تغير نسبة توزيع أرباح السهم في أوروبا حسب قطاع النشاط (1994-2006)



المصدر: H. Kent Baker, **Dividends and Dividend Policy**, the Robert W. Kolb Series in Finance, USA, 2009, P 79.

الفصل الثالث الدراسات الميدانية على سياسة توزيع أرباح السهم

يوضح الرسم البياني رقم (3-8) أن نسب التوزيع تختلف باختلاف قطاع النشاط في الاتحاد الأوروبي وأقل الأنشطة توزيعاً لأرباح السهم هو قطاع نشاط التكنولوجيا، ويمكن تفسير هذا الانخفاض بخصائص هذا القطاع الذي يتسم بالتطور الكبير، مما يولد الحاجة إلى احتجاز جزء من الأرباح لتمويل الاستثمارات. وفي المقابل يتضح من الرسم البياني أن قطاع نشاط الخدمات يملك أعلى نسب التوزيع، وذلك نظراً لطبيعته التي لا تحتاج إلى تمويل كبير عكس بقية القطاعات الاقتصادية. إذا يمكن القول إن نوع قطاع النشاط له أثر كبير على تحديد سياسات توزيع أرباح السهم في الاتحاد الأوروبي.

الجدول رقم (3-4): نسبة توزيع أرباح السهم في أوروبا حسب حجم المؤسسات

القيمة السوقية (بليون أورو)	نسبة توزيع أرباح السهم (2006)
أكبر من 10	39.7
بين 1 و 10	35.0
بين 0.25 و 1	28.6
أقل من 0.25	22.1

المصدر: H. Kent Baker, **Dividends and Dividend Policy**, the RobertW. Kolb Series in Finance, USA, 2009, P 80. يوضح هذا الجدول بأن نسبة توزيع أرباح السهم تتزايد بزيادة حجم المؤسسات، وهذا يدل على أنه هناك تأثير إيجابي لحجم المؤسسة على نسبة توزيع أرباح السهم في الاتحاد الأوروبي، ويمكن تفسير ذلك برغبة المؤسسات الكبيرة التميز عن غيرها باتخاذ نسب توزيع تعجز عليها المؤسسات الأقل منها حجماً، الأمر الذي يكسب للمؤسسات الكبيرة الحجم المكانة السوقية الجيدة.

خلاصة الفصل الثالث

يقوم المسكرون باتخاذ قرارات تؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين والتي تنعكس في السعر السوقي للسهم (جنسن (Jensen (2001, p. 8)، وهذا الهدف تعود جذوره إلى أكثر من 200 سنة من البحث في الاقتصاد والمالية¹.

ويمكن تقسيم القرارات التي يتخذها المسكرون إلى نوعين أساسيين ومتلازمين هما القرارات الاستثمارية والقرارات التمويلية (باكر وبويل (Baker and Powell, 2005)، فالقرارات الاستثمارية تهدف إلى تحديد نوع وكمية أصول ميزانية المؤسسة، أما القرارات التمويلية فتهدف إلى البحث عن نوع وكمية الخصوم الواجبة لتمويل هذه الأصول.

تحت قيد شروط العالم الحقيقي، فإنه من الصعب تحديد سياسة توزيع مثلى تسمح بموازنة القوى المتضاربة في المؤسسة (مسيرين، مساهمين، دائنين، عمال، مصالح الدولة... الخ)، فطبقاً للحكمة التقليدية فسياسة توزيع أرباح السهم تؤثر على كل من ثروة المساهمين وقدرة المؤسسة على الاحتفاظ بالسيولة لتمويل فرص النمو. فقرارات الاستثمار، التمويل وأرباح السهم كلها قرارات مترابطة فيما بينها لا يمكن فصل إحداها عن الأخرى (برويت وجيتمان (Pruitt and Gitman, 1991).

فعلى سبيل المثال، لو قررت مؤسسة ما زيادة أرباح السهم الموزعة فإنها بهذا القرار سوف تحتفظ بسيولة قليلة لإعادة استثمارها، الأمر الذي يمكن أن يدفع المؤسسة إلى البحث عن مصادر تمويلية جديدة في السوق المالي، لذلك فالمسكرون يعنون اهتمامهم بحذر عند اتخاذهم لقرارات سياسة توزيع أرباح السهم لأنهم على علم تام بتأثير هذه القرارات على ثروة المساهمين وقيمة المؤسسة (باكر، فارلي وإدلمان Baker, Farrelly and Edelman, 1985، باكر وبويل (Baker and Powell, 1999). وبالإضافة إلى ذلك، فإن المستثمرين يسلمون الأموال إلى المؤسسة وهم متوقعين باستلام عوائد في زمن ما، وهذا من شأنه أن يجبر المسكرين على تحقيق هذه التوقعات.

¹ H. Kent Baker, *Op-cit*, 2009, p 03.

مقدمة الفصل الرابع

بعد أن تم التطرق في الفصول السابقة إلى أرباح السهم من الجانبين النظري والميداني، أين تم التوصل إلى عدة عوامل تحدد الإطار العام لأرباح السهم، واستخلاص أهم محددات التوزيع من خلال النظريات والدراسات الميدانية التي أجريت، يتم الآن دراسة أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية.

لذلك، فالهدف من هذا الفصل هو معرفة العوامل المؤثرة على توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية من خلال عينة مكونة من 549 مؤسسة خاصة جزائرية، استنادا على مختلف النظريات والدراسات الخاصة بأرباح السهم.

ويتم التطرق في هذا الفصل إلى الإطار القانوني والضريبي لتوزيع أرباح السهم في الجزائر والقيام بتحليل وصفي لعينة الدراسة، ثم تحديد نموذج الانحدار الخطي المتعدد الذي يسمح بمعرفة المتغيرات التي تؤثر على نسبة توزيع أرباح السهم في مؤسسات العينة، وكذا الاعتماد على النموذج التمييزي للوقوف على المتغيرات التي تسمح بالتمييز بين مؤسسات العينة التي وزعت أرباح السهم وباقي المؤسسات.

ليتم بعد ذلك تحليل النتائج المتوصل إليها ومقارنتها مع مختلف النظريات والدراسات التي أجريت في هذا الميدان للوقوف على نقاط التشابه وأهم الفروق الموجودة بين ما تم التوصل إليه في هذه الدراسة وما هو عليه في النظريات والدراسات المتعلقة بالموضوع.

علما أن النموذج المستعمل في تحليل المعطيات هو SPSS إصدار 22، فكل الأشكال (سحابة النقاط) التي تربط بين نسب توزيع أرباح السهم والمتغيرات التي من شأنها أن تؤثر على أرباح السهم، والجداول الخاصة بالمعالجة الإحصائية تمت بهذا البرنامج.

المبحث الأول: حوصلة حول عينة الدراسة

يتم في هذا البحث التطرق إلى بعض حيثيات المحيط القانوني لمؤسسات العينة، خاصة ذلك المتعلق بتوزيع أرباح السهم والضرائب على الأرباح، ثم تحليل بعض معطيات العينة ومتغيرات الدراسة، ومحاولة إعطاء صورة واضحة على بعض جوانب الدراسة الميدانية تمهيدا لتحليل وتفسير النتائج التي يتم التوصل إليها في هذا الفصل.

المطلب الأول: الإطار القانوني لتوزيع أرباح السهم في الجزائر

يعتبر الإطار القانوني والضريبي من أهم العوامل التي تتم وفقها عمليتي توزيع أرباح السهم وتداول الحصص الاجتماعية والأسهم، فمن خلاله يتم معرفة الجزء من السيولة الذي يمكنه أن يوزع على شكل أرباح السهم، كما يبين الشروط المتبعة في إحلال الحصص الاجتماعية والأسهم. ومن جهة أخرى فإن الإطار القانوني والضريبي يبين كيفية حساب الضرائب على أرباح السهم الموزعة وكذا الضريبة على ربح القيمة (Plus-Value).

1- تنظيم أرباح السهم والأسهم

كيف يتم دفع أرباح السهم: حسب المادة 723 من القانون التجاري، تحدد الجمعية العامة بعد الموافقة على الحسابات والتحقق من وجود مبالغ قابلة للتوزيع وتكون في شكل حصة ممنوحة للشركاء تحت شكل أرباح السهم، وكل ربح يوزع خلافا لهذه القواعد يعد ربحا صوريا.

غير أنه، لا تعد أرباحا صورية الدفعات المسبقة تحت الحساب من أرباح السنة المالية المقفلة أو الجارية، والتي يقرر مجلس الإدارة توزيعها قبل الموافقة على حسابات السنتين المذكورتين:

- إذا كانت للشركة قبل التوزيع المقرر بعنوان السنة المالية السابقة، احتياطي من غير الاحتياطيات التي نصت عليها المادة 1721¹، وزائد على مبلغ الدفعات.
- أو متى كانت الميزانية الموضوعة خلال السنة المالية أو في آخرها ومصادق عليها من طرف مندوب الحسابات، تثبت أن الشركة حصلت خلال السنة المالية، بعد تكوين الاهتلاكات والمؤنات الضرورية أرباحا صافية زائدة على مبلغ الدفعات، وذلك عند الاقتضاء، بعد طرح الخسائر السابقة.

¹ المادة 721 من القانون التجاري: يقتطع من الأرباح سندات نص العشر على الأقل وتطرح منها عند الاقتضاء الخسائر السابقة، ويخصص هذا الاقتطاع لتمويل مال احتياطي يدعى (احتياطي قانوني) وذلك تحت طائلة بطلان كل مداولة مخالفة.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

أما الأرباح الصافية فهي تشكل من الناتج الصافي من السنة المالية بعد طرح المصاريف العامة وتكاليف الشركة الأخرى بإدراج جميع الاهتلاكات والمؤنات حسب المادة 720 من القانون التجاري.

وفيما يخص كيفية توزيع أرباح السهم، فيتم ذلك تبعا لقرارات الجمعية العامة للمؤسسة أو مجلس الإدارة، غالبا ما يكون توزيع أرباح السهم في مدة لا تتعدى 9 أشهر بعد غلق حسابات المؤسسة، وتعدى هذا التاريخ يمكن أن يبرر قضائيا، وهذا حسب المادة 724 من القانون التجاري.

وحسب المادة 725 من القانون التجاري فإنه يحظر اشتراط فائدة ثانية أو إضافية لصالح الشركاء. ويعتبر كل شرط مخالف لذلك كأن لم يكن. ولا تطبق أحكام الفقرة المتقدمة، متى منحت الدولة للأسهم ضمان ربح أدنى. ولا يجوز طلب استرداد أي ربح من المساهمين أو حاملي الأسهم ماعدا حالة التوزيع الجاري خلافا لأحكام المادتين 724 و725، المادة 726 من القانون التجاري.

التخلي عن الأسهم والحصص الاجتماعية: في المؤسسات ذات الأشخاص (SNC) لا يمكن لمالك أو أكثر التخلي عن حصصه الاجتماعية أو جزء منها إلا بعد موافقة جميع الشركاء وكما لا يجوز أن تكون حصص الشركاء ممثلة في سندات قابلة للتداول، حسب المادة 560 من القانون التجاري.

أما في المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة والمؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة (SARL و EURL)، وحسب المادة 571 من القانون التجاري فإنه لا يجوز إحالة الحصص إلى الأجانب عن الشركة، وأن التخلي عن حصص في المؤسسة لا يتم إلا بعد موافقة الشركاء الذين يملكون في مجموعهم على الأقل ثلاث أرباع من رأس مال المؤسسة.

إذا اشتملت الشركة على أكثر من شريك يبلغ مشروع الإحالة إلى الشركة وإلى كل واحد من الشركاء ويعتبر قبول الإحالة مكتسبا إذا لم تعلم الشركة بقرارها في أجل ثلاث أشهر اعتبارا من آخر تعديل منصوص عليه في هذه الفقرة.

فإذا امتنعت الشركة من قبول الإحالة يتحتم على الشركاء في أجل ثلاثة أشهر اعتبارا من الامتناع أن يشتروا أو يعملوا على شراء الحصص بالثمن الذي يقدره خبير معتمد معين إما من قبل الأطراف، وإما عند عدم حصول الاتفاق فيما بينهم، بأمر من رئيس المحكمة بناء على طلب الطرف الذي يعنيه التعجيل. ويمكن بطلب من المدير تمديد الأجل مرة واحدة بقرار قضائي دون أن يتجاوز هذا التمديد ستة أشهر.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

يجوز أيضا للشركة برضا الشريك المحيل أن تقرر في نفس الأجل تخفيض رأسمالها بمبلغ قيمة حصص هذا الشريك وشراءها من جديد الحصص بالثمن المعين حسب الشروط الواردة أعلاه ويمكن أن تمنح الشركة بأمر من القضاء أجلا للدفع لا يتجاوز سنة واحدة بعد الأداء بما يبرر ذلك. وعند انقضاء الأجل المقرر إذا لم يحصل أي حل من الحلول المنصوص عليها في الفقرتين العلويتين يجوز للشريك أن يحقق الإحالة المقررة أولا. ويعتبر كل شرط مخالف لأحكام هذه المادة كأن لم يكن.

أما في الشركات ذات أسهم SPA، فحسب المادة 715 مكرر 55 من القانون التجاري، فإنه يجوز عرض إحالة الأسهم للغير بأي وجه كان على الشركة للموافقة بموجب شرط من شروط القانون الأساسي، مهما تكن طريقة النقل، ما عدا حالة الإرث أو الإحالة سواء لزوج أو أصل أو فرع. ولا يمكن النص على هذا الشرط إلا إذا اكتست هذه الأسهم بصفة استثنائية الشكل الاسمي بموجب القانون أو القانون الأساسي.

وحسب المادة 715 مكرر 56 من القانون التجاري، إذا وقع اشتراط الموافقة في القانون الأساسي للشركة يتعين إبلاغ الشركة بطلب الاعتماد عن طريق رسالة موصى عليها مع وصل الاستلام يرسلها المساهم مع ذكر اسم المحال إليه ولقبه وعنوانه وعدد الأسهم المقرر إحالتها والثمن المعروض، وتنتج الموافقة سواء من تبليغ طلب أو من عدم الجواب في أجل شهرين اعتبار من تاريخ الطلب.

وحسب المادة 715 مكرر 57 من القانون التجاري، فإذا لم تقبل الشركة المحال إليها المقترح يتعين على الهيئات المؤهلة في الشركة في أجل شهرين ابتداء من تاريخ إبلاغ الرفض، إما العمل على أن يشتري الأسهم أحد المساهمين أو أن يشتريها من الغير، وإما أن تشتريها الشركة بموافقة المحيل قصد تخفيف رأس المال. وإذا لم يتحقق الشراء عند انقضاء الأجل المنصوص عليه في المقطع أعلاه، تعتبر الموافقة كأنها صادرة، غير أنه يجوز تمديد هذا الأجل بقرار رئيس المحكمة بناء على طلب الشركة. وفي حالة عدم الاتفاق على سعر الأسهم ثبتت الجهة القضائية المختصة في هذا الشأن.

2- الضريبة على أرباح السهم وربح القيمة

الضريبة على الأرباح وأرباح السهم: المادة 150 من قانون الضرائب المباشرة، تحدد الضريبة على أرباح الشركات كما يلي: 19% بالنسبة للأنشطة المنتجة للمواد والبناء والأشغال العمومية وكذا الأنشطة السياحية.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

ويطبق هذا المعدل كذلك على الأنشطة المختلطة في حالة ما إذا كان رقم أعمال الأنشطة المذكورة في الفقرة السابقة يساوي 50% من رقم الأعمال الإجمالي أو يفوقه. 25% بالنسبة للأنشطة التجارية والخدمات، وبالنسبة للأنشطة المختلطة عندما يتجاوز رقم الأعمال المحقق في التجارة والخدمات أكثر من 50% من رقم الأعمال الإجمالي خارج الرسوم.

أما الضريبة على الأرباح المعاد استثمارها فهي 12,5%. وبالتالي فالمؤسسة يمكنها إعادة استثمار أرباحها بدل توزيعها على المساهمين، وهذا من أجل الاقتصاد الضريبي الذي يساهم في رفع قيمة المؤسسة وبالتالي رفع ثروة الملاك.

في حين تبلغ الضريبة على المداخل الموزعة (أرباح السهم) على الأشخاص الطبيعيين المقيمين 10%، أما الضريبة على المداخل الموزعة على الأشخاص غير المقيمين فهي 15%. اقتطاعا من المصدر.

تتمثل ريع الأسم وحصص الشركة والإيرادات المماثلة لها في الإيرادات التي توزعها²: شركات الأسهم بمفهوم القانون التجاري، الشركات ذات المسؤولية المحدودة، الشركة المدنية المتخذة شكل شركة أسهم، شركات الأشخاص وشركات بالمساهمة التي اختارت النظام الجبائي لشركات رؤوس الأموال.

وحسب المادة 46 من قانون الضرائب المباشرة فإنه، تعتبر مداخل موزعة على وجه الخصوص:

- ✓ الأرباح أو الإيرادات التي لا تدرج في الاحتياطات أو في رأس المال.
- ✓ المبالغ أو القيم الموضوعة تحت تصرف الشركاء أو حاملي الأسهم أو حاملي حصص الشركة وغير المقتطعة من الأرباح.
- ✓ إيرادات الأموال المستثمرة.
- ✓ القروض أو التسيقات الموضوعة تحت تصرف الشركاء إما مباشرة وإما بواسطة شخص أو شركة.
- ✓ المكافآت والامتيازات والتوزيعات غير المعلن عنها.
- ✓ المكافآت المدفوعة للشركاء أو المدراء غير المعوضة أو لأداء خدمة أو التي يعد مبلغها مبالغا فيه.

¹ Guide fiscal des produits financiers, Ministère des finances, Direction Générale des Impôts, 2010, P 18.

² المادة 45 من قانون الضرائب المباشرة.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

✓ أتعاب مجلس إدارة الشركة والنسب المئوية من الربح الممنوح لمدراء الشركات كمكافأة عن وظيفتهم.

✓ النتائج في طور التخصيص للشركات والتي لم تكن خلال فترة مدتها ثلاث (3) سنوات محل تخصيص إلى رأسمال المؤسسة.

✓ الأرباح المحولة إلى شركة أجنبية غير مقيمة من قبل شركاتها الفرعية المقيمة في الجزائر أو كل منشأة مهنية أخرى بالمفهوم الجبائي.¹

وبناء على المادة 47 من قانون الضرائب المباشرة فإنه لا تعتبر مداخيل موزعة:

المبالغ الموزعة التي تكتسي بالنسبة للشركاء أو حاملي الأسهم طابعا تسديديا لمساهماتهم أو لعلاوات الإصدار. غير أن التوزيع لا يكتسي هذا الطابع، إلا إذا سبق توزيع كل الأرباح والاحتياطات ما عدا الاحتياط القانوني. ولتطبيق هذا الحكم، لا تعتبر مساهمات: الاحتياطات المدرجة في رأس المال والمبالغ المدرجة في رأس المال أو الاحتياطات (مكافآت الاندماج) بمناسبة اندماج شركتين.

المبالغ الموزعة نتيجة تصفية شركة عندما: تمثل تسديدا للمساهمات أو تتم على مبالغ أو قيم فرضت عليها ضريبة الدخل خلال حياة الشركة.

الضريبة على ربح القيمة (Plus-value): ربح القيمة هو عبارة عن الفرق بين سعر شراء السهم وسعر بيعه، بعد طرح جميع المصاريف المتعلقة ببيعه. فبالنسبة للمقيمين، فإن الشخص المعنوي الذي قام ببيع حصصه، ربح القيمة الذي يحصل عليه ما نسبته 70% منه يخضع إلى معدل ضريبة على أرباح الشركات (إذا كان عمر الحصص التي تنازل عنها أقل من 3 سنوات)، أما إذا كان عمرها يزيد عن ثلاث سنوات فإن النسبة التي تخضع إلى الضريبة تنخفض إلى 35%. أما إذا كان الشخص طبيعياً، فإنه سوف يخضع إلى معدل ضريبة بـ 15%، في حين يتم إعفاؤه من الضريبة في حالة ما إذا أعاد استثمار المبلغ وذلك بشراء أو الاكتتاب في أسهم مؤسسات أخرى.²

الأشخاص غير المقيمين، تفرض عليهم ضريبة على الدخل الإجمالي بمعدل 20%، في حين يتم إعفاء 50% من المبلغ في حالة إعادة استثماره.³

المزايا الضريبية: تعفى من الضريبة على أرباح الشركات المداخيل التي خضعت للضريبة على أرباح الشركات أو المداخيل التي لا تخضع أصلاً لهذه الضريبة، في حين فبداية من الفاتح جانفي

¹ المادة 46: متممة بموجب المادة 6 من ق.م. لسنة 2009

² Guide fiscal des produits financiers, Ministère des finances, Direction des Générale Impôts, 2010, P 24.

³ Idem, P 25.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

2008 تم إعفاء نواتج الأسهم من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات ولمدة خمس سنوات بالنسبة للمؤسسات المدرجة في البورصة¹.

المطلب الثاني: التحليل الوصفي للعيينة

يتم التطرق في هذا المطلب إلى وصف العينة من خلال العدد، حجم المؤسسة، قطاع نشاطها وشكلها القانوني، إلى غير ذلك من المتغيرات التي يمكن أن تفيد في الدراسة.

تتكون العينة من 549 مؤسسة خاصة جزائرية، تم الحصول عليها من المركز الوطني للسجل التجاري (CNRC)² بناء على النشرات الرسمية للإعلانات القانونية (BOAL)³ التي يصدرها المركز، وكذلك اعتمادا على موقع المركز الموجود على الانترنت. المعطيات التي تم التحصل عليها خاصة بالنشاط التجاري لسنتي 2013 و2014، وتضم هذه المعطيات: الحسابات الاجتماعية: الميزانية وجدول حساب النتيجة والشكل القانوني، وقرارات الجمعية العامة.

كما تم استعمال موقع الانترنت في استخراج المعطيات التالية: التمييز بين المؤسسات الخاصة والعامة، معرفة قطاع نشاط المؤسسة وسنة إنشائها، تركيبة المساهمين ومجلس الإدارة وكما تم التأكد من الشكل القانوني للمؤسسة.

1- حجم مؤسسات العينة

لقياس حجم المؤسسة يتم استعمال مبلغ رقم الأعمال الخاص بالمؤسسة (إنتاج السنة المالية) أو مجموع الميزانية، فمن خلال استعمال إنتاج السنة المالية مثلا، يتم الحصول على الجدول التالي:

الجدول رقم (1-4): رقم أعمال مؤسسات العينة (الوحدة مليون دج)

السنة	رقم الأعمال	>300	250-300	200-250	150-200	100-150	50-100	0-50	المجموع
2014	عدد المؤسسات	78	10	11	26	37	71	316	549
	النسبة	14,21%	1,82%	2,00%	4,74%	6,74%	12,93%	57,56%	100%
2013	عدد المؤسسات	70	7	12	22	39	64	335	549
	النسبة	12,75%	1,28%	2,19%	4,01%	7,10%	11,66%	61,02%	100%

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على عينة الدراسة.

من الجدول يتضح أن ما نسبته 60% تقريبا من مؤسسات العينة لها رقم أعمال صغير (أقل من 50 مليون دج)، هذا ما يعني أكثر أن نصف العينة هي مؤسسات صغيرة، وما نسبته 12% لها رقم

¹ Guide fiscal des produits financiers, Ministère des finances, Direction des Générale Impôts, 2010, P 18.

² Centre National du Registre de Commerce.

³ Bulletin Officiel des Annonces Légales.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

أعمال محصور بين 50 و100 مليون دج، 13% من المؤسسات لها رقم أعمال يفوق 300 مليون دج، وهذه النسبة مشجعة من ناحية قدرة المؤسسات الخاصة الجزائرية على استعمال الطاقة الإنتاجية المتاحة لديها، وتبقى نسبة 15% من المؤسسات لها رقم أعمال محصور بين 100 و300 مليون دج. وما هو ملاحظ من هذا الجدول أن عدد المؤسسات التي تغير حجمها لم يكن كبيرا، ما يعني ثبات الحجم على المستوى القصير. وباعتماد على مجموع الميزانية ينتج الجدول التالي:

الجدول رقم (2-4): مجموع ميزانية مؤسسات العينة (الوحدة مليون دج)

السنة	مجموع الميزانية	>300	250-300	200-250	150-200	100-150	50-100	0-50	المجموع
2014	عدد المؤسسات	81	12	11	21	33	61	330	549
	النسبة	14,75%	2,19%	2,00%	3,83%	6,01%	11,11%	60,11%	100%
2013	عدد المؤسسات	80	8	12	19	32	68	330	549
	النسبة	14,57%	1,46%	2,19%	3,46%	5,83%	12,39%	60,11%	100%

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على عينة الدراسة.

هذا الجدول يؤكد النتائج أعلاه، حيث أن كلا الطريقتين للدلالة على الحجم (رقم الأعمال أو مجموع الميزانية) أدت إلى نفس النتائج تقريبا، ما عدا بعض الفروقات والتي يمكن إهمالها.

2- الشكل القانوني لمؤسسات العينة

الأشكال القانونية المختلفة لمؤسسات العينة هي: SPA, SNC, SARL, EURL.

الجدول رقم (3-4): الأشكال القانونية لمؤسسات العينة

الشكل القانوني	SARL	EURL	SNC	SPA	المجموع
عدد المؤسسات	297	168	45	39	549
النسبة	54,10%	30,60%	8,20%	7,10%	100%

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على عينة الدراسة.

نسبة كبيرة من مؤسسات العينة ذات الشكل القانوني SARL (بنسبة 54,10%)، أما المؤسسات EURL فهي تمثل 30,60% من العينة، في حين فإن المؤسسات SNC تمثل 8,20% فقط والمؤسسات SPA فتمثل 7,10% من العينة. ومن خلال هذا الجدول يتضح أن المؤسسات الخاصة الجزائرية ذات الشكل القانوني SARL بنسبة كبيرة ثم يليه EURL، وبعده SNC و SPA بنسب صغيرة، والملاحظ من هذا الجدول أن المؤسسات لازالت بعيدة عن ولوج عالم التمويل عن طريق السوق المالية (الأسهم) وفتح رأس المال للاكتتاب العام، وهذه النتيجة مؤكدة من طبيعة عمل بورصة الجزائر، حيث إن رغم التعداد الكبير للمؤسسات الجزائرية العامة والخاصة، إلا أنه لم يئن بعد لتكون هذه البورصة الملاذ الآمن للمؤسسة.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

3- قطاع نشاط مؤسسات العينة

تنشط مؤسسات العينة في تسعة قطاعات أساسية، حيث يمكن تبيانها تبعا للجدول التالي:

الجدول رقم (4-4): توزيع نشاط مؤسسات العينة

النسبة	عدد المؤسسات	قطاع النشاط
34,97%	192	الاستيراد
22,77%	125	الخدمات
12,02%	66	البناء والأشغال العمومية
9,47%	52	التركيب والصناعة
6,74%	37	تجارة الجملة
6,38%	35	تجارة التجزئة
4,19%	23	التحويل
2,00%	11	النقل
1,28%	7	الاستغلال
0,18%	1	التصدير
100%	549	المجموع

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على عينة الدراسة.

النسبة الأكبر من مؤسسات العينة تنشط في مجال الاستيراد (34,97%)، أما نسبة المؤسسات التي تنشط في قطاع الخدمات فهي تمثل 22,77% من العينة، في حين فنسبة المؤسسات الصناعية تمثل 9,47% فقط، ما يعني أن المؤسسات الخاصة الجزائرية تفضل استيراد السلع وبيعها عوض إنتاجها محليا، وهذه الصورة تعكس إلى حد بعيد طبيعة الاقتصاد الجزائري، وما يؤكد هذه النتيجة هي وجود مؤسسة وحيدة في العينة تقوم بعملية التصدير. كما يلاحظ من الجدول أن ما نسبته 22,77% من مؤسسات العينة تنشط في قطاع البناء والأشغال العمومية، أين وجدت المرتع الخصب لجني الأرباح، خاصة وأن الجزائر لازالت إلى حد الساعة تعاني عجز كبير في هذا المجال.

المطلب الثالث: مقدمة عن توزيع أرباح السهم في مؤسسات العينة

يتم التركيز في هذا المطلب على نسبة توزيع أرباح السهم وكذا مبالغ توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية المكونة للعينة.

1- بعض الأرقام عن توزيع أرباح السهم

يتم التركيز في هذه النقطة على مجموعة من المعلومات التي من شأنها أن تعطي صورة عن وضعية توزيع أرباح السهم في المؤسسة الخاصة الجزائرية.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

الجدول رقم (4-5): إحصائيات عن أرباح السهم (Dividendes-DIV)

أرباح السهم الموزعة		الأرباح السنوية		السنة
2014	2013	2014	2013	
-	-	213 664 214,77	269 887 251,58	القيمة الدنيا
2 706 000 000,00	4 140 068 484,16	1 893 279 789,18	1 691 785 881,25	القيمة العظمى
12 199 089,82	18 496 002,72	20 840 546,47	21 036 498,59	المتوسط
132 635 369,42	197 699 022,90	134 728 534,85	135 468 509,61	الانحراف المعياري
37,93%	49,24%	متوسط نسبة التوزيع		
139	277	عدد المؤسسات التي قامت بالتوزيع		
25,32%	50,46%	نسبة المؤسسات التي قامت بالتوزيع		
(16,21%) 89	عدد المؤسسات التي قامت برفع نسبة التوزيع			
(37,34%) 205	عدد المؤسسات التي قامت بخفض نسبة التوزيع			
(53,55%) 294	عدد المؤسسات التي غيرت نسبة التوزيع			
(42,08%) 231	عدد المؤسسات التي لم توزع خلال فترة الدراسة			

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على عينة الدراسة.

يتضح من الجدول أن هناك تراجع في متوسط قيمة الأرباح الموزعة بالرغم من التحسن الملحوظ في قيمة الأرباح السنوية. حيث يتم حساب نسبة التوزيع (Taux de Distribution des

$$TDD = \frac{\text{Dividendes}}{\text{Résultat net}} \quad \text{Dividendes-TDD كما يبينه القانون التالي:}$$

نسبة التوزيع المتوسطة هي 49,24% في سنة 2013 مقابل 37,93% في 2014، في حين فنسبة المؤسسات التي قامت بعملية التوزيع انخفضت خلال السنتين إلى النصف، كما يلاحظ من الجدول أن هناك عدد معتبر من المؤسسات التي لم تقم بالتوزيع خلال طول فترة الدراسة.

فمن هذا الجدول يتضح أن هناك عوامل ما تحد وتحدد النسبة من الأرباح التي يمكن توزيعها في المؤسسات الخاصة الجزائرية، فكل المعلومات السابقة دلت على أن قرار توزيع الأرباح ليس بالسهل أخذه، فتقريباً نصف عينة الدراسة لم توزع خلال السنتين، الأمر الذي يوحي بوجود عوامل ما ساهمت في إيجاد هذه الحالة الملاحظة.

2- مبلغ أرباح السهم الموزعة

الجدول رقم (4-6): مبلغ أرباح السهم الموزعة من طرف مؤسسات العينة (الوحدة: مليون دج)

المجموع	0-2	2-4	4-6	6-8	8-10	>10	مبلغ الأرباح الموزع	
549	426	33	19	9	15	47	عدد المؤسسات	2013
100%	77,60%	6,01%	3,46%	1,64%	2,73%	8,56%	النسبة	
549	465	17	16	6	9	36	عدد المؤسسات	2014
100%	84,70%	3,10%	2,91%	1,09%	1,64%	6,56%	النسبة	

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على عينة الدراسة

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

يتضح من الجدول أن النسبة الكبيرة من مؤسسات العينة لها قيمة توزيع تقل عن 2 مليون دج حيث أن هذه النسبة تتعدى 75 بالمائة في كلا السنتين، وهذا طبعا يتوافق مع ما تم التوصل إليه سابقا والخاص بأن نسبة كبيرة من مؤسسات العينة هي صغيرة الحجم يقل رقم أعمالها عن 50 مليون دج.

3- نسبة توزيع أرباح السهم

الجدول رقم (4-7): نسبة توزيع أرباح السهم في مؤسسات العينة

المجموع	0-0,2	0,2-0,4	0,4-0,6	0,6-0,8	0,8-1	>1	نسبة توزيع أرباح السهم	
549	324	49	19	15	88	54	عدد المؤسسات	2013
100%	59,02%	8,93%	3,46%	2,73%	16,03%	9,84%	النسبة	
549	412	8	7	9	91	22	عدد المؤسسات	2014
100%	75,05%	1,46%	1,28%	1,64%	16,58%	4,01%	النسبة	

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على عينة الدراسة.

ما نسبته 60% في المتوسط خلال السنتين من مؤسسات العينة لها نسبة توزيع أقل من 20% وهي نسبة منخفضة، وإذا قورنت مع النتائج السابقة أين تم التوصل إلى أن نسبة كبيرة من مؤسسات العينة لم تقم بالتوزيع خلال السنتين، فالتفسير الممكن لهذه النتيجة هي أن أرباح السهم ليست بالعامل الوحيد الذي يتم الاعتماد عليه في مكافئة المساهمين فهناك عوامل أخرى مثل الأجر خاصة إذا كان معظم أو كل مساهمي المؤسسة عاملين بها، وما يؤكد هذه النتيجة هو أن معظم مؤسسات العينة ليست بمؤسسات ذات أسهم، ما يزيد من احتمالية شغل المساهم أحد الوظائف الإدارية في المؤسسة، فيتحصل بذلك على مبالغ (أجور) مكان توزيع الأرباح.

والعامل الآخر الذي يمكن أن يفسر انخفاض نسبة توزيع أرباح السهم هو أن معظم المؤسسات الخاصة الجزائرية هي مؤسسات عائلية مما يعني أنه لا حاجة باللجوء إلى أرباح السهم لإعطاء الصورة المثالية للمؤسسة، حيث أنه من خلال معطيات العينة الخاصة بالملكية وتسيير المؤسسة تم التوصل إلى أنه يوجد 342 مؤسسة يوجد فيها فرد من العائلة فأكثر، وإذا تم استثناء مؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة والبالغ عددها 168 مؤسسة، فإنه يبقى ما يقارب 174 مؤسسة تخضع لسيطرة العائلة بنسبة تفوق 50 بالمائة.

كما تبين أيضا أن ما نسبته 90% من مؤسسات العينة لا يتعدى فيها عدد الملاك 4 مساهمين ما يعني أن تضارب المصالح يكون تقريبا شبه منعدم. كما يمكن تفسير هذا الانخفاض في توزيع

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

الأرباح بأن المؤسسات الخاصة الجزائرية تحتفظ بالسيولة من أجل مسايرة النمو وإعادة استثمار أرباحها.

النسبة المتوسطة لتوزيع أرباح السهم منحصرة بين 0,2 و 0,8، وتمثل هذه الفئة ما نسبته 15,12% من مؤسسات العينة. أما بالنسبة للفئة التي لها نسبة توزيع أرباح السهم مرتفعة أي أكثر من 80% فهي تمثل 25,87% من العينة في سنة 2013. أما في سنة 2014 فإن هناك زيادة في عدد المؤسسات ذات التوزيع المرتفع وذات التوزيع المنخفض، مقابل تراجع عدد المؤسسات ذات التوزيع المتوسط. هذه النتائج يمكن تبيانها في الجدول الموالي.

الجدول رقم (4-8): نسب توزيع أرباح السهم

المجموع	نسبة توزيع أرباح السهم			
	منخفضة 0-0,2	متوسطة 0,2-0,8	مرتفعة >0,8	
549	324	83	142	عدد المؤسسات
100%	59,02%	15,12%	25,87%	النسبة
549	412	24	113	عدد المؤسسات
100%	75,05%	4,37%	20,58%	النسبة

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على عينة الدراسة.

بعد التطرق إلى نسب توزيع أرباح السهم، يمكن اعتبار عدة عوامل التي من شأنها التأثير على قدرة المؤسسات على توزيع الأرباح وهي: الضرائب على الأرباح (IBS)، المردودية (النتيجة الصافية للسنة نسبة إلى مجموع الأصول) (RN14)، التدفقات النقدية (CF)، نسبة الاستدانة (الديون القصيرة الأجل) (DCT)، الديون المتوسطة والطويلة الأجل (DLMT) ونسبة الاستدانة (نسبة الديون مطروح منها المتاحات) (DR)، نسبة قيمة المتاحات (الخزينة) إلى مجموع الميزانية (TrA)، نسبة الخزينة الصافية (خزينة الأصول مطروح منها خزينة الخصوم) إلى مجموع الميزانية (TrN)، حجم المؤسسات (لوغاريتم رقم الأعمال أو لوغاريتم مجموع الميزانية) (Tail)، معدل النمو (يتم التعبير عنه من خلال التغير في الحجم بين السنتين) (g)، نسبة الأرباح السابقة (النتائج رهن التخصيص) إلى مجموع الميزانية (RaN)، نسبة الاستثمارات (المجموعة الثانية في الميزانية) إلى مجموع الميزانية (Ga)، نسبة المصاريف المالية إلى رقم الأعمال (FF)، قطاع النشاط (SA)، الشكل القانوني (EURL, SARL, SNC, SPA)، نسبة الاحتياطات إلى مجموع الميزانية (Res)، نسبة الأرباح الكلية للمؤسسة، والتي هي عبارة عن مجموع كل من مردودية المؤسسة نتائج رهن التخصيص والاحتياطات) إلى مجموع الميزانية (Bétt)، عمر المؤسسة (age)، عدد مساهمي المؤسسة (NAS)، عدد مسيري

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

المؤسسة (MC)، نسبة ملكية أو تسيير العائلة في المؤسسة (TFM)، نسبة التوزيعات للسنة الماضية (TDD13).

المطلب الرابع: علاقة بعض المتغيرات بأرباح السهم

يتم التطرق في هذا المطلب إلى علاقة توزيع أرباح السهم بكل من الشكل القانوني، قطاع النشاط وعمر المؤسسة، من خلال نسب التوزيع المتوسطة بين السنتين وربطها بعدد المؤسسات.

1- نسبة توزيع أرباح السهم وقطاع نشاط المؤسسة

الجدول رقم (4-9): نسبة توزيع أرباح السهم وقطاع نشاط المؤسسة

قطاع النشاط	2013				نسبة التوزيع المتوسطة	2014				نسبة التوزيع المتوسطة
	0	0-0,2	0,2-0,8	0,8<		0	0-0,2	0,2-0,8	0,8<	
الاستيراد	102	19	35	36	52,16%	154	0	9	29	27,18%
الخدمات	61	7	20	37	43,01%	81	1	9	34	68,00%
البناء والأشغال العمومية	34	7	7	18	46,87%	52	0	2	12	20,26%
التكيب والصناعة	28	6	5	13	48,44%	44	0	2	6	21,35%
تجارة الجملة	15	2	7	13	59,62%	24	1	0	12	36,46%
تجارة التجزئة	13	5	5	12	45,72%	24	0	1	10	33,10%
التحويل	13	1	1	8	53,59%	17	0	1	5	57,68%
النقل	2	2	3	4	77,88%	7	0	0	4	65,85%
الاستغلال	3	3	0	1	19,30%	6	0	0	1	14,29%
التصدير	1	0	0	0	0,00%	1	0	0	0	0,00%
المجموع	272	52	83	142		410	2	24	113	

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على عينة الدراسة.

من الجدول يتضح أن النسبة المرتفعة من مؤسسات العينة لم تقم بالتوزيع (خاصة في سنة 2014) أين وصل عدد المؤسسات غير الموزعة إلى 410، كما أن مؤسسات العينة تفضل التوزيع المرتفع على المتوسط، وقليلًا ما تلجأ إلى التوزيع بنسب منخفضة (مؤسستين في سنة 2014، و52 مؤسسة في سنة 2013)، وهذه النتائج صحيحة مع كل الأنشطة.

يتضح من الجدول أن النسبة المتوسطة الأكبر لتوزيع أرباح السهم موجودة عند مؤسسات قطاع النقل (بين 65% و78%)، وهي نسبة لا بأس بها، ثم تليها مؤسسات التحويل والخدمات على التوالي، أما مؤسسات الاستيراد فالنسبة المتوسطة للتوزيع محصورة بين 27% و52%. كما يلاحظ من الجدول أن كل مؤسسات القطاعات المختلفة (ما عدا قطاع الخدمات)، قامت بتخفيض نسب التوزيع من سنة 2013 إلى 2014.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

2- نسبة توزيع أرباح السهم والشكل القانوني للمؤسسة

الجدول رقم (4-10): نسبة توزيع أرباح السهم والشكل القانوني للمؤسسة

SPA		SNC		SARL		EURL		الشكل القانوني
2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	السنة
22	20	26	7	222	151	140	94	0
1	3	0	3	0	29	1	17	0-0,2
7	7	0	1	12	51	5	24	0,2-0,8
9	9	19	34	63	66	22	33	>0,8
39	39	45	45	297	297	168	168	المجموع
32,92%	45,22%	44,65%	102,44%	30,79%	48,63%	49,93%	37,00%	متوسط نسبة التوزيع

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على عينة الدراسة.

نتائج هذا الجدول مماثلة للنتائج السابقة، حيث أن العدد الأكبر من مؤسسات العينة لم توزع أرباح السهم، كما أن نسبة المؤسسات التي توزيعاتها مرتفعة أكثر من تلك التي توزيعاتها متوسطة، وعدد المؤسسات التي نسبة توزيعاتها متوسطة أكبر من عدد المؤسسات التي نسبة توزيعاتها منخفضة، وهذا مهما اختلف الشكل القانوني. في حين أن المؤسسات التي توزيعاتها متوسطة تقارب نسبتها 0,00% بالنسبة للمؤسسات ذات الأشخاص SNC.

كما يظهر من الجدول أن توزيعات المؤسسات ذات الأسهم لم تتغير خلال السنتين، حيث أن عددها بقي ثابتاً، مما يدل على أن هذه المؤسسات لا تغير نسب التوزيع على المدى القصير، على عكس من المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة EURL و SARL.

أما بالنسبة لمتوسط نسبة التوزيع، فمؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة EURL قامت برفع هذه النسبة من 37,00% سنة 2013 إلى 49,93% سنة 2014، أما باقي المؤسسات فالعكس، فالمؤسسات ذات الأشخاص SNC مثلاً قد خفضت من النسبة المتوسطة للتوزيع بأكثر من النصف.

بناء على الجدول أعلاه يتضح أن هناك صنفين من المؤسسات الجزائرية، مؤسسات لم تقم بتوزيع أرباحها وتمثل النسبة الأكبر، ومؤسسات توزع نسبة مرتفعة من أرباح السهم. أما المؤسسات التي توزع نسبة متوسطة من أرباح السهم فهي منخفضة، فبنزع المؤسسات التي ليس لديها توزيعات تبقى عينة صغيرة فقط لها توزيعات ضعيفة.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

3- نسبة توزيع أرباح السهم وعمر المؤسسة

الجدول رقم (4-11): نسبة توزيع أرباح السهم وعمر المؤسسة

متوسط نسبة التوزيع	نسبة التوزيع 2014				متوسط نسبة التوزيع	نسبة التوزيع 2013				عمر المؤسسة
	>0,8	0,2--0,8	0--0,2	0		>0,8	0,2--0,8	0--0,2	0	
19,64%	2	21	0	132	40,42%	34	32	19	117	1--5
33,21%	45	5	0	136	65,45%	59	19	13	81	6--10
60,52%	42	16	1	122	45,85%	44	27	16	62	11--20
24,00%	5	1	1	20	30,05%	5	5	4	12	>20
	94	43	2	410		142	83	52	272	المجموع

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على عينة الدراسة.

يتضح من الجدول أن نسبة التوزيع المتوسطة قد انخفضت في جل المؤسسات، ما عدا المؤسسات التي عمرها بين 11 و 20 سنة فإن النسبة فيها ارتفعت من 45,85% إلى 60,52% سنة 2014، كما يظهر من الجدول أيضا أن المؤسسات تفضل التوزيع المرتفع على باقي التوزيعات المتوسطة والمنخفضة، وهذا مهما اختلف عمر المؤسسة.

كما يتضح من الجدول أن أعلى نسبة متوسطة للتوزيع هي موجودة في الفئة العمرية المحصورة بين 6 و 20 سنة، الأمر الذي يوحي بأن هذا المجال هو فترة نضج المؤسسات الخاصة الجزائرية وهذا يعني أن أقل من 6 سنوات هي فترة انطلاق ونمو المؤسسة، وبعد 20 سنة هي فترة الزوال وهذا التقسيم العمري لمؤسسات العينة مبني على النسبة المتوسطة للأرباح الموزعة.

مما سبق يمكن القول إن دورة حياة المؤسسة الخاصة الجزائرية تمر بأربع مراحل أساسية:

- مرحلتي الانطلاق والنمو: تكون في 6 سنوات.
- مرحلة النضج: تلي مرحلة النمو وتصل إلى حدود 20 سنة.
- مرحلة الزوال: وتكون بعد تعدي عمر المؤسسة 21 سنة.

المبحث الثاني: المتغيرة التابعة والمتغيرات المستقلة

تتمثل المتغيرة التابعة في نسبة توزيع أرباح السهم (TDD) Taux de Distribution des Dividendes التي تمثل نسبة ما تم توزيعه على الملاك من الأرباح الصافية للمؤسسة خلال سنة

$$TDD = \frac{\text{Dividendes 2014}}{\text{Résultat net 2014}} \quad .2014$$

فيخصص هذا المبحث لمعرفة العلاقة الموجودة بين هذه المتغيرة التابعة وباقي المتغيرات المستقلة من خلال قراءة في سحابة النقاط عند كل متغيرة مستقلة على حدة، مع العلم ان البرنامج المستعمل في المعالجة واستخراج الأشكال هو برنامج SPSS إصدار 22.

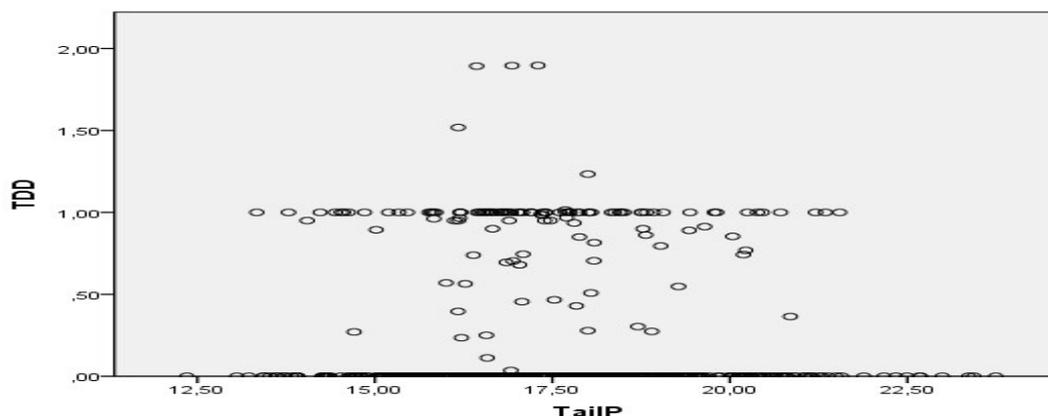
المطلب الأول: الحجم، الضمانات، معدل النمو وعمر المؤسسة

1- حجم المؤسسة *taille*

حسب جنسن (1986) فالمؤسسات ذات الحجم الكبير هي الأكثر توزيعاً لأرباح السهم، وتم تأكيد هذه العلاقة الإيجابية بين نسبة توزيع أرباح السهم وحجم المؤسسة من طرف كريتشلي وهانسن (1989) Crutchley et Hansen ذلك أن المؤسسات ذات الحجم الكبير لها سهولة في الدخول إلى السوق التمويلية مما يتيح لها الحصول على السيولة اللازمة للاستثمارات بأقل تكلفة، وهذا ما يجعلها توزع نسب مرتفعة من أرباح السهم. يتم التعبير عن حجم المؤسسة في هذه الدراسة باللوغاريتم النيبييري لرقم الأعمال، حيث:

$$TailP = \ln(PrE14)$$

الرسم البياني رقم (1-4): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم وحجم المؤسسة (*TailP*)

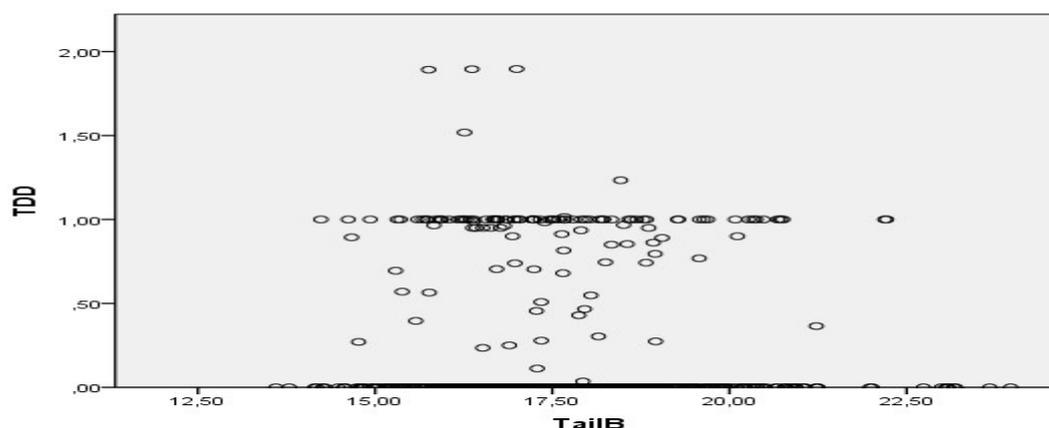


من الشكل يظهر بأن نسبة توزيع الأرباح تختلف باختلاف أحجام المؤسسات، ولكن لا توجد علاقة خطية واضحة بين المتغيرتين. كما يمكن التعبير عن حجم المؤسسة كذلك باللوغاريتم النيبييري

$$TailB = \ln(TGB14) \quad \text{حيث:}$$

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

الرسم البياني رقم (2-4): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم وحجم المؤسسة (TailB)



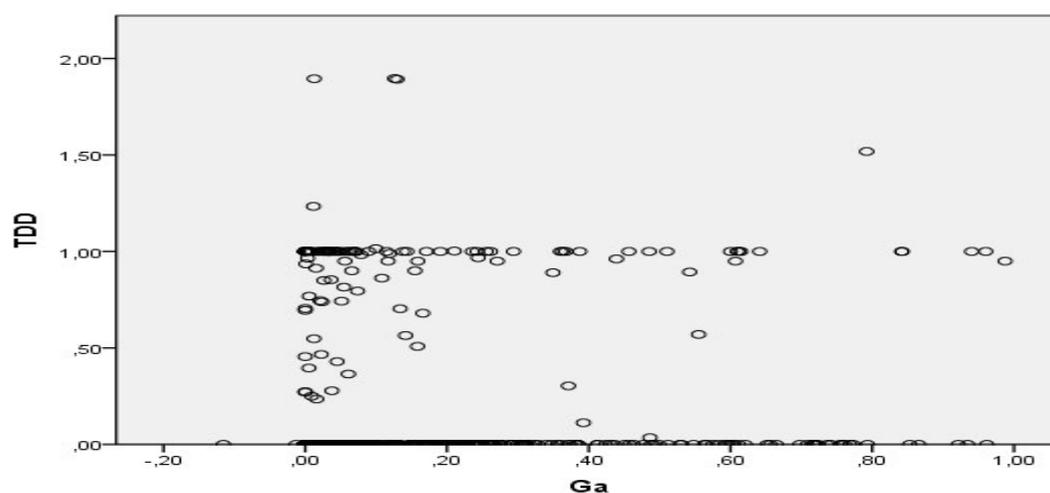
من الشكلين أعلاه يتضح أنه في ضل ثبات المتغيرات الأخرى، لا توجد علاقة واضحة بين حجم المؤسسة ونسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية (وهذا باستعمال كلا المتغيرتين الدالتين على الحجم)، وممكن أن يكون هذا نتيجة عدم وجود اختلاف كبير بين أحجام مؤسسات العينة، حيث أن النسبة الأكبر من المؤسسات لها أحجام صغيرة.

2- الضمانات (Ga) Garantis

وهي المجموعة الثانية من الميزانية (C2)، حيث تعتبر هذه المجموعة كضمانات للديون فمن المنتظر أن تكون علاقة إيجابية بينها وبين نسبة توزيع أرباح السهم، فكلما زادت الضمانات كانت هناك سهولة في الحصول على التمويل من السوق المالية مما يعني إمكانية توزيع الأرباح.

$$Ga = \frac{AnC14}{TGA14}$$

الرسم البياني رقم (3-4): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم والضمانات



الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

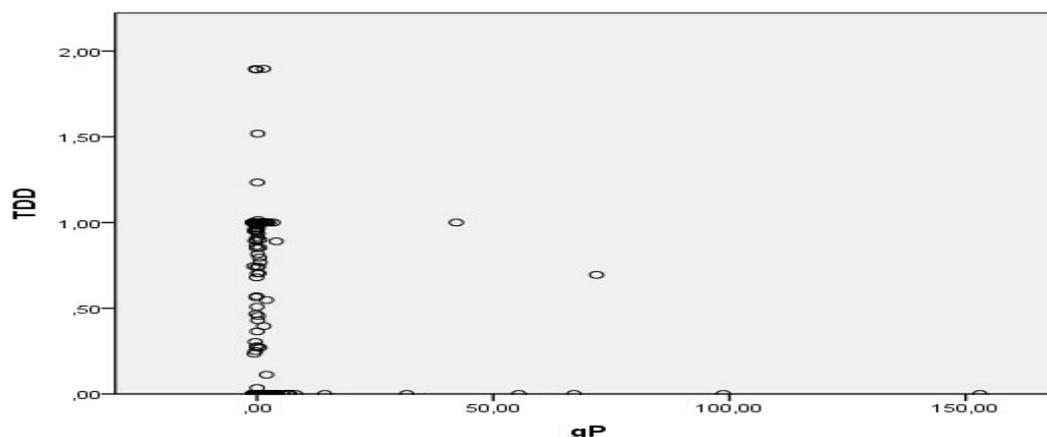
سحابة النقاط المبينة في الشكل مائلة إلى اليمين، ما يوحي بأن الضمانات لها تأثير إيجابي على النسبة من أرباح السهم الموزعة، ولكن هذا التأثير الإيجابي ليس مطلقاً، حيث توجد مجموعة من المؤسسات لها نسب توزيع متقاربة بالرغم من الفرق الشاسع في الضمانات.

3- معدل النمو

يعتبر معدل النمو من بين المقاييس الأساسية المستعملة في تشخيص المؤسسات، فارتفاع هذا المعدل يدل على أن المؤسسة متطورة، وكما لهذا المعدل علاقة جيدة مع الأرباح، فالنمو في المبيعات مثلاً يزيد من احتمال تحقيق المؤسسة لأرباح أكثر، ومن ثم زيادة ما يمكن توزيعه على المساهمين، كما ان ارتفاع هذا المعدل يجعل المؤسسة في بحث دائم عن المصدر الأمثل لتمويل الاستثمارات، فممكن أن يدفعها هذا لاحتجاز المزيد من أرباح السهم. يتم حساب هذا المعدل بطريقتين، اعتماداً على المبيعات وعلى مجموع الميزانية، من خلال حساب معدل التطور في المبالغ بين سنتي 2013 و2014، كما تبينه العلاقتين التاليتين:

$$gP = \frac{PrE14 - PrE13}{PrE13} \quad gB = \frac{TGB14 - TGB13}{TGB13}$$

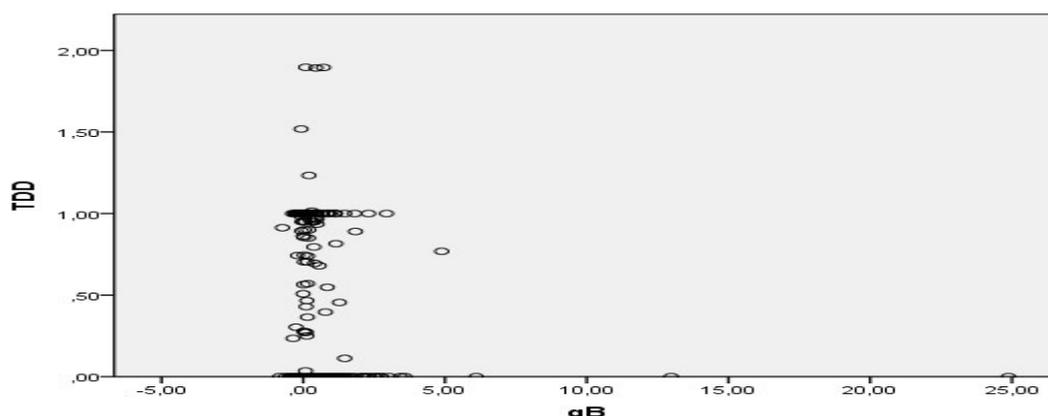
الرسم البياني رقم (4-4): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم ومعدل النمو gP



هذا الشكل لا يظهر وجود علاقة خطية بين معدل النمو (اعتماداً على تطور رقم الأعمال) ونسبة توزيع أرباح السهم، كما يظهر أيضاً أنه لا يوجد اختلاف كبير في معدلات نمو مؤسسات العينة، فأغلب المؤسسات تقترب معدلات نموها من الصفر، ولذلك لا يمكن الحكم على العلاقة الموجودة بين نسبة توزيع أرباح السهم ومعدل النمو من خلال هذا الشكل.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

الرسم البياني رقم (4-5): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم ومعدل النمو gB



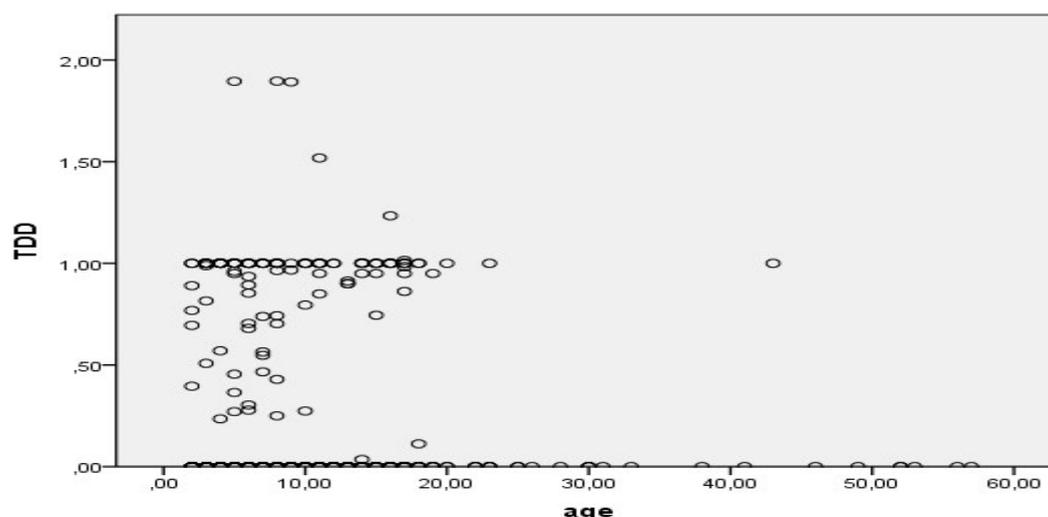
نوعا ما يظهر اختلاف طفيف في سحابة النقاط تبعا لمعدل النمو (اعتمادا على تطور مجموع الميزانية) دون اظهار وجود علاقة خطية واضحة.

4- عمر المؤسسة

يعتبر عمر المؤسسة المتغيرة الدالة على دورة حياتها، فالمؤسسات حديثة النشأة تكون أرباحها ضعيفة، لأن في هذه الفترة تكون المصاريف المتحملة كثيرة من أجل تطوير المؤسسة، أما المؤسسات الناضجة (بلغت مراحل متقدمة في النمو) تتميز بزيادة الأرباح، ومنه ارتفاع ما يمكن توزيعه على المساهمين.

يتم حساب هذه المتغيرة من خلال الفرق بين سنة 2014 وسنة إنشاء المؤسسة.

الرسم البياني رقم (4-6): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم وعمر المؤسسة



هناك اختلاف في انتشار سحابة النقاط تبعا لعمر المؤسسة، فهذا الانتشار مائل إلى اليمين، أي امكانية وجود علاقة موجبة بين نسبة التوزيع وعمر المؤسسة.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

المطلب الثاني: متغيرات الربحية

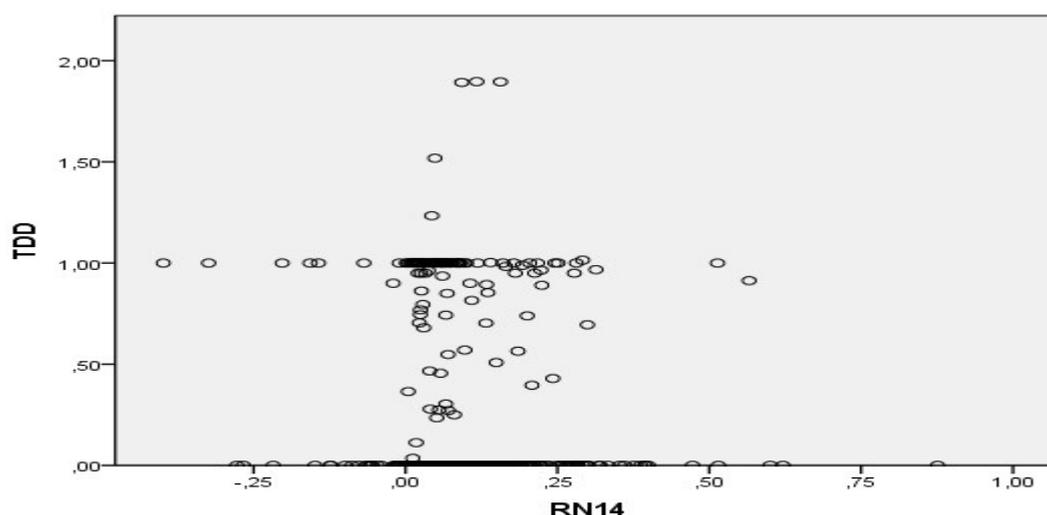
1- مردودية المؤسسة rentabilité

حسب (Jensen et al 1992) فالمردودية المرتفعة يمكنها أن تؤدي إلى ارتفاع نسبة أرباح السهم الموزعة. يتم التعبير على مردودية المؤسسة بـ RN14، حيث يتم حسابها عند السنة 2014 فقط.

$$RN14 = \frac{\text{Résultat net 2014}}{\text{Actif total 2014}} = \frac{RN14}{TGA14}$$

العلاقة بين هذه المتغيرة ونسبة توزيع أرباح السهم ممثلة في الشكل الموالي في ظل ثبات المتغيرات الأخرى.

الرسم البياني رقم (4-7): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم ومردودية المؤسسة



الشكل أعلاه لا يدل على وجود علاقة واضحة بين المتغيرتين، حيث أن أغلب القيم متمركزة في منطقة صغيرة، وليس لها اتجاه واضح، حيث يمكن القول أن مردودية المؤسسة للسنة الجارية لا تعد محدد أساسي لنسبة أرباح السهم الموزعة.

2- الأرباح المتاحة (BD) Bénéfices Disponibles

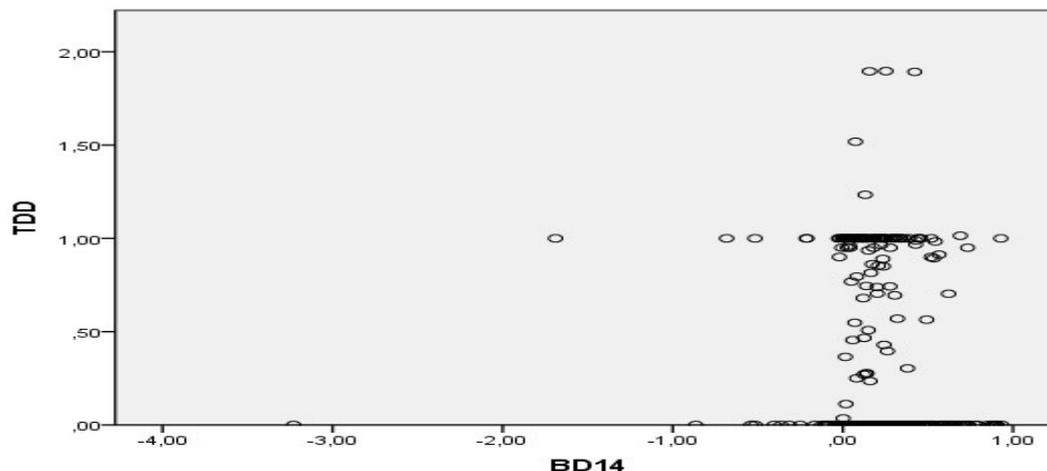
أو إجمالي النتائج التي لم تخصص بعد (النتيجة الصافية للسنة مضاف إليها نتائج رهن التخصيص - حساب الترحيل من جديد-)، فهذه المتغيرة تدل على مجموع النتائج المرحلة مضاف إليها النتيجة الصافية للسنة الجارية، ويتم حساب هذه النسبة وفق العلاقة التالية:

$$BD = \frac{RN14 + RaN14}{TGA14}$$

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

تم استعمال هذه النسبة لأن غالبا ما تقوم المؤسسات بربط نسب التوزيع بالنتائج المحققة سابقا وليس النتائج الجارية فقط (لينتتر 1956).

الرسم البياني رقم (4-8): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم والمردودية الكلية للمؤسسة



يظهر من الشكل أن جزء من سحابة النقاط له اتجاه نحو اليمين، ما يعني أن قيمة الأرباح المتاحة لها تأثير ولو بقليل على نسبة أرباح السهم الموزعة، أما المؤسسات التي وزعت الأرباح بالرغم من وجود نتائج سالبة، فقد استعملت في ذلك المبالغ الموجودة في الاحتياطات.

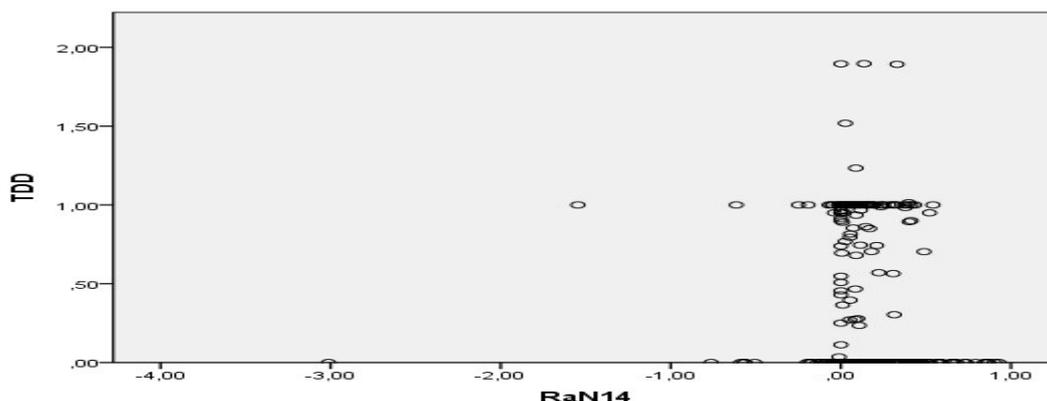
3- حساب الترحيل من جديد (Report à Nouveau)

فمن المنتظر أن تكون هناك علاقة موجبة بين النتائج المحققة سابقا ونسبة توزيعات المؤسسة.

$$\text{RaN14} = \frac{\text{Report à Nouveau 14}}{\text{TGA14}} \quad \text{يتم التعبير على الأرباح السابقة بـ:}$$

الشكل الموالي يبين العلاقة بين هذه المتغيرة ونسبة توزيع أرباح السهم في ظل ثبات المتغيرات الأخرى.

الرسم البياني رقم (4-9): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم والأرباح السابقة



الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

يظهر من الشكل أن النتائج السابقة لوحدها لا تؤثر كثيرا على نسبة أرباح السهم الموزعة، فسحابة النقاط تقريبا مائلة إلى اليمين لكن بدرجة صغيرة جدا.

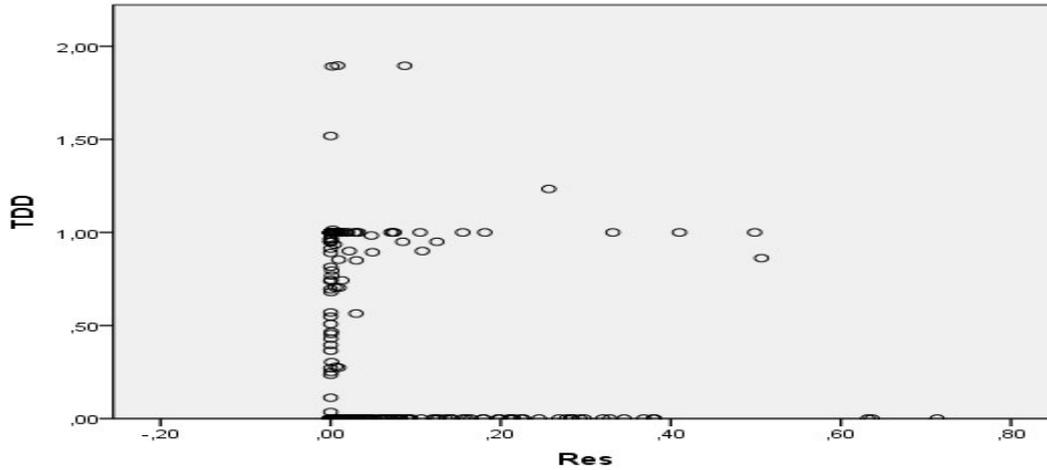
4- الاحتياطات (Rés) Réserves

وتمثل جزء من الأرباح السابقة، فمن المنتظر أن تكون العلاقة بين الاحتياطات ونسبة توزيع أرباح السهم موجبة، ذلك أن ارتفاع الاحتياطات يزيد من توفر الضمانات لرأس المال المستثمر في المؤسسة مما يعني إمكانية توزيع الأرباح، يتم التعبير عن نسبة الاحتياطات بـ Rés حيث:

$$Rés = \frac{PR14}{TGA14}$$

الشكل الموالي يبين العلاقة بين هذه المتغيرة ونسبة توزيع أرباح السهم في ضل ثبات المتغيرات الأخرى.

الرسم البياني رقم (4-10): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم والاحتياطات



الشكل لا يظهر وجود علاقة خطية بين المتغيرتين، ما يعني أن الاحتياطات لوحدها ليست المحدد الأساسي لنسبة أرباح السهم الموزعة.

5- الأرباح الكلية للمؤسسة (Béntt) Bénéfices totaux d'entreprise

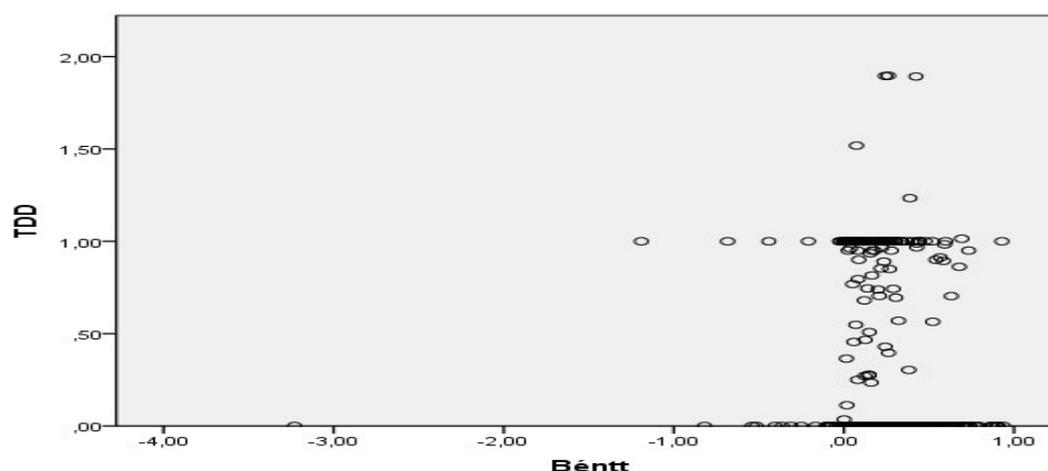
تعتبر أرباح المؤسسة من بين المحددات الأساسية لسياسة توزيع أرباح السهم، تحدد هذه المتغيرة كما يلي: هي عبارة عن مجموع كل من النتيجة الصافية لسنة 2014، حساب الترحيل

$$Béntt = \frac{RN14+RaN14+PR14}{TGA14} \text{ من جديد والاحتياطات.}$$

الشكل الموالي يبين العلاقة بين هذه المتغيرة ونسبة توزيع أرباح السهم.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

الرسم البياني رقم (4-11): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم والأرباح الكلية



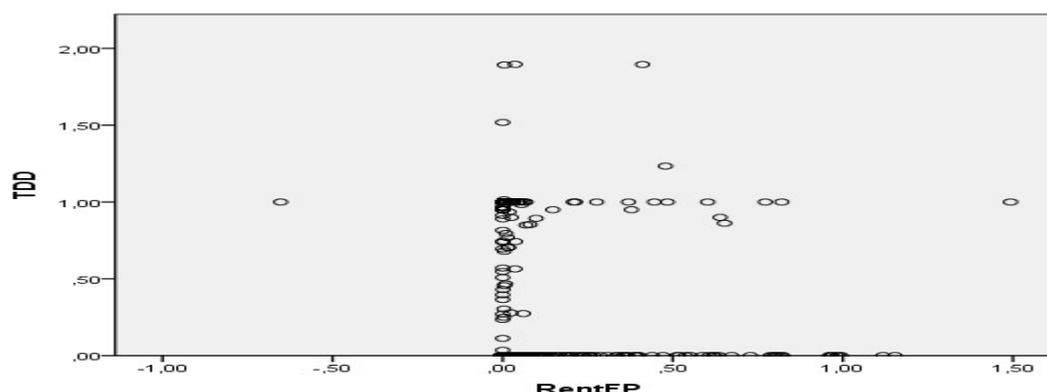
سحابة النقاط المبينة في الشكل أعلاه تظهر بانه توجد علاقة موجبة بين نسب توزيع أرباح السهم والأرباح الكلية للمؤسسة، أي أن قرار التوزيع يكون مبني على مجموع الأرباح التي حققتها المؤسسة والموجود في ميزانيتها.

6- مردودية الأموال الخاصة *Rentabilité des Fonds Propres*

تمثل هذه المتغيرة النتيجة المحققة نسبتا للأموال الخاصة المستثمرة، فكلما ارتفعت النسبة شجع ذلك المساهمين ومنحهم الثقة لمواصلة استثمار الموال في المؤسسة، كما أن زيادة هذه النسبة يساعد المؤسسة على اتخاذ قرارا توزيع الأرباح على المساهمين. حيث يتم التعبير على هذه المتغيرة من خلال قسمة النتيجة الصافية لسنة 2014 على مجموع الأموال الخاصة لنهاية سنة 2013، لأن هذا المجموع هو المبلغ الأساسي المستثمر، أما مجموع الموال الخاصة في سنة 2014 فهو بمثابة العائد وليس معدل العائد (فيه أصل الاستثمار وعوائده).

$$RentFP = \frac{RN14}{FP13}$$

الرسم البياني رقم (4-12): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم ومردودية الأموال الخاصة



الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

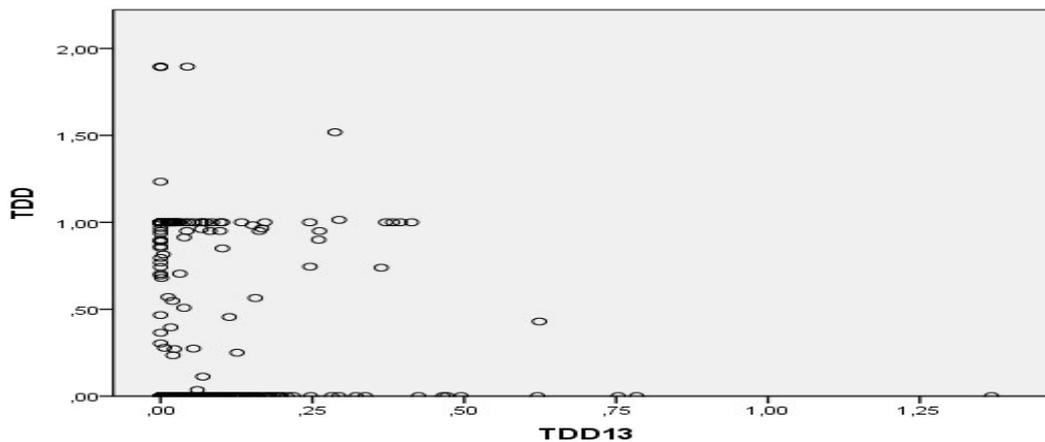
الشكل لا يعكس وجود علاقة خطية بين مردودية الأموال الخاصة ونسبة توزيع أرباح السهم فسحابة النقاط متماثلة ولا يوجد اختلاف تبعا لهذه المردودية، ما يعني أن هذه المتغيرة ليست بالمحدد الأساسي لأرباح السهم الموزعة.

7- نسبة توزيع أرباح السهم السابقة (TDD13)

تبين هذه المتغيرة نسبة ما تم توزيعه على المساهمين من النتيجة الصافية لسنة 2013، فكثير من الدراسات توصلت إلى أن المسيرين يأخذون بعين الاعتبار ما تم توزيعه من قبل لبناء قراراتهم المستقبلية، ويتم حساب هذه المتغيرة بقسمة المبلغ الموزع لسنة 2013 على النتيجة الصافية لنفس

$$TDD13 = \frac{DIV13}{RN13} \quad \text{السنة، كما تبينه العلاقة التالية:}$$

الرسم البياني رقم (4-13): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم و TDD13



سحابة النقاط المبينة في الشكل أعلاه تدل على أن العلاقة بين المتغيرتين ضعيفة، أي أن المؤسسات الخاصة الجزائرية لا تأخذ بعين الاعتبار نسبة توزيع أرباح السهم السابقة في تحديد التوزيعات الحالية.

8- الأرباح قبل الضرائب والفوائد (EBIT)

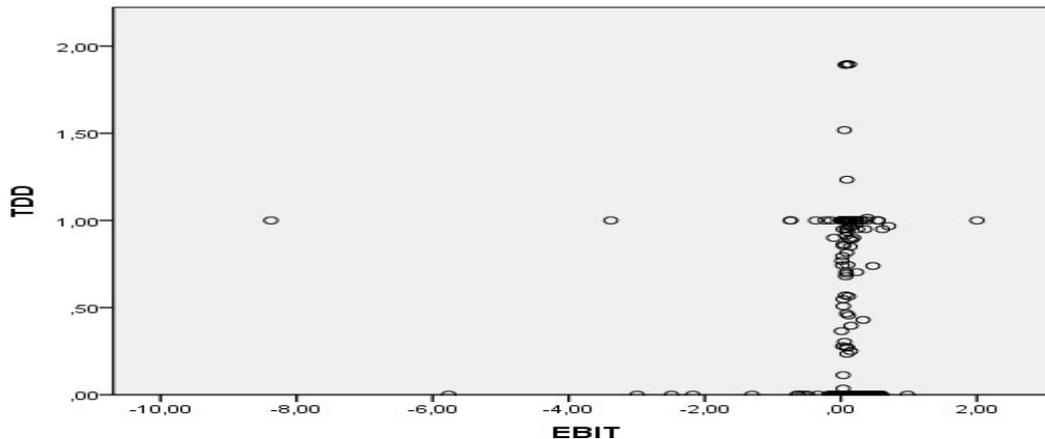
تمثل هذه المتغيرة الفائض من رقم الأعمال قبل احتساب الفوائد (المصاريف المالية) والضرائب على الأرباح، فزيادة هذا الفائض يرفع من قدرة المؤسسة على تغطية المصاريف المالية وتسديد الضرائب، ومن ثم توزيع أرباح السهم.

يتم حساب هذه المتغيرة من خلال قسمة قيمة نتيجة العمليات على رقم الأعمال، كما تبينه العلاقة

$$EBIT = \frac{RO14}{RrE14} \quad \text{التالية:}$$

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

الرسم البياني رقم (4-14): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم و EBIT



الاختلاف المبين في الشكل أعلاه ضعيف جدا، حيث يتبين أن المؤسسات الجزائرية لا تختلف في نسب توزيع أرباح السهم تبعا للأرباح المحققة قبل طرح الفوائد والضرائب، فيستنتج أن المسير الجزائري لا يأخذ هذه المتغيرة بعين الاعتبار عند تحديد النسبة من أرباح السهم الموزعة.

المطلب الثالث: متغيرات الالتزامات

1- نسب الاستدانة

نسبة الاستدانة الطويلة والمتوسطة الأجل (DLMT) Dette Long et Moyenne Terme، يتم التعبير عنها بالديون طويلة الأجل. نسبة الاستدانة القصيرة الأجل (DCT) Dette court terme، يتم التعبير عنها بالباقي بعد طرح الديون الطويلة والمتوسطة الأجل، ومن المنتظر أن يكون تأثير الاستدانة سلبى على نسبة توزيع أرباح السهم، فارتفاع ديون المؤسسة يجعل المدينين يطلبون من مسيري المؤسسات عدم توزيع الأرباح حيث يتم اعتبارها كضمان لديونهم.

$$DLMT = \frac{PnC14}{TGA14} \quad DCT = \frac{Pc14(-TrP14)}{TGA14}$$

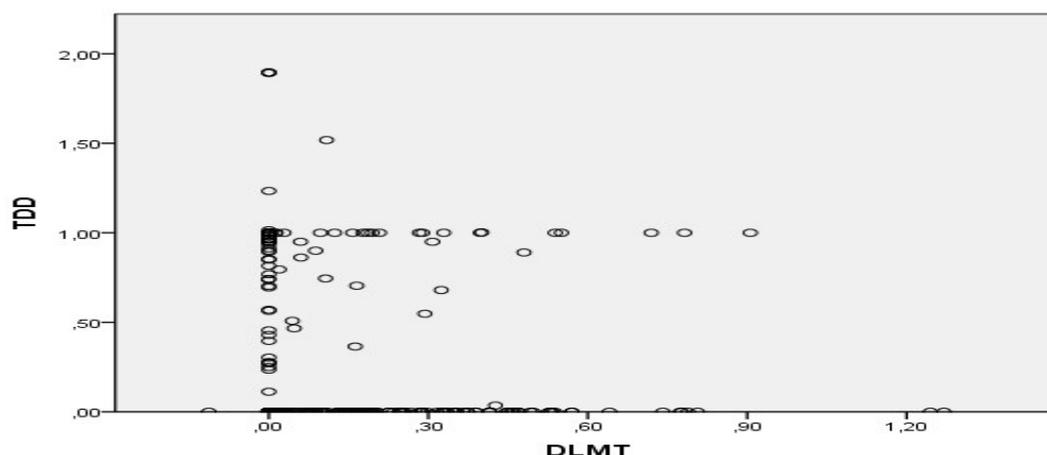
كما يتم استعمال نسبة الاستدانة بعد طرح المتاحات (خزينة الأصول) (DR) Debt Ratio، فهذه النسبة تسمح بتحديد أحسن للهيكل المالية، ذلك أن بعض المؤسسات تقوم بالاستدانة نتيجة ارتفاع المتاحات، فتقوم بحجز الأرباح التي يتم استعمالها كضمانات للديون، كما يقوم المسيريون باحتجاز

$$DR = \frac{DLMT+DCT-TrA14}{TGA14} \text{ الأرباح ووضعها في حساب الترحيل من جديد بدل توزيعها.}$$

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

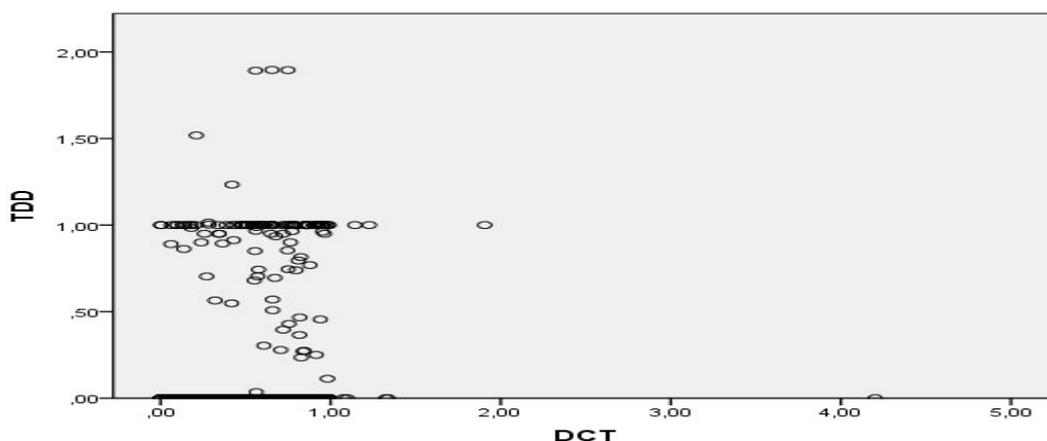
وبالتالي يتم طرح المتاحات والديون تجاه الشركاء لدراسة أثر الاستدانة خارج هذه الاعتبارات والعلاقة بين هذه المتغيرات ونسبة توزيع أرباح السهم ممثلة في الأشكال الموائية في ظل ثبات المتغيرات الأخرى.

الرسم البياني رقم (4-15): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم و DLMT



لا تكاد تظهر وجود علاقة بين الديون الطويلة الأجل ونسبة توزيع أرباح السهم، فمن الشكل يظهر مثلا أن مجموعة من المؤسسات لها نفس النسب من التوزيع تقريبا ولكن لها نسب استدانة مختلفة، أي أن المؤسسات الخاصة الجزائرية لا تأخذ بعين الاعتبار الديون الطويلة الأجل في اتخاذ قرار توزيع أرباح السهم.

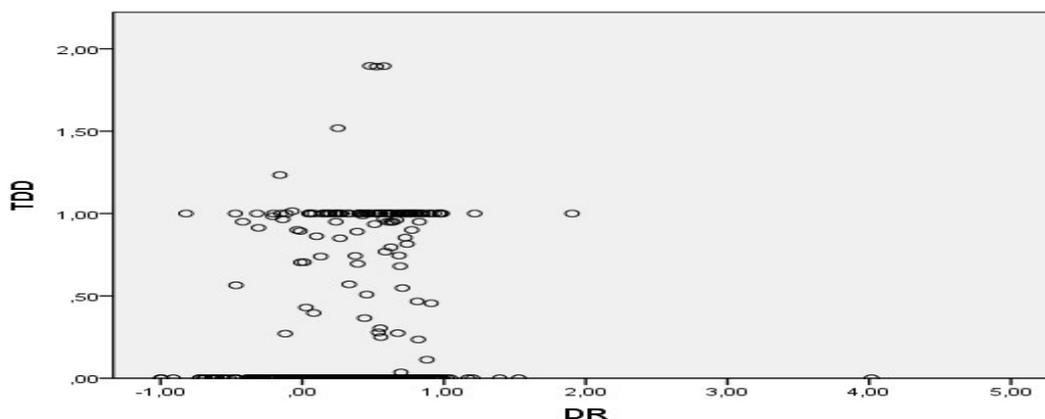
الرسم البياني رقم (4-16): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم والديون قصيرة الأجل



يظهر من الشكل أن سحابة النقاط مائلة نحو اليسار، ما يعني احتمال وجود علاقة عكسية بين المتغيرتين، ولكن نظرا لتركز الكثير من النقاط في سطر واحد فإن هذه العلاقة حتى وإن كانت فإنها ضعيفة.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

الرسم البياني رقم (4-17): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم وDR



يظهر جليا من الشكل أن سحابة النقاط مائلة نحو اليسار، ما يعني أن هناك علاقة عكسية بين المتغيرتين، أي أن الديون تؤثر على نسبة أرباح السهم الموزعة تبعا للخزينة، فمن الشكل يظهر أن المؤسسات الخاصة الجزائرية تعتمد على المتاحة في تغطية الديون ومن ثم تحديد نسبة التوزيع الممكنة بناء على الفرق بين الديون والسيولة أو الخزينة.

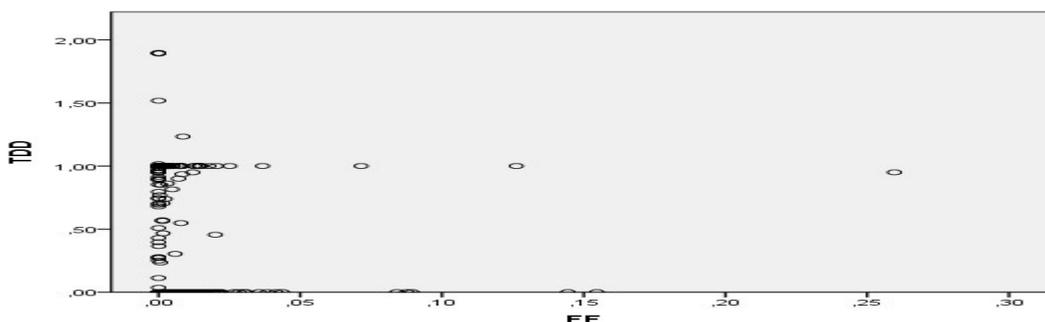
2- المصاريف المالية (FF) Frais Financiers

فمن المنتظر أن تكون علاقة سلبية بين هذه المتغيرة ونسبة توزيع أرباح السهم، ذلك أنه كلما ارتفعت المصاريف المالية، أدت إلى تخفيض النتيجة الصافية ومنه تخفيض ما يمكن توزيعه على المساهمين. يتم التعبير عن نسبة المصاريف المالية بـ FF، حيث:

$$FF = \frac{CHF14}{PrE14}$$

الشكل الموالي يبين العلاقة بين هذه المتغيرة ونسبة توزيع أرباح السهم في ظل ثبات المتغيرات الأخرى.

الرسم البياني رقم (4-18): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم والمصاريف المالية



الشكل يدل على عدم وجود علاقة واضحة بين نسبة توزيع أرباح السهم والمصاريف المالية فسحابة النقاط أغلبها متمركزة على عمود واحد، أي لا تنتشر انتشار يتبع المصاريف المالية.

3- الضرائب على أرباح الشركات (IBS)

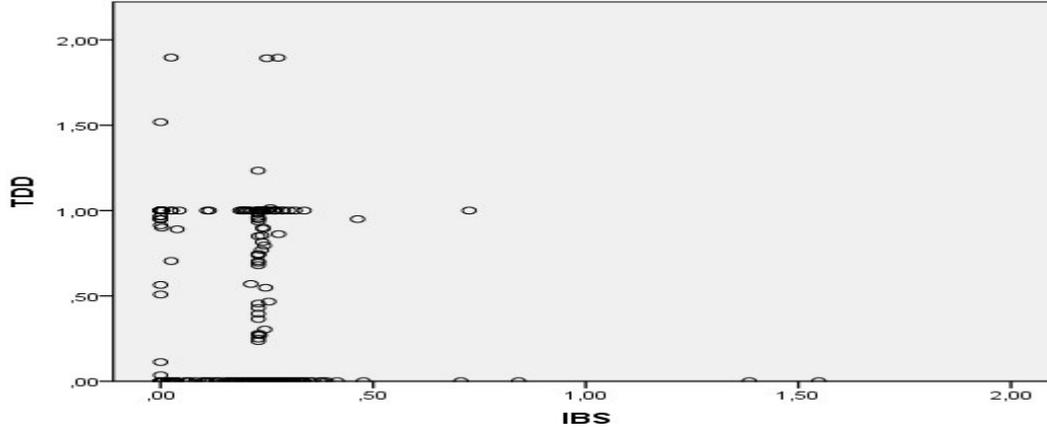
لها أثر سلبي على السيولة المتوفرة التي يمكن توزيعها على المساهمين فكلما زادت الضرائب انخفضت الأرباح الصافية ومنه انخفاض نسبة توزيعات أرباح السهم. يتم التعبير عن الضرائب بـ

$$IBS = \frac{Impôt}{Résultat brute} \quad \text{حيث: IBS}$$

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

من المنتظر أن تكون علاقة سلبية بين الضرائب ونسبة توزيع أرباح السهم، والشكل الموالي يبين العلاقة بين هذه المتغيرة ونسبة توزيع أرباح السهم في ظل ثبات المتغيرات الأخرى.

الرسم البياني رقم (4-19): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم والضرائب على أرباح الشركات



لا يظهر جليا من الشكل وجود أي علاقة بين الضرائب على أرباح الشركات ونسبة أرباح السهم الموزعة.

المطلب الرابع: الشكل القانوني، قطاع النشاط وهيكل التسيير والملكية

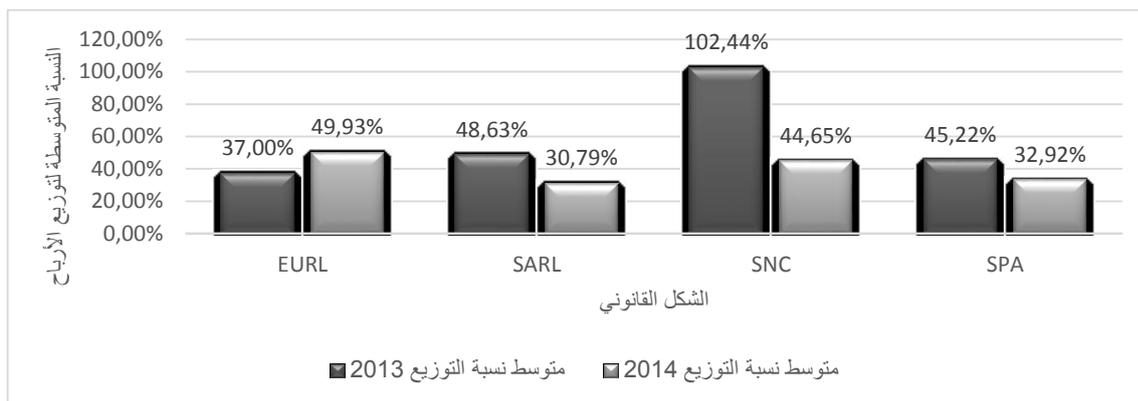
1- الشكل القانوني (FJ) Forme Juridique

توجد أربعة أنواع من الأشكال القانونية هي: (ذات الأسهم، ذات الأشخاص، ذات المسؤولية المحدودة، ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة (EURL, SARL, SNC, SPA)، فمن المنتظر أن تختلف نسبة توزيع أرباح السهم باختلاف الشكل القانوني، فهذه الأشكال القانونية تختلف فيما بينها في عدة نقاط، منها: عدد المساهمين، نوع الملكية، المسؤولية اتجاه التزامات المؤسسة. فقد وضع المشرع الجزائري هذه الأنواع المختلفة تلبية لرغبات المستثمر الجزائري خاصة وأن بورصة الجزائر لازالت بعيدة كل البعد عن عالم المال والأعمال، ما يعني أن الشركات ذات الأسهم لا تجد ما يشجعها على التطور وزيادة عددها، ذلك أن مثل هذه المؤسسات تتطلب بورصة لتداول الأوراق المالية (الأسهم).

وقد تم التوصل من خلال التحليل الوصفي للعينة إلى أن عدد المؤسسات ذات الأسهم قليل جدا مقارنة بباقي الأشكال القانونية، والشكل الموالي يبين متوسطات نسبة توزيع أرباح السهم حسب الشكل القانوني في ظل ثبات المتغيرات الأخرى.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

الرسم البياني رقم (4-20): متوسط نسبة توزيع أرباح السهم حسب الشكل القانوني



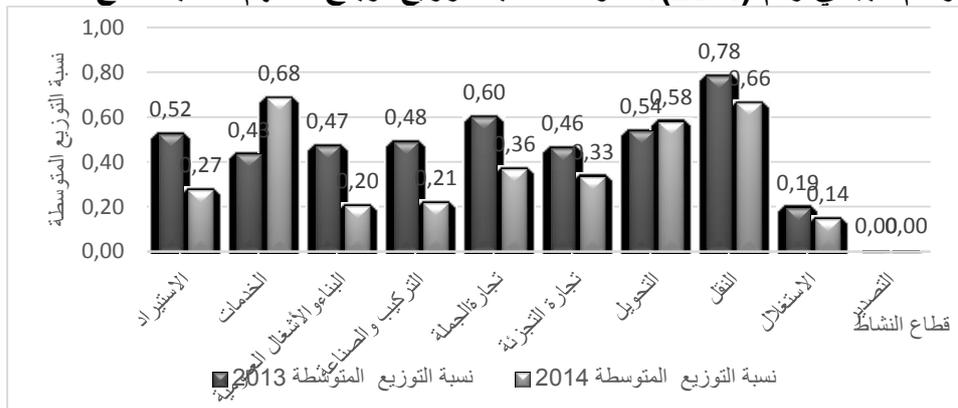
المصدر: تم إعداد الشكل بناء على عينة الدراسة.

يتضح من الشكل أن هناك اختلاف كبير بين مؤسسات الشكل القانوني SNC وباقي الأشكال القانونية، خاصة خلال سنة 2013.

2- قطاع النشاط (SA) d'Activité

تم تقسيم مؤسسات العينة إلى تسعة قطاعات من النشاط، حيث ينتظر أن يكون هناك تأثير لقطاع النشاط على قرار توزيع أرباح السهم، الشكل الموالي يبين متوسطات نسبة توزيع أرباح السهم حسب قطاع النشاط في ظل ثبات المتغيرات الأخرى.

الرسم البياني رقم (4-21): متوسط نسبة توزيع أرباح السهم حسب قطاع النشاط



المصدر: تم إعداد الشكل بناء على عينة الدراسة.

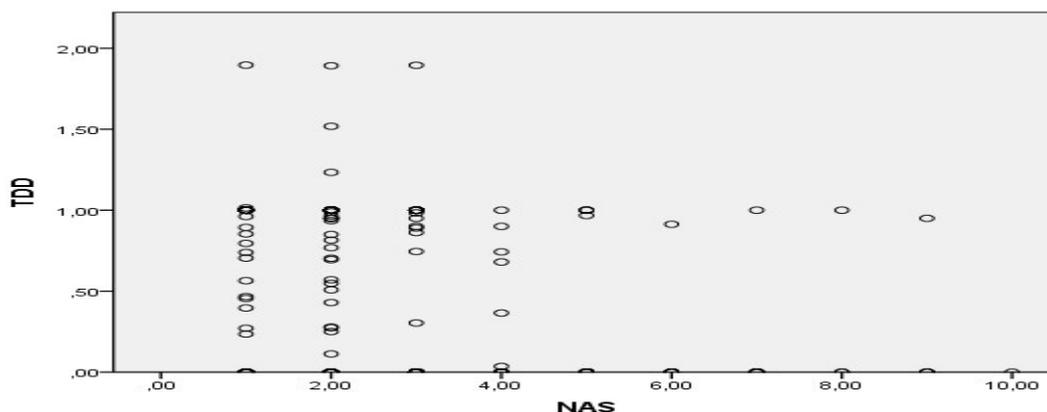
يتضح من الشكل أن هناك فرق في نسب التوزيع بين السنتين، حيث هناك انخفاض ملحوظ في نسب التوزيع في جل النشاطات، ما عدا قطاع التحويل والخدمات أين كان ارتفاع في نسبة التوزيع. كما يلاحظ بأن هناك اختلاف في نسب التوزيع باختلاف قطاعات النشاط، وفي السنتين معا.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

3- عدد الملاك (NAS) Nombre d'Associés (المساهمين)

يختلف عدد الملاك باختلاف الشكل القانوني للمؤسسات، ويختلف كذلك من مؤسسة إلى أخرى دون اختلاف الشكل القانوني (ما عدا مؤسسة ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة) فعدد الملاك يؤدي دور كبير في التأثير على قرارات الجمعية العامة.

الرسم البياني رقم (4-22): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم وعدد الملاك



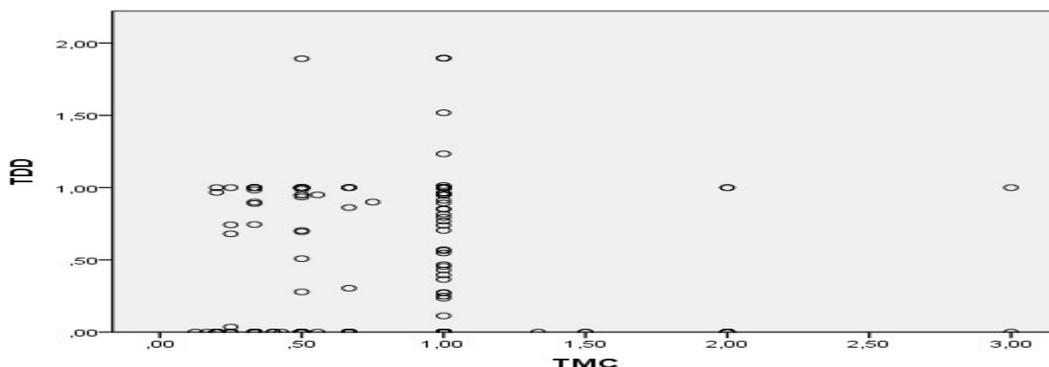
يظهر الشكل بأنه توجد مجموعات مختلفة من نقاط تبعاً لعمر المؤسسة، ما يعني وجود اختلاف في نسب توزيع أرباح السهم تبعاً لعمر المؤسسة.

4- نسبة عدد أفراد مجلس الإدارة إلى عدد الملاك (TMC) Taux de Membre de Conseil:

تبين هذه المتغيرة مدى قوة المجموعة المسيرة نسبة إلى عدد ملاك المؤسسة، فكلما ارتفعت النسبة زاد من احتمال سيطرة المديرين على القرارات في المؤسسة، ومن ثم خدمة مصالح المديرين على حساب الملاك. يتم حساب هذه المتغيرة من خلال قسمة عدد المديرين على عدد المساهمين،

$$TMC = \frac{MC}{NAS} \quad \text{كما تبينه العلاقة التالية:}$$

الرسم البياني رقم (4-23): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم و TMC



الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

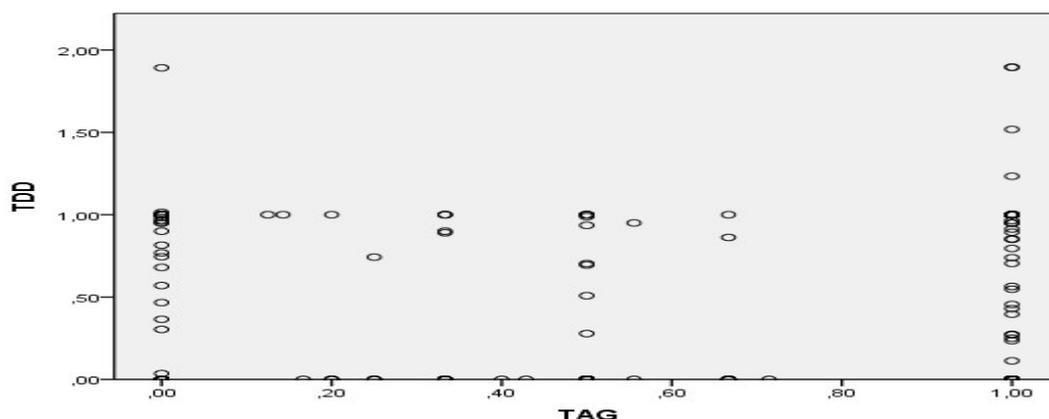
يظهر من الشكل أن درجة تأثير تركيبة مجلس الإدارة نسبتا إلى عدد الملاك ضعيفة، كما يبين الشكل بأن هناك عدد محترم من المؤسسات يتساوى فيها مجلس الإدارة مع عدد الملاك ولكن تختلف نسب توزيع أرباح السهم.

5- نسبة المساهمين المسييرين (TAG) Taux d'Associe Gérant

تبين هذه المتغيرة نسبة الترابط الموجود بين الملكية والتسيير، فكلما ارتفعت هذه النسبة دل ذلك بأنه لا يوجد فصل بين الملكية والتسيير، وبالتالي لا يكون هناك تضارب للمصالح بين المالك والمسيير، ومن ثم عدم استعمال توزيع الأرباح بنسب كبيرة. يتم حساب هذه المتغيرة من خلال قسمة عدد المساهمين المسييرين على عدد المساهمين، كما تبينه العلاقة التالية:

$$TAG = \frac{AG}{NAS}$$

الرسم البياني رقم (4-24): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم و TAG



يظهر من الشكل أن هذه المتغيرة لا تؤثر في نسبة توزيع أرباح السهم، فهناك مؤسسات بنفس تركيبة مجلس الإدارة ولكن نسبة التوزيع تختلف فيما بينها.

6- نسبة امتلاك أو تسيير العائلة في المؤسسة TFM

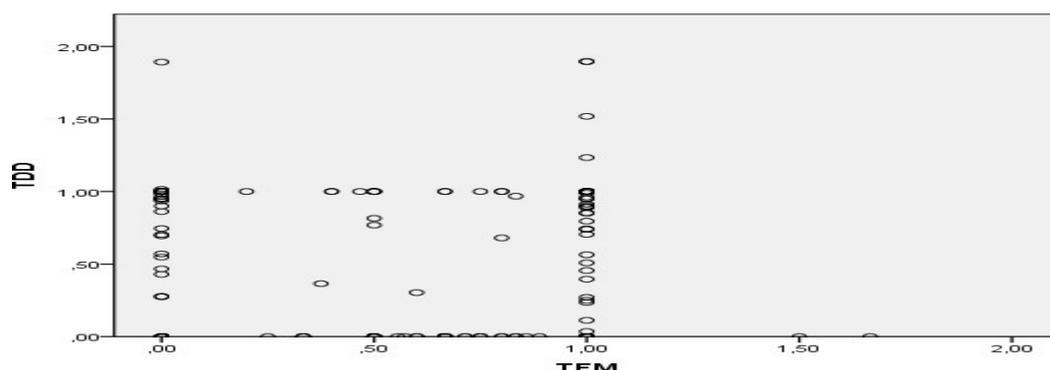
تدل هذه المتغيرة على مدى التوجه العائلي للمؤسسات الجزائرية، فكلما ارتفعت هذه النسبة دل على عدم وجود تضارب للمصالح بين الأطراف ذات المصالح في المؤسسة، وبالتالي العدول عن توزيع أرباح السهم، واستعمال طرق أخرى للحصول على السيولة كالأجر مثلا.

يتم حساب هذه النسبة من خلال قسمة عدد أفراد العائلة (FM) على (عدد المساهمين زائد عدد المسييرين غير المساهمين - الفرق بين عدد المسييرين وعدد المساهمين المسييرين)، كما تبينه

$$TFM = \frac{FM}{NAS+(MC-AG)} \quad \text{العلاقة التالية:}$$

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

الرسم البياني رقم (4-25): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم و *TFM*



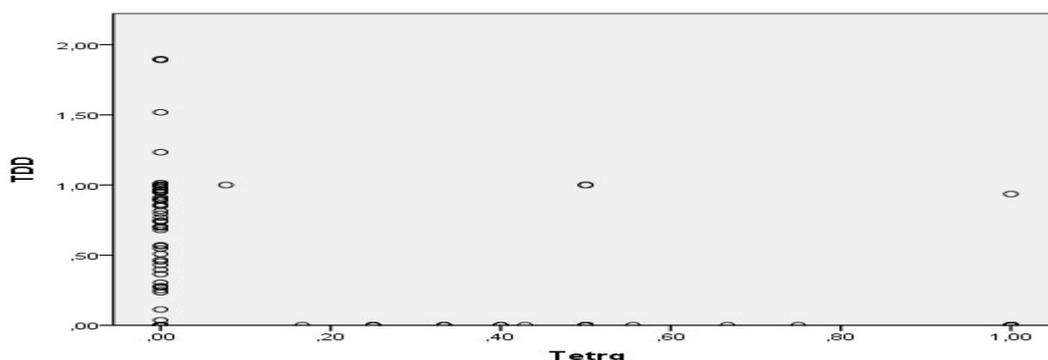
تبعاً لهذا الشكل فإنه لا يوجد اختلاف واضح فيما يخص نسب توزيع أرباح السهم تبعاً لنسبة التركيبة العائلية للمؤسسة، كما يظهر الشكل بأن هناك مؤسسات كثيرة تحتوي على التركيبة العائلية، أي أن معظم المؤسسات الخاصة الجزائرية هي مؤسسات عائلية.

7- نسبة تواجد الأجانب في المؤسسات الخاصة الجزائرية (*Tetrg*)

تحدد هذه المتغيرة مدى اندماج التسيير والملكية بين الجزائريين والأجانب، فارتفاع هذه النسبة يعني أن المؤسسات الجزائرية تحذو حذو المؤسسات الأجنبية، وإذا كان العكس، فهذا يعني أن هناك فرق كبير بين ما هو موجود في المؤسسات الجزائرية وما هو موجود على الساحة العالمية. يتم حساب هذه المتغيرة من خلال قسمة عدد الأجانب المتواجدين في المؤسسة (سواء مسير أو مالك) على (عدد المساهمين زائد عدد المسيرين غير المساهمين)، كما تبينه العلاقة التالية:

$$Tetrg = \frac{etrg}{NAS + (MC - AG)}$$

الرسم البياني رقم (4-26): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم و *Tetrg*



عدد المؤسسات التي بها أجانب ووزعت أرباح السهم هو ثلاثة، أما عدد المؤسسات التي بها أجانب فهو في حدود 13 مؤسسة، وهو عدد ضعيف نسبة إلى مجموع العينة، ومن الشكل يظهر بأن احتمال تأثير هذه المتغيرة على نسبة توزيع أرباح السهم وارد.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

المطلب الخامس: مؤشرات التوازن والسيولة

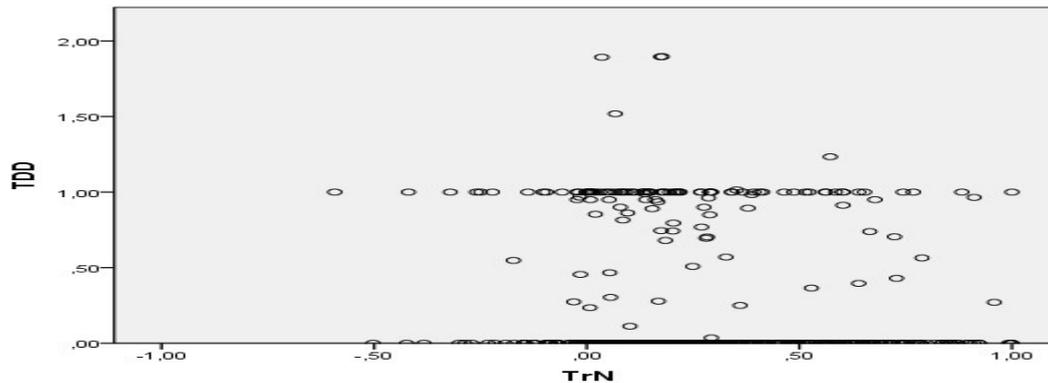
1- الخزينة الصافية: Trésorerie Nette (TrN)

وهي الفرق بين خزينتي الأصول والخصوم، حيث يمثل هذا الفرق الجزء من السيولة الذي يمكن للمؤسسة أن تستعمله على المدى القصير، وبالتالي زيادة هذا الفرق يمكنه أن يساعد المسيرين على اتخاذ قرار توزيع أرباح السهم، ويمكن استنتاج هذا بعد الاطلاع على قرارات الجمعية العامة للمؤسسة، حيث غالبا ما يتم ربط توزيع الأرباح من عدمه بمدى توفر السيولة لدى المؤسسة. ويتم حساب هذه المتغيرة كما تبينه العلاقة التالية:

$$TrN = TrA14 -$$

$$TrP14$$

الرسم البياني رقم (4-27): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم وصافي الخزينة



سحابة النقاط المبينة في الشكل أعلاه تظهر بأنه توجد علاقة بين نسب توزيع أرباح السهم وصافي الخزينة للمؤسسة، أي أن قرار التوزيع يكون مبني على صافي الخزينة المتواجد لدى المؤسسة.

2- نسبة رأس المال العامل

يعبر رأس المال العامل عن الفائض من الأموال الدائمة بعد تمويل الأصول الثابتة، فارتفاع هذه النسبة يعني أن المؤسسة ليست بحاجة إلى الأموال الدائمة (من مكوناتها الأرباح)، وبالتالي توزيع أرباح السهم على المساهمين.

أما انخفاض هذه النسبة يعني حاجة المؤسسة للأموال الدائمة (منها الأرباح) لتمويل استثماراتها وبالتالي تراجع نسب توزيع الربح. يتم حساب هذه المتغيرة من خلال قسمة رأس المال العامل

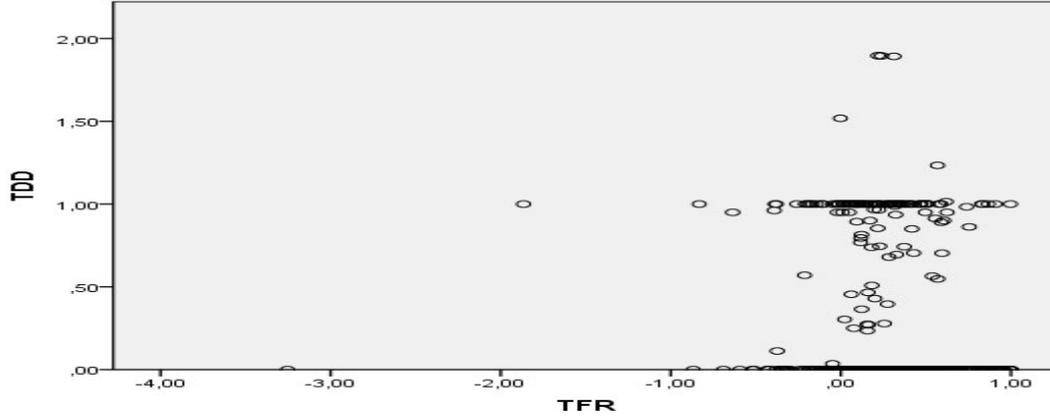
$$TFR = \frac{FR14}{TGA14}$$

على مجموع الميزانية لسنة 2014، كما تبينه العلاقة التالية:

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

فالنسب السالبة أو الصغيرة لرأس المال العامل يعني بأن المؤسسة تعاني ضعف في تغطية الاحتياجات الطويلة الأجل.

الرسم البياني رقم (4-28): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم و TFR



سحابة النقاط المبينة في الشكل أعلاه منتشرة إلى اليمين، وهذا يعني وجود علاقة بين رأس المال العامل ونسبة توزيع أرباح السهم، غير أن هذه العلاقة لا تظهر بأنها قوية، ذلك أن هناك مجموعة من المؤسسات لها نفس نسب التوزيع عند مستويات مختلفة من رأس المال العامل.

3- نسبة احتياجات رأس المال العامل ($TBFR$)

تدل هذه المتغيرة على احتياجات المؤسسة للسيولة على المدى القصير لتمويل الاحتياجات الدورية فيمكن أن تلجأ المؤسسات إلى احتجاز جزء من أرباحها في شكل احتياطات أو وضعها في حساب الترحيل من جديد، من أجل استعمالها في تغطية هذه الاحتياجات.

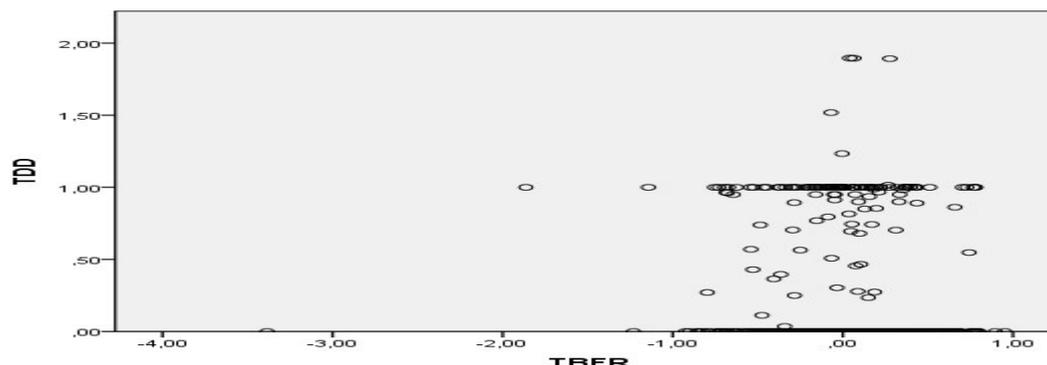
يتم حساب هذه النسبة من خلال قسمة احتياجات رأس المال العامل على مجموع الميزانية، كما

$$TBFR = \frac{BFR_{14}}{TGA_{14}} \quad \text{تبينه العلاقة التالية:}$$

فالنسب السالبة لاحتياجات رأس المال العامل يعني عدم وجود احتياجات مالية على المدى القصير فهذا المؤشر يبين الفرق بين احتياجات الدورة ومواردها، حيث يساعد المؤسسة على معرفة إن كان هناك سيولة كافية لتغطية التوزيعات أم لا.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

الرسم البياني رقم (4-29): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم و TBFR



سحابة النقاط المبينة في هذا الشكل لها انتشار متجه إلى اليمين، ما يعني بأن هناك اختلاف في نسب التوزيع تبعا لاحتياجات رأس المال العامل، وهذه النتيجة محققة عند فئة من المؤسسات، ما يعني وجود عوامل أخرى إضافة إلى احتياجات رأس المال العامل تؤثر على نسب توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية.

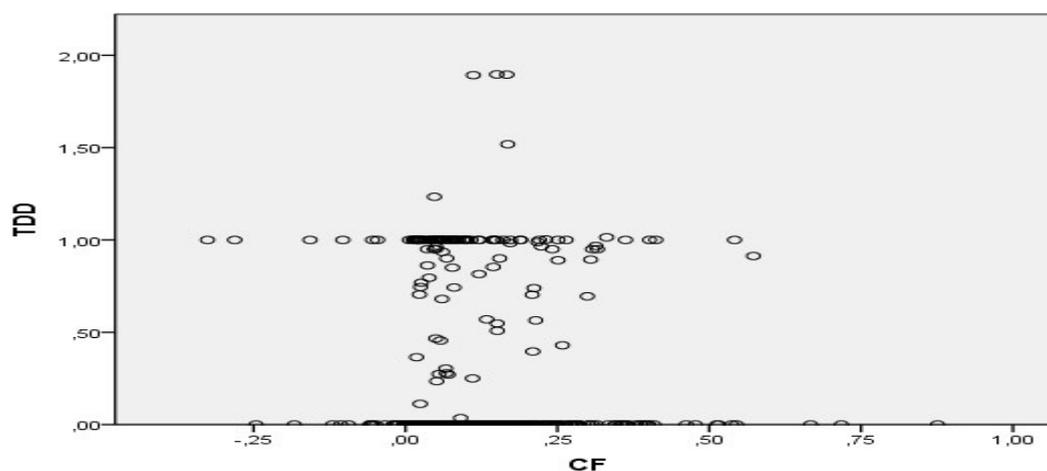
4- التدفقات النقدية Les Cash-Flow

ينتظر أن يكون لها أثر إيجابي على نسبة توزيع أرباح السهم، يتم التعبير عن التدفقات النقدية بـ

$$CF = \frac{\text{Résultat net} + \text{Amortissement}}{\text{TGA14}} \quad \text{حيث: CF}$$

مع العلم أن الإهلاك (Amortissement) هو الإهلاك الخاص بالسنة 2014 للاستثمارات، العلاقة بين هذه المتغيرة ونسبة توزيع أرباح السهم ممثلة في الشكل الموالي في ظل ثبات المتغيرات الأخرى.

الرسم البياني رقم (4-30): العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم والتدفقات النقدية للمؤسسة



الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

يظهر من الشكل أن جزء من سحابة النقاط له اتجاه نحو اليمين، ما يعني أن التدفقات النقدية لها تأثير ولو بقليل على نسبة أرباح السهم الموزعة، أما المؤسسات التي وزعت الأرباح بالرغم من وجود نتائج سالبة، فقد استعملت في ذلك المبالغ الموجودة في الاحتياطات.

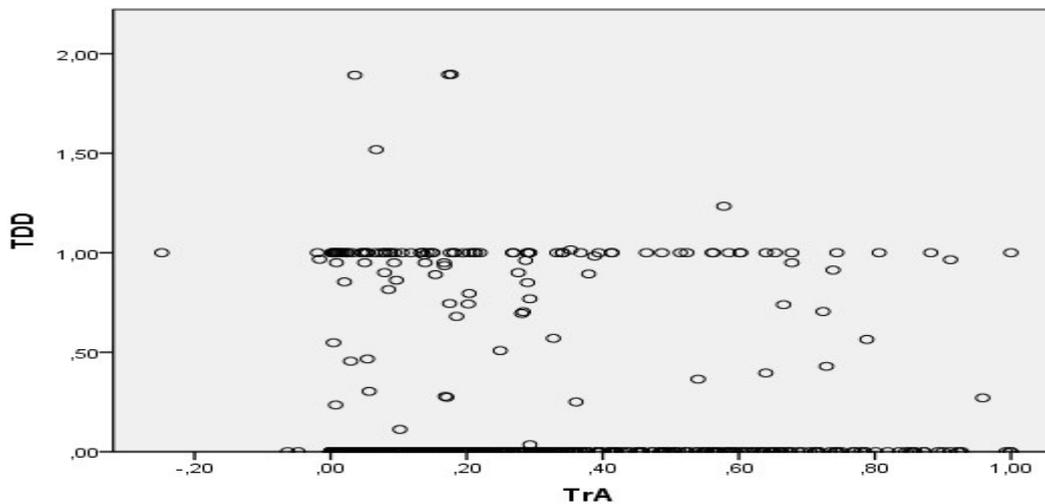
5- خزينة الأصول

فتعتبر المتاحات وسيلة دفع آنية وبذلك فتوفرها يسهل عملية توزيع أرباح السهم، كما تعتبر كضمانات للديون، فمن المنتظر أن تكون علاقة موجبة بين هذه المتغيرة ونسبة التوزيعات. فإثناء جمع المعلومات، كانت العديد من قرارات التوزيع مبروطة بمدى توفر السيولة لتغطية الالتزامات ومن ثم توزيع أرباح السهم.

$$TrA = \frac{\text{Trésorerie Actif 2014}}{\text{TGA14}} \quad \text{يتم التعبير عن المتاحات بـ خزينة الأصول، حيث:}$$

الشكل الموالي يبين العلاقة بين هذه المتغير ونسبة توزيع أرباح السهم في ظل ثبات المتغيرات الأخرى.

الرسم البياني رقم (4-31) العلاقة بين نسبة توزيع أرباح السهم و خزينة الأصول



يظهر من الشكل أن سحابة النقاط منتشرة إلى اليمين بكثرة عند معدلات التوزيع التي تقل عن 1، أما عند الواحد فلا يكاد يوجد فرق في نسب التوزيع تبعاً لـ خزينة الأصول، وهذا يعني أن خزينة الأصول ليست لوحدها المحدد الأساسي لنسبة الأرباح الموزعة.

المبحث الثالث: نموذج الانحدار الخطي المتعدد

يتم في هذا المبحث دراسة العلاقة بين المتغيرات السابقة الذكر ونسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية، واستنتاج أهم العوامل المؤثرة عليها، كما يتم صياغة بعض النماذج لتسهيل تفسير واقع توزيع أرباح السهم بعد تعديل القيم الشاذة، ثم بأخذ المؤسسات الموزعة فقط.

المطلب الأول: صياغة النموذج

يعتبر نموذج الانحدار الخطي المتعدد أحد أهم النماذج المستعملة في دراسة العلاقة بين المتغيرات بحث يربط بين تغيرات تابعة مع عدة عوامل، ويسهل عمليات التنبؤ.

1- تقديم النموذج

يتمثل تحديد النموذج في معرفة مستوى دلالة نموذج الانحدار لنسبة توزيع أرباح السهم باستعمال اختبار فيشر ومعرفة المتغيرات المفسرة للنموذج باستعمال اختبار ستودنت، كما يتم اختبار صحة الفرضيات المتعلقة بالنموذج والتي تتركز أساساً على الأخطاء العشوائية. قبول النموذج أو رفضه يتم باستعمال اختبار فيشر Fisher تحت الفرضيتين المواليين:

$$\begin{cases} H_0 : b_1 = b_2 = \dots = b_k = 0 \\ H_1 : \text{SINON} \end{cases}$$

فإذا كان مستوى دلالة الاختبار أقل من 5% فإن الفرضية H_0 مرفوضة، وهذا ما يعني قبول النموذج. ويتم استعمال اختبار Student (اختصاراً t) لقبول أو رفض كل متغيرة على حدا، تحت

$$\begin{cases} H_0 : b_j = 0 \\ H_0 : b_j \neq 0 \end{cases} \quad j = 1, 2, \dots, n$$
 الفرضيتين المواليين:

فإذا كانت مستوى دلالة اختبار t أقل من 5% فإنه يتم قبول المتغيرة المستقلة x^j لتفسير المتغيرة

التابعة. يصاغ نموذج الانحدار الخطي المتعدد كما يلي: (1) $y_i = b_0 + \sum_{j=1}^n (b_j x_i^j) + \varepsilon_i$

حيث: y_i تمثل المشاهدة رقم i عن المتغير التابع، x_i^j تمثل المشاهدة رقم i للمتغير المستقل

x^j ، حيث $j=1, 2, \dots, n$ ، ε_i تمثل القيمة i للخطأ العشوائي، b_j معامل المتغير المستقل رقم x^j .

¹ هاري كلجيان ووالاس أونس ترجمة المرسي السيد حجازي وعبد القادر محمد عطية، مقدمة في الاقتصاد القياسي-المبادئ والتطبيقات، جامعة الملك سعود، الرياض، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 2001، ص: 202.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

يتم صياغة نموذج الانحدار الخطي المتعدد تحت الفرضيات التالية(1):

- القيمة المتوقعة للخطأ العشوائي تساوي الصفر، $E(\xi_i) = 0$.
 - تباين الخطأ العشوائي ثابت، $E(\xi_i - 0)^2 = E(\xi_i)^2 = \sigma^2$.
 - استقلال قيم الخطأ العشوائي عن بعضها البعض، $\text{cov}(\xi_i, \xi_s) = E(\xi_i \xi_s) = 0$.
 - استقلال الخطأ العشوائي عن جميع قيم المتغيرات المستقلة، $\text{cov}(\xi_i, x_{ji}) = E(\xi_i x_{ji}) = 0$.
 - لا يوجد ارتباط خطي تام بين المتغيرات المستقلة، بمعنى أن أي من المتغيرات ليست توليفة خطية من المتغيرات الأخرى.
- وهذه الفرضيات نادرا ما تتحقق كلها، وبغية تجنب هذه المشكلة تتجه الآن معظم الأعمال الحديثة في مجال الاقتصاد القياسي نحو تطوير طرق تقدير معدلة تعالج مثل هذه المشاكل(2).
- في هذه الدراسة فإن النموذج المراد تحديده هو على الشكل التالي:

$$TDD_i = b_0 + \sum_{j=1}^n (b_j x_i^j) + \varepsilon_i$$

حيث أن: TDD_i : نسبة توزيع أرباح السهم الخاصة بالمؤسسة i ، b_0 : ثابتة النموذج الذي يبين العلاقة بين نسب توزيع أرباح السهم والمتغيرات المستقلة السالفة الذكر، b_j : هي معاملات المتغيرات المفسرة x_i^j ، المتغيرة المفسرة j الخاصة بالمؤسسة i ، ε_i : خطأ التقدير الخاص بالمشاهدة i و n هو عدد هذه المتغيرات.

2- تحديد النموذج

يتم تحديد المتغيرات المستقلة المفسرة لتغيرات نسبة توزيع أرباح السهم بناء على طريقتين:

- تحديد المتغيرات مرحلة بمرحلة Forward Selection، وهذه الطريقة تتم على عدة مراحل:

المرحلة الأولى: يتم اختيار المتغيرة المستقلة التي لها أكبر قيمة لـ t-student والتي لها دلالة إحصائية أقل من أو تساوي 5% من بين k معادلة انحدار خطي بسيطة (k يمثل عدد المتغيرات المستقلة وهو نفسه عدد معادلات الانحدار الخطي البسيط).

¹ هاري كلجيان ووالاس أونس ترجمة المرسي السيد حجازي عبد القادر محمد عطية، مرجع سابق، 2001 ص ص: 202-203.
² نفس المرجع، ص: 301.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

المرحلة الثانية: يتم اختيار المتغيرة المستقلة الأكبر t-student من بين k-1 معادلة انحدار خطي تشمل المتغيرة المستقلة المختارة في المرحلة الأولى ومتغيرة من بين المتغيرات الباقية أي k-1 متغيرة.

وتستمر العملية إلى ألا يكون هناك متغيرة مستقلة لها دلالة إحصائية أقل من أو تساوي 10% وبهذا يتم الحصول على معادلة انحدار خطي متعدد تشمل المتغيرات المستقلة المختارة حسب الطريقة.

• تحديد المتغيرات خطوة بخطوة Stepwise Regression:

هذه الطريقة تختلف عن الطريقة السابقة في كونها أنه كل مرحلة من مراحل الاختيار السابقة يتم مراعات إن كانت الدلالة الإحصائية للمتغيرة أو المتغيرات المقبول في المراحل السابقة أنها أقل من أو تساوي 10%، وإن حدث العكس يتم رفضها.

المطلب الثاني: صياغة النموذج بأخذ العينة كما هي

يتم في هذا المطلب استخراج العلاقة الخطية الموجودة بين نسبة توزيع أرباح السهم والمتغيرات المفسرة باستعمال نموذج SPSS 22.0 على طريقتين، مرحلة بمرحلة وخطوة بخطوة.

1- صياغة النموذج

فباستعمال نموذج SPSS 22.0 تبين أن للطريقتين نفس النتيجة، حيث يبين تحليل ANOVA أن نموذج الانحدار الخطي تم في مرحلة واحدة، وكانت المتغيرة المفسرة للنموذج هي حساب الترحيل من جديد للسنة الجارية (2014) Report à Nouveau (RaN14)، ومن ثم لم تكن هناك متغيرات أخرى تم قبولها.

الجدول رقم (4-12): تحليل ANOVA

ANOVA ^a						
Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	37,878	1	37,878	9,301	,002 ^b
	Résidus	2207,166	542	4,072		
	Total	2245,044	543			

a. Variable dépendante : TDD

b. Prédicteurs : (Constante), RaN14

يبين الجدول أن النموذج مقبول بدلالة إحصائية كبيرة.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

الجدول رقم (4-13): معاملات النموذج

Coefficients ^a						
Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		t	Sig.
	B	Ecart standard	Bêta			
1 (Constante)	,269	,094			2,860	,004
RaN14	1,116	,366		,130	3,050	,002

a. Variable dépendante : TDD

يبين هذا الجدول بأن المتغيرات المستقلة التي تم قبولها هي حساب الترحيل من جديد فقط.

وبناء على هذه النتائج يمكن صياغة نموذج الانحدار الخطي مع افتراض صحة الفرضيات

$$TDD_i = 0,269 + 1,116RaN14_i$$

المتعلقة بطريقة المربعات الصغرى كما يلي:

هذه المعادلة تبين أن تغيرات نسبة توزيع أرباح السهم متوقعة على تغيرات حساب الأرباح

السابقة المحتجزة أي حساب الترحيل من جديد، والعلاقة موجبة تماما.

والإشارة الموجبة للثابتة فهي تدل على أن النسبة المتوسطة لتوزيعات أرباح السهم في المؤسسات الجزائرية تكون موجبة حتى في حالة عدم وجود أرباح مرحلة، وهذه النتيجة غير مؤكدة من خلال الملاحظات العملية لعينة الدراسة، حيث يوجد أكثر من ثلثي العينة بدون توزيعات، والتفسير الأقرب لهذا النموذج هو إما نظرا لوجود حالات شاذة للتوزيعات (تتعدى 500%)، وكذلك هناك عدد محترم من المؤسسات الموزعة لأرباح السهم لها توزيعات كبيرة وهذه النتيجة تم التوصل إليها أثناء التحليل الوصفي للعينة، حيث تم التوصل إلى أن مؤسسات العينة تفضل التوزيعات المرتفعة على باقي التوزيعات.

رغم هذه التفسيرات فإن النموذج يبقى قاصر في التفسير الجيد للنسبة من أرباح السهم الموزعة خاصة وأنى درجة التفسير لم تتعدى 20%.

بينما المتغيرات الأخرى لم تكن لها دلالة إحصائية أقل من 5%، وبالتالي ليس لها أثر على تغيرات نسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية بهذه الدلالة الإحصائية، فيبقى السؤال المطروح: أي من المتغيرات يعتمد عليها المسيرون الجزائريون في اتخاذ قرارات التوزيع؟

وللتعمق أكثر في حيثيات الإشكالية، تكون هناك إعادة لصياغة النموذج من خلال:

- تسقيف معدل التوزيع، فكل نسبة تفوق 1، تسقف بـ 1، وهذا لتخفيض تأثير القيم الشاذة خاصة وأنها كبيرة بدرجة يمكنها تشتيت النموذج (كليا).
- حذف كل المؤسسات التي لم توزع أرباح السهم، لإبعاد التأثير السلبي لها نتيجة الفرق الشاسع بين عدد المؤسسات الموزعة وغير الموزعة لأرباح السهم.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

يتم إحداث هذه التعديلات لاستخراج محددات أخرى كانت من الممكن أن تظهر في النموذج وسوف يتم تأكيد التأثير السلبي للنقطتين السابقتين لاحقاً.

2- اختبار فرضيات النموذج

يتم اختبار فرضيات النموذج ابتداء باختبار الارتباط الذاتي للأخطاء العشوائية Autocorrélation ثم اختلاف التباين *hétéroscedasticité* وبعدها التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية *Normalité des erreurs*.

اختبار الارتباط الذاتي - اختبار التتابع Séquence: بعد الحصول على الأخطاء العشوائية، يمكن إيجاد عدد القيم السالبة n_- وعدد القيم الموجبة n_+ وعدد الأقسام r ، وبالتالي يمكن حساب إحصائية z .

نتائج اختبار التتابع ممثلة في الجدول رقم (4-14) الموالى.

الجدول رقم (4-14): نتائج اختبار التتابع

عدد الأقسام r	القيم السالبة n_-	القيم الموجبة n_+	μ_r	σ_r	z
209	411	138	207,622951	8,80511017	0,15639204

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على الحسابات المتعلقة باختبار التتابع

حيث: z تتبع التوزيع الطبيعي المعياري، $z \rightarrow N(0,1)$. يتم حسابها عن طريق إيجاد عدد التغيرات في إشارة الأخطاء العشوائية.

$$n = n_+ + n_- , \sigma_r = \sqrt{\frac{(\mu_r - 1)(\mu_r - 2)}{n - 1}} , \mu_r = \frac{2n_+ n_-}{n} + 1 , z = \frac{r - \mu_r}{\sigma_r}$$

باعتبار أن $\alpha = 5\%$ فإن $u_{\alpha/2} = u_{0,025} = 1,96$ ومنه، فإن قاعدة الاختبار تكون كما يلي:

$$d(Z) : \begin{cases} a_0 : |Z| \leq u_{\alpha/2} \\ a_1 : |Z| > u_{\alpha/2} \end{cases}$$

وكما هو ملاحظ فإن $|Z| = 0,15639204 < 1,96$ ومنه قبول الفرضية H_0 ، أي أن الأخطاء العشوائية ليست مرتبطة ذاتياً.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

اختبار اختلاف التباين - اختبار وايت White: من بين فرضيات طريقة المربعات الصغرى هي ثبات التباين Homoscedasticité للأخطاء العشوائية $E(\xi_i) = 0$ ، $E(\xi_i^2) = \sigma_{ii}^2$ ، ولكن قد يختلف تباين الأخطاء العشوائية يؤدي اختلاف التباين للأخطاء العشوائية إلى جعل مقدرات طريقة المربعات الصغرى متحيزة وغير متسقة، ولا تعطي أفضل المقدرات، كما أن اختبار الفرضيات المتعلقة بالنموذج (اختبار فيشر) واختبار الفرضيات المتعلقة بالمتغيرات (اختبار ستودينت) لا تعطي نتائج دقيقة أو تعطي نتائج غير صحيحة في بعض الأحيان⁽¹⁾.

توجد عدة اختبارات لاكتشاف اختلاف تباين الأخطاء العشوائية، من بينها اختبار بروش باقان Preush-Pagan، اختبار قليسجر Glesjer، اختبار قولد فالد كاندت Goldfeld-Quandt واختبار وايت White. في هذا البحث يتم استعمال اختبار وايت White، لسهولة تطبيقه.

يتم إجراء اختبار وايت (-1980 Halbert White) وفقا للمراحل الموالية⁽²⁾:

- إيجاد معادلة الانحدار الخطي مع افتراض تجانس تباين الأخطاء العشوائية، فرضا أنه توجد ثلاث متغيرات مفسرة للنموذج، يصاغ نموذج الانحدار الخطي كما يلي:

$$\hat{y} = b_0 + b_1x_{1i} + b_2x_{2i} + b_3x_{3i}$$

- بعد إيجاد معادلة الانحدار الخطي يتم حساب الأخطاء العشوائية كما يلي: $e_i = y_i - \hat{y}_i$

- حيث y_i تمثل المشاهدات الفعلية و \hat{y}_i تمثل الملاحظات المقدره عن طريق معادلة الانحدار الخطي.

- تقدير النموذج الموالي:

$$e_i^2 = \beta_0 + \beta_1x_{1i} + \beta_2x_{2i} + \beta_3x_{3i} + \beta_4x_{1i}^2 + \beta_5x_{2i}^2 + \beta_6x_{3i}^2 + \beta_7x_{1i}x_{2i} + \beta_8x_{1i}x_{3i} + \beta_9x_{2i}x_{3i}$$

- اختبار الفرضيتين البديلتين الموالتين:

$$\begin{cases} H_0 : & \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = \beta_7 = \beta_8 = \beta_9 = 0 \\ H_1 : & \exists i / \beta_i \neq 0 \quad i = \{1,2,\dots,9\} \end{cases}$$

لاختبار الفرضيتين، يتم باستعمال إحصائية فيشر، فإذا تم قبول الفرضية H_0 ، فهذا يعني بأن

الأخطاء العشوائية متجانسة Homoscedasticité، أما إذا تم قبول الفرضية البديلة H_1 ، فهذا يعني

أن الأخطاء العشوائية غير متجانسة Hétéroscedasticité.

¹ Xin Yan and Xiao Gang Su, **Linear Regression Analysis Theory and Computing**, World Scientific Publishing Co Pte Ltd, Singapore, 2009, p :198.

² **Idem**, pp: 201-202.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

باعتبار وجود ثلاث متغيرات مفسرة للنموذج هي: شركات المساهمة، خزينة الأصول وحجم المؤسسة، فإن اختبار White يكون على النموذج التالي:

$$e_i^2 = \beta_0 + \beta_1 RaN14_i + \beta_2 RaN14_i^2 + \mu_i$$

واختبار الفرضيتين البديلتين المواليتين:

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = \beta_2 = 0 \\ H_1 : \exists i / \beta_i \neq 0 \quad i = \{1,2\} \end{cases}$$

باستعمال SPSS يمكن الحصول على الجدول رقم (4-15) الذي يبين معاملات نموذج وايت .White

الجدول رقم (4-15) معاملات النموذج

Coefficients ^a						
Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		B	Ecart standard	Bêta		
1	(Constante)	-5,322	3,897		-1,366	,173
	RaN14	70,744	15,928	,210	4,441	,000
	RaN142	32,743	9,182	,169	3,566	,000

a. Variable dépendante : e2

حسب الجدول أعلاه فالمعاملات كلها لها دلالة إحصائية، وبالتالي رفض الفرضية H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1 ، وهو ما يعني اختلاف التباين للأخطاء العشوائية Homoscédasticité.

اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية - اختبار جارك بيرا Jarque Bera: إذا تحققت فرضية إتباع الأخطاء العشوائية التوزيع الطبيعي Normalité des erreurs فإنه يعطي نمودجا ملائما ويسهل اختباره نظريا.⁽¹⁾ لذا، فإن التأكد من التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية يعتبر أمرا بالغا في الأهمية، لأن اختبارات فيشر وستيودينت تتم في التوزيع الطبيعي.

توجد عدة اختبارات للكشف إن كانت الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي، من بينها اختبار شابيرو ويلك Shapiro-Wilk، اختبار ليليفورس Lilliefors، اختبار أفوستينو Agostino واختبار جارك بيرا Jarque-Bera.

¹ - Frederic Lord, *An Empirical Study of the Normality and Independence of Errors of Measurement in Test Scores*, Psychometrika, Vol.25, No.1, 1960, p: 91.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

يتمثل اختبار جارك بيرا Jarque-Bera في اختبار الفرضية H_0 الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي ضد الفرضية البديلة H_1 الأخطاء العشوائية لا تتبع التوزيع الطبيعي، وتعطى إحصائية

$$JB = \frac{n}{6} \left(S^2 + \frac{(K-3)^2}{4} \right) \quad (1) \text{ جارك بيرا JB كما يلي:}$$

$$\text{حيث: } S = \frac{\hat{\mu}_3}{\hat{\mu}_2^{3/2}} \text{ و } K = \frac{\hat{\mu}_4}{\hat{\mu}_2^2} \text{ مع } j = 2,3,4 \text{ } \hat{\mu}_j = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^j$$

تتبع إحصائية JB توزيع كاي التربيعي chi-squared بدرجة حرية تساوي 2، وتكون قاعدة

$$\begin{cases} a_0 : JB \leq \chi_{2,1-\alpha}^2 \\ a_1 : JB > \chi_{2,1-\alpha}^2 \end{cases} \quad \text{الاختبار كما يلي:}$$

حيث تعطى قيمة $\chi_{2,1-\alpha}^2$ من خلال جدول توزيع كاي التربيعي. تعطى إحصائية جارك بيرا في الجدول رقم(4-16) الموالي.

الجدول رقم(4-16): نتائج اختبار جارك بيرا

μ_2	μ_3	μ_4	K	S	JB
4,02426513	150,175331	6444,49888	397,9385205	18,6023889	3599624,42

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على الحسابات المتعلقة باختبار جارك بيرا

$$d(JB): \begin{cases} a_0 : JB \leq \chi_{2,0,95}^2 \\ a_1 : JB > \chi_{2,0,95}^2 \end{cases} \quad \text{قاعدة الاختيار هي:}$$

واعتمادا على جدول توزيع كاي التربيعي، فإن $\chi_{2,0,95}^2 = 5,99$ ، ومنه فإن:
 $JB = 3599624,42 > \chi_{2,0,95}^2 = 5,99$

أي a_1 ، وبالتالي قبول الفرضية H_1 ، أي أن توزيع الأخطاء العشوائية لا يتبع التوزيع الطبيعي. إذا النموذج السابق المتوصل إليه لا يحقق الفرضيات المبني عليها، وبالتالي فالمحددات التي يمكنها أن تؤثر على سياسة توزيع أرباح السهم ليست محصورة في الأرباح المرحلة فقط، وإنما هناك متغيرات أخرى لم تظهر في النموذج نظرا للعوائق المشار إليها سابقا.

ولدراسة تأثير هذه العوائق يتم إعادة صياغة النموذج من جديد مع مراعات هذه العوائق كل على حدى.

¹ - Thorson Thadewald and Helbert Buning, Jarque-bera Test and its Competitors for Testing Normality –A power Comparison-, Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaft wissenschaft der Freien Universität Berlin, 2004, p.5.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

المطلب الثالث: النموذج عند تسقيف نسب التوزيع والمؤسسات الموزعة

حيث يتم في هذا المطلب إعادة صياغة النموذج من جديد عند تسقيف نسب التوزيع بـ 100% وذلك لتخفيض درجة التأثير السلبي للقيم الكبيرة، كما تتم صياغته أيضا بأخذ فقط المؤسسات الموزعة لأرباح السهم.

1- صياغة النموذج بعد تسقيف نسب التوزيع

حيث تصبح المؤسسات التي وزعت نسب تفوق 100% وكأنما وزعت 100% فقط، وهذا لتعديل تأثير هذه القيم على النموذج. فباتباع خطوات التقدير والمعالجة الإحصائية والاختبارات السابقة أصبحت عدد المتغيرات المفسرة لنسب توزيع أرباح السهم هي ستة (06) بدل من واحدة، وأن نسبة التفسير للنموذج قد تحسنت كثيرا وهذه النتيجة تثبت التأثير السلبي للقيم الشاذة على النموذج.

الجدول رقم (4-17): معاملات النموذج

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	B	Ecart standard	Bêta		
(Constante)	,164	,033		5,020	,000
TDD13	,680	,151	,187	4,493	,000
EURL	-,086	,037	-,098	-2,331	,020
ΔTrN	-,003	,001	-,097	-2,347	,019
SNC	,184	,065	,126	2,829	,005
IBS	,287	,123	,101	2,342	,020
Fabr	-,114	,057	-,083	-2,023	,044

a. Variable dépendante : TDD

يظهر من الجدول أن المتغيرات المفسرة لنسب أرباح السهم الموزعة هي:

- نسب توزيع أرباح السهم للفترة السابقة، والعلاقة موجبة، أي أن المؤسسات الجزائرية تحاول الحفاظ على نمط التوزيع ارتباطا بالتوزيعات السابقة.
- الشكل القانوني: حيث يظهر أن المؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة لا تريد توزيع أرباح السهم (العلاقة سلبية)، وأهم تفسير لهذه النتيجة هو أن هذا النوع من المؤسسات يكون المالك هو المسير (أجير) وبالتالي لا حاجة لتوزيع الربح، فهناك عدة طرق للحصول على السيولة.
- أما مؤسسات الأشخاص فالعلاقة موجبة، ذلك أن هذا النوع من المؤسسات فيه مالكيين على الأقل، وكلهم مسئولون على كل عمليات المؤسسة، فأى مشكلة يتحملونها كاملة على حسب نسب المشاركة في رأس المال، ويمكن أن يكون من يقوم بتسيير المؤسسة بعض الملاك وليس كلهم، أو مسير آخر لا يملك في المؤسسة، هذه الأمور من شأنها أن تزيد من نسب أرباح السهم الموزعة.
- التغير في صافي الخزينة: العلاقة السلبية معناه أن زيادة الخزينة يؤدي إلى احتجاز المزيد من الأرباح، والتفسير الممكن لهذه الحالة، هو أن زيادة رصيد الخزينة الصافية يكون إما نتيجة تحصيل الحقوق مقابل عدم تسديد الالتزامات (زيادتها) فتضطر المؤسسة إلى احتجاز الأرباح خوفا من مطالبة الدائنون بالتزاماتهم، لأن التوزيع يعني تهريب حقوق الدائنين إلى الملاك والأمر يكون واضح وجلي في حالة الضرائب والعلاقات التعاقدية مع الدائنين. والتفسير

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

الأخر لهذه النتيجة هو أنه يمكن أن تنتج الحالة من خلال زيادة تدفق الأموال الدائمة إلى المؤسسة (ديون طويلة الأجل والأموال الخاصة -ممتلئة في احتجاز الأرباح السابقة)، فزيادة الديون طويلة الأجل لا شك فيه أنه يوفر السيولة إلى المؤسسة (زيادة الخزينة) ومن جهة أخرى فهو يزيد من الالتزامات (تسديد الأقساط والمصاريف المالية) فتضطر المؤسسة إلى احتجاز الأرباح لتغطيتها.

- أما احتجاز الأرباح السابقة، فغالبا ما يكون هناك فارق زمني بين تسجيل المبيعات وتحصيل المبالغ، فكلما زاد هذا الفارق دفع بالمؤسسة إلى الاحتفاظ بالمزيد من السيولة لاستعمالها حين تطول فترة التسديد، فتحجز الأرباح، وتزيد نسبة الاحتجاز خاصة في فترات التضخم، أين لا يصبح للعملة النقدية أي قيمة، وهذه الحالة تعيشها الجزائر في هذه الأونة، فالسيولة متوفرة (رصيد الخزينة محترم)، لكن نظرا لانخفاض قيمة الدينار الجزائري على الساحة العالمية يدفع بكثير من المؤسسات باحتجاز المزيد من الأرباح لمواجهة لهيب الأسعار.

- الضرائب على أرباح الشركات: العلاقة الموجبة تطرح عدة استفهامات، ولعل أهم تفسير لهذه النقطة، هو أن المؤسسات التي تدفع الضرائب وبنسب كبيرة لا تنهرب من الضرائب وبالتالي يمكنها التوزيع بسهولة، كما ان هذه المؤسسات يمكن أن تكون تتمتع بقاعدة ربحية كبيرة وتثبت ذلك من خلال القيام بعمليات التوزيع، الأمر الذي يصعب على باقي المؤسسات القيام به.

- قطاع النشاط: التصنيع والتركيب، العلاقة السلبية تثبت الخاصية المميزة لهذا النوع من الأنشطة، فالمؤسسة الصناعية تكون بحاجة إلى سيولة لتمويل عمليات التصنيع، فتقوم باحتجاز الأرباح لإعادة استثمارها وتغطية التكاليف الضرورية التي تسير قطاع التصنيع.

النموذج المتوصل إليه هو كالاتي:

$$TDD_i = 0,164 + 0,68TDD13_i - 0,086EURL_i - 0,003\Delta TrN_i + 0,184SNC_i + 0,287IBS_i - 0,114Fabr_i$$

2- التحقق من فرضيات النموذج

يتم اختبار فرضيات النموذج ابتداء باختبار الارتباط الذاتي للأخطاء العشوائية Autocorrélation ثم اختلاف التباين $hétéroscedasticité$ وبعدها التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية Normalité des erreurs.

اختبار الارتباط الذاتي -اختبار التتابع Séquence: بعد الحصول على الأخطاء العشوائية يمكن إيجاد عدد القيم السالبة n_- وعدد القيم الموجبة n_+ وعدد الأقسام r ، وبالتالي يمكن حساب إحصائية z . نتائج اختبار التتابع ممثلة في الجدول الموالي.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

الجدول رقم(4-18): نتائج اختبار التتابع

عدد الأقسام n	القيم السالبة n	القيم الموجبة n	μ_r	σ_r	Z
207	412	137	206,62477	8,76247	0,04282214

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على الحسابات المتعلقة باختبار التتابع

وكما هو ملاحظ فإن $1,96 < |Z| = 0,04282214 < a_0$ ومنه قبول الفرضية H_0 ، أي أن الأخطاء العشوائية ليست مرتبطة ذاتيا.

اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية - اختبار جارك بيرا Jarque Bera: تعطى إحصائية جارك بيرا في الجدول الموالي.

الجدول رقم(4-19): نتائج اختبار جارك بيرا

μ_2	μ_3	μ_4	K	S	JB
4,02426513	150,175331	6444,49888	3,01109467	1,15884534	122,880227

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على الحسابات المتعلقة باختبار جارك بيرا

$$d(JB): \begin{cases} a_0 : JB \leq \chi^2_{2,0,95} \\ a_1 : JB > \chi^2_{2,0,95} \end{cases} \text{ قاعدة الاختيار هي:}$$

واعتمادا على جدول توزيع كاي التربيعي، فإن $\chi^2_{2,0,95} = 5,99$ ، ومنه فإن:

$$JB = 122,880227 > \chi^2_{2,0,95} = 5,99$$

أي a_1 ، وبالتالي قبول الفرضية H_1 ، أي أن توزيع الأخطاء العشوائية لا يتبع التوزيع الطبيعي.

3- إعادة صياغة النموذج بالاعتماد على المؤسسات الموزعة لأرباح السهم فقط

يتم في هذه الحالة أخذ كل المؤسسات الموزعة لأرباح السهم دون غيرها، وذلك لتفادي التأثير السلبي للمؤسسات غير الموزعة، خاصة وأن عددها يفوق ثلثي العينة، فمن خلال المعالجة الإحصائية يتم الحصول على ما يلي:

الجدول رقم (4-20): معاملات النموذج

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		t	Sig.
	B	Ecart standard	Bêta			
1 (Constante)	,473	,350			1,349	,179
	RaN14	10,583	1,924	,427	5,499	,000
2 (Constante)	6,374	2,666			2,391	,018
	RaN14	10,137	1,907	,409	5,314	,000
	TailP	-,328	,147	-,172	-2,233	,027

a. Variable dépendante : TDD

يتضح من الجدول أن المتغيرات المفسرة لنسب توزيع أرباح السهم هي الأرباح المرحلة وحجم المؤسسة فقط، ويمكن صياغته على النحو التالي:

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

$$\widehat{TDD}_i = 6,374 + 10,137RaN14_i - 0,328TailP_i$$

يظهر من النموذج أن المؤسسات الجزائرية الخاصة عندما توزع أرباح السهم، فهي توزع بنسب مرتفعة (الثابتة كبيرة)، كما أن حساب ترحيل الأرباح له أثر كبير على تغيرات أرباح السهم. والعلاقة السلبية لحجم المؤسسات الموزعة مع نسب التوزيع، تفسيرها هو أن هذه المؤسسات تكون بحاجة إلى السيولة لتغطية المصاريف (تبعاً لحجمها).

المطلب الرابع: نموذج التحليل التمييزي

يستخدم نموذج التحليل التمييزي لبناء توقعات للمتغير التابع الذي يتكون من مجموعتين بالاعتماد على خصائص الظاهرة المدروسة من خلال تقدير دالة مميزة لمجموعة من إحدى المجموعتين التي يتكون منها المتغير التابع، حيث تقوم الدالة بإيجاد معاملات المتغيرات التي تستخدم في عملية التمييز للمجموعة المعنية، ويتم ذلك بالاعتماد على تحليل الانحدار.⁽¹⁾ لذلك فدور التحليل التمييزي يتمثل في تقدير نموذج يساعد على تصنيف المتغيرة التابعة إلى مجموعتين انطلاقاً من عينة الدراسة.²

يعتبر رونالد أيلمر فيشر Ronald Aylmer FISHER أول من قام بوضع نموذج التحليل التمييزي Analyse discriminante في عام 1963³. وفي هذه الدراسة، تتمثل المجموعتين في كل من مجموعة المؤسسات التي قامت بتوزيع أرباح السهم، ومجموعة المؤسسات التي لم تقم بذلك. فالمجموعة الأولى تشمل على 139 مؤسسة بينما تشمل المجموعة الثانية على 410 مؤسسة.

يهدف نموذج التحليل التمييزي إلى معرفة المتغيرات التي تجعل المؤسسة توزع أرباح السهم، وتكون نسبة توزيع أرباح السهم متغيرة ثنائية البعد، حيث تأخذ القيمة 1 إذا كانت المؤسسة قامت بتوزيع أرباح السهم، والقيمة 0 عند العكس. لتكن المتغيرة ثنائية القيمة TDD ، والتي تعطي كما يلي:

$$TDD = \begin{cases} 1 & si : TDD \neq 0 \\ 0 & si : TDD = 0 \end{cases} \quad \text{يلي:}$$

يمكن استعمال برنامج SPSS الذي يساعد على التمييز بين كل من مجموع المؤسسات التي قامت بتوزيع أرباح السهم ومجموعة المؤسسات التي لها نسبة توزيع منعقدة.

¹ عبد الحميد عبد المجيد البلداوي، الأساليب التطبيقية لتحليل وإعداد البحوث العلمية مع حالات دراسية باستخدام برنامج SPSS، دار الشروق، عمان، 2007، ص: 295.

² Christophe Biernacki & Julien Jacques, *Analyse discriminante généralisée : cas des données binaires avec modèle des classes latentes*, Works Paper, p : 1.

³ Dominique Desbois, *Une introduction à l'analyse discriminante avec SPSS pour Windows*, La revue modulad, N.30, Paris, 2003, P :19.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

الجدول رقم (4-21): متغيرات نموذج التحليل التمييزي

Coefficients des fonctions discriminantes canoniques standardisées

	Fonction	
	1	
Serv	,412	
SNC	,420	
NAS	,330	
Ga	-,321	
IBS	,336	
TDD13	,515	
TailP	,339	

الجدول يبين أن المتغيرات المفسرة المكونة لنموذج التحليل التمييزي هي: قطاع النشاط (الخدمات)، الشكل القانوني (SNC)، الضرائب على أرباح الشركات (IBS)، الحجم (TailP) الضمانات (Ga)، عدد المساهمين (NAS) ونسبة التوزيع للفترة السابقة (TDD13). بناء على هذه النتائج يمكن صياغة نموذج التحليل التمييزي كما يلي:

$$S_i = 0,412Serv_i + 0,420SNC_i + 0,330NAS_i - 0,321Ga_i + 0,336IBS_i + 0,515TDD13_i + 0,339TailP_i$$

حيث S تمثل Score، وكلما زادت قيمته كلما كان احتمال أن توزع المؤسسة أرباح السهم كبير. يتم دراسة مدى صحته هذا النموذج، وذلك بتصنيف المؤسسات السابقة على أساسه والجدول الموالي يمثل النتائج المتحصل عليها.

الجدول رقم (4-22): تطبيق نموذج التحليل التمييزي

Résultats du classement^{a,c}

		TDD	Appartenance au groupe prévu		Total
			0	1	
Original	Effectif	0	295	115	410
		1	66	73	139
	%	0	72,0	28,0	100,0
		1	47,5	52,5	100,0
Validé-croisé ^b	Effectif	0	289	121	410
		1	67	72	139
	%	0	70,5	29,5	100,0
		1	48,2	51,8	100,0

a. 67,0% des observations originales sont classées correctement.

b. La validation croisée n'est effectuée que pour les observations de l'analyse. Dans la validation croisée, chaque observation est classée par les fonctions dérivées de toutes les autres observations.

c. 65,8% des observations validées-croisées sont classées correctement.

يوضح الجدول أن النموذج يعبر بنسبة تفوق 65%، وهي نسبة يمكن قبولها للتمييز بين المؤسسات الموزعة وغير الموزعة.

المبحث الرابع: عرض وتحليل نتائج الدراسة التجريبية

في هذا المبحث، سيتم عرض نتائج الدراسة التجريبية للمؤسسات الخاصة الجزائرية وتحليلها وذلك عن طريق مقارنتها مع باقي الدراسات التجريبية، ثم استنتاج دور وأثر إشكالية توزيع أرباح السهم في هذه المؤسسات، وإسقاط هذه النتائج مع أهم النظريات المتعلقة بتوزيع أرباح السهم.

المطلب الأول: عرض النتائج

يتم في هذا المطلب عرض النتائج المتوصل إليها سابقا، من خلال التحليل الوصفي لعينة الدراسة والمتغيرات المستقلة، وكذا من خلال المعالجات الإحصائية لمعطيات هذه العينة.

1- نتائج التحليل الوصفي للعينة

تبين من خلال التحليل الوصفي للعينة أن:

- نسب المؤسسات الموزعة لأرباح السهم خلال سنة 2014 منخفضة جدا، فلا تتعدى الثلث رغم أن نسبة المؤسسات الموزعة خلال سنة 2013 كانت النصف.
- متوسط نسبة توزيع أرباح انخفض من 24,49% سنة 2013 إلى 93,37% سنة 2014.
- حوالي 80% من مؤسسات العينة لم يتعدى مبلغ التوزيع فيها 2 مليون دج خلال السنتين.
- أكثر من 60% من مؤسسات العينة لم تتعدى نسبة التوزيع فيها 20% خلال السنتين، في حين أن نسبة المؤسسات التي تتعدى نسبة التوزيع فيها 80% كانت في حدود 20%.
- حوالي 42,08% من مؤسسات العينة لم توزع أرباح السهم خلال سنتي 2013 و2014.
- ما نسبته 53,55% من عينة الدراسة غيرت نسب توزيع أرباح السهم، منها 37,34% قامت بتخفيض نسبة التوزيع من سنة 2013 إلى سنة 2014.
- نصف عينة الدراسة لا يتعدى حجمها 50 مليون دج، وحوالي 15% حجمها أكثر من 300 مليون دج، ولم يكن هناك تغير كبير في الحجم بين سنتي 2013 و2014.
- الشكل القانوني ذو الأغلبية في المؤسسات الخاصة الجزائرية هو (بنسبة 54,10%).
- النشاط المحبب لدى المؤسسات الجزائرية هو الاستيراد (34,97%)، ثم الخدمات (22,77%).
- النسبة المتوسطة الأكبر لتوزيع أرباح السهم موجودة عند مؤسسات قطاع النقل (بين 65% و78%)، ثم تليها مؤسسات التحويل والخدمات على التوالي.
- أما مؤسسات الاستيراد فالنسبة المتوسطة للتوزيع محصورة بين 27% و52%.
- مؤسسات SNC هي الأكثر توزيعا لأرباح السهم، كما أن عدد مؤسسات الأسهم الموزعة لم يتغير خلال السنتين، رغم انخفاض نسبة التوزيع فيها.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

- هناك صنفان من المؤسسات الجزائرية، صنف لا يوزع (أكثر من النصف)، وصنف يفضل التوزيعات المرتفعة (أقل من ثلث العينة).
- المؤسسات التي ينحصر عمرها بين 6 و20 سنة كانت نسبة التوزيع المتوسطة فيها هي الأكبر (في حدود 60%) خلال السنتين.
- ثلثي مؤسسات عينة الدراسة لا يتعدى عمرها 10 سنوات.

2- نتائج التحليل الإحصائي للعينة

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

بعد تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد، فإن المتغيرات المستقلة المفسرة لنسبة توزيع أرباح السهم في عينة الدراسة هي:

- الأرباح المرحلة: حيث تعتبر كمتغيرة مفسرة لكل مؤسسات العينة (الموزعة وغير الموزعة لأرباح السهم).
- حجم المؤسسة: متغيرة مفسرة لنسبة أرباح السهم الموزعة في المؤسسات الموزعة فقط.
- أما باقي المتغيرات المفسرة لنسبة أرباح السهم الموزعة (أرباح السهم السابقة، الشكل القانوني EURL، وSNC، التغير في صافي الخزينة، الضرائب على أرباح الشركات وقطاع النشاط الصناعي)، فهي عوامل مفسرة عند تسقيف نسبة التوزيع عند 100%.

وهذه المتغيرات يمكن الاعتماد عليها في تحديد النسبة الممكن توزيعها من الربح الصافي للسنة على شكل أرباح السهم، والدرجة التفسيرية لهذه المتغيرات هي في حدود 20%.

أما بالنسبة لنموذج التحليل التمييزي، فإن المتغيرات المستقلة المقبولة في التمييز بين مؤسسة وزعت أرباح السهم ومؤسسة لم تقم بذلك هي قطاع نشاط الخدمات، الشكل القانوني SNC عدد المساهمين، الضمانات، الضرائب على أرباح الشركات، أرباح السهم السابقة وحجم المؤسسة، وهذه المتغيرات تستعمل لتحديد مدى إمكانية توزيع أرباح السهم، حيث كلما كانت محصلة النموذج تقترب من الواحد كلما دل ذلك على أن المؤسسة سوف توزع أرباح السهم باحتمال حوالي 65%.

حسب نظرية الإشارة فإن المسيرين يستعملون أرباح السهم كإشارة عن الوضعية المستقبلية للمؤسسة، فيوزعون أرباح السهم بعد ضمان ثقة عالية حول المردودية المستقبلية للمؤسسة، ففي حالة ما كانت الإشارة خاطئة فإنهم سوف يتحملون تكلفتها التي يمكن أن تكون في شكل تخفيض الاستثمارات (ميلر وروك 1985) أو يصبح تمويلها الخارجي ذو تكلفة عالية (باتشاريا 1979).

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

ومن خلال التحليل الإحصائي لعينة الدراسة تبين بأن هناك علاقة قوية وموجبة بين أرباح السهم لسنة 2013 ومردودية المؤسسة في سنة 2014، وهذه النتائج تتوافق مع نظرية الإشارة، ومنه فالمسيرون في المؤسسات الخاصة الجزائرية يأخذون المردودية المتوقعة بعين الاعتبار في اتخاذ قرار توزيع أرباح السهم، وكذا حجم الاستثمارات المنتظرة في سنة 2014.

الجدول رقم (4-22): تحليل ANOVA

ANOVA ^a						
Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	,545	1	,545	48,046	,000 ^b
	Résidus	6,184	545	,011		
	Total	6,729	546			
2	Régression	,621	2	,311	27,676	,000 ^c
	Résidus	6,107	544	,011		
	Total	6,729	546			

a. Variable dépendante : TDD13

b. Prédicteurs : (Constante), RN14

c. Prédicteurs : (Constante), RN14, Ga

الجدول رقم (4-): معاملات النموذج

Coefficients ^a						
Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		B	Ecart standard	Bêta		
1	(Constante)	,022	,006		3,819	,000
	RN14	,285	,041	,285	6,932	,000
2	(Constante)	,011	,007		1,673	,095
	RN14	,299	,041	,298	7,245	,000
	Ga	,056	,022	,107	2,607	,009

a. Variable dépendante : TDD13

يتبين من الجدولين أعلاه أن النموذج الذي يبين العلاقة بين أرباح السهم السابقة وكل من المردودية الحالية والاستثمارات مقبول بدلالة إحصائية قوية، والعلاقة يمكن كتابتها على الشكل الموالي:

$$TDD_t^i = 0,011 + 0,299RN_{t+1}^i + 0,056Ga_{t+1}^i$$

أي أن أرباح السهم الحالية تكون تابعة للمردودية والاستثمارات المتوقعة للسنة المقبلة، والنتائج تبقى نفسها عند تسقيف نسب التوزيع، غير أنه تظهر متغيرة النمو المتوقع عند أخذ المؤسسات الموزعة فقط، فكل هذه النتائج تؤكد بأن أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية بها محتوى معلومات يدل على الأرباح، الاستثمارات ومعدل النمو المتوقع، مما يؤكد محتوى نظرية الإشارة.

توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية يدل على أن هناك توقع بتحسن الأرباح في المستقبل، ويظهر ذلك جليا من خلال النموذج أعلاه والذي يوضح العلاقة الموجبة بين نسبة توزيع أرباح السهم الحالية ودرجة التغير في الاستثمارات المستقبلية وهذه الأخيرة (الاستثمارات) تغيروها يدل كذلك على توقع تغير الأرباح.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

بما أن العلاقة موجبة بين الاستثمارات المتوقعة ونسبة توزيع أرباح السهم الحالية، فإن المسير الجزائري لا يتبع فكرة الربح المتبقي في توزيع أرباح السهم، وهنا يمكن القول إن المسير يمول استثماراته من خلال السيولة المتوفرة لديه (الأرباح المحتجزة سابقا).

وحسب لينتتر فإن المسير يقوم بالتعديل الجزئي لأرباح السهم تماشيا بأرباح المؤسسة الحالية وأرباح السهم للفترة الماضية، وبأخذ عينة الدراسة فقد تم التوصل إلى أن هناك علاقة طردية بين المبلغ الموزع من أرباح السهم وكل من أرباح السهم السابقة والأرباح الصافية للمؤسسة، كما يبينه الجدول التالي.

الجدول رقم (-4): معاملات نموذج لينتتر

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	B	Ecart standard	Bêta		
1 (Constante)	-1993452,348	4145154,529		-,481	,631
RN14	,681	,030	,692	22,393	,000
2 (Constante)	-1809229,909	4049613,644		-,447	,655
RN14	,549	,039	,558	14,076	,000
DIV13	,139	,027	,206	5,211	,000

a. Variable dépendante : DIV14

يتضح من الجدول أعلاه أن النموذج لا توجد به ثابتة، وهذا يؤكد واقع توزيع أرباح السهم في المؤسسات الجزائرية، حيث أن النسبة الكبيرة من هذه المؤسسات لم توزع أرباح السهم، وبالتالي يبقى نموذج لينتتر محقق مع انعدام الثابتة.

$$DIV14_i = 0,549RN14_i + 0,139DIV13_i$$

وبمقارنة هذا النموذج مع نموذج لينتتر: $D_t - D_{t-1} = a + c(dB_t - D_{t-1})$

والذي بعد تبسيطه يصبح على الشكل التالي: $D_t = a + cdB_t + (1 - c)D_{t-1}$

وبالمقارنة: $a = 0, c = 0.861, d = 0.637$

وبذلك يمكن كتابة نموذج لينتتر كما يلي: $D_t - D_{t-1} = 0 + 0,861(0,637B_t - D_{t-1})$

ومما سبق يمكن استنتاج النقاط التالية من هذا البحث:

- المؤسسات الخاصة الجزائرية توزع أرباح السهم تخلصا من فائض النقدية، وفي إطار حوكمة الشركات فإن المسيرين يقومون بالتخلص من المتبقي بأي طريقة وتوزيعه على المساهمين، لأن وجود الفائض من شأنه أن يرفع تكاليف الوكالة (نظرية الوكالة).
- ارتفاع نسبة المؤسسات غير الموزعة لأرباح السهم يدل على أن المسير الجزائري لا يريد اللجوء إلى التمويل الخارجي الذي ينعكس عليه بالسلب، كما يمكن أن يدل على توفر فرص استثمارية.
- غياب سوق مالية ديناميكية في الاقتصاد الجزائري يجعل من أرباح السهم غير مؤثرة في السوق، ولا يكثرث بها إلا المالك والمسير، خاصة وأن قاعدة الملكية صغيرة جدا ولا تتغير، وهذا كله يدل على أن قرارات التوزيع لا تكون بغية رفع القيمة السوقية للمؤسسة

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

(لا يوجد طلب وعرض على أسهم المؤسسات الخاصة الجزائرية)، إذا حيادية توزيع أرباح السهم لموديغلياني وميلر (1961) محققة تحت قهر الوضع الحقيقي للاقتصاد الجزائري وليس حسب مبادئ بيئة المال والأعمال.

يمكن أن يفسر انخفاض نسبة المؤسسات الموزعة لأرباح السهم بأن هذه المؤسسات تتعامل بالأجال، فتتظن حين تحصيل النقدية وتسديد الالتزامات، ومن ثم النظر في قرار التوزيع.

المطلب الثاني: تحليل المتغيرات المؤثرة في توزيع أرباح السهم

يتركز تحليل النتائج المتعلقة بنسب توزيع أرباح السهم بالمتغيرات المؤثرة في نموذج الانحدار الخطي المتعدد ونموذج التحليل التمييزي والمتمثلة في أرباح السهم السابقة، الشكل القانوني EURL، وSNC، التغير في صافي الخزينة، الضرائب على أرباح الشركات وقطاع النشاط الصناعي، قطاع نشاط الخدمات، عدد المساهمين، الضمانات وحجم المؤسسة.

1- الضرائب على أرباح الشركات

الارتباط الإيجابي بين نسبة توزيع أرباح السهم والضرائب على أرباح الشركات لا يتوافق مع جل الدراسات والنظريات التي تطرقت إلى هذه المتغيرة، فعلى سبيل المثال نظرية التفضيل الضريبي تنص على أنه كلما زادت الضرائب انخفضت نسبة توزيع أرباح السهم، ذلك أن زيادة الضرائب يعني نقص السيولة الممكن توزيعها على المساهمين، كما تتنافى هذه النتيجة مع الدراسة التي قام بها لاسفر (1996) Lasfer والذي توصل إلى أن العلاقة بين الضرائب ونسبة توزيع أرباح السهم هي علاقة سلبية.

التفسير الممكن لهذا الاختلاف في النتائج هو أن الضرائب على أرباح الشركات في الجزائر يمكن اعتبارها كمتغيرة دالة على دورة حياة المؤسسة، فمعدل ضريبة معدوم يمكن أن يدل غالبا أن عمر المؤسسة صغير أي أنها في مرحلة الانطلاق من دورة حياتها (الإعفاءات الضريبية للمؤسسات الجديدة)، وانطلاقا من هذا التفسير فالعلاقة الموجبة بين نسبة توزيع أرباح السهم والضرائب على أرباح الشركات (دورة حياة المؤسسة) تتوافق مع ما توصل إليه كل من باتشاريا (1979 وهيجينس 1981 Higgins)، اللذان أوضحا أن دورة حياة المؤسسة تعد عامل مهم في تحديد نسبة توزيع أرباح السهم، حيث أن المؤسسات التي هي في مرحلة الانطلاق والنمو من حياتها تكون توزيعاتها معدومة تماما أو منخفضة جدا، وتترايد هذه التوزيعات مع وصول المؤسسة إلى مرحلة النضج.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

وبالتالي معدل ضريبة على أرباح الشركات يدل على أن المؤسسة في مرحلة النضج، مما يسمح لها بتوزيع نسبة مرتفعة من أرباح السهم.

أما التفسير الآخر الممكن لهذه العلاقة هو كون المؤسسات التي حققت خسائر معفاة من الضريبة، فهذا يعني أنه كلما كانت هناك ضريبة على أرباح الشركات كلما دل ذلك بأن المؤسسة حققت أرباح ومنه توزيع أرباح السهم. تبعا لهذا التفسير، فإن دورة حياة المؤسسة ومدى تحقيق الأرباح يعدان عاملان أساسيان في تحديد نسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية.

كما يمكن تفسير هذه النتيجة بالتهرب الضريبي: ولقد تم إدماج هذه المتغيرة كأحد أهم عوامل الشفافية العالمية في قطاع المالية، فهذه المتغيرة تبين مدى قيام سلطات الدولة بضبط القطاع الخاص، ففي دولة تتميز بضعف درجة التهرب الضريبي، هذا الأمر يشكل عائق أمام الانتهازيين ويحد من تصرفاتهم الهادفة إلى الاستلاء على التدفقات النقدية، لأنهم سوف يدفعون مستحقات الدولة، وإن لم يقوموا فإنه سوف يكشف أمرهم (كوفمان ووي 1999 Kaufmann and Wei بينكويترز وآخرون 2003 Pinkowitz et al). فكلما زادت درجة التهرب الضريبي، أدى ذلك إلى تحقيق أرباح إضافية (نتيجة عن عدم دفع الضرائب) ولا يقوم المسيرين بتوزيع نسب عالية من أرباح السهم خوفا من كشف أمرهم لذلك فمن المنتظر أنه كلما قلت درجة التهرب الضريبي (زادت درجة تطبيق السلطات للرقابة على المؤسسات) زادت نسبة توزيع أرباح السهم، لأن في حالة زيادة درجة الرقابة فإن المساهم لا يبقى له سوى سبيل الأرباح أو ربح القيمة للحصول على التدفقات النقدية.

2- الأرباح المرحلة للمؤسسة (قاعدة الربح الصافي)

العلاقة موجبة بين هذه المتغيرة ونسب توزيع أرباح السهم يعني أن المسيرين يحددون النسب من أرباح السهم التي يمكن توزيعها بناء على كل من الأرباح السابقة المرحلة للمؤسسة. هذه النتيجة تتوافق مع عدة دراسات ونظريات تطرقت إلى هذه المتغيرة، على غرار لينتتر 1956 حيث توصل إلى أن المسيرين يغيرون من نسبة توزيع أرباح السهم تبعا للأرباح السابقة والآنية للمؤسسة، وهذه النتيجة أكدها فاما وبابياك 1968 في دراسته على نموذج لينتتر 1956.

وجود هذه المتغيرة في النموذج يعني المؤسسات التي قامت بتوزيع أرباح السهم كان هدف مسيرها هو إيصال إشارة إلى السوق المالية تدل على أن المؤسسة لها أرباح معتبرة وأنها تتمتع بوضعية مالية جيدة. ومهما اختلف المبتغى من تغيير أرباح السهم فإن الدلائل التجريبية تؤكد بأن

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

أرباح السهم تعطي معلومات مستقبلية وأنية عن المؤسسة (بنارتزي، ميشايلي وتالر Benartzi, (1997) Michaely and Thaler).

ويمكن الاستخلاص من هذه النقطة أن الأرباح السابقة المرحلة تعد عاملا محددًا لنسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية، والتخلص من هذه الأرباح يتوافق وما تنص عليه حوكمة المؤسسات، في إطار حوكمة الشركات فإن المسيرين يقومون بالتخلص من المتبقي بأي طريقة وتوزيعه على المساهمين، لأن وجود الفائض من شأنه أن يرفع تكاليف الوكالة، وفي بعض الأحيان تكون المؤسسات تتمتع بحوكمة عالية ولكن نتيجة توفر الفائض بكثرة فيتسبب المسكرون وتتدهور درجة الحوكمة في هذه المؤسسة (هارفورد، مانسي وماكسويل Harford, Mansi and (2008) Maxwell).

3- حجم المؤسسة

له أثر على نسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية، هذه النتيجة تتوافق مع ما توصلت إليه الدراسات والنظريات التي تطرقت إلى هذه المتغيرة، فعلى سبيل المثال وحسب نظريتي تكلفة الوكالة وتكلفة الصفقات فإن المؤسسات الأقل حجما يكون مساهمها غير راضين بلجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي عكس المؤسسات ذات الحجم الكبير، وضياح إمكانية مراقبة المؤسسة هو أكبر مشكل يواجه مساهمي المؤسسات ذات الحجم الصغير نتيجة زيادة التمويل الخارجي والذي يكون أكثر تكلفة بالنسبة لها مقارنة مع المؤسسات ذات الحجم الكبير وبالتالي فتوزيع الأرباح في المؤسسات الصغير يكون أكثر تكلفة منه في ذات الحجم الكبير وهذه النتيجة يمكن استخلاصها من العلاقة الموجبة بين نسبة توزيع الأرباح وحجم المؤسسة ردينغ (Redding, 1997، فاما وفرانش 2001). كما تخالف هذه النتيجة ما توصل إليه ليود، جاهرا وباج (Llyod, Jahera and Page (1985)، اللذين أوضحوا أن العلاقة موجبة بين حجم المؤسسة (اللوغاريتم النيبيري لرقم الأعمال) ونسبة توزيعات أرباح السهم.

يمكن تفسير هذه العلاقة السلبية بين حجم المؤسسة وتوزيع أرباح السهم بأن حجم المؤسسات الخاصة الجزائرية هو متقارب وصغير، وأن هذه المؤسسات لا تعتمد كثيرا على التمويل الخارجي، الأمر الذي يدفعها إلى احتجاز الأرباح لتمويل كبر حجمها هروبا من مشاكل الوكالة والإفلاس، خاصة وأن معظم مؤسسات العينة هي عائلية، وأن هذه المؤسسات تفضل التقليل من الملاك قدر المستطاع (انخفاض عدد المؤسسات ذات الأسهم وانخفاض عدد المساهمين في جل المؤسسات). غير أن نموذج التحليل التمييزي يساند نتائج الأبحاث، حيث يبين أن كبر حجم المؤسسة يزيد من احتمال توزيعها للأرباح.

4- الضمانات

هذه المتغيرة لها أثر على توزيع أرباح السهم من عدمه في المؤسسات الخاصة الجزائرية نظرا لأن الضمانات تعد عاملا مهما يسهل للمؤسسة من الحصول على التمويلات الخارجية (حسب نظرية تكلفة الوكالة) التي تنص على أن زيادة الضمانات يعد عاملا أساسيا لتخفيض تكاليف الوكالة، حيث يسمح للمؤسسة باللجوء إلى التمويل الخارجي بأقل تكلفة (نظرية تكلفة الصفقات). ولكن العلاقة السلبية بين هذه المتغيرة وتوزيع ارباح السهم مرده إلى أن المؤسسات الخاصة الجزائرية لا تفضل التمويل الخارجي، فهي تعتمد كثيرا على تمويل نفسها بنفسها.

بالتالي، فإن الضمانات تعتبر من العوامل المؤثرة على قرار توزيعات أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية، وأن هذه المؤسسات تطبق سياسة الفائض في توزيعاتها نتيجة حاجتها إلى التمويل الذاتي لاستثماراتها. وزيادة توفر الضمانات (الاستثمارات الثابتة) يمكن أن يدفع بالمؤسسة إلى الحصول على قروض ومن ثم تصبح المؤسسة مجبرة على احتجاز الأرباح لضمان نقدي لهذه الالتزامات (برادلي وروبرتس (2004) Bradley and Roberts، سميث ووارنر (1979) Smith and Warner).

5- أرباح السهم السابقة

فمن خلال مقارنة أرباح السهم السابقة مع الحالية تبين وجود علاقة موجبة، أي أن المؤسسات الخاصة الجزائرية تفضل تحسين التوزيعات، ووجود عدد كبير من المؤسسات لم توزع في سنة 2013 ووزعت في السنة الموالية يدل على أن هذه المؤسسات لا توزع على المدى القصير خوفا من الوقوع في العسر المالي. وجود أرباح السهم السابقة في النموذج يتوافق مع نتائج لينتنر الذي توصل إلى أن المسيرين يأخذون بعين الاعتبار التوزيعات السابقة في تحديد نسب التوزيع الحالية، ولكن نظرا لعدم وجود الأرباح الصافية في النموذج، فإن هذه النتيجة لا تتوافق مع نموذج لينتنر 1956.

6- الشكل القانوني

يعتبر الشكل القانوني أحد محددات توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية، فهذه المتغيرة تدل كذلك على مدى انتشار الملكية والعلاقة الموجودة بين الملاك. فالمؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة كان لها أثر سلبي على نسب توزيع أرباح السهم، ذلك أن مثل هذه المؤسسات تكون الملكية والتسيير محصورة في شخص واحد في أغلبها، فقليلا ما يتم إسناد التسيير لشخص آخر، ولذلك لا تولي مثل هذه المؤسسات لتوزيع الأرباح الاهتمام، فهي لا

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

تعاني من مشاكل الوكالة، ولا تبحث عن حوكمة (الحاكم هو المالك)، إلى غير ذلك من الخصائص، كل هذا دفع بهذه المؤسسات إلى تفضيل احتجاز الأرباح على توزيعها، إما لاستعمالها في تمويل الاستثمارات أو لتسديد الالتزامات والخوف من الوقوع في العسر المالي وهذا يتوافق كثيرا مع نظريتي الحوكمة والوكالة، اللذان ينصان على أثر انتشار الملكية ونوعية التسيير على أرباح السهم.

أما المؤسسات ذات الأشخاص فلها أثر إيجابي على احتمال توزيع أرباح السهم، لماذا؟، كيف ولا وأن هذه المؤسسات يتمتع فيها المالك بكل حقوقه ومسئول عن كل ما يقوم به المسير، وأمام هذه المسؤولية لا يجد المساهم أي أجر إلا مطالبة المسير بتوزيع الأرباح (خاصة عندما يكون المساهم ليس مسير) خوفا من الانتهازية، فبقاء الأموال في المؤسسة يعني فتح الباب على مصراعيه للتلاعب بها واستعمالها في مصلحة طرف دون آخر.

7- قطاع النشاط

هناك علاقة سلبية بين نسب توزيع أرباح السهم والمؤسسات الصناعية، ذلك أن هذا النوع من المؤسسات يطبق نظرية الترتيب السلمي في التمويل، كما أن حاجة هذه المؤسسات إلى السيولة الكبيرة لتغطية حاجياتها، يدفعها إلى تفضيل الحجز على التوزيع، بناء على هذه النظرية فإن المؤسسات تفضل استعمال الأرباح في تمويل استثماراتها بدل اللجوء إلى التمويل الخارجي، قصد تخفيض نسبة التبعية إلى التمويل الخارجي فتتخفف نسبة توزيع أرباح السهم كلما زادت الفرص الاستثمارية. وعلى عكس من ذلك، فمؤسسات قطاع الخدمات تكون أكثر احتمالا للتوزيع على حساب الاحتجاز فهذا النوع من المؤسسات لا يكون بحاجة كبيرة إلى السيولة فيتخلص من الفائض بتوزيعه على المساهمين.

8- عدد المساهمين

الشكل القانوني له أثر على توزيعات أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية وباعتبار هذه المتغيرة دالة على عدد المساهمين في المؤسسة (EURL لها مالك واحد، وصولا إلى SPA التي لها أكبر عدد من المساهمين) فتصبح النتيجة المحصل عليها موافقة لما توصلت إليه دراسة على تكلفة الوكالة أين تم قياسها باستعمال اللوغاريتم النيبييري لعدد المساهمين، وهذه القيمة تبين أن تشتت هيكل المساهمين يكون لها تأثير إيجابي على قيمة توزيعات أرباح السهم لأن كلما زاد عدد المساهمين كلما زادت درجة المراقبة على المسيرين ومنه تكلفة الوكالة، مما يعني زيادة أرباح السهم الموزعة للتخفيف من هذه التكلفة وكانت النتيجة بأن هناك علاقة إيجابية بين عدد المساهمين ونسبة توزيع أرباح السهم.

المطلب الثالث: تحليل المتغيرات غير المؤثرة في توزيع أرباح السهم

التفسير الممكن لخروج هذه المتغيرات من نماذج التفسير هو أن المؤسسات الجزائرية تختلف عن مثيلاتها في العالم، ذلك أن هذه النتائج تخالف الكثير من الدراسات التي أجريت في هذا الميدان ولكن هذا لا يعني أن النتائج المتوصل إليها خاطئة، فهناك دراسات تتضارب فيما بينها، ولذلك ما يمكن قوله إن هذه المتغيرات ليست بعوامل محددة لتوزيع أرباح السهم في عينة الدراسة وفي هذه الفترة فقط، أما باقي المؤسسات فلا يمكن الحكم عليها، كما أن السنوات اللاحقة يمكنها أن تغير من نتائج الدراسة، وهذه هي سنة البحوث.

وانخفاض عدد المؤسسات غير الموزعة لأرباح السهم يمكن أن يفسر بقاعدة الإعسار المالي والغرض من هذا هو عدم المساس برأس المال الذي يعتبر بمثابة ضمان للدائنين لاسترجاع أموالهم، كما يمنع أيضا دفع التوزيعات من رأس المال المدفوع من المساهمين (قاعدة إضعاف رأس المال). كما أن انخفاض نسبة المؤسسات الموزعة (حسب نظرية أو نموذج الإشارة) يدل على أن المؤسسات الجزائرية تتوقع تدهور وضعيتها المستقبلية (باتشاريا 1979، ميلر وروك 1985، جون وويليام 1985).

كما يمكن أن يستنتج من هذا الانخفاض أيضا، أن المؤسسات الجزائرية لا ترى الفائدة في توزيع أرباح السهم (نظرية مودجلياني وميلر لحياضية سياسة توزيع أرباح السهم) اللذان أوضحا أن قيمة المؤسسة تتوقف على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح، فكفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيسي لثروة المساهمين. وجادلا مودجلياني وميلر أن قيمة المؤسسة تتحدد بقوة ربحها الأساسية ومخاطرة أعمالها فقط، أي أن قيمة المؤسسة تعتمد على قيمة الدخل الناتج من أصولها فقط وليس الكيفية التي يتجزأ بها هذا الدخل بين أرباح السهم وأرباح محتجزة.

وحسب نظرية عصفور في اليد (غراهم ودود (1951) Graham and Dodd، غراهم غوردون (1959) Graham and Gordon، وبما أن أرباح السهم تؤثر على المخاطرة، فإن انخفاض عدد المؤسسات الموزعة لأرباح السهم مفاده محاولة تخفيض المخاطرة المحدقة بالتمويل (الخوف من الوقوع في العسر المالي)، وكذلك نظرا للتركيبية الملكية لهذه المؤسسات تصبح لا فائدة من استعمال أرباح السهم لتخفيض مخاطر تضارب المصالح (المسير هو المالك أو من عائلته).

وحسب نظرية الوكالة فإن المؤسسات الخاصة الجزائرية لا تعاني من مشاكل الوكالة، ذلك أن معظمها ليست بمؤسسات واسعة الملكية، وأنها عائلية في أغلبها، كما أن نسب التوزيع غالبا ما

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

تكون معدومة، وكتفسير لهذه النسب المنعدمة هو أن هذه المؤسسات تتحاشى الوقوع في الالتزامات المالية مع البنوك والمؤسسات المالية، وذلك إما لحرمتها أو خوفا من زيادة الرقابة على هذه المؤسسات أو عدم القدرة على الاستدانة، وكل هذا يمكن حوصلته في تخفيض تكاليف الوكالة والإفلاس.

ويستنتج كذلك من صغر انتشار الملكية أن المالك في هذه المؤسسات يعي جيدا خطر الانتهازية الذي يمكن أن يمارس في حالة لو تم فتح رأس المال أو اسناد التسيير إلى طرف خارجي، كما أن لجوء المؤسسة إلى توزيع الأرباح والتمويل عن طريق الديون فهذا ممكن أن يؤدي إلى أن تكون الديون الجديدة بشروط تحد من توزيعات المؤسسة للأرباح (إستبروك (1984)).

ولعل أبرز تفسير لانخفاض نسب التوزيع في المؤسسات الخاصة الجزائرية هو أحد مبادئ الحوكمة الذي ينص على التسيير والملكية وتكتلات المساهمين، حيث كلما زادت ملكية المسير في المؤسسة دفعه ذلك إلى العمل على تحقيق مصالح المساهمين (لأنه مساهم) فيلجأ إلى توزيع نسب منخفضة من أرباح السهم واستعمال الباقي في تمويل الاستثمارات الجديدة للرفع من القيمة السوقية للمؤسسة وتقليل تكاليف الوكالة (ماهادوارنا (Mahadwartha (2007)، ومن ناحية أخرى فإن وجود تكتلات للمساهمين يزيد من الضغط على المسير لتحقيق أهدافهم عكس مقولة (سياسة فرق تسد) حيث أن تشتت المساهمين يعني إعطاء الحرية للمسير لتحقيق مصالحه الشخصية على حساب المساهم، فتكتل المساهمين يجعلهم ليسوا بحاجة إلى أرباح السهم أو غير ذلك للحكم على المؤسسة، فهم أصلا يملكون النسبة الأكبر من حقوق التصويت فيستعملونها في كل القرارات (القرارات تحت سيطرتهم) (هي وكيمر (Hu and Kumar (2004)، ولو تم تصنيف المؤسسات الخاصة الجزائرية لصنفت في خانة الملكية المركزة.

ولأن في العالم المالي توجد الكثير من التكاليف الإضافية وهذا ما يمكن أن يدفع بالمسيرين إلى استعمال الأرباح (التي كان من المفترض توزيعها) في تمويل هذه الاستثمارات الجديدة، وترك عملية التوزيع إلى ما بعد استرجاع النفقات وتحقيق نتائج إيجابية، وهذا من منطلق أن مصادر التمويل الداخلية أقل خطر من المصادر الخارجية.

الكثير من المؤسسات الجزائرية لا توزع أرباح السهم، وعدم القدرة على بناء نموذج يفسر هذه الحالة يمكن ارجاع السبب إلى العادات والسلوكيات الروتينية للفرد الجزائري، حيث قام والر (Waller (1989 بالبحث في مفهوم العادة في الفكر الاقتصادي، فاقترح أنه بالإمكان الاعتماد على العادات الروتينية والاجتماعية للسلوكيات في فهم أكثر للتفسير التي تجرى على سياسة توزيع الأرباح وأكد أن هذا يكون صحيحا خاصة عند وضع السياسات، ويقول والر (Waller أن وجود

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

مثل هذه السلوكيات غير المرئية يعتبر كضربة قاضية للأعمال التي تبنى على فرضية الرشادة السلوكية ومن جهة أخرى فإن بعض المؤسسات تستمر في توزيع الأرباح حتى أصبحت إمكانية تغيير هذه السياسة (العادة) ضرب من الخيال.

كما أشار كل من فرانكفورت ولان (Frankfurter and Lane, 1984) إلى أن وجود هذه العادات السلوكية يستطيع أن يكون مشكل يحول دون إمكانية اقتراح نموذج لتفسير سياسات توزيع أرباح السهم الذي دائما يكون بناءه مبني على فرضية الرشادة السلوكية، كما أشاروا أيضا إلى أنه يمكن أن تكون العادات تعكس عوامل ثقافية واجتماعية للمستثمر ولا تعكس السلوك الاقتصادي تماما، وقد توصلا إلى هذه النتيجة بعد اطلاعهم على العديد من النظريات السلوكية الاقتصادية الرشيدة (والر Waller, 1989)، كما استنتجوا أيضا أنه من المستحيل أن يتمكن الفرد المستثمر من التنبؤ بكل الحالات الاقتصادية الممكنة التي تطلبها الرشادة الاقتصادية (غولمبيوسكي Golembiewski, 1988).

وفيما يلي تحليل بعض المتغيرات غير المفسرة لأرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية:

التدفقات النقدية الحرة: عدم وجود علاقة بين هذه المتغيرة ونسبة توزيع أرباح السهم لا يتوافق مع عدة دراسات تجريبية ونظريات تطرقت إلى هذه المتغير، فمثلا نظرية الإشارة وأهم النماذج المتعلقة بها (كنماذج: باتشاريا 1979، ميلر وروك 1985، جون وويليام 1985)، كلها توصلت إلى أن التدفقات النقدية لها دور مهم في سياسات توزيع أرباح السهم، حيث أنه كلما زادت قيمة هذه المتغيرة زادت نسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسة، بناء على هذه النتيجة يمكن القول إن المؤسسات الخاصة الجزائرية. إذا فالمؤسسات الخاصة الجزائرية لا تأخذ بعين الاعتبار التدفقات النقدية الحرة في تحديد نسبة توزيع أرباح السهم.

الديون الطويلة الأجل: عدم تأثير هذه المتغيرة على نسبة الاستدانة يتنافى مع ما توصلت إليه بعض الدراسات التي تطرقت إلى هذه المتغيرة، فعلى سبيل المثال بابياك (Babiak 1968) وموكرجي (Mookerjee 1992) اللذان توصلا إلى أن التمويلات الخارجية لها علاقة موجبة مع نسبة توزيعات أرباح السهم فحسبهم يمكن للمؤسسة أن تلجأ إلى الاقتراض لتغطية توزيعات الأرباح المطلوبة.

من جهة أخرى فإن عدم وجود علاقة بين الديون وتوزيع أرباح السهم في عينة الدراسة يتنافى مع ما تنص عليه نظرية تكلفة الوكالة، فحسب هذه النظرية فإنه كلما زاد التمويل بالاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة انخفضت نسبة توزيعات أرباح السهم، ذلك أن ارتفاع نسبة الاستدانة يجعل المسيرين مراقبين من طرف المقرضين الذين يفرضون عليهم حجز الأرباح بدل توزيعها لتصبح

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

هذه الأرباح كضمان نقدي لديونهم. فيستنتج من هذه النقطة أن المؤسسات الجزائرية لا تعتمد على الديون المتوسطة والطويلة الأجل لتغطية توزيعات أرباح السهم.

كما تختلف هذه النتيجة أيضا مع ما توصلت إليه دراسة والتي أثبتت أن المؤسسة تلجأ إلى الاقتراض لتوفير السيولة ومن ثم توزيع أرباح السهم (لونغ، ماليتز وسفسيك Long, Malitz and Sefcik (1994)). والمؤسسات ذات النمو المستمر تميل إلى استعمال التمويل الخارجي بدل أرباح السهم، فالديون يمكن استعمالها لمراقبة مشكل الوكالة، ذلك أن المؤسسات ذات السمعة الكبيرة هي التي تلجأ إلى الاستدانة وتوزع أرباح السهم لتبين أنها في صحة مالية جيدة (جنسن (1986)). من هذه النقطة يتبين أنه لا يتم الاعتماد على الديون الطويلة الأجل لتغطية توزيعات الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، كما لا تؤثر نسبة الاستدانة على توزيعات أرباح السهم.

المصاريف المالية، المتاحات: المتغيرتين ليس لهم أثر على توزيعات أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية فبالرغم من أن المتاحات تعتبر كعامل مهم لتحديد هذه النسبة، كما أن المصاريف المالية لها أثر سلبي على نتيجة المؤسسة ومنه التدفقات النقدية. فبالرغم من هذه النقاط إلا أنه لا يمكن اعتبار المصاريف المالية والمتاحات كعوامل مؤثرة على توزيعات الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية.

انخفاض نسبة مؤسسات العينة التي قامت بتوزيع أرباح السهم يمكن تفسيره بأن المؤسسات الخاصة الجزائرية تقوم بحجز الأرباح بغية تخفيض احتمال عدم وجود مصادر خارجية لتمويل استثماراتها المستقبلية، كما تهدف من وراء هذه العملية إلى تخفيض أو تجنب الوقوع في العسر المالي والمرتبب خاصة باحتمال وجود نتائج استغلال سالبة في المستقبل وتوفير السيولة للاستثمارات المحتملة وتتماشى هذه النتيجة مع ما تنص عليه نظرية الوكالة (جنسن ومكولينغ JENSEN et MECKLING, 1976). ومن جهة أخرى فانخفاض نسبة توزيع أرباح السهم يمكن تفسيره بأن في المؤسسات الخاصة الجزائرية غالبا المساهمون هم أنفسهم مسيريها (EURL, SARL, SNC) مما يجعل عملية حجز الأرباح خيار مناسب لمسيري هذه المؤسسات.

حسب نظرية تكاليف الصفقات، فالمسيرون يمكنهم أن يضيعوا فرصة الحصول على قيمة حالية موجبة لاستثمار ما، نتيجة توزيع الأرباح واللجوء إلى التمويل الخارجي الذي بطبيعة الحال سوف يتحملون عليه تكاليف صفقات إضافية مقارنة لو أنهم مولوا هذه الاستثمارات عن طريق حجز الأرباح (ميلر وروك (1985)) الاذان أثبتنا أن هذه التكلفة ترتفع من خلال القرارات الاستثمارية الساخرة التي تتخذها المؤسسة.

خلاصة الفصل الرابع

أثبتت عدة دراسات ميدانية أثر كل التدفقات النقدية، الضرائب، الأرباح السابقة، المردودية والديون على توزيعات أرباح السهم، حتى وإن اختلفت في نوع العلاقة إلا أن لكل نتيجة مبررها ونظريتها التي تركز عليها.

تتمثل العينة المدروسة في هذا البحث في مجموعة من المؤسسات الخاصة الجزائرية (549 مؤسسة) مأخوذة من النشرات الرسمية للإعلانات القانونية الصادرة عن المركز الوطني للسجل التجاري، ومن موقع الرسمي على الأنترنت لهذا المركز، كل مؤسسة من هذه العينة تتوفر على عدة معلومات، من بينها رقم الأعمال المردودية، التدفقات النقدية الحرة، الضرائب على أرباح الشركات، الأرباح السابقة، الاحتياطات قطاع النشاط، الشكل القانوني، الضمانات، تاريخ انشاء المؤسسة، تركيبة الملكية والتسيير، هذه المعلومات كانت كافية لإجراء دراسة على محددات سياسة توزيع أرباح السهم في هذه المؤسسات.

بعد إبراز الأدوات الإحصائية المناسبة لتحليل المعطيات تم الحصول على عدة نتائج، منها ما هو موافق لنتائج الدراسات التجريبية السابقة والنظريات ومنها ما هو مخالف.

تتمثل محددات توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية في الضرائب على أرباح الشركات، الأرباح المحتجزة سابقا (حساب ترحيل الأرباح)، حجم المؤسسة، الضمانات، أرباح السهم السابقة، الشكل القانوني، قطاع النشاط وعدد المساهمين.

العلاقة الموجبة بين الأرباح المحتجزة سابقا وأرباح السهم السابقة، تتفق مع نظريتي الوكالة والإشارة، أما الضرائب على أرباح الشركات وبالعلاقة موجبة فهي تختلف عن نتائج نظرية التفضيل الضريبي والدراسات التي أجريت عليها. ولكن باعتبار الضريبة كمتغيرة دالة على دورة حياة المؤسسة ونتائج السنة المالية للمؤسسة، فإن هذه النتيجة تتوافق مع ما توصلت إليه النظريات والدراسات التي تطرقت إلى هذه المتغيرات (باتشاريا 1979، هيجينس 1981).

كما تتمثل أهم العوامل التي يمكن الاعتماد عليها في التمييز بين المؤسسات التي تقوم بتوزيع أرباح السهم وباقي المؤسسات في قطاع نشاط الخدمات، مؤسسات ذات الأشخاص، عدد المساهمين، الضرائب على أرباح الشركات، أرباح السهم السابقة وحجم المؤسسة حيث إن زيادة قيمة هذه المتغيرات يؤدي إلى زيادة احتمال أن توزع المؤسسة أرباح السهم، أما الضمانات فلها تأثير سلبي على احتمال التوزيع.

الفصل الرابع: دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية

أما باقي المتغيرات كالديون الطويلة والقصيرة الأجل، النتيجة الصافية للسنة، لم يكن لهما أثر على توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية.

كما أظهرت نتائج التحليل الوصفي للعينة عدة ملاحظات لنسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية:

- توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية يختلف كثيرا عما تم التوصل إليه في الدراسات العالمية الخاصة بأرباح السهم.
- نسبة المؤسسات التي قامت بعملية التوزيع خلال السنتين هي فقط 58% (318 مؤسسة من بين 549- عدد مؤسسات العينة).
- انخفاض متوسط نسبة توزيع أرباح من 24,49% سنة 2013 إلى 93,37% سنة 2014.
- أكثر من 60% من مؤسسات العينة لم تتعدى نسبة التوزيع فيها 20% خلال السنتين، في حين أن نسبة المؤسسات التي تتعدى نسبة التوزيع فيها 80% كانت في حدود 20%.
- مؤسسات العينة تفضل احتجاز الأرباح أو توزيع نسب مرتفعة، فأغلب المؤسسات لم توزع أرباح السهم، كما أن التوزيعات المرتفعة أكثر من المتوسطة.
- مؤسسات الأسهم حافظت على وتيرة التوزيع بين السنتين 2013 و2014، على عكس باقي الأشكال القانونية، أين كانت التغيرات واضحة.
- أحسن قطاع نشاط مفضل لدى المؤسسات الجزائرية هو الاستيراد، ثم أنشطة الخدمات والنقل.

الخاتمة العامة

كان الهدف من هذه البحث هو دراسة نسب توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية والوصول إلى العوامل المفسرة لها من خلال عينة مكونة من 549 مؤسسة خاصة جزائرية.

يعد قرار توزيع الأرباح أحد أهم القرارات المالية وليس نظرا للنسبة من الأرباح التي يتم توزيعها فقط وإنما نظرا لارتباطه بمعظم القرارات المالية في المؤسسة، ومجلس الإدارة يقرر المبلغ من السيولة الذي يتم توزيعه على شكل أرباح السهم من أجل إعطاء صورة جيدة عن المؤسسة وقراراتها المالية. فتستطيع المؤسسات أن تستعمل الموارد المالية الداخلية أو الخارجية لتمويل استثماراتها، فالموارد الداخلية تتمثل في طاقة التمويل الذاتية التي من أهم مكوناتها الأرباح أما المصادر الخارجية فتتمثل أساسا في الإصدارات الجديدة للسندات أو الأسهم.

فقرار توزيع الأرباح يبين الكيفية التي يتم من خلالها تحديد مآل أرباح المؤسسة من توزيع أو إعادة الاستثمار، وبين توزيع الأرباح واحتجازها هناك اتجاهات مختلفة قامت على أساس عدة فرضيات. جل هذه الاتجاهات تبين وجود علاقة ذات دلالة قوية بين قرار توزيع الأرباح والقرارات المالية الأخرى في المؤسسة.

للقيام بهذا البحث تم طرح الإشكالية المتمثلة في " ما هي محددات توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية؟"

وللإجابة على هذه الإشكالية تم طرح أسئلة فرعية متضمنة للواقع المعمول به في توزيع أرباح السهم وأهم النظريات والدراسات التي تطرقت إلى ذلك، وفهم الإطار القانوني والضريبي لتوزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية وإيجاد العوامل المحددة للنسبة من الأرباح الموزعة، كما تم وضع فرضيات تحيط بمعظم جوانب البحث كإجابة مسبقة عن الإشكالية والأسئلة الفرعية.

وبعد التطرق إلى الجانب النظري لأرباح السهم، تم التوصل إلى عدة نتائج أساسية تحدد الإطار العام للسياسات التي تنتهجها مختلف المؤسسات على مستوى العالم فيما يخص توزيع الأرباح ويمكن تلخيص أهم هذه النتائج في الفقرات الموالية.

بعض المؤسسات توزع على مساهميتها نسب مرتفعة من أرباح السهم وبشكل منتظم، كما هناك مؤسسات لا توزع إطلاقا أرباح السهم، فعندما تتوفر لدى المؤسسة سيولة كافية، ينبغي على المسير تقرير كيفية تخصيصها. كما هناك عدة طرق يمكن للمؤسسة أن تلجأ إليها لتوزيع الأرباح

الخاتمة العامة

على مساهميتها، فهي تستطيع القيام بلك عن طريق أرباح سهم سنوية أو استثنائية، أو إعادة شراء الأسهم، إن الاختيار بين توزيعات الأرباح بصورة نقدية أو إعادة استثمار تلك الأرباح من قبل المؤسسة المعنية يعد من أهم القرارات الإدارية في مجالات الاستثمار والتمويل، وذلك نظرا لعدة عوامل ومحددات من داخل المؤسسة، وكذلك الظروف والأحوال المحيطة بالمؤسسة من الخارج.

فتحديد سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة تكون نتيجة عدة اعتبارات أساسية لا بد من مراعاتها كتكلفة الوكالة، الضرائب، البعد المعلومات لهذه السياسة، مدى توفر السيولة الكافية لتغطية توزيع الأرباح لأن الأرباح الموزعة ما هي إلا عبارة عن أرباح حالية للمؤسسة أو من أرباح ماضية فالأرباح السنوية ليست دائما كافية لتغطية توزيع الأرباح التي تنص عليها هذه السياسة، فممكن أن تلجأ المؤسسة إلى الاحتياطات التي لديها لتغطية الحاجة إلى السيولة.

وبين توزيع الأرباح واحتجازها هناك اتجاهات مختلفة قامت على أساس عدة اعتقادات، فعلى سبيل المثال النظريات التي تؤيد توزيع الأرباح مبنية على أساس أن القيام بهذه العملية من شأنها رفع قيمة السهم وبالتالي القيمة السوقية للمؤسسة، كما أن توزيع الأرباح من شأنه تخفيض الفرص الاستثمارية ومن ثم تخفيض العائد المتوقع وكذا معدل النمو في أرباح الشركة وبالتالي انخفاض قيمة ثروة الملاك، ونظرا لأن هدف المؤسسة هو تعظيم ثروة الملاك فإن تحقيق ذلك يتوقف على البحث عن السياسة المثلى لتوزيع الأرباح التي تتوقف على مجموعة من العوامل.

إلى حد الآن هناك دراسات تحاول دائما الوقوف على مدى تحقيق قرارات سياسة توزيع أرباح السهم لهدف تعظيم ثروة الملاك وقيمة المؤسسة، تعود فكرة تأثير أرباح السهم على قيمة المؤسسة إلى سنة 1938 من خلال نظرية قيمة الاستثمار للاقتصادي جون بيرر وليامز John Burr Williams، الذي توصل إلى أن السهم يقيم وفق ما يمكن أن يحققه، لذلك فسعره الحالي هو عبارة عن القيمة الحالية لأرباح السهم الخاصة به وسعر بيعه، أما غراهام ودود Graham and Dodd (1951) فتوصلا إلى أن السعر السوقي لسهم ما يعكس كل من توزيعات الأرباح التي يستحقها وأرباح المؤسسة وفي سنة 1959 توصلا إلى نموذج يبين أن المتغيرتين الأساسيتين في تحديد قيمة السهم هي أرباح السهم ومعدل الاستحداث.

من بين النماذج التي تطرقت إلى سياسة توزيع أرباح السهم هي نموذج لينتنر 1956 الذي توصل كذلك إلى أن أرباح المؤسسة تعتبر محدد رئيسي لأرباح السهم، والمسير يقوم بالتعديل الجزئي لأرباح السهم وذلك تماشيا مع أرباح المؤسسة وأرباح السهم السابقة كما تم تأكيد هذه النتيجة في عدة دراسات تجريبية من بينها فاما وبابياك 1968، أما نموذج الإشارة فيسمح للمؤسسة

الخاتمة العامة

باستعمال أرباح السهم، الاستثمار أو الاستدانة لإعلام المستثمرين بوضعيتها. وفي كل إشارة تتحمل المؤسسة تكاليف، لكن هذه التكاليف تكون مرتفعة بالنسبة للمؤسسات ذات الوضعية السيئة مقارنة بذات النوعية الجيدة.

يمكن تقسيم النظريات التي تطرقت إلى سياسة توزيع أرباح السهم إلى ثلاث فئات أساسية أولها مبني على حيادية سياسة توزيع الأرباح وحسبها، ونظرية حيادية توزيع الأرباح لموديجلياني وميلر (1961).

اختلفت النظريات بين مؤيدة وحيادية تجاه توزيعات أرباح السهم، ومن أهم أنصاره نظرية حيادية سياسة توزيع أرباح السهم تجاه قيمة المؤسسة هما موديجلياني وميلر اللذان أوضحا أن قرار توزيع الأرباح ليس له أي أثر على قيمة ثروة المساهم السوقية، وإنما تتوقف هذه القيمة على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح، فكفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيسي لثروة المساهمين.

تعتبر نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح لموديجلياني وميلر أول ومن أهم النظريات حيث أعطت الإشارة للتوسع في هذا المجال، وبالرغم من عدم واقعية فرضياتها إلا أنها تبقى المرجع الأساسي في الأدبيات المالية.

وبعد الابتعاد عن التصور المثالي للعالم الاقتصادي الذي برهن فيه كل من موديجلياني وميلر على مدى واقعية وصحة تصورهم والاقتراب من العالم الاقتصادي الواقعي، ما تفتأ أن تصبح مشكلة توزيع الأرباح كلغز وأكثر قابلية للمناقشة في عالم يتميز بالسوق الناقصة (ليس الكاملة) كوجود الضرائب واختلافها بين المتعاملين الاقتصاديين، عدم تماثل المعلومات، تضارب المصالح، تكاليف الصفقات، اختلاف درجة رشادة المستثمرين وكذا تصرفاتهم، ومنه يمكن القول أن الحجة التي جاء بها موديجلياني وميلر غير واقعية وأن نقيضها هو الأصح وبذلك يتم تأكيد أن سياسة توزيع الأرباح لها دور كبير وأثر جد قوي على القيمة السوقية للمؤسسة وثروة الملاك.

من هذا المنطلق ظهرت عدة نظريات واقعية في بعض فرضياتها، فنظرية التفضيل الضريبي ترى أن سياسة توزيع أرباح السهم تبنى على اعتبارات ضريبية، كما ينتج عن اختلاف الضرائب بين المساهمين اختلاف في نوعية مساهمي المؤسسة مما يجعل قرارات توزيع الأرباح تبنى على أساسات ضريبية، وقد تم تأكيد هذه النتائج في عدة دراسات من بينها دراسة لبتييت (1977) Petit. أما نظرية الوكالة (جنسن ومكلينغ (1976) Jensen and Meckling) فهي ترى أن تكلفة الوكالة

الخاتمة العامة

تقل بزيادة توزيعات الأرباح ذلك أن الزيادة في توزيعات الأرباح قد تكون مؤشرا على أن إدارة المؤسسة لا تفرط في استخدام أموال المساهمين لإشباع المنافع غير المالية دون منفعة المساهمين. ونظرية الإشارة التي تنص على أن المعلومات التي يمتلكها المسيرين والتي يمتلكها المساهمين ليست متماثلة، فالمسيرين يعرفون المؤسسة أكثر من المساهمين، فالمسيرين يقومون بإرسال إشارات نوعية أو كمية تدل على حسن مركزهم المالي مما يفسر قدرتهم على التسديد في المستقبل، وفي المقابل فالمساهمين يبحثون عن أحسن استثمار لسيولتهم، لذا فتوزيع أرباح السهم يعتبر كإشارة على الوضعية المالية المؤسسة (باتشاريا 1979، ميلر وروك 1985، جون وويليامس 1985)، وأكدت هذه النتيجة عدة دراسات خلصت إلى أن التغيرات غير المتوقعة في سياسة توزيع أرباح السهم لمؤسسة تفسر في السوق المالية بأن هناك تغير في كفاءة المؤسسة لتوليد ثروة في المستقبل.

أما نظرية تكلفة الصفقات لسياسة توزيع الأرباح فهي تقترح على المؤسسة باستناعتها الاعتماد على أرباحها في تمويل استثماراتها بقدر ما تستطيع، وتوزع الأرباح فقط في حالة عدم الحاجة إليها.

ومع تطور الأدبيات المالية، تم التوصل إلى أن من بين أهم أسباب مشكل الوكالة هو غياب أو ضعف آليات حوكمة الشركات (لا بورتا وآخرون 2000، باتشاريا، مواني وموريل 2008 (Bhattacharyya, Mawani, and Morrill)، فانطلاقا من نظرية الوكالة يتضح جيدا أن حوكمة الشركات لها أثر كبير على السياسة التوزيعية للمؤسسة، فحوكمة الشركات جاءت لتخفيف حدة تضارب المصالح بين المسيرين والأطراف الأخرى ذات الصلة مع المؤسسة، ولكن هذا يتطلب التركيز على النقاط التالية: حقوق المساهمين والبيئة القانونية، مكافآت المسيرين، المسيرين والملكية وتكتلات المساهمين، هيكل الإدارة وحق التصويت.

كما تعتبر دورة حياة المؤسسة من بين أهم العوامل التي يتم الاعتماد عليها لفهم سياسات توزيع الأرباح، فنظرية دورة حياة المؤسسة تنص على فكرة مفادها أنه كلما زادت درجة نضج المؤسسة كلما زادت التدفقات النقدية المتوفرة وقلت في المقابل الفرص الاستثمارية المتاحة، فيكون الحل الأمثل لهذه الوضعية هو توزيع السيولة على شكل أرباح السهم، أما المؤسسات الحديثة فإنها تكون بحاجة عالية للسيولة لتمويل استثماراتها الأمر الذي يدفعها لاحتجاز الأرباح من أجل تمويل هذه الفرص الاستثمارية ويمكن أن تدفعها الحاجة العالية للتمويل إلى البحث عن مصادر خارجية.

الخاتمة العامة

لم يتوقف الأمر إلى هنا، بل ظهرت نظريات وتفسيرات يمكن وصفها بالحديثة، كالعقلانية والرشادة، والتي من بين نقاطها هناك ثلاث نقائص أخرى تتميز بها السوق المالية تجعل من أرباح السهم ذات أهمية عالية وهي تكاليف المعاملات، التكاليف الإضافية والسلوك اللاعقلاني للمستثمرين (ليس وآخرون (2000) Lease et al.)، فغالبا ما تبنى النظريات والنماذج على فرضية العقلانية والرشادة وأن المستثمر يفضل الأكثر على الأقل، ولكن هذا المبدأ ليس دائما صحيح، وبالتالي النتائج المتوصل إليها ليست رشيدة، فمثلا بعض المستثمرين يتخذون قرارات على شكل العادات الروتينية لا من منطلق العقلانية والرشادة، ويقول والر Waller أن وجود مثل هذه السلوكيات غير المرئية يعتبر كضربة قاضية للأعمال التي تبنى على فرضية الرشادة السلوكية، ومن جهة أخرى فإن بعض المؤسسات تستمر في توزيع الأرباح حتى أصبحت إمكانية تغيير هذه السياسة (العادة) ضرب من الخيال.

كما نصت النظرية النيوكلاسيكية على أن العائلة تقوم بصياغة نموذج استهلاكي زمني يسمح لها بتعظيم المنفعة المتوقعة تحت قيد ميزانيتها، وأرباح السهم جزء من هذه الميزانية، كما تم الاعتماد على السلوكيات لفهم سياسات توزيع أرباح السهم، فتم تقسيم حسابات ثروة المستثمر إلى ثلاث فئات أساسية: حساب الدخل الجاري، حساب الأصل الجاري وحساب الدخل المستقبلي، ونظرا للحساسية الموجودة بين هذه الحسابات، فإن المستثمر يبني سلوكياته تبعا للثروة الموزعة على هذه الحسابات، فمثلا المستثمرون الذين لهم نفس التوزيع للثروة تكون سلوكياتهم متقاربة، كما تم الاعتماد على ثلاث مصطلحات أساسية موجودة في أي مستثمر لفهم سلوك الفرد وهي: الخسارة الغموض، الحذر، فهذه المصطلحات تختلف من فرد لآخر، واختلافها يساعد كثير في فهم سياسة توزيع أرباح السهم الواجب اتخاذها.

وفي هذا السياق ظهرت نظرية حديثة، وهي نظرية التلبية لأرباح السهم، أي أن المؤسسة (المسير أو مجلس الإدارة) وجب عليه البحث عن السياسة من توزيع الأرباح التي يطلبها السوق (تلبية للطلب السوقي)، وليس السياسة التي يراها المسير، لأن المسير يمكن أن يرى من الواجب التخلص من الفائض، ولكن اتجاه السوق يوحي بأن المستثمر لا يريد أرباح السهم، وإنما يفضل إعادة استثمارها إلى حين، وهذا الاختلاف من شأنه التأثير سلبا على القيمة السوقية للمؤسسة، ففي الوقت الحالي يقول الكثير من الباحثين في هذا المجال بأن أرباح السهم تعتبر متغيرة أساسية في حياة المؤسسة أو الاستثمار بصفة عامة، لأنها ذات تأثير مباشر على الاستثمار (روس، وسترفيلد وجاف (2002) Ross, Westerfield, and Jaffe).

كل هذه النظريات في مجملها تدرس الجدل الموجود حول سياسة توزيع الأرباح باعتماد كل منها على فرضيات تسمح بتبرير موقفها ولا زالت الدراسات في هذا المجال مستمرة، ولقد أجريت

الخاتمة العامة

دراسات كثيرة للتحقق من البعد الواقعي لهذه النظريات والنماذج، فكانت النتائج بين مؤيد لها ومشكك في تعميمها، غير أن النتيجة العامة تقول بأن الدراسات التي شككت في هذه النظريات لم تكن كذلك سوى من اختلاف بيئاتها التي أجريت فيها، ومن ثم يمكن القول إن هذه النظريات والنماذج تساعد كثيرا في فهم سياسات توزيع أرباح السهم وكيفيات اتخاذها.

قد تم إسقاط هذه النظريات على المؤسسات الخاصة الجزائرية من خلال دراسة ميدانية تحاول إيجاد العوامل المحددة لنسب توزيع أرباح السهم في هذه المؤسسات ومقارنة النتائج المتوصل إليها مع ما أتت به النظريات والدراسات في هذا المجال.

وقد تم وضع في البداية فرضية عامة للبحث مفادها أن للمؤسسات الخاصة الجزائرية دورا ومكانة بارزين خاصة بعد التوجه إلى الاقتصاد الحر، كما أن توزيع الأرباح لا يتم بطريقة علمية، بل يرجع الأمر إلى قرار مسير المؤسسة، وأن نسبة كبيرة منها هي مؤسسات عائلية، إضافة إلى أن محددات توزيع الأرباح تختلف اختلافا بارزا في الجزائر عن مثيلاتها في باقي الدول، ويرجع ذلك إلى طبيعة البيئة الاقتصادية الجزائرية التي لا تتسم بالمرونة إضافة إلى انعدام البدائل التمويلية التي تعتبر من أهم العوائق لتحديد سياسة مثلى لتوزيع أرباح السهم.

أما فيما يتعلق بالفرضيات الجزئية فهي تتمثل في العناصر الموالية:

- ✓ كون أن المؤسسات الخاصة الجزائرية تنشط في اقتصاد غير مرن ويسوده النظام البنكي الذي لا يتسم بالمرونة بدوره مع خمول عمليات البورصة الجزائرية، فإن محددات توزيع الأرباح تختلف عن مثيلاتها في باقي دول العالم.
- ✓ يتم تحديد المبلغ من توزيعات الأرباح بعد دراسة عدة عوامل بناء على استراتيجية واضحة تهدف إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، أما في الجزائر فإن توزيع الأرباح للمؤسسات يرجع لاعتبارات ذاتية وليست موضوعية.

بعد معالجة إشكالية البحث من خلال الأسئلة الفرعية والتأكد من مدى صحة الفرضيات السابقة الذكر، اعتمادا على عينة مكونة من 549 مؤسسة خاصة جزائرية، تم التوصل إلى عدة نتائج يمكن حصرها في الفقرات الموالية.

لأرباح السهم إطار قانوني يحميها، من حيث كيفية التوزيع، معدل الضريبة عليها وعلى ربح القيمة، وكذا كيفية المتاجرة بالأسهم والحصص الاجتماعية، وهذا يتوافق مع باقي مؤسسات العالم غير أن القانون يختلف من دولة إلى أخرى حسب الأهداف التي تسعى إليها كل دولة.

الخاتمة العامة

انخفاض عدد المؤسسات الموزعة لأرباح السهم من النصف سنة 2013 إلى حوالي الثلث سنة 2014، وفي المقابل انخفض متوسط نسبة توزيع أرباح السهم كذلك من 24,49% سنة 2013 إلى 37,93% سنة 2014، وما يقارب 42,08% من مؤسسات العينة لم توزع أرباح السهم خلال سنتي 2013 و2014، وذلك راجع إلى حاجة المؤسسات الجزائرية للسيولة لتمويل مشاريعها وتغطية المصاريف المختلفة والتي ترتفع نتيجة التضخم، إذا الوضعية العامة للسوق الجزائرية يمكن اعتبارها كمحدد أساسي للنسب من أرباح السهم الموزعة.

وكتأكيد للنتيجة أعلاه فإن حوالي 80% من مؤسسات العينة لم يتعد مبلغ التوزيع فيها 2 مليون دج خلال السنتين، وأكثر من 60% من مؤسسات العينة لم تتعدى نسبة التوزيع فيها 20% خلال السنتين في حين أن نسبة المؤسسات التي تتعدى نسبة التوزيع فيها 80% كانت في حدود 20%، وما نسبته 53,55% من عينة الدراسة غيرت نسب توزيع أرباح السهم، منها 37,34% قامت بتخفيض نسبة التوزيع من سنة 2013 إلى سنة 2014.

نصف عينة الدراسة لا يتعدى حجمها 50 مليون دج، وحوالي 15% حجمها أكثر من 300 مليون دج، ولم يكن هناك تغير كبير في الحجم بين سنتي 2013 و2014، وأن ثلثي مؤسسات عينة الدراسة لا يتعدى عمرها 10 سنوات، وهذا راجع للبيئة الاقتصادية الجزائرية، حيث إن عدد المؤسسات الكبيرة في الجزائر صغير، وأغلب المؤسسات تكون عائلية وصغيرة الحجم، وحديثة النشأة، ويمكن أن يفسر هذا بطبيعة المستثمر الجزائري الذي يريد الانفراد بقراراته وتفضيل المشروعات العائلية.

وعليه فالظروف الاجتماعية والسياسية تعتبر أحد أهم محددات توزيع أرباح السهم، وذلك من خلال التأثير على البيئة الاقتصادية أولا ومن ثم التأثير على القرارات المختلفة للمؤسسة. الشكل القانوني ذو الأغلبية في المؤسسات الخاصة الجزائرية هو المؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة (بنسبة 54,10%)، وهذا غالبا ما يتوافق مع المؤسسات العائلية، ويتوافق أيضا مع ثقافة المستثمر الجزائري الذي يبحث دائما عن الاستثمارات الآمنة وعدم المجازفة بفتح رأس مال المؤسسة للاكتتاب العام، لأن ذلك سوف يزيد من مشاكل التسيير واحتمال فقدان المؤسسة.

كما أن النشاط المحبب لدى المؤسسات الجزائرية هو الاستيراد (34,97%)، ثم الخدمات (22,77%) وهي أنشطة تتميز بانخفاض درجة المخاطرة فيها، وعليه يمكن القول إن لدرجة كره المخاطرة التأثير الواضح على سياسات توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية. كما أن النسبة المتوسطة الأكبر لتوزيع أرباح السهم موجودة عند مؤسسات قطاع النقل (بين 65% و78%)، ثم تليها مؤسسات التحويل والخدمات على التوالي، أما مؤسسات الاستيراد فالنسبة

الخاتمة العامة

المتوسطة للتوزيع محصورة بين 27% و52%، ويمكن تفسير هذا بأن هذه الأنشطة لا تحتاج إلى رأسمال كبير للقيام بها، كما أنها منخفضة المخاطر، وبالتالي الأولى التخلص من الأرباح بتوزيعها على المساهمين، وترك فقط ما يستعمل لتغطية المصاريف المختلفة أو التكاليف المحتملة، وهذا يؤكد أيضا أثر كل من قطاع النشاط والمخاطرة على توزيع أرباح السهم.

المؤسسات ذات الشكل القانوني SNC هي الأكثر توزيعا لأرباح السهم، ذلك أن مثل هذه المؤسسات تعطي الاهتمام الكبير للمالك، فتصبح القرارات التي يتخذها المسير لا بد وأن تتوافق مع رغبات كل المالكين، وخوفا من ظهور المشاكل التي يمكن أن تعصف بالمؤسسة، يلجأ المسير إلى توزيع مبالغ معتبرة على شكل أرباح السهم لكسب رضا الملاك.

كما أن عدد الشركات ذات الأسهم الموزعة لم يتغير خلال السنتين، رغم الانخفاض الطفيف لنسبة التوزيع فيها، وهذا يدل على خوف مسيري هذه المؤسسات من تغيير نسب التوزيع من سنة إلى أخرى، والعمل على الحفاظ على نمط يتجه إلى الثبات، ولا يتم تغييره إلا بحجج مقنعة، وهذا يعني أن اختلاف الشكل القانوني يؤثر على النسب الموزعة من أرباح السهم تبعاً لخصائص كل شكل قانوني.

هناك صنفان من المؤسسات الجزائرية، صنف لا يوزع (أكثر من النصف)، وصنف يفضل التوزيعات المرتفعة (أقل من ثلث العينة)، أي أن المؤسسات الخاصة الجزائرية لا تفضل نسب التوزيع المتوسطة، وممكن أن يرجع السبب في ذلك إلى تقارب أحجام مؤسسات العينة، فمعظم المؤسسات هي صغيرة الحجم، مما يجعلها تختار النسب الصغيرة للتوزيع.

المؤسسات التي ينحصر عمرها بين 6 و20 سنة كانت نسبة التوزيع المتوسطة فيها هي الأكبر (في حدود 60%) خلال السنتين، ذلك أن مثل هذه المؤسسات تكون قد تجاوزت مرحلة الانطلاق وقطعت شوطا من مرحلة النمو متجهة إلى مرحلة النضج أين لا تكون بحاجة كبيرة إلى السيولة مع تحقيق أرباح معتبرة، وعليه فدورة حياة المؤسسة لها أثر على توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية.

وبالإضافة إلى ما سبق وباستعمال التحليل الإحصائي بعد تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد فإن المتغيرات المستقلة المفسرة لنسبة توزيع أرباح السهم في عينة الدراسة كانت على الشكل التالي:

الأرباح المرحلة: حيث تعتبر كمتغيرة مفسرة لكل مؤسسات العينة (الموزعة وغير الموزعة لأرباح السهم)، كما تفسر هذه المتغيرة درجة التغير في أرباح السهم، أي أن المؤسسات الخاصة

الخاتمة العامة

الجزائرية تأخذ بعين الاعتبار كل الأرباح المحققة الموجودة في ميزانيتها لاتخاذ قرار توزيع أرباح السهم.

حجم المؤسسة: متغيرة مفسرة لنسبة أرباح السهم الموزعة في المؤسسات الموزعة فقط، أي أن المؤسسات الخاصة الجزائرية تعتبر حجمها عاملا أساسيا لتحديد النسبة التي يمكن توزيعها.

أما باقي المتغيرات المفسرة لنسبة أرباح السهم الموزعة (أرباح السهم السابقة، الشكل القانوني EURL، و SNC، التغير في صافي الخزينة، الضرائب على أرباح الشركات وقطاع النشاط الصناعي)، فهي عوامل مفسرة عند تسقيف نسبة التوزيع عند 100%. كل هذه النتائج تؤكد ما تم التوصل إليه في هذا البحث، حيث أن المسير في المؤسسات الخاصة الجزائرية يتخذ قرار التوزيع تبعا لعدة عوامل أساسية.

وهذه المتغيرات يمكن الاعتماد عليها في تحديد النسبة الممكن توزيعها من الربح الصافي للسنة على شكل أرباح السهم، والدرجة التفسيرية لهذه المتغيرات هي في حدود 20%، أي أن هناك عوامل أخرى لم يكن بالإمكان إدراجها في هذا البحث.

أما بالنسبة لنموذج التحليل التمييزي، فإن المتغيرات المستقلة المقبولة في التمييز بين مؤسسة وزعت أرباح السهم ومؤسسة لم تقم بذلك هي قطاع نشاط الخدمات، الشكل القانوني SNC عدد المساهمين، الضمانات، الضرائب على أرباح الشركات، أرباح السهم السابقة وحجم المؤسسة، وهذه المتغيرات تستعمل لتحديد مدى إمكانية توزيع أرباح السهم، حيث كلما كانت محصلة النموذج تقترب من الواحد كلما دل ذلك على أن المؤسسة سوف توزع أرباح السهم باحتمال حوالي 65%.

أما المتغيرات الأخرى كالنتيجة الصافية، المتاحات، المصاريف المالية، التدفقات النقدية الحرة ليس لها أثر على توزيعات أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية. من خلال النتائج السابقة الذكر، فإن فرضيات الدراسة كانت محققة في أغلبها، حيث:

- محددات توزيع الأرباح في المؤسسات الجزائرية لا تختلف كثيرا عن مثيلاتها في باقي الدول، فكل دراسة تكون نتائجها تابعة لعينة الدراسة والجوانب المحيطة بها وبالتالي فالاختلاف يكون نابعا من هذه العناصر.
- النتائج المتوصل إليها في هذا البحث كانت مماثلة لنتائج الدراسات التي أجريت على توزيع الأرباح والمذكورة في الجانب النظري من هذا البحث، فهي تؤكد واقع توزيع أرباح السهم في مؤسسات العينة، ولا تعكس بالتمام الدراسات والنظريات لأن هذه

الخاتمة العامة

الأخيرة نابعة من بيئة غير بيئة المؤسسات الجزائرية، فهذه المؤسسات كانت أغلبها عائلية وصغيرة الحجم، مما يعني احتمال أن يكون المسير هو المالك والمقرر في أغلب الأحيان، إذا سياسة توزيع الأرباح تخضع بدرجة كبيرة لسيطرة المسير أو مجلس الإدارة وحده.

- نظرا لهيكل الملكية والتسيير في المؤسسات الخاصة الجزائرية وظروف السوق المالية الجزائرية التي تتسم بغياب شبه تام للبورصة، وانطلاقا من نتائج الدراسة، يمكن القول إن المسير الجزائري لا يأخذ قرار توزيع الأرباح من أجل تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة ذلك أن هذه المؤسسات تنشط في سوق يفتقر لمعايير التقييم (غياب تام للبورصة)، إذا أي قرار يتخذه المسير لا يكاد يعرف إلا من خلال عدد قليل من الأطراف.

هذه النتائج المذكورة في الخاتمة العامة تبقى صحيحة في حدود عينة الدراسة وتبعاً لطريقة معالجة موضوع البحث، فتبعاً للأدبيات المالية فلا يمكن الحكم على النتائج إلا من خلال عدة دراسات متتالية ومعقدة.

من خلال النتائج السابقة وكإجابة على الإشكالية المطروحة، يمكن القول إن العوامل المحددة لتوزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية هي الأرباح المحتجزة للمؤسسة، الحجم، الضرائب على أرباح الشركات، أرباح السهم السابقة، الشكل القانوني EURL، و SNC، التغير في صافي الخزينة قطاع النشاط الصناعي، الوضعية العامة للسوق الجزائرية، الظروف الاجتماعية والسياسية والاقتصادية، الثقافة الاستثمارية للفرد الجزائري، المخاطرة ودورة حياة المؤسسة. أما قطاع نشاط الخدمات، الشكل القانوني SNC عدد المساهمين، الضمانات، الضرائب على أرباح الشركات، أرباح السهم السابقة وحجم المؤسسة، فهي تعتبر كمحددات يمكن الاعتماد عليها فقط للتمييز بين المؤسسات الخاصة الجزائرية الموزعة وغير الموزعة للأرباح.

ومنه فإن سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية تكون تابعة للبيئة الاقتصادية الجزائرية، خاصة وأن محددات هذه السياسة تختلف عن نتائج الدراسات التي أجريت على مستوى الدول المحترمة اقتصادياً. وعليه، فأهم الآليات التي يمكنها أن تجعل من سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية تواكب أحدث التطورات على المستوى العالمي ما يلي:

- خلق بيئة اقتصادية مشجعة لقيام التنافسية بين مختلف المؤسسات.
- تعزيز الشفافية والافصاح في شتى المجالات، خاصة الجانب المالي للمؤسسات.
- إيجاد قاعدة بيانات تدعم وتسهل عمليات صنع القرارات وتجسيدها وتحقيق المبتغى منها.
- تحسين العلاقة بين رجال القرار في الدولة ومختلف المؤسسات، ومحاربة البيروقراطية.

الخاتمة العامة

- تشجيع المؤسسات الخاصة الجزائرية على فتح رأسمالها للاكتتاب العام، مع إيجاد الإطار القانوني الملائم لذلك.
 - العمل على إرساء ثقافة المالية السوقية، وتسهيل إمكانيات الاستفادة من التطورات الحاصلة على المستوى العالمي فيما يخص بيئة المال والأعمال.
 - تشجيع روح المبادرة، وتطوير ثقافة الفرد الجزائري وغرس فكرة التطور ودفع عجلة النمو والمقاولة في البلاد.
 - مراجعة النظام الضريبي، وتحويله من (التكلفة الزائدة - فرص منتهكة) إلى (مقابل الاستفادة من مختلف الخدمات) التي تشجع وتدعم التنافسية في الاقتصاد الوطني.
 - البحث في أسباب عزوف المستثمر الجزائري عن البورصة.
 - استقراء أهم العناصر التي تحكم ثقافة المستثمر الجزائري، وبناء نظام اقتصادي يتماشى وثقافة الفرد الجزائري ويخدم التطور.
 - تحمل المسؤولية وقبول المسائلة، وتمتين الثقة بين مختلف العاملين في الساحة الاقتصادية الجزائرية.
- كما يمكن اقتراح عدة آفاق للبحث، والتي يمكن أن تخرج بنتائج حسنة تسهل من فهم سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، ويكون ذلك من خلال التركيز على النقاط التالية:
- توسعة عينة الدراسة لتشمل أكبر عدد ممكن من المؤسسات الخاصة الجزائرية.
 - البحث عن معطيات أخرى لم تؤخذ بعين الاعتبار في هذه الدراسة (كالضرائب مثلا).
 - إدراج خصائص المجتمع الجزائري (الدينية، الأخلاقية، الاجتماعية، العرف... الخ) في الدراسة.
 - توسعة عدد سنوات الدراسة لأكثر من عشرة سنوات.

قائمة المراجع

❖ أولاً: المراجع باللغة العربية

I. الكتب

- (1) البلداوي عبد الحميد عبد المجيد، الأساليب التطبيقية لتحليل وإعداد البحوث العلمية مع حالات دراسية باستخدام برنامج SPSS، دار الشروق، عمان، 2007.
- (2) بن ساسي إلياس وقريشي يوسف، التسيير المالي دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر والتوزيع عمان، ط1، 2006.
- (3) حنفي عبد الغفار، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، 2002.
- (4) الزبيدي حمزة محمود، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق عمان 2004.
- (5) سرور علي إبراهيم سرور، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق العملي، الكتاب الثاني الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009.
- (6) عويضة عدنان عبد الله محمد، نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي، دراسة تأصيلية تطبيقية المعهد العالمي للفكر الإسلامي، هرنند-فرجينيا-الولايات المتحدة الأمريكية، 2010.
- (7) مصطفى نهال فريد والشهاوي طارق مصطفى، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، دار التعليم الجامعي الإسكندرية مصر، 2012.
- (8) مطاوع سعد عبد الحميد، الإدارة المالية مدخل حديث، 2008.
- (9) النعيمي عدنان تايه وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع عمان، 2009.
- (10) النعيمي عدنان تايه والتميمي أرشد فؤاد، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009.
- (11) هاري كلجيان ووالاس أونس ترجمة المرسي السيد حجازي وعبد القادر محمد عطية مقدمة في الاقتصاد القياسي -المبادئ والتطبيقات-، جامعة الملك سعود، الرياض المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 2001.
- (12) هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية 2004.

II. المجلات

- (1) حسين هاشم حسن، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات الأسهم، جامعة الاسراء، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد السابع عشر، أيار 2008.

III. المذكرات والأطروحات

- (1) البراجنة أمجد إبراهيم، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة كمتطلب تكميلي للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل غزة، 2009.
- (2) بن الضب علي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة حالة بورصة الكويت 2006-2008، رسالة ماجستير.
- (3) شراب صباح أسامة علي، اثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية "دراسة تطبيقية"، رسالة كمتطلب تكميلي للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل غزة - فلسطين يوليو 2006 .

-IV القوانين

(1) القانون التجاري.

(2) قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

I. Les Ouvrages:

- 1) Allen. F and Michaely. R; **Payout Policy**; *handbook of the economics of finance, volume 1*, ELSEVIER NORTH HOLLAND, 2003.
- 2) BELLALAH Mondher, **Finance Moderne d'entreprise**, *économica, Paris, 2ème édition, 2003*.
- 3) Berk Jonathan, DeMarzo Peter et autres ; **Finance d'entreprise**, *Pearson Education France, 2008*.
- 4) Cobbaut R, **Théorie financière**, Ed. *Economica, 1997*.
- 5) Damodaran Aswath ; **Finance d'Entreprise Théorie et Pratique**, France, *deuxième édition 2ème tirage 2007*.
- 6) Don Schreiber, JR et al, **All about dividend investing**, *McGraw-Hill, USA, second edition, 2011*.
- 7) George M Constantinides, Milton Harris ET René M Stulz, **Corporate Finance**; *handbook of the economics of finance, volume 1, 2003*.
- 8) George M. Frankfurter et al, **Dividend policy theory and practice**, *academic press, Elsevier science, 2003*.
- 9) Luis correia da silva et al, **Dividend policy and corporate governance**, *Oxford university press, first published 2004*.
- 10) Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, *DALLOZ, Paris, 6ème édition, 2005*.
- 11) Quiry Pascal, Yann Le Fur ; **Finance D'entreprise** ; *Vernimmen Pierre ; 7ème édition 2009, Edition Dalloz, 2008*.
- 12) Romon Frédéric ; **La Politique de Dividende de Sociétés Familiales Cotées une synthèse d'études de cas** ; *Deuxième version 28/02/00*.
- 13) Tanzi V « **The Underground Economy and Evasion in the United States – estimations and implications** pp 241-249, 1982.
- 14) Tulie Jacques et Topsacalian Patrick, **FINANCE**, *Librairie Vuibert, janvier 1994, 63 bd St-Germain 75005 Paris*.

II- Les articles

- 1) Ali Fatemi, Recep Bildik, Yes, **dividends are disappearing: Worldwide evidence**, *Journal of Banking & Finance N°36, 2012, PP 662-677*.
- 2) Ashiq Ali and Oktay Urcan, **Dividend increases and future earnings**, *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics, 19:1, 2012*.

- 3) Balasingham Balachandran et al, **Dividend reductions, the timing of dividend payments and information content**, *Journal of Corporate Finance* N° 18, 2012, PP 1232-1247.
- 4) BELLALAH Mondher, **Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence des coûts d'information**, cahier de recherche N°200009, université paris IX Dauphine.
- 5) Bernhardta Dan, Douglasb Alan, Robertson Fiona; **Testing Dividend Signaling Models**; *Journal of Empirical Finance* 12 (2005) 77– 98.
- 6) Bhattacharya Sudipto; **Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy**; *the Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1. (Spring 1979), pp. 259-270.
- 7) Bhattacharya Sudipto; **Corporate Finance and the Legacy of Miller and Modigliani**, *the Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 4. (Autumn 1988), pp. 135-147.
- 8) Breuer.W et al, **the behavioral foundations of corporate dividend policy a cross-country analysis**, *Journal of banking and finance* 42 (2014) 247-265.
- 9) Dara Khambata DBA and Wei Wendy Liu, **Cultural Dimensions, Risk Aversion and Corporate Dividend Policy**, *Journal of Asia-Pacific Business*, 6:4, 2008, PP 31-43.
- 10) Darren K. Hayunga et al, **Dividend behaviour of US equity REITs**, *Journal of Property Research*, N° 26:2, 2009, PP 105-123.
- 11) Denis David J, Osobov Igor; **why do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy**; *Journal of Financial Economics* 89 (2008) 62– 82.
- 12) Dittmar Amy K; **Why Do Firms Repurchase Stock?** *Indiana University; Journal of Business*, 2000, vol. 73, no. 3.
- 13) Donga Ming, Robinsonb Chris, Velde T Chris; **Why Individual Investors Want Dividends**; *Journal of Corporate Finance* 12 (2005) 121– 158.
- 14) Febriela Sirait and Sylvia Veronica Siregar, **Dividend payment and earnings quality: evidence from Indonesia**, *International Journal of Accounting and Information Management* Vol. 22 No. 2, 2014 pp. 103-117
- 15) Frederic Lord, **an Empirical Study of the Normality and Independence of Errors of Measurement in Test Scores**, *Psychometrika*, Vol.25, No.1, 1960.
- 16) JENSEN M.C. ET MECKLING W.H., **Theory of the firm: managerial behavior agency costs and ownership structure**, *Journal of Financial Economics*, October 1976.
- 17) Jinhoo Kim, SooCheong, **Dividend behavior of lodging firms: Heckman's two-step approach**, *International Journal of Hospitality Management* N°29, 2010, PP 413-420.
- 18) Jinho Jeong, **Determinants of dividend smoothing in emerging market: The case of Korea**, *Emerging Markets Review* N°17, 2013, PP 76-88.
- 19) Jin-Ying Wang, **Controlling shareholder entrenchment: Bonuses versus dividends**, *International Review of Economics and Finance*, article in press, 2014, PP 1-16.
- 20) Julie Byrne, Thomas O'Connor, **Creditor rights and the outcome model of dividends**, *The Quarterly Review of Economics and Finance* N°52, 2012, PP 227-242.
- 21) George M Constantinides, Milton Harris ET René M Stulz; **Corporate Finance; handbook of the economics of finance, volume 1**, 2003.
- 22) George M Frankfurter, Bob G Wood Jr; **Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests**; *International Review of Financial Analysis* 11 (2002) 111–138.

- 23) Gina Nicolosi, **Demographics of dividends**, *Journal of Corporate Finance* N°23, 2013, PP 54-70.
- 24) Kent Baker .H, **Dividends and Dividend Policy**, *The Robert W. Kolb Series in Finance, USA*, 2009.
- 25) Kent Baker .H, Gary E. Powell, E. Theodore Veitc; **revisiting the dividend puzzle Do all of the pieces now fit?** *Review of Financial Economics* 11 (2002) 241–261.
- 26) King Fuei Lee, **Demographics and the long-horizon returns of dividend-yield strategies**, *The Quarterly Review of Economics and Finance* N°53, 2013, PP 202-218.
- 27) Korinek Anton; Stiglitz Joseph E; **Dividend taxation and intertemporal tax arbitrage**; *Journal of Public Economics* 93 (2009) 142–159.
- 28) La Porta Rafael, Lopez-De-Silances Florencio, Shleifer Andrai ET W Vishny Robert **Agency Problems and Dividend Policies around the Word**; *the Journal of Finance*, Vol. LV, No. 1, FEBRUARY 2000.
- 29) Lee Yi-Tsung, Liu Yu-Jane, Roll Richard, Subrahmanyam Avaniidhar **Taxes and Dividend Clientele: Evidence from Trading and Ownership Structure**; *Journal of Banking & Finance* 30 (2006) 229–246.
- 30) Marco Bigelli, Ettore Croci, **Dividend privileges and the value of voting rights: Evidence from Italy**, *Journal of Empirical Finance* N°24, 2013, PP 94-107.
- 31) Merton H Miller; Rock Kevin; **Dividend Policy under Asymmetric Information** *the Journal of Finance*, Vol. 40, No. 4. (Sep., 1985), pp. 1031-1051.
- 32) Mohammed Alzahrani, Meziane Lasfer, **Investor protection, taxation, and dividends**, *Journal of Corporate Finance* N°18, 2012, PP 745-762.
- 33) Pattenden Kerry, Twite Garry; **Taxes and Dividend Policy under Alternative Tax Regimes**; *Journal of Corporate Finance* 14 (2008) 1–16.
- 34) Raj Aggarwal, Sandra M. Dow, **Dividends and strength of Japanese business group affiliation**, *Journal of Economics and Business* N°64 2012, PP 214-230.
- 35) Richard Hauser, **Did dividend policy change during the financial crisis?** *Managerial Finance* Vol. 39 No. 6, 2013 pp. 584-606.
- 36) Samy Ben Naceur, Mohamed Goaid et Amel Belanes, **On the Determinants and Dynamics of Dividend policy**, *International Review of Finance*, 2006.
- 37) Sanju .P. S. et al, **Are dividend and investment decisions separable?** *Applied Financial Economics, India*, 2011, 21, PP 1515-1524.
- 38) Saravanakumar. S, **Determinants of Corporate Dividend Policy**, *Asia-Pacific Business Review*, Vol. VII, No. 2, April - June 2011, pp. 25-36.
- 39) Theophano Patra et al, **Determinants of corporate dividend policy in Greece**, *Applied Financial Economics*, 22:13, 2012.
- 40) Varouj Aivazian et Laurence Booth, **Do emerging market firms follow different dividend policies from US firms ?**, *the journal of financial research*, N°.3,2003.
- 41) Von Eije Henk, L Megginson William; **Dividends and Share Repurchases in the European Union**; *Journal of Financial Economics* 89 (2008) 347–374.
- 42) Wolfgang Breuer et al, **The behavioral foundations of corporate dividend policy a cross-country analysis**, *Journal of Banking & Finance* N°42, 2014, PP 247-265.

- 43) Xicheng LIU, Chi XIE, **Factors Influencing the Stock Dividend and Transfer of Reserve to Common Shares of Listed companies, An Empirical Study Based on the Catering Theory of Dividends**, *PP 319-322*.

III- Les mémoires et les colloques

- 1) Li Ji-ming, Wang Zhao-hua **An Empirical Study of the Relationship Between Corporate Dividend Policy and Financial Performance of Chinese Listed Companies**, *ISECS International Colloquium on Computing, Communication, Control, and Management, Hangzhou, China, 2009, PP 190-193*.
- 2) Manos Ronny; **Capital Structure and Dividend Policy: Evidence from Emerging Markets**; *A thesis of DOCTOR OF PHILOSOPHY; Department of Accounting and Finance; University of Birmingham August 2001*.
- 3) Yahi Nesrine, **Les Déterminants de la Distribution des Dividendes des entreprises privées Algériennes**, *mémoire de magister dans les sciences commerciales et financière, école supérieure de commerce « tafourah », 2008*.

IV- Guide

- 1) Guide fiscal des produits financiers, Ministère des finances, Direction Générale des Impôts.

V- Les sites internet

1. www.sidjilcom.dz
2. www.cnrc.dz
3. www.sciencedirect.com
4. www.youpdf.com
5. www.mfdgi.gov.dz
6. www.jxplora.com

(Offre la possibilité d'entrée au plus de 20 bases de données : sciencedirect, jstore, emerald,...etc. entre janvier 2015 et juin 2015)

جزء من عينة الدراسة (27 مؤسسة من سن 549 مؤسسة خاصة جزائرية)

FJ	age14	SA	NAS	MC	AG	FM	etrq	DIV14	AnC14	AnC13	STC14	STC13	CL14	CL13
SARL	3	service	2	1	0	0	0	0	4808632,75	6435889,16	0	0	0	163800
SARL	10	importation	2	1	1	1	0	0	13862289,95	3693902,4	208216031,8	105211411,2	65849632,89	72768957,43
SPA	3	importation	2	2	0	0	0	0	0	0	2456317	1656518	0	0
EURL	3	importation	1	1	1	1	0	0	1960668,09	1619494,28	2022327,14	3796565,59	1792440	1488240
EURL	4	construction	1	1	1	1	0	0	0	0	5224266,74	5141268,98	5705550,8	0
SARL	3	importation	2	2	0	2	0	0	2953390,42	3758860,42	4654983,67	45556072,08	24035210,69	0
SNC	4	service	2	1	0	0	0	0	1329167	0	0	9052,48	456885,94	186882
EURL	6	importation	1	1	1	1	0	0	0	0	19482587,23	8435801,23	34440	0
EURL	3	commerce de gros	1	1	1	1	0	0	3170563,3	3962692,33	0	0	1875834,05	1010007
EURL	3	importation	1	1	1	1	0	0	847384	1059230	2362303,83	8759595	7112321,33	305365
EURL	13	importation	1	1	1	1	0	4110922	733911	2545779	132206498	104516912	41689758	18323973
EURL	13	importation	1	1	1	1	0	0	2568444,03	3014677,35	7330984,87	11459272	15989917,38	19531611,14
SARL	2	importation	3	3	0	0	0	30000000	12915712,95	7419769,92	38266286,64	29068792,52	67800121,39	0
EURL	10	commerce de gros	1	1	1	1	0	0	0	0	4243038,18	2964765,85	33715254,56	21302144,01
SARL	18	importation	2	1	0	3	0	9383305,981	35462772,87	18841818,04	90371671,43	43489355,94	19202263,76	11787513,82
SARL	10	service	2	1	1	0	0	210195	1332183	1660671	0	0	0	0
SARL	10	service	2	2	2	0	0	36805668	6414857	6376756	64565115	45034494	106596697	163169575
EURL	8	commerce de gros	1	1	1	1	0	0	1797881,31	3236478,74	34116964,81	41337787,28	61643006,66	43483446,12
SARL	7	importation	2	1	0	0	0	0	3316813,39	2742469,96	88078788,77	68101369,87	40829163,34	35926327,33
EURL	11	service	1	1	1	1	0	0	7057648,18	7668751,5	0	0	701515,65	790738,75
SARL	5	construction	2	1	1	0	0	0	15906087,32	13797698,36	0	3635204,92	156,34	2501647,04
SARL	3	importation	5	2	0	5	0	0	1657980,42	2280776,03	1010898,74	0	4077447,64	5742384,57
SARL	4	importation	2	2	0	0	0	0	0	0	1369411,2	1369411,2	0	0
SNC	5	commerce de détail	2	2	2	2	0	0	118934,99	159993	0	0	0	0
SARL	7	construction	2	2	2	0	0	0	1277352,27	793753,66	2517381,19	2506830,59	980603,72	2594542,94
EURL	3	importation	1	1	1	1	0	0	0	0	0	495775,05	11126268,64	3288966,19
SARL	2	commerce de gros	2	1	0	0	0	1097799,8	323076,93	415384,62	0	0	2542882,56	1865421,85

جزء من عينة الدراسة (27 مؤسسة من سن 549 مؤسسة خاصة جزائرية)

TrA14	TrA13	AC14	AC13	AAC14	AAC13	CE14	CE13	PR14	PR13
8230872,45	5885666,83	8516478,25	6084337,63	285605,8	34870,8	100000	100000	0	0
52313745,21	33192962,37	347115181,5	219925433,2	20735771,68	8752102,14	20000000	20000000	77639226,55	46528322,86
341332	80000	3249104	1738218	451455	1700	100000	100000	0	0
3020366,05	633220,24	7089449,24	6230715,65	254316,05	312689,82	100000	100000	10000	7968,45
35703,81	1555642,71	12272926,67	7448019,69	1307405,32	751108	100000	100000	0	0
10641486,19	19550922,54	45007866,13	71620922,26	5676185,58	6513927,64	100000	100000	0	0
3183726,88	984295,64	3664942,63	6252745,77	24329,81	5072515,65	100000	100000	0	0
3637102,22	194205,04	25962833,45	10425748,27	2808704	1795742	100000	100000	3122770,19	2144485,13
8459339,81	7290222,34	11053587,02	12741259,01	718413,16	4441029,67	100000	100000	0	0
4348050,53	531386	14357627,32	11400940	534951,63	1804594	2000000	2000000	0	0
439744	1278795	184123362	134131436	9787362	10011756	20000000	20000000	0	0
22820897,98	18330399,48	52574044,83	54751520,22	6432244,6	5430237,6	40000000	40000000	4000000	3322659,5
467577067,5	239243071,2	587230097	286564930,1	13586621,47	18253066,34	15000000	15000000	1500000	0
4177688,69	3885913,86	42798483,95	28833364,27	662502,52	680540,55	100000	100000	0	0
15199273,44	11106247,24	131827283,9	69653829,05	7054075,25	3270712,05	30000000	30000000	2665952,82	2000000
12609832,24	18789792,68	12791246,24	18903895,68	181414	114103	100000	100000	0	0
54316779	20229234	299952054	294329301	74473463	65895998	10000000	10000000	1000000	1000000
9163754,28	12916128,09	107276471,5	101326325,2	2352745,7	3588963,7	100000	100000	0	0
27838749,36	9792240,78	159168575,3	136024375,2	2421873,85	22204437,17	10000000	10000000	516984,79	431637,3
199312,61	300242,52	1331233,28	3663253,53	430405,02	2572272,26	100000	100000	10000	10000
8359103,83	1277600,8	10403397,09	10779229,82	2044136,92	3364777,06	800000	800000	0	0
795949,26	828515,63	6072734,67	6753744,25	188439,03	182844,05	1000000	1000000	0	0
7904037,85	6373629	16670562,36	9896052,21	7397113,31	2153012,01	2000000	2000000	0	0
1438213,96	1328345,9	1439029,96	1329161,9	816	816	200000	200000	0	0
3834741,79	2930234,54	7989744,26	8444168,67	657017,56	412560,6	100000	100000	10000	10000

جزء من عينة الدراسة (27 مؤسسة من سن 549 مؤسسة خاصة جزائرية)

RN14	RN13	RaN14	RaN13	FP14	FP13	PnC14	PnC13	TrP14	TrP13
1409997,29	343801,05	502860,71	159059,66	2012858	602860,71	0	0	0	0
37188452,11	31110903,69	0	0	134827678,7	97639226,55	50000000	50002925	0	0
526028	83685	306459	-46000	932487	137685	0	0	0	0
30124,65	580305,83	729674,9	151400,62	869799,55	839674,9	1245126,31	1619494,28	0	0
533247,39	391750,08	988668,25	596918,17	1621915,64	1088668,25	0	0	0	0
6559265,25	3940509,38	2931382,38	-24000	9590647,63	4016509,38	0	0	0	0
503101,86	1377176,86	2957352,77	1580175,91	3560454,63	3057352,77	0	0	0	0
66759,59	978285,06	0	0	3289529,78	3222770,19	0	0	0	0
4149169,8	1927556,95	100207,05	100207,05	4349376,85	2127764	7000000	7000000	0	0
901519,08	88137	88137	0	2989656,08	2088137	0	0	0	0
1027078	4110922	4110922	9902336	25138000	34013258	0	0	35734301	12037374
578702,96	6592970,02	4944727,02	2768710,23	49523429,98	52684339,75	0	0	260577,06	253557,06
98870531,72	98189305,17	96689305,17	0	212059836,9	113189305,2	0	0	0	0
780335,42	419506,62	3917833,01	3498326,39	4798168,43	4017833,01	0	0	0	0
9877164,19	13319056,34	12653103,52	13253266,79	55196220,53	58572323,13	13588384,36	0	17446068,31	608263,31
210195	673111,46	0	0	310195	773111,46	900030	900030	0	0
36805668	114995768	155713327	90734009	203518995	216729777	1553343	594487	32266329	15892898
596652,16	369947,16	9430843,34	9060896,18	10127495,5	9530843,34	0	0	0	0
1429400,45	1706949,89	9216438,24	7941303,89	21162823,48	20079891,08	0	0	0	0
-3345936,74	256473,08	3308612,44	3052139,36	72675,7	3418612,44	0	0	1358986,18	1177867,67
497057,57	378034,05	3378978,36	3095452,82	4676035,93	4273486,87	0	0	0	0
-106548,37	161574,22	-662186,72	-872617,94	231264,91	288956,28	0	0	0	0
1984021,39	2073797,5	2335043,96	261246,46	6319065,35	4335043,96	0	0	0	0
120632,13	120637,77	0	0	320632,13	320637,77	0	0	0	0
1892043,84	1342034,36	2914896,25	1572861,89	4916940,09	3024896,25	0	0	0	0

جزء من عينة الدراسة (27 مؤسسة من سن 549 مؤسسة خاصة جزائرية)

PC13	PC13	ADC14	ADC13	TGP14	TGP13	PrE14	PrE13	DAPPV14	DAPPV13
11312253	11917366,08	11312253	11917366,08	13325111	12520226,79	6543100	3853500	1627256,41	1386504,28
176149792,8	75977184,01	176149792,8	75977184,01	360977471,5	223619335,6	656752621,4	564309628,7	3069224,18	1921104,84
2316617	1600533	2316617	1600533	3249104	1738218	6391946	1429312	0	0
6935191,47	5391040,75	6935191,47	5391040,75	9050117,33	7850209,93	5924040,03	4826208,25	374783,45	494693,75
10651011,03	6359351,44	10651011,03	6359351,44	12272926,67	7448019,69	6927821,21	4645124,26	0	0
38370608,92	71363273,3	38370608,92	71363273,3	47961256,55	75379782,68	161264628,6	63249773,87	805470	268490
1433655	3195393	1433655	3195393	4994109,63	6252745,77	2694503,28	4921975	120833	0
22673303,67	7202978,08	22673303,67	7202978,08	25962833,45	10425748,27	1632000	13909239	0	0
2874773,47	7576187,34	2874773,47	7576187,34	14224150,32	16703951,34	12846270,05	40798321,81	876996,55	416794,85
12215355,24	10372033	12215355,24	10372033	15205011,32	12460170	7732444,2	5384500	211846	0
159719273	102663957	123984972	90626583	184857273	136677215	60110967	90501175	1811867	1811867
5619058,88	5081857,82	5358481,82	4828300,76	55142488,86	57766197,57	10369294,48	23466005,75	446233,32	456747,59
388085973,1	180795394,9	388085973,1	180795394,9	600145810	293984700	4246443523	3150750110	3114915,94	146165,99
38000315,52	24815531,26	38000315,52	24815531,26	42798483,95	28833364,27	11376764,42	9475193,62	0	0
98505451,86	29923323,96	81059383,55	29315060,65	167290056,8	88495647,09	424517813,9	399699811,3	6315372,96	2180288,22
12913204,24	18891425,22	12913204,24	18891425,22	14123429,24	20564566,68	1645500	2722064,68	1228518	1230430
101294573	83381793	69028244	67488895	306366911	300706057	361228954,8	416219382,3	3245816,93	2754375,47
98946857,26	95031960,59	98946857,26	95031960,59	109074352,8	104562803,9	69742496,71	73884594,96	1438597,43	2048512,73
141322565,2	118686954	141322565,2	118686954	162485388,7	138766845,1	483056737,8	489193118,2	1441513,92	1914624,56
8316205,76	7913392,59	6957219,58	6735524,92	8388881,46	11332005,03	968295	4949979	611103,32	611103,32
21633448,48	20303441,31	21633448,48	20303441,31	26309484,41	24576928,18	6864000	4402460	3947166,63	2965189,74
7499450,18	8745564	7499450,18	8745564	7730715,09	9034520,28	5305076,62	7303125,96	383979,05	107017,5
10351497,01	5561008,25	10351497,01	5561008,25	16670562,36	9896052,21	22944497,75	13312680,19	0	0
1237332,82	1168517,13	1237332,82	1168517,13	1557964,95	1489154,9	1739683	1728550,16	0	0
4350156,44	6213026,08	4350156,44	6213026,08	9267096,53	9237922,33	19269648,3	4395584,46	150503,95	143062,82

جزء من عينة الدراسة (27 مؤسسة من سن 549 مؤسسة خاصة جزائرية)

RO14	RO13	CHF14	CHF13	IBS14	IBS13	DIV13	ID14
1701958,29	462143,05	0	0	0,171544157	0,256072227	0	0
51799627,63	50481618,54	8169246,77	11511749,13	0,234854787	0,256860007	0	0
526028	83685	0	0	0	0	0	0
202653,68	867084,63	158231,08	92084,2	0,32186207	0,260481615	0	0
692529,39	526940,08	0	0	0,230000347	0,256556685	0	0
6655365,69	4202525,07	299656,03	412464,92	0	0	985127	0
641472,98	1726774,07	12595,12	5302,95	0,200000681	0,19999987	0	0
66759,59	1378040,47	0	73660,41	0	0	0	0
2861982,82	2579912,01	0	0	0,231866521	0,249046769	1927556,95	1927556,95
901519,08	291817	0	111946	0	0,249445436	0	0
2120028	7030250	786160	1549021	0,23000027	0,249999954	9902336	0
578702,96	6592970,02	0	0	0	0	3739612,73	0
134525437,4	130446617,4	9984412,83	11589449,14	0,234202616	0,250200511	0	0
780335,42	550523,62	0	0	0	0,237986156	0	0
14556754,27	18137075,34	2000238,85	345552,5	0,235519832	0,251404035	13253266,79	0
272981	897481,46	0	0	0,230001355	0,249999593	673111,46	0
44334048,82	122866116,3	4668128,29	2937834,31	0,174842285	0,070527418	50016450	-0,43
947074,5	598972,75	130285,34	105709,59	0,269515085	0,250000426	0	0
1320582,09	2215204,06	3043339,26	4742595,39	0,273892056	0,250000001	346468,05	0
-3274524,54	328972,58	0	0	0	0,275097396	0	-71412,2
497057,57	378034,05	0	0	0	0	94508,51	0
-51877,56	370153,22	44670,81	154722	0,103575027	0,249996263	0	0
2833999,25	2779196,5	218161,17	0	0,243012209	0,253814007	0	0
150790,13	150796,77	0	0	0,199999828	0,199997652	120637,77	0
2461869,84	1789378,36	0	0	0,231460653	0,24999967	0	0