



أثر سياسة توزيع الأرباح على خلق وتوزيع القيمة: دراسة للمؤسسات التونسية خفية الاسم

The Impact of Dividend Distribution Policy on Value Creation and Distribution: A Study of Tunisian Anonymous companies

بوبكر رحمة*

جامعة الملك خالد،

المملكة العربية السعودية

rboubaker@kku.edu.sa

تاريخ النشر: 2024/01/23

تاريخ القبول: 2024/01/18

تاريخ الإرسال: 2023/10/11

ملخص:

تهدف الدراسة لإبراز أهمية سياسة توزيع الأرباح داخل المؤسسات التونسية خفية الاسم حيث تمحورت الإشكالية في معرفة أثر سياسة توزيع الأرباح على خلق وتوزيع القيمة من خلال استخدام الأسلوب الإحصائي. و لتحقيق هدف الدراسة قمنا بدراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و خلق و توزيع الأرباح من خلال نموذج Poulain-Rehm (2006) الذي يعرض القيمة لكل شركة وتوزيعها على كل من الشركاء (الموظفين والمساهمين والمقرضين والدولة). اثبتت هذه الدراسة ان سياسة توزيع الأرباح ليس لها تأثير على خلق القيمة من خلال قياسها بالقيمة المضافة و لا على توزيعها من خلال قياس القيمة المضافة للموظفين و القيمة المضافة للمقرضين و القيمة المضافة للدولة. فحين ان سياسة توزيع الأرباح لها تأثير على القيمة المضافة المخصصة للمساهمين مبينة لما تحضي به الأرباح ونموها من مكانة لديهم.

الكلمات المفتاحية: سياسة توزيع الأرباح؛ خلق القيمة؛ توزيع القيمة؛ نموذج Poulain-Rehm (2006)؛ الشركات التونسية خفية الاسم.

Abstract :

The study aims to highlight the importance of the profit distribution policy within some anonymous Tunisian institutions, in an attempt to the impact of the profit distribution policy on the creation and distribution of value through the use of the statistical method. In order to achieve these goals, we studied the relationship between profit distribution policy and the creation and distribution of profits through the Poulain-Rehm (2006) model, which presents the value of each company and its distribution to each of the partners (employees, shareholders, lenders, and the state). This study proved that the profit distribution policy has no effect on value creation, by measuring it with the added value, nor on its distribution by measuring the added value allocated to employees, the one allocated to lenders, and the one allocated to the state. When the dividend policy has an impact on the added value allocated to the shareholders, indicating the status of the profits and their growth have great importance for their.

Key Words: Dividend Policy; value creation; value distribution; Poulain-Rehm Model(2006); Tunisian Anonymous companies .

JEL Classification: G35, G32.

* مرسل المقال: رحمة بوبكر (boubakerrahma14@gmail.com)

المقدمة:

تلعب المؤسسة دورا هاما في خلق القيمة وتوزيعها بين جميع الأطراف بصورة تضمن حسن توجدها واستمرارها وازدهارها. ولخلق هذه القيمة تسعى المؤسسة الى حسن اتخاذ القرارات المالية والاستثمارية لتعظيم مكائتها في السوق. ومن أهم هذه القرارات تلك المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح واثارها على قيمة المؤسسة لان المؤسسة وجدت بين خيارين لا ثالث لها اما ان توزع الأرباح على المساهمين من اجل تحقيق رغبتهم او ان تحتجز الأرباح وتدعم التمويل الذاتي وتقلل اللجوء الى الاستدانة. ان خلق القيمة وتوزيعها يستوجب دراسة كل العوامل التي من شأنها ان تؤثر عليها وقد افرزت هذه الدراسات نتائج متباينة. وبالرغم من كل التباين في النتائج يولي المسيرون والمساهمون والأطراف الخارجون أهمية كبيرة لسياسة توزيع الأرباح. وتبعما لما ذكر يمكن صياغة الإشكالية الرئيسة التالية.

ما هو دور سياسة توزيع الأرباح في خلق القيمة وتوزيعها للشركات التونسية خفية الاسم؟

تتفرع الإشكالية الرئيسية الى التساؤلات الفرعية التالية:

الى أي مدى تؤثر سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات التونسية خفية الاسم على خلق القيمة؟

الى أي مدى تؤثر سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات التونسية خفية الاسم على توزيع القيمة؟

تكمن أهمية الدراسة في اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وخلق القيمة وتوزيعها بين الأطراف المساهمة. ولتحقيق هذا الهدف يجب تحقيق الأهداف التالية:

- اختبار طبيعة العلاقة الموجودة بين توزيع الأرباح و خلق القيمة.

- اختبار طبيعة العلاقة الموجودة بين توزيع الأرباح وتوزيع القيمة

المنهجية المتبعة للإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار مدى صحة الفرضيات تم الاعتماد على المنهج التحليلي في تحليل العلاقة النظرية بين سياسة توزيع الأرباح وخلق القيمة وتوزيعها مع تحليل نتائج الدراسة القياسية، كما تم اعتماد المنهج الإحصائي في اختبار العلاقة بين المتغيرين.

الحدود المكانية للدراسة اقتصرت على المؤسسات التونسية خفية الاسم الموزعة بين تونس والمدن الساحلية، اما الحدود الزمانية فكانت خلال فترة 2010 و2015

I. الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

تعتبر سياسة توزيع الأرباح نتاج الفصل بين الملكية والإدارة وهي أكثر القرارات جدلا في مجال التمويل. وقد حظت هذه السياسة باهتمام علماء المالية منذ منتصف القرن الماضي حيث حاولوا إيجاد حلول للعديد من القضايا المتعلقة بتوزيع الأرباح من خلال وضع نظريات و نماذج تفسر ذلك (Almalkawi,2007)

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم القرارات الإستراتيجية التي لها تأثير كبير على مستقبل المؤسسة. فهي تضع أصحاب القرار في حيرة الاختيار بين توزيع الأرباح على حملة الاسهم تحقيقا لرغبتهم او احتجاز الأرباح لتمويل المشاريع الاستثمارية الجديدة المتاحة أمام المؤسسة (قدام وترفاس، 2019).



وعلى هذا الأساس تلعب سياسة توزيع الأرباح دوراً رئيسياً في دعم هيكل المالي وذلك من خلال الزيادة الأموال الخاصة المتأتية من الأرباح غير الموزعة وذلك عن طريق الاحتفاظ بجزء من أرباح المساهمين لزيادة التمويل الذاتي أو توزيع الأرباح على المساهمين للترفيه من قيمة السهم في السوق (بن ساسي و قريشي، 2011).

وعموماً لا يوجد تعريف واحد لسياسة توزيع الأرباح فقد تعددت المحاولات والاجتهاد في هذا الشأن. فقد عرفها بريش وبدروني (2013) بأنها " قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على حملة الاسهم وبين احتجازها من أجل إعادة استثمارها لدعم ما يعرف بالتمويل الذاتي "

فحين عرفها بلعش (2014) بأنها مضمون لاتخاذ القرار بتوزيع الأرباح واحتجازها لإعادة استثمارات في المؤسسة وتشمل السياسة المثلى لتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية التي ينتج عنها تعظيم سعر السهم "

من خلال التعريف السابقة ذكرها لسياسة توزيع الأرباح نلاحظ انها تتفق على نقطتين أساسيين هما التمويل الذاتي والأرباح الموزعة لفهم هذه السياسة.

بالنسبة للتمويل الذاتي يمثل من جهة الركيزة الأساسية للتمويل وخاصة في مرحلة النمو حيث يساهم بشكل فعال في الحد من اللجوء إلى المصادر الخارجية للتمويل ومن جهة أخرى يساهم في جذب و تحفيز وسائل التمويل الخارجي عند الاستدانة وفتح راس المال للمساهمة. (سايب و بوبركر، 2022، ص 236)

وخلاصة القول ان التمويل الذاتي هو تلك الموارد الجديدة المتأتية من النشاط الأساسي للشركة والمحافظ بها كمصدر تمويل دائم للعمليات المستقبلية. اي انها النتائج الإجمالية التي سيعاد استثمارها في المستقبل بعد توزيع مكافآت راس المال لينتج عنها فائض نقدي محقق بواسطة النشاط الأساسي والموجه نحو تمويل النمو في الاحتياجات المالية (بن ساسي و قريشي (2011، ص 259).

اما بالنسبة للأرباح الموزعة فهي عامل محدد لعلاقة المؤسسة بحامل رؤوس المال حيث انها تمثل التدفقات النقدية المقرر توزيعها على حملة الاسهم العادية وفقاً لربحية المؤسسة و سيولتها (بن الضب، 2009، ص 122) و العامل الرئيسي الذي يعتمد عليه المساهمين و المستثمرين في تقييم سعر المؤسسة في السوق فهو يعتبر مصدر تزويدهم بالمعلومات عن أداء المؤسسة الحالي و المستقبلي (حداد، 2014، ص 299).

ومما سبق يتضح ان سياسة توزيع الأرباح هي إجراءات متبعة تتخذها المؤسسة لضمان مصلحتها ومصلحة المساهمين والأطراف الخارجية رغم جملة القيود التي يفرضها الواقع عليها.

فأبرزت هذه القيود العديد من سياسات توزيع الأرباح التي يمكن للمؤسسة اتباعها من بينها سياسة الأرباح المتبقية وسياسة التوزيع الثابتة والسياسة التوزيعات المنتظمة مع علاوة.

1. قيود ومحددات سياسة توزيع الأرباح:

تخضع سياسة توزيع الأرباح تحت نير مجموعة من القيود والمحددات التي تعيق تطبيقها المناسب، فمنها ما هو متعلق بالمحيط الداخلي للمؤسسة ومنها ما هو متعلق بالمحيط الخارجي للمؤسسة.

1.1. حجم المؤسسة

يحدد حجم الشركة حجم مشكلة الوكالة. في الواقع، كلما كبرت الشركة، زادت مشاكل الوكالة، كلما كان استخدام توزيع الأرباح أكثر شرعية. بالإضافة إلى ذلك، تجذب الشركات الكبيرة أنه من الأسهل الحصول على أموال خارجية، لا سيما من خلال الاتصال بالسوق المالية

2.1. السيولة

يعتبر الشرط الأساسي لتوزيع الأرباح. فكلما كانت المؤسسة في مجبوحه من السيولة كلما زاد استقرار الأرباح. تحافظ السيولة على قدرة المؤسسة على المنافسة ومحددا حويا في توزيع الأرباح. ترى نظرية الإشارة ان الشركات ذات السيولة العالية تنقل إشارات إلى السوق متضمنة قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها بسهولة و متجاوزة كل المخاطر.

3.1. الربحية

تظهر الأدبيات المالية أن ربحية الشركات هي عامل مهم في سياسة توزيع الأرباح (Jensen et al. 1992) (Fama and French, 2000). فالمؤسسات التي تتميز بتذبذب في أرباحها لا تميل إلى توزيع أرباحها بشكل كبير على عكس المؤسسات ذات الأرباح المستقرة تميل إلى سياسة مستقرة التي تتميز باستقراره في التوزيع. تبرز حالة التأكد الكبير الذي تعيشها المؤسسة مما يعكس صورة إيجابية عن المؤسسة وقدرتها على جذب المستثمرين إليها. أظهر Ramli (2010)، أن مستوى الربحية يرتبط بشكل إيجابي وكبير بنسبة الأرباح.

4.1. الفرص الاستثمارية المتاحة

تعتبر اهم الدوافع التي تدفع المؤسسة إلى احتجاز الأرباح. ترتبط قرارات توزيع الأرباح بتحديد الاحتياجات المالية للشركة و التي ترتبط مباشرة بمقدار المتوقع من نشاط و حجم الاستثمار المتوقع. إذا كانت الشركة تشهد نموا سريعا فإنها تحتاج إلى احتجاز الأرباح لتمويل الفرص الاستثمارية. (Fama & French(2001)

5.1. الديون

تشير ادبيات المالية إلى أن استخدام الديون وتوزيع الأرباح يمثل أدوات بديلة لمراقبة المديرين وإيجاد حلول لمشاكل الوكالة. يمثل استخدام الدين وسيلة لتقليل من دفع أرباح الاسهم، كما يمثل أيضا التزام بدفع مبالغ مالية ثابتة مضافة إلى أصل الدين الملزمة بتسديدها وعل هذا الأساس فإن الشركات ذات الاستدانة العالية تتمتع عن توزيع الأرباح او تعتمد إلى توزيع أرباح منخفضة قصد الحفاظ على اموالها الداخلية لمواجهة التزاماتها وخفض تكاليف التمويل الخارجي.

6.1. التدفق النقدي الحر free cash flow

تعد نظرية التدفق النقدي الحر من اهم النظريات المفكرة عن الأسباب التي تدفع بالشركة إلى توزيع الأرباح. تري هذه النظرية ان المديرين الشركة ذات التدفقات النقدية الحرة الكبيرة يعمدون الى سوء التصرف في أموال المؤسسة فقد يلجؤون بدوافع فردية إلى تمويل استثمارات سلبية.

7.1. قدرة المؤسسة على دخول الأسواق المالية

تعاني المؤسسات الصغيرة والجديدة من قدرتها المحدودة على الاقتراض والتمويل بإصدار الأسهم. ويعود ذلك لان هذه الشركات لا تكون معروفة من قبل المصارف او من قبل المستثمرين في الأسواق المالية مما يؤدي الى بطء تداول سنداتهما وأسهمها. لذلك تلجأ هذه الشركات الى الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل بالملكية ويكون لها اتجاه واضح لاحتجاز نسبة كبيرة من الأرباح مقارنة بالشركات الكبيرة والقديمة التي لها قدرة على توزيع نسبة أرباح عالية على المساهمين.

8.1. المحددات الخارجية

تمثل القيود الخارجية في العوامل التالية:

- التضخم: يستدعي التضخم الذي يعيشه الاقتصاد إلى الزيادة في احتجاز الأرباح حفاظا على القدرة الإرادية للمؤسسة لأجل عمليات إحلال الاستثمارات.
- السياسات التي تتبعها المؤسسات المنافسة تمثل قيدا خارجيا للمؤسسة وهو ما يقتضي ضرورة معرفة المنافسين واهم توجيهاتهم.
- القيود القانونية والتي تساهم في الحفاظ على رأسمال المؤسسة من التآكل.
- الضرائب: تعد الضرائب محمدا ومؤثرا مهما على سياسة التوزيع المتخذة
- التشريعات القانونية تختلف القواعد والتشريعات التي تنضم سياسة توزيع الأرباح من بلد الى اخر ومن زمن الى اخر حيث تخضع الشركات الى قوانين البلد التي تعمل فيها.

2. سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة المؤسسة

حاولت العديد من الدراسات إيجاد تفسير للعلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة ويتجلى ذلك من خلال نقطتين أساسيتين

1.2 سياسة توزيع الأرباح ليس لها اثر قيمة المؤسسة

تعود نظرية حياد سياسة توزيع الأرباح الى الاقتصاديين (1961) Miller et Modigliani التي ترى ان قرار توزيع الأرباح لا أثر له على سعر السهم في السوق وانما تتأثر المؤسسة فقط بالأرباح التي تحققها و مخاطر أصولها واستثماراتها أي ان قيمة السوقية للمؤسسة تستمد من الدخل المتولد من إدارة الأصول وليس من كيفية تقسيم هذا الدخل الى توزيعات نقدية على المساهمين وأرباح محتجزة. وحسب هذه النظرية فان كفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيس لثروة المساهمين لهذا نجد ان المستثمرين لا يميزون بين الحصول على توزيعات نقدية وبين إعادة استثمار الأرباح المحققة لدفع النمو والذي بدوره يومن زيادة في مكاسب الرأسمالية عن طريق زيادة الأسعار السوقية للسهم التي يمتلكونها. استندا الباحثان الى جملة من الفرضيات منها :

- كفاءة أسواق المال: عدم قدرة أي مستثمر التأثير على حركة أسعار أوراق المالية سواء كان بائعا او مشتريا لهذه الأوراق.



- توفر المعلومات بنفس الدرجة لجميع المتعاملين في السوق.
- غياب تكاليف اصدار او تكاليف للمعاملات او تأثير ضريبي لتساوي معدلات الضريبة على الدخل والربح.
- السلوك الرشيد المتبع للمستثمر من خلال السعي الدائم الى تعظيم ثروته وذلك بصرف النظر عن إذا كان ذلك يتم من خلال الحصول على توزيعات نقدية للموسسة او من خلال زيادة القيمة السوقية لما يمتلكه من أوراق مالية يتم تداولها في سوق الأوراق المالية.
- السياسة الاستثمارية للمؤسسة لا تتغير مع الاعتماد في تمويل خططها الاستثمارية على مصادر خلاف التمويل الذاتي الامر الذي يؤثر على درجة المخاطر التي تواجهها المؤسسة مع عدم تغيير معدل العائد المطلوب تحقيقه.
- تتوفر لجميع المستثمرين ظروف التأكد التام فيما يتعلق ببرنامج الاستثمار المسجل والأرباح المتوقعة لكل مؤسسة وبذلك ليس هناك حاجة الى التفرقة بين مصادر التمويل المختلفة.

خلاصة القول أوضح كلا الباحثين بالبرهان والتحليل الرياضي ان قيمة المؤسسة تستمد من الاستخدام الأمثل للمواد المختلفة المتاحة وليس كيفية التعامل مع الأرباح وتعتبر كيفية الاستثمارات هي المحدد الرئيسي لثروة المساهمين أي ان سياسة توزيع الأرباح الرباح لا تؤثر على قيمة المؤسسة.

تعتبر الافتراضيات التي تقوم عليها نظرية (Miller et Modigliani (1961 لا تعتمد على ارض الواقع بقدر ما تتحدد بالاختبارات العلمية.

2.2 سياسة توزيع الأرباح لها اثر على قيمة المؤسسة

افرت نظرية (Miller et Modigliani (1961 الكثير من الانتقادات حيث يرى النقاد ان المستثمرين يولون أهمية كبيرة لتوزيع الأرباح اليوم قبل غدا بالإضافة الى ان المستثمرين يخافون من المخاطر في المستقبل حيث يرى بعض الاقتصاديين ان المساهمين يفضلون توزيع الأرباح على مكاسب راس المال لان اغلب المساهمين يعتمدون على الأرباح الموزعة كمصدر أساسي للدخل. بالإضافة الى ان توزيع الأرباح يمثل مؤشرا رئيسيا للحكم على صحة المؤسسة من حيث سيولتها وربحياتها الحالية والمستقبلية.

أ. نظرية العصفور في اليد

تنسب هذه النظرية الى كل من (Myron Gordon(1963) and John Linter (1962) تعتبر وليدة الانتقاد الموجه لنظرية (M&M). تشير نظرية العصفور في اليد إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها أثر مباشر على القيمة السوقية للمؤسسة من خلال تأثيرها في سعر السهم السوقي. ويتجلى هذا التأثير من خلال ان معدل العائد المطلوب على الأصول المملوكة ينخفض بارتفاع توزيعات الأرباح ويعود هذا إلى أن درجة التأكد المستثمر من حصولهم على مكاسب الرأسمالية المحققة من الأرباح المحتجزة اقل من درجة تأكد حصولهم على التوزيعات.



أن ارتفاع درجة المخاطر الناتجة عن ارتفاع حالة عدم التأكد الموافقة لاحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها تدفع بالمستثمرين إلى تفضيل لتوزيع الأرباح على تحقيق مكاسب رأسمالية في المستقبل لكون الأرباح الموزعة في الوقت الحاضر أكثر تأكد من احتمالية الحصول على مكاسب رأسمالية مستقبلية.

ب. نظرية التفضيل الضريبي

تقوم نظرية التفضيل الضريبي على افتراضيات معاكسة لما جاءت به نظرية عصفور باليد، حيث تدع هذه النظرية المؤسسة باحتجاز أكبر قدر من الأرباح المتولدة باعتبار أن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على التوزيعات بسبب الاختلافات في الضريبة بين معدل الضرائب على الأرباح الموزعة ومعدل الضرائب على الأرباح الرأسمالية لأن هذه الأخيرة تخضع لمعدل ضريبة اقل بالمقارنة مع الأرباح الموزعة. وفقا لنظرية التميز الضريبي فإن المؤسسة مطالبة بتخفيض التوزيعات النقدية إلى أدنى مستوى إذا كانت ترغب في تعظيم قيمة السهم.

بطبيعة الحال يفضلوا المساهمون التقليل من الضرائب على ثرواتهم في حالة وجود ضرائب على أرباح راس المال في هذه الحالة من صالح المساهمين عدم توزيع الأرباح وشراء أسهم المؤسسات التي لا توزع الأرباح او على الاقل تقلل من توزيع الأرباح.

ج. نظرية أثر الزبون

للمستثمرين تفضيلات متباينة بما يتعلق بالأرباح الرأسمالية وتوزيع الأرباح. تلعب تفضيلات المستثمرين بين الأرباح الرأسمالية وتوزيع الأرباح دورا فعلا في انتقاء المؤسسة، فالمؤسسات التي تدفع توزيعات عالية تجذب الفئة من المستثمرين التي تفضل الدخل الحالي للاستهلاك الحاضر فحين ان المؤسسات التي تدفع توزيعات منخفضة تجذب المستثمرين الذين يفضلون إعادة استثمار مواردها المالية. بمعنى اخر تلعب تفضيلات المستثمرين بين الاستثمار والاستهلاك العامل الرئيسي في جلب المستثمر للمؤسسة (حنفي وقرياقص، 2002، ص 24).

من خلال ما تم عرضه من اطار نظري، نفترض الاتي

- H1: لتوزيع الأرباح اثر إيجابي على خلق القيمة.

- H2: لتوزيع الأرباح اثر على وتوزيع القيمة

- H2a: لتوزيع الأرباح اثر إيجابي على وتوزيع القيمة. للموظفين

- H2b: لتوزيع الأرباح اثر إيجابي على وتوزيع القيمة للدولة.

- H2c: لتوزيع الأرباح اثر إيجابي على وتوزيع القيمة للمساهمين.

- H2d: لتوزيع الأرباح اثر إيجابي على وتوزيع القيمة للمقرضين.

II . الدراسة الميدانية

سنعرض في هذا الجزء عينة الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة بالإضافة الى التحليل الوصفي لنتائج الاستبانة واختبار الفرضيات.

1. عينة الدراسة

لاختبار الفرضيات التي تمت صياغتها أعلاه بشكل تجريبي ، اخترنا الشركات التونسية خفية الاسم . لجمع البيانات، استخدمنا مصدرين للبيانات، وهما موقع وسيط البورصة Tunisie Valeurs وموقع بورصة تونس (BVMT). توفر هذه المواقع قائمة بالشركات المدرجة وتقارير نشاطها والتقارير السنوية والبيانات المالية للفترة من 2010 إلى 2015.

احتفظنا بعينة أولية بالشركات المدرجة في بورصة تونس (BVMT) للفترة من 2010 إلى 2015 والتي يبلغ عددها 50 شركة. لكننا نستبعد من هذه المجموعة الأولية الشركات في القطاع المالي بما في ذلك البنوك وشركات التأمين وشركات التأجير وشركات الاستثمار، حيث تختلف سياساتها عن تلك الخاصة بالشركات التابعة للقطاع الصناعي والتجاري والسياحي والخدمي ...

نظرًا لأن دراستنا تركز أيضا على الشركات غير المدرجة، فقد كانت زيارة مكاتب الخبراء المحاسبين ضرورية للحصول على قائمة إضافية بالشركات التونسية خفية الاسم وتقاريرها المحاسبية والمالية للسنة من 2010 إلى 2015. قمنا بجمع معلومات تتعلق ب 48 شركة.

تضمنت العينة الأخيرة على 32 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة الأسواق المالية التونسية و 48 مؤسسة غير مالية غير مدرجة في بورصة الأسواق المالية التونسية. و بالتالي يكون حجم العينة 80 مؤسسة للفترة ما بين 2010 إلى 2015 .

2. تعريف المتغيرات

يمثل الجدول المتغيرات التي تم تناولها في هذه الدراسة

الجدول (1): تعريف المتغيرات

المتغير التابع: سيتم حساب خلق القيمة وتوزيعها من خلال نموذج Poulain-Rehm (2006). سنقوم بحساب القيمة لكل شركة وتوزيعها على كل من الشركاء (الموظفين والمساهمين والمقرضين والدولة). يوضح الجدول التالي قياسات كل متغير.		
La valeur partenariale selon la réflexion de Poulain-Rehm (2006)	Indicateurs = المؤشرات	Mesures = القياس
قيمة الشراكة وفقاً Poulain-	Valeur Ajoutée (AV) القيمة المضافة	Chiffre d'affaire – Consommations intermédiaires رقم المعاملات - الاستهلاك
	Valeur Ajoutée allouée aux salaires (EMPAV) القيمة المضافة المخصصة للموظفين	(Charges de personnels + participation de salariés)/Valeur Ajoutée (تكاليف الموظفين + مساهمة الموظفين) / القيمة المضافة
	Valeur Ajoutée allouée aux actionnaires (DAV) القيمة المضافة المخصصة للمساهمين	Dividende/ Valeur Ajoutée التوزيع الارباح / القيمة المضافة



Rehm (2006)	Valeur Ajoutée allouée aux prêteurs (CREDAV) القيمة المضافة المخصصة للمقرضين	(Intérêt + Charges assimilées)/ Valeur Ajoutée (الفائدة + الرسوم المستبعدة) / القيمة المضافة
	Valeur Ajoutée allouée à l'Etat(STAAV) القيمة المضافة المخصصة للدولة	(Païement des impôts+taxes et versement assimilés +impôts sur les bénéfiques)/ Valeur Ajoutée (دفع الضرائب + الضرائب وما شابهها + ضريبة الأرباح) / القيمة المضافة
المتغيرات المستقلة:		
(DIV): est une variable qui prend la valeur de 1 quand l'entreprise distribue des dividendes et 0 si non. (Ferreira et Vilela (2004)).		هو متغير يأخذ قيمة 1 عندما توزع الشركة أرباحًا و 0 إذا لم تكن كذلك. (Ferreira et Vilela (2004)).
(CASH): est le ratio actuel de liquidité. Ce ratios est égal à l'actif court terme / passif court terme (Raheman et Nasr (2007)).		(CASH): هي نسبة السيولة الحالية. هذه النسبة تساوي الأصول قصيرة الأجل / الخصوم قصيرة الأجل (Raheman et Nasr (2007)).
(ROA): La rentabilité d'actif est définie comme le résultat net / total d'actif. Cette mesure est utilisée par Kowalewski et al. (2007))		(ROA): يُعرّف العائد على الأصول بأنه صافي الدخل / إجمالي الأصول. استخدم هذا المقياس من قبل Kowalewski et al. (2007))
(TAIES): le logarithme népérien de la valeur comptable de total l'actif total (Harford et al. (2008)		(TAIES): اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي القيمة الدفترية لإجمالي الأصول (Harford et al. (2008)
(DET): la valeur comptable de la dette à long et à court terme divisée par à la valeur comptable de total d'actif. Cette mesure est utilisée par Agrawal et Knoeber(1996) et (Bhabra (2007).		(DET): القيمة الدفترية للديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل مقسومة على القيمة الدفترية لإجمالي الأصول. يستخدم هذا المقياس Bhabra و Agrawal and Knoeber (1996) و (2007).
(CASHFLOW) est le revenu opérationnel auquel on ajoute la dépréciation et l'amortissement et on retranche l'intérêt, l'impôt et le dividende, divisé par l'actif net. (Dittmar et al. (2003)).		التدفق النقدي: هو عبارة عن عملية تحقق من الدخل على مستوى الإدارة والتشكيل والتخفيض على المستوى الأول، والعائد والأرباح، و تقسم على أساس صافي الموجودات. Dittmar et al. (2003)).
(OPPCROI): la croissance des chiffres d'affaires. Pinkowitz et Williamson (2004) et (Dittmar et al. (2003),		(OPPCROI): النمو في حجم الأعمال. Pinkowitz et Williamson (2004) et Dittmar et al. (2003),
(COTATION): une variable binaire qui prend la valeur de 1 si l'entreprise est cotee et 0 si non.		(COTATION): متغير ثنائي يأخذ القيمة 1 إذا كانت الشركة مدرجة في البورصة و 0 إذا لم يكن كذلك.

المصدر: من اعداد الباحث

3. الأساليب الإحصائية المستخدمة

ممكن تقديم الحوسبة من بناء قواعد بيانات غنية بشكل متزايد بعد فترة مكرسة أساسًا للاقتصاد القياسي للسلاسل الزمنية. ثم، على العكس من ذلك، للحصول على بيانات فردية تتعلق بفترة معينة، تسمى المقطع العرضي اللحظي، وقد استخدم الممارسون أسلوب البيانات المزدوجة تسمى أيضًا البيانات المتقاطعة التي لديها البعد الفردي والزمني.



1.3. الإحصاء الوصفي

الجدول (2): الإحصاء الوصفي للمتغيرات

variables	Obs	Mean	Std.dev	Min	Max
AV	400	14.19	2.89	2.423	19.57
EMPAV	400	0.995	1.002	-2.374	4.92
DAV	400	0.5138	0.846	0	9.465
CREAV	400	1.179	1.813	-0.041	5.946
STAAV	400	0.667	1.374	-0.106	11.82
DIV	400	0.7879	0.4073	0	1
CASH	400	2.524	3.2157	0.1232	37.301
ROA	400	0.0664	0.0945	-0.028	0.7293
TAIES	400	16.303	2.2191	10.9125	21.29
DET	400	0.3265	0.326	0.00458	2.4873
CASHFLOW	400	0.1923	0.1957	-0.0848	1.9728
OPPCROI	400	0.3824	1.225	-4.38	6.4
COTATION	400	0.3725	0.484	0	1

المصدر: من اعداد الباحث

يتم قياس قيمة الشركة من خلال القيمة المضافة (AV) و توزيعها من خلال القيمة المضافة المخصصة للموظفين (EMPAV) والقيمة المضافة المخصصة للمساهمين (DAV) والقيمة المضافة المخصصة للمقرضين (CREDAV) والقيمة المضافة المخصصة للدولة (STAAV).

تتراوح القيمة المضافة بين 2.423 كحد أدنى و 19.57 كحد أقصى. متوسط قيمته 14.19. بلغ متوسط القيمة المضافة المخصصة للموظفين 0.395. يتراوح من (-1.558) كحد أدنى إلى 3.559 كحد أقصى. يبلغ متوسط القيمة المضافة المخصصة للمساهمين 0.513، بحد أدنى 0 وحد أقصى 9.465. توضح هذه القيمة القصوى أن الأرباح تقدم 9 أضعاف القيمة المضافة. يبلغ متوسط القيمة المضافة المخصصة للمقرضين 1.186. يتراوح بين (-0.041) كحد أدنى و 5.945 كحد أقصى. توضح القيمة القصوى أهمية العبء المالي والديون المستخدمة. بلغ متوسط القيمة المضافة المخصصة للدولة (STAAV) 0.667. تتراوح هذه القيمة بين (-0.106) كحد أدنى و 11.82 كحد أقصى.

للفترة ما بين 2011 إلى 2015، شركة تونسية توزع الأرباح. توضح هذه القيمة أهمية توزيع الأرباح لمساهمي الشركة.

يتم قياس السيولة من خلال (CASH) حيث يبلغ متوسط قيمة السيولة 2.524. يتم قياس CASH من خلال نسبة السيولة الحالية. هذا المقياس له متوسط قيمة 2.524. يتراوح من كحد أدنى 0.1232 إلى 37.301 كحد أقصى. توضح هذه النسبة أهمية الأصول المتداولة ومكوناتها مقارنة بالخصوم المتداولة ومكوناتها.



يتم قياس ربحية الشركة من خلال العائد على الأصول (ROA). يبلغ العائد على الأصول في المتوسط 0.0664. الانحراف المعياري هو 0.0945. هذه الربحية تتراوح من (-0.028) كحد أدنى إلى 0.7293 كحد أقصى. يبلغ متوسط حجم الشركات التونسية 16.303. يتراوح حجم الشركة من 10.9125 إلى 21.29. متوسط نسبة الدين 0.3265 الحد الأدنى لقيمة الدين هو 0.0045. توضح هذه القيمة أن هذه الشركة لديها مصادر تمويل أخرى. القيمة القصوى للدين هي 2.4873 توضح هذه القيمة أن هذه الشركة لديها استخدام مسيء للديون. متوسط التدفق النقدي هو 0.1923 قيمته الدنيا هي (-0.084). قيمته القصوى 1.9728 انحرافها المعياري هو 0.1957.

يتم قياس إمكانية النمو من خلال النمو في رقم المعاملات. في المتوسط، تكون فرصة النمو 0.382 وهي منخفضة مقارنة بالنتائج التي توصل إليها (Munyari & Kwenda (2016)) اللذان وثقا متوسط فرصة نمو 0.46 للشركات في زيمبابوي. الحد الأدنى للقيمة (-4.382). تظهر هذه القيمة أن هذه الشركة تواجه صعوبات من حيث زيادة معدل دورانها. القيمة القصوى هي 6.4 في الأخير تتميز العينة بهيمنة المؤسسات غير المسجلة في البورصة.

الجدول (3): مصفوفة الارتباط بين المتغيرات

	AV	EMPAV	DAV	STAAV	CREDAV	DIV	CASH	ROA	TAILES	DET	CASH FLOW	OPPCROI	COTATION
AV	1												
EMPAV	-0.592	1											
DAV	-0.526	0.524	1										
STAAV	-0.510	0.459	0.4156	1									
CREDAV	-0.672	0.7328	0.564	0.522	1								
DIV	-0.369	0.172	0.314	0.2406	0.2895	1							
CASH	-0.238	0.168	0.082	0.094	0.158	0.177	1						
ROA	-0.238	0.0849	0.2463	0.247	0.213	0.41	0.091	1					
TAILES	0.841	-0.559	-0.493	-0.466	-0.609	-0.350	0.187	0.288	1				
DET	0.320	-0.175	-0.235	-0.214	-0.239	-0.384	0.276	-	0.319	1			
CASH FLOW	-0.238	0.254	0.156	0.128	0.193	0.130	0.035	0.062	-0.215	0.022	1		
OPPCROI	0.2323	0.157	0.125	0.193	0.232	0.144	0.015	0.081	-0.215	0.083	0.089	1	
COTATION	-0.877	0.5870	0.569	0.570	0.730	0.401	0.162	0.337	-0.817	0.343	0.280	0.288	1

المصدر: من اعداد الباحث

نبدأ هذه الخطوة بالتحقق من الارتباطات بين المتغيرات التابعة و المتغيرات الرئيسية، من أجل ضمان عدم وجود ترابط بين المتغيرات التي ترتبط ببعضها البعض ارتباطاً وثيقاً. نجد أن معظم الارتباطات ضعيفة نسبياً. يتم تسجيل أكبر ارتباط بين حجم المؤسسة و خلق القيمة (AV) و COTATION، و بين COTATION و CREDAV



2.3. النموذج

لدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على خلق و توزيع الأرباح, اخترنا النماذج الخمس التالية

$$AV_{it} = f((DIV_{it}, CASH_{it}, ROA_{it}, DET_{it}, CASHFLOW_{it}, OPCRO_{it}, \epsilon_{it}) \quad (1)$$

$$EMPAV_{it} = f(DIV_{it}, CASH_{it}, TAILES_{it}, DET_{it}, CASHFLOW_{it}, OPCRO_{it}, COTATION_{it}, \epsilon_{it}) \quad (2)$$

$$STAAV_{it} = f(DIV_{it}, CASH_{it}, ROA_{it}, TAILES_{it}, DET_{it}, CASHFLOW_{it}, OPCRO_{it}, COTATION_{it}, \xi_{it}) \quad (3)$$

$$DAV_{it} = f(DIV_{it}, CASH_{it}, ROA_{it}, TAILES_{it}, DET_{it}, CASHFLOW_{it}, OPCRO_{it}, COTATION_{it}, \epsilon_{it}) \quad (4)$$

$$CREDAV_{it} = f(DIV_{it}, CASH_{it}, ROA_{it}, TAILES_{it}, DET_{it}, CASHFLOW_{it}, OPCRO_{it}, COTATION_{it}, \epsilon_{it}) \quad (5)$$

الجدول (4): العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وخلق القيمة وتوزيعها

	النموذج 1	النموذج 2	النموذج 3	النموذج 4	النموذج 5
	AV	EMPAV	STAAV	DAV	CREDAV
constante	14.21 (0.000)***	2.5 (0.000)***	0.466 (0.647)	0.739 (0.192)	7.41 *** (0.000)
DIV	-0.073 (0.767)	-0.15 (0.212)	-0.020 (0.916)	0.193 (0.086)*	0.23 (0.345)
CASH	-0.044 (0.013)	0.025 (0.049)**	-0.006 (0.748)	-0.006 (0.567)	0.034 (0.101)
ROA	1.048 (0.108)	-1.1 (0.015)	0.95 (0.173)	0.16 (0.709)	-0.682 0.382
TAILLE	-	-0.1 (0.001)***	-0.022 (0.690)	-0.038 (0.215)	0.395 *** (0.000)
DETTE	0.543 (0.196)	-0.006 (0.964)	-0.004 (0.986)	-0.053 (0.706)	-0.296 (0.389)
CASHFLOW	-0.7711 (0.012)	0.54 (0.011)**	-0.1086 (0.733)	-0.003 (0.986)	0.369 0.302
OPPCROISS	0.037 (0.334)	-0.008 (0.811)	0.053 (0.238)	-0.026 (0.372)	0.025 (0.597)
COTATION	-	0.84 (0.000)***	1.44 (0.000)***	0.76 (0.000)***	-
R ²	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

المصدر: من اعداد الباحث

نلاحظ من خلال الجدول رقم 4 الذي يلخص العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وخلق القيمة وتوزيعها. اثبت النموذج الأول، ان سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على خلق القيمة وبالتالي فإن الفرضية الأولى لم تتحقق.



اثبت النموذج الثاني، ان سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على توزيع القيمة على الموظفين وبالتالي فإن الفرضية الثانية (2Ha) التي ترى ان لتوزيع الأرباح أثر إيجابي على وتوزيع القيمة للموظفين لم تتحقق. تفسر هذه النتيجة بغياب تمثيل مساهمة الموظفين في الشركة من خلال الأسهم التي نعرض على الموظفين.

اثبت النموذج الثالث، ان سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على توزيع القيمة على الدولة وبالتالي فإن الفرضية الثانية (2Hb) التي ترى ان لتوزيع الأرباح أثر إيجابي على وتوزيع القيمة للدولة لم تتحقق. حسب هذه النتيجة، لا يعد توزيع الأرباح موردا للدولة.

اثبت النموذج الرابع، ان سياسة توزيع الأرباح لها تأثير على توزيع القيمة على الدولة وبالتالي فإن الفرضية الثانية (2Hc) التي ترى ان لتوزيع الأرباح أثر إيجابي على وتوزيع القيمة للمساهمين قد تحققت تفسر هذه النتيجة بأهمية سياسة توزيع الأرباح للمساهمين باعتبارها كمورد للدخل وللمؤسسة كمستقطب للمساهمين الراغبين في توظيف استثماراتهم .

اثبت النموذج الخامس، ان سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على توزيع القيمة للمقرضين وبالتالي فإن الفرضية الثانية (H2d) التي ترى ان لتوزيع الأرباح أثر إيجابي على وتوزيع القيمة للمقرضين لم تتحقق. تفسر هذه النتيجة بأن سياسة توزيع الأرباح لا يستغلها المقرض كوسيلة للضغط على المؤسسة في حال الالتجاء الى الاقتراض من المؤسسات المصرفية.

توثر السيولة على القيمة الموزعة على الموظف. فهي تعتبر مصدر لصرف جراته. لا توثر ربحية المؤسسة على خلق وتوزيع القيمة بجميع أنواعها. يوثر حجم المؤسسة على القيمة الموزعة للموظفين سلبا. كلما زاد حجم المؤسسة كلما تناقصت القيمة الموزعة على الموظفين. فحين ان حجم المؤسسة يوثر ايجابيا على القيمة الموزعة للدائنين. كلما كبر حجم المؤسسة كلما ازدادت القيمة الموزعة للدائنين. لا توثر الديون على خلق القيمة وتوزيعها يوثر التدفق النقدي على القيم الموزعة للموظفين. لا تؤثر إمكانيات النمو المتاحة على المؤسسة في خلق وتوزيع القيمة. تتأثر كل من القيمة الموزعة على الموظفين والدولة والمساهمين بإدراج المؤسسة ضمن الأسواق المالية.



الخاتمة

تناول هذا المقال أثر سياسة توزيع الأرباح على خلق وتوزيع القيمة من خلال دراسة للمؤسسات التونسية خفية الاسم. تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم وأصعب القرارات التي تواجهها المؤسسة نظرا لانعكاساتها على رغبات المساهمين دون المساس بالقدرة التمويلية للمؤسسة. ونظرا لهذه الانعكاسات ظهرت العديد من النظريات التي تحاول إيجاد سياسة مثلى لتوزيع الأرباح منها ما ترى ان سياسة توزيع الأرباح ليس لها أثر على قيمة المؤسسة وأخرى اثبت ان لسياسة توزيع الأرباح لها أثر على قيمة المؤسسة. انطلاقا من الاطار النظري لسياسة توزيع الأرباح، حولنا تطبيق اثر سياسة توزيع الأرباح على خلق و توزيع الأرباح من خلال نموذج Poulain-Rehm (2006). الذي يعرض القيمة للشركة وتوزيعها على كل من الشركاء (الموظفين والمساهمين والمقرضين والدولة). اثبتت هذه الدراسة ان سياسة توزيع الأرباح ليس لها تأثير على خلق القيمة من خلال قياسها بالقيمة المضافة و لا على توزيعها من خلال قياس القيمة المضافة للموظفين و القيمة المضافة للمقرضين و القيمة المضافة المخصصة للدولة. فحين ان سياسة توزيع الأرباح لها تأثير على القيمة المضافة المخصصة للمساهمين مبينة لما تحضي به الأرباح ونموها من مكانة لدى المساهمين.

بالرغم ان هذه الدراسة الأولى التي تتطرق الى أثر سياسة توزيع الأرباح على خلق وتوزيع القيمة للمؤسسات التونسية خفية الاسم فهذا لا يخفي وجود عدة نقائص

أولاً، يعتبر حجم العينة متوسط وهو لا يسمح لنا بتعميم النتائج التي توصلنا اليها. ثانياً، يعد الإطار الزمني والمكاني محدوداً نوعاً ما، ومن هنا يمكن اخذ مدة زمنية أكبر ودراسة دول أخرى لإجراء مقارنة على النتائج المتحصل عليها. ثالثاً، تتأثر وتؤثر سياسة توزيع الأرباح وخلق القيمة وتوزيعها ومن هنا يمكن استعمال المعادلة المتماثلة. رابعاً، يمكن الاخذ بالنظر متغيرات تتعلق بالحوكمة يودي الى نتائج مغايرة. خامساً، تتأثر سياسة توزيع الأرباح بسلوكيات المستثمرين والمسيرين و التي تؤدي الى اختلافات في خلق للقيمة و توزيعها بين المؤسسات و التي لو اخذنا بعين الاعتبار ستؤدي الى نتائج مختلفة.

قائمة المراجع:

- الياس بن ساسي، و يوسف قريشي. (2011). التسيير المالي " الإدارة المالية" (الإصدار دار وائل للنشر).
- بلعشي، عبد المالك. (2014). أثر فتح رأس المال على سياسة توزيع الأرباح بالمؤسسة العمومية الاقتصادية المسعرة بالبورصة -دراسة تحليلية لمجمّع صيدال-. جامعة الجزائر 3:مذكرة ماجستير غير منشورة
- جمال قدام، و جمال الدين ترفاس. (اوت 2019). اثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة، دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داوجونز مجلة البشائر الاقتصادية، 5 (2)، 46-62.
- عبد القادر بريس، و عيسى بدروني. (2013). محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية.

الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية (10)، 12-22

- عبد الغفار حنفي، و رسمية زكى قرياقص (2002). مدخل معاصر في الإدارة المالية. الإسكندرية: الدر الجامعية
- علي بن الضب (2009). دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008. جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير. رسالة ماجستير.
- Agrawell A., & Knoeber C.R. (1996), « Firms Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders », Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.31, pp.377-397.
- Al-Malkawi H. N. (2007), «Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model», Journal of Economic & Administrative Sciences, Vol. 23, N° 2, pp: 44-70.
- Bhabra G. S. (2007),« Insider ownership and firm value in New Zealand», Journal of Multinational Financial Management, Vol. 17, N°2, pp.142-154
- Dittmar A., Mahrt-Smith J. and Servaes H. (2003), « International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings», Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 28, pp. 111–133.
- Fama E., & French K. (2000), «Forecasting profitability and earnings », Journal of Business, Vol. 73, pp.161-175.
- Fama E.F., & French K.R. (2001), «Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?», Journal of Financial Economics, Vol. 60, pp.3-43,.
- Ferreira M. A., & Antonio V.S. (2004), «Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries», European Financial Management Vol. 10, No. 2 pp. 295-319.
- Gordon, M. (1963).Optimal Investment and Financial Policy. Journal of Finance,264-272.
- Harford J., Mansi S.A., &Maxwell W.F. (2008), « Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US », Journal of Financial Economics, Vol. 87, N°3, pp.535-555.
- Jensen, G. R., Solberg, D. P. and Zorn, T. S. (1992), « Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies», Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 27, N°. 2, pp. 247-263.
- Kowalevski O., Stetsyuk I., & Tlavera O. (2007), « Corporate Governance and Dividend Policy in Poland », Available at SSRN 986111.
- Lintner, J. (1962).Dividends, Earning, Leverage, Stock Price, and the supply of capital to corporations. Review of Economics and Statistics, 243-269.
- Miller,M.,& Modiglianni, F.(1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. Journal of Business, 411-433.
- Munyari S., & Kwenda F. (2016) , « Does Simultaneity between Cash Holding and Dividend Policies hold in Zimbabwe's Multiple Currency System?», SAEF Working Paper



- Pinkowitz L., & Williamson R. (2001), « Bank Power and Cash Holdings: Evidence from Japan», *Review of Financial Studies*, Vol. 4, pp. 1059–1082.
- Poulain-Rehm, (2006), « L'actionnariat des salaries en France: un facteur de création de la valeur», *Working Paper*, University of Montesquieu.
- Raheman A., & Nasr M. (2007), « Working capital management and profitability–case of Pakistani firms», *International Review of Business Research Papers*, Vol.3,N°1,pp. 279-300.
- Ramli N. M. (2010), «Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Malaysian Companies», *International Review of Business Research Papers* Vol.6, N°.1, pp.170-180.