



أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وقرار المستثمر، دراسة ميدانية للمؤسسات المسجلة في بورصة الجزائر

The impact of dividend policy on the firm value and Investor's decision Field study of companies listed on the Algiers Stock Exchange

سلالي بوبكر

المركز الجامعي سي الحواس، بركة،
الجزائر

boubakeur.sellali@cu-barika.dz

سايب عبد الله*

المركز الجامعي نور البشير، البيض
الجزائر

a.saib@cu-elbayadh.dz

تاريخ النشر: 2022/04/22

تاريخ القبول: 2022/04/04

تاريخ الإرسال: 2022/01/08

ملخص:

تهدف الدراسة لإبراز أهمية تفعيل سياسة مثلى لتوزيع الأرباح داخل المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، تمثلت الاشكالية في معرفة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وقرار المستثمر، من خلال استخدام المنهج الوصفي التحليلي، ولتحقيق هدف الدراسة قمنا بإعداد استبيان وتوزيعه على عينة من المهنيين والمستثمرين الذين لهم علاقة بالمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، حيث بلغ عدد أفراد العينة 71 فردا، وتوصلت الدراسة للعديد من النتائج من بينها: سياسة توزيع الأرباح تؤثر بدرجة عالية على قرار المستثمر؛ سياسة توزيع الأرباح تؤثر بدرجة عالية على قيمة المؤسسة.

الكلمات المفتاحية: توزيع أرباح؛ مؤسسات مدرجة؛ بورصة الجزائر؛ سياسة توزيع أرباح، قيمة مؤسسة، قرار مستثمر.

Abstract :

The study aims to highlight the importance of activating an optimal dividend policy within the companies listed on the Algiers Stock Exchange. The research problem focus was on the impact of the dividend policy on the firm value and the investor's decision, the researcher depended on the analytical descriptive approach, A questionnaire was designed and handed to a sample of professionals and investors who have a relationship with companies listed on the Algiers Stock Exchange to fulfill the study's aims. The number of respondents to this questionnaire was 71. The study concluded that: The dividend policy is highly affecting the investor's decision; The dividend policy is highly affecting the firm value.

Key Words: Dividends; The companies listed; The Algiers Stock Exchange; The Dividend policy; The value of the institution; The investor's decision; The firm value.

JEL Classification: G35, G12, G15.

* مرسل المقال: سايب عبد الله (a.saib@cu-elbayadh.dz)

المقدمة:

تعتبر المؤسسة مركز لتحديد قراراتها المالية، ومن أهم هذه القرارات تلك المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح، والتي لها أثر كبير على قيمة المؤسسة، لأن المؤسسة تختار بين توزيع الأرباح على المساهمين من أجل تلبية رغباتهم، أو احتجاز تلك الأرباح ودعم التمويل الذاتي من أجل الحصول على العديد من المزايا كتدعيم عمليات نمو المؤسسة وتقليل



الاستدانة، وبالتالي المسيرين والمساهمين يولون أهمية كبيرة لسياسة توزيع الأرباح، وتبعاً لما سبق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية الآتية: ما أثر سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر على جلب المستثمر والرفع من قيمة المؤسسة؟

وتتفرع الإشكالية الرئيسية إلى التساؤلات الفرعية التالية :

- إلى أي مدى تؤثر سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر على قرارات المستثمرين ؟
 - إلى أي مدى تؤثر سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر على قيمة المؤسسة ؟
- وكإجابة أولية عن التساؤلات المطروحة نعتد الفرضيات التالية:
- سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر تؤثر بدرجة عالية على قرارات المستثمرين.
 - سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر تؤثر بدرجة عالية على قيمة المؤسسة.

تكمن أهمية البحث من أهمية سياسة توزيع الأرباح ذاتها، ومن ثم أثر هذه السياسة على قيمة المؤسسة وقرار المستثمر، خاصة في ظل التحديات والمعوقات الحالية التي تواجه بورصة الجزائر.

ويهدف البحث لإبراز أهمية تفعيل سياسة مثلى لتوزيع الأرباح داخل المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، وذلك نظراً لدورها الهام في العديد من الجوانب ومن بين أهم هذه الجوانب هو الرفع من قيمتها وجلب مستثمرين جدد.

المنهج المتبع في الدراسة هو المنهج الوصفي التحليلي، وذلك من خلال المراجع والأبحاث المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح، إضافة إلى دراسة استطلاعية من خلال أعداد استبيان وتوزيعها أو إرسالها على جميع المديرات العامة أو مديرات المحاسبة والمالية الرئيسية للمؤسسات المسعرة في البورصة الجزائرية والتي وافقت على التعاون مع هذه الدراسة، ومن ثم التحليل الوصفي للاستبيان (الوسط الحسابي، والانحراف المعياري... الخ) واختبار الفرضيات من خلال اختبار (One Sample t Test)، واستخلاص النتائج وتقديم التوصيات المتعلقة بمدى تأثير سياسة توزيع الأرباح لدى المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر على قيمة المؤسسة وقرارات المستثمرين.

الحدود المكانية للدراسة اقتصر على المديرات العامة أو مديرات المحاسبة والمالية الرئيسية للمؤسسات المسعرة في البورصة الجزائرية والتي مقرها بالجزائر العاصمة، أما **الحدود الزمانية** فكانت خلال الفترة 2021/2020.

I. الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح:

سنعرض في هذا الجزء الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح، بالإضافة إلى عرض أثرها على قيمة المؤسسة وأهم النظريات التي حاولت إيجاد سياسة مثلى لها.

1. الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح:

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم القرارات الاستراتيجية التي تؤثر على مستقبل المؤسسة، فعملية الاختيار بين توزيع الأرباح على حملة الأسهم وبالتالي تحقيق رغباتهم (خاصة المساهمين الصغار منهم)، أو احتجاز هذه الأرباح لتمويل المشاريع الإستثمارية المتاحة أمام المؤسسة وبالتالي تحقيق رغبات المسيرين (قدام و ترفاس ، 2019، صفحة 48).



وعلى هذا الأساس فسياسة توزيع الأرباح تساعد في دعم الهيكل المالي وذلك عن طريق الزيادة في الاموال الخاصة بواسطة الارباح غير الموزعة، ويتحقق ذلك إما من خلال الاحتفاظ بجزء من أرباح المساهمين لزيادة التمويل الذاتي أو توزيع الأرباح على المساهمين للرفع من قيمة الأسهم في سوق المال (بن ساسي و قريشي ، 2011، صفحة 264). وعموما فقد تعددت التعاريف المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح، ولا يوجد تعريف موحد متفق عليه لسياسة توزيع الأرباح ولكن هناك العديد من المحاولات والاجتهادات في هذا الشأن، فقد تم تعريف سياسة توزيع الأرباح " بأنها الحلقة الضائعة بين توزيع الأرباح على المساهمين والنمو، باعتبارها تؤثر على كل من توزيع الأرباح ومعدل النمو، بحيث يعتبر النمو من عناصر نموذج التوزيعات، فينظر إلى مسألة التوزيعات على أساس الإختيار بين توزيعات نقدية حالية؛ ومعدل نمو مستقبلي، وتعني سياسة توزيع الأرباح نسبة الربح الذي يتم توزيعه على المساهمين" (زرقون، 2010، صفحة 85).

كما تعرف بأنها " قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على حملة الأسهم وبين احتجازها من أجل إعادة استثمارها لدعم ما يعرف بالتمويل الذاتي" (بريش و بدروني، 2013، صفحة 13). كما تفسر أيضا بأنها "جزء من الأرباح الذي يقوم المسير بتوزيعها على المساهمين في شكل نقدي أو عيني، هذه الأرباح ناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو السابقة لتلبية احتياجات المساهمين أو إرسال إشارة للسوق عن وضعية معينة وتكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الخارجية للمؤسسة" (بن الضب، 2009، صفحة 122). ورغم اختلاف التعاريف حول سياسة توزيع الأرباح، إلا أنه يلاحظ أن أغلب هذه التعاريف تطرقت لنقطتين أساسيتين هما التمويل الذاتي والأرباح الموزعة، وبالتالي لتوضيح سياسة توزيع الأرباح يجب فهم هاتين النقطتين. بالنسبة للتمويل الذاتي من جهة فهو المحور الأساسي للتمويل خصوصا في مرحلة النمو، حيث يساهم بشكل مباشر في التقليل من المصادر الخارجية للتمويل، وبالمقابل يلعب دور الطعم لجذب وتحفيز وسائل التمويل الخارجية عند اللجوء الى الاستدانة و/ أو فتح رأس مال للمساهمة، كما يمكن القول أن التمويل الذاتي هو تلك الموارد الجديدة المتكونة بواسطة النشاط الأساسي للمؤسسة والمحتفظ بها كمصدر تمويل دائم للعمليات المستقبلية، فهو تلك النتائج الإجمالية التي سيعاد استثمارها في المستقبل بعد توزيع مكافآت رأس المال لينتج عنها فائض نقدي محقق بواسطة النشاط الأساسي والموجه نحو تمويل النمو في الاحتياجات المالية (بن ساسي و قريشي ، 2011، صفحة 259). أما بالنسبة للأرباح الموزعة فهي أهم عنصر يحدد علاقة المؤسسة بجملي رؤوس المال حيث تعرف على أنها " تلك التدفقات النقدية المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية وفقا لرجحية المؤسسة وسيولتها" (بن الضب، 2009، صفحة 122). إذا الأرباح الموزعة تعتبر "العامل الرئيسي الذي يعتمد عليه المساهمين والمستثمرين من أجل تقييم سعر المؤسسة في السوق، هذه التوزيعات تمثل أحد مصادر التدفقات النقدية للمساهمين وتزويدهم بمعلومات عن أداء المؤسسة الحالي والمستقبلي، ولأن الأرباح المحتجزة هي أحد أشكال مصادر التمويل الداخلي فإن توزيع الأرباح يؤثر بشكل كبير على حاجات المؤسسة من التمويل الخارجي" (حداد، 2014، صفحة 299).



وبالتالي ومن خلال ما سبق تواجه المؤسسة صعوبة كبيرة في الوصول الى تحقيق رغبات المساهمين دون المساس بالقدرة التمويلية للمؤسسة، فتظهر العديد من سياسات توزيع الأرباح التي يمكن للمؤسسة أن تتبعها، وهنا توجد العديد من السياسات المعروفة لتوزيع الأرباح، من بينها سياسة الأرباح المتبقية وسياسة التوزيعات الثابتة وسياسة التوزيعات المنتظمة مع علاوة.

وتتعلق سياسة الأرباح المتبقية بتوزيع ما تبقى من الأرباح بعد احتجاز ما يلزم لتمويل الاستثمارات (النعيمي و الخرشه ، 2007، صفحة 455)، أما سياسة التوزيعات الثابتة فهي تقوم على الدفع النقدي للتوزيعات نقد لحملة الأسهم كجزء من الأرباح بعملة الدولة الذي تعمل بها المؤسسة، حيث تسح من طريق قسمة الأرباح الموزعة نقدا لكل سهم على صافي الربح لكل سهم عادي من الأرباح، والإشكال في تطبيق هذه السياسة هو في حالة انخفاض أرباح المؤسسة أو تحقيقها خسائر في فترة معينة فإن الأرباح الموزعة ستخفض، ولأن الأرباح الموزعة تعتبر كإشارة على أحوال المؤسسة فإن هذا سيؤثر سلبا على سعر السهم السوقي (حنفي و قرياقص، 2002، صفحة 393).

أما سياسة التوزيعات المنتظمة مع علاوة فهي مبنية على دفع توزيعات أرباح ثابتة في كل فترة زمنية، ويعتبر المساهمين هذه السياسة بأنها ايجابية فهي تحفض من درجة عدم التأكد لديهم في ما يتعلق بتوزيعات الأرباح المستقبلية، وغالبا ما تقوم المؤسسات التي تتبع مثل هذه السياسة بزيادة توزيعات الأرباح كلما تأكدت من زيادة أرباحها وبالتالي فتوزيعات الأرباح حسب هذه السياسة لا تنخفض أبدا (حداد، 2014، صفحة 314).

2. سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة المؤسسة

توجد العديد من الدراسات التي حاولت تفسير العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة حيث يمكن مناقشة هذه العلاقة من خلال نقطتين أساسيتين هما:

1.2. سياسة توزيع الأرباح ليس لها أثر على قيمة المؤسسة.

بمعنى أن الأرباح الموزعة ليست لها أهمية وأن سياسة توزيع الأرباح مستقلة عن قيمة المؤسسة، حيث تحدد قيمة المؤسسة استنادا لقرارات الاستثمار والتمويل ضمن هيكل رأس المال الأمثل، وليس عن طريق قرار توزيع الأرباح، أي سياسة توزيع الأرباح ليس لها تأثير على قيمة المؤسسة، "كما أن المساهمين غير مبالين ما إذا كان حصولهم على العائد المتوقع على استثماراتهم في شكل أرباح موزعة أو في شكل فائض في القيمة على الأسهم" (Graham, 2017, p. 17).

ويعتبر ما قدمه ميلر (Miller & Modiglianni, 1961) بشأن ذلك من الدراسات الأولى الرائدة في ذلك حيث بينا بالدليل أن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر في قيمة المؤسسة وأن ثروة المساهمين هي نفسها سواء بالحصول على أرباح موزعة أو فوائض في القيمة ولغرض القيام بدراستهما في هذا المجال، استند الباحثان على مجموعة من الفرضيات، والمتمثلة في (سويسي، 2009، صفحة 211):

- كفاءة أسواق رأس المال، بحيث لا يوجد مستثمر يستطيع التأثير على حركة أسعار الأوراق المالية سواء كان بائعا أو مشتريا للأوراق المالية، وذلك إلى جانب توافر المعلومات بنفس الدرجة لجميع المتعاملين في السوق، مع انعدام وجود



تكاليف إصدار، أو تكاليف للمعاملات، أو تأثير ضريبي نظرا لتساوي معدلات الضريبة المفروضة على الدخل والربح الرأسمالي (أرباح المؤسسات)؛

- اتباع المستثمر السلوك الرشيد من خلال السعي الدائم إلى تعظيم ثروته، وذلك بصرف النظر عما إذا كان ذلك يتم من خلال الحصول على توزيعات نقدية من المؤسسة، أو من خلال زيادة القيمة السوقية لما يمتلكه من أوراق مالية يتم تداولها في سوق الأوراق المالية؛

- عدم تغير السياسة الاستثمارية التي تتبعها المؤسسة، مع اعتمادها في تمويل خططها الاستثمارية على مصادر خلاف التمويل الذاتي، الأمر الذي لن يؤثر على درجة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة، ومن ثم عدم تغير معدل العائد المطلوب تحقيقه؛

- توافر ظروف التأكد التام لجميع المستثمرين فيما يتعلق ببرنامج الاستثمار المستقبلي، والأرباح المتوقعة لكل مؤسسة، وبذلك فليس هناك حاجة إلى التفرقة بين مصادر التمويل المختلفة.

باختصار أوضح كل من ميلر ومودجلياني بالبرهان والتحليل الرياضي أن "قيمة المؤسسة تتوقف على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح وأكد أن كفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيسي لثروة المساهمين (قيمة المؤسسة) " (بريش و بدروني، 2013، صفحة 12) أي سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على قيمة المؤسسة.

2.2. سياسة توزيع الأرباح لها أثر على قيمة المؤسسة.

برزت الكثير من الانتقادات لعدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة " فيرى هؤلاء النقاد أن المستثمرين يولون أهمية كبيرة لتوزيع الأرباح اليوم قبل الغد بالإضافة إلى ذلك المستثمرون يخافون من المخاطر في المستقبل، حيث يرى البعض من الاقتصاديين أن المساهمين يفضلون توزيع الأرباح على مكاسب رأس المال لأن أغلب المساهمين يعتمدون على الأرباح الموزعة كمصدر أساسي للدخل كما أن توزيع الأرباح مؤشر رئيسي للحكم على صحة المؤسسة من حيث سيولتها وربحياتها الحالية والمستقبلية.

حيث من أهم المنتقدين لدراسة ميلر ومودجلياني (Miller and Modigliani, 1961)، كانت لكل من (Lintner, 1962) و (Gordon, 1963)، حيث " يشير هذا الانتقاد إلى أن دولار كتوزيع أرباح اليوم أكثر من قيمة دولار محتجز كاحتياطات، لأن المستثمرين ينظرون إلى الأرباح غير الموزعة محفوفة بالمخاطر، وبعبارة أخرى المستثمرون يختارون حيث يرى جوردن أن المستثمرون يفضلون الحل المبكر بسبب حالة عدم اليقين (Pascal & Georges, 2009).

بالإضافة إلى ذلك دراسة (WALTER, J.E, 1963) التي هدفت إلى "تحليل طبيعة العلاقة القائمة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، فبدراسة مجالات استخدام المؤسسة لتدفقاتها النقدية الصافية الناتجة عن عمليات التشغيل (الاستغلال)، وباستخدام التحليل الإحصائي، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط قوية بين سياسة التوزيع التي تتبعها المؤسسة وقيمتها، باعتبار أن قيام المؤسسة بتوزيعات نقدية سوف يؤثر على حجم التدفق النقدي



- المتوقع تحقيقه مستقبلا، كما أن هذه العلاقة تظهر بصورة أكثر وضوحا في حالة اختلاف المعاملة الضريبية للدخل والتوزيعات، ووجود تكاليف خاصة بالمعاملات" (سويبي، 2009، صفحة 213).
- واعتمد جوردن على مجموعة من الافتراضات تتمثل في: (بن الضب، 2009، صفحة 178)
- يتميز السوق المالي بالكفاءة؛
 - معدل المردودية المطلوب والمتوقع على الاستثمارات ثابت؛
 - لا وجود للتمويل الخارجي؛
 - معدل نمو المؤسسة ثابت ويساوي نسبة الأرباح المحتجزة مضروبا في نسبة المردودية المتوقعة؛
 - معدل النمو أقل من معدل المردودية المقدر؛
 - نسب الأرباح الموزعة ثابتة.

ونجد أن (M. Gordon, 1963) اعتمد في تحليله والنتائج المتوصل إليها بهذا الشأن على النموذج الذي قدمه حيث يركز هذا النموذج والمعروف بنموذج عصفور في اليد "Bird in hand model" على توقعات المستثمرين أي درجة تأكد المستثمر بشأن التوزيعات التي يتوقع الحصول عليها في السنة القادمة ($N+1$) تكون أكبر من درجة تأكده بشأن توقعاته للسنة التي تليها ($N+2$)، وذلك على اعتبار أن درجة المخاطرة ترتفع مع الزمن، فكلما كانت التوقعات تحصل مبكرا كلما كانت درجة التأكد مرتفعة (أو درجة عدم التأكد منخفضة) (سويبي، 2009، صفحة 213).

وتشير دراسة (Elton, & Gruber, 1970) إلى أن أهمية سياسة توزيع الأرباح لا يقتصر أثرها على أسعار الأسهم في السوق المالية وإنما تمتد لتشمل مجموعات المستثمرين في أسهم المؤسسة، تفضيلات المساهمين في المؤسسة متباينة تجاه سياسة توزيع الأرباح، فعلى سبيل المثال يفضل بعض المساهمين من المتقاعدين أو كبار السن توزيع الأرباح لأنهم يعدونه دخلا رئيسيا لاستهلاكهم، لذا يرون أن على المؤسسة أن توزع أكبر قدر ممكن من أرباحها بينما تختلف وجهة نظر بعض المساهمين الذين لا يحتاجون إلى أرباح استثماراتهم، إذ يفضلون احتجاز تلك الأرباح تمهيدا لإعادة استثمارها مجدد داخل المؤسسة، ونتيجة لذلك التباين سيلاحظ المتتبع لسلوك المجموعة الأولى من المساهمين أنهم سيتخلون عن استثماراتهم في المؤسسة التي تحتجز الأرباح، ويشتركون أسهم المؤسسات التي تعمل على توزيع الأرباح بصورة مستمرة، والعكس صحيح بالنسبة للمجموعة الثانية، وعليه فقد استنتج الباحثان أن سياسة توزيع الأرباح قد تؤثر في حجم تداول أسهم المؤسسة في السوق المالية وبالتالي على قيمة المؤسسة.

3. صعوبات تحديد سياسة مثلى لتوزيع الأرباح

يواجه المسير في العادة صعوبة كبيرة في تحديد سياسة توزيع الأرباح المثلى للمؤسسة، فالمسير يفاضل بين خيارين، الخيار الأول هو احتجاز الأرباح وبالتالي تمويل الاستثمارات التي تؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة ورأس مال المساهمين، أما الخيار الثاني فهو توزيع الأرباح على المساهمين، وبالتالي ظهرت العديد من النظريات التي تحاول إيجاد صيغة مثلى لسياسة توزيع الأرباح، ومن أهم هذه النظريات ما يلي:



1.3. نظرية التمييز الضريبي:

جاءت نظرية التمييز الضريبي (Tax Preference Theory) معاكسة لما جاءت به نظرية عصفور باليد، "أي تدعو المؤسسات لاحتجاز أكبر قدر من الأرباح المتولدة، حيث تقوم على مبدأ أن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على التوزيعات بسبب الاختلافات الضريبية بين معدل الضرائب على الأرباح الموزعة ومعدل الضرائب على الأرباح الرأسمالية، حيث في العادة الأرباح الرأسمالية لتخضع لمعدل ضريبة أقل بالمقارنة مع الأرباح الموزعة، ووفقاً لنظرية التمييز الضريبي، فإنه يجب على المؤسسات أن تقوم بتخفيض التوزيعات النقدية إلى أدنى مستوى إذا كانت راغبة في تعظيم قيمة الأسهم، ومن ثم يمكن أن نطلق عليها نظرية عصفور على الشجرة" (زرقون، 2010، صفحة 87). فالمساهمون بطبيعة الحال يفضلون التقليل من الضرائب على ثرواتهم، في حالة وجود ضرائب على الأرباح الموزعة أعلى من ضرائب على أرباح رأس المال، فمن صالح المساهمين عدم توزيع الأرباح وشراء أسهم المؤسسات التي لا توزع الأرباح أو على الأقل تقلل من توزيع الأرباح، فحسب كل من ويستن وبرقاهم أنه "في حالة وجود ضرائب المستثمر يفضل إعادة استثمار الأرباح بدلا 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 جوردن فهذا يؤدي إلى ارتفاع ثروة المستثمر" (بريش و بدروني، 2013، صفحة 14).

2.3. نظرية أثر الزبون:

نتيجة لوجود تفضيلات متباينة بين المستثمرين فيما يتعلق بالأرباح الرأسمالية وتوزيع الأرباح، فإن المؤسسات التي تدفع توزيعات عالية، فإنها تجذب تلك الفئة من المستثمرين التي تفضل الدخل الحالي لاستهلاك الحاضر، بينما المستثمرين الذين يفضلون إعادة استثمار مواردهم المالية، فإنهم يفضلون المؤسسات التي تدفع توزيعات منخفضة، بمعنى عملية جلب المستثمرين للمؤسسات تتحدد بمدى تفضيلات هذه الفئة من المستثمرين فيما يتعلق بالاستثمار أو الاستهلاك (حنفي و قرياقص، 2002، صفحة 244).

فمثلاً "المستثمرون المتقاعدون يفضلون التوزيعات النقدية، هذه الفئة إذا كانت مستثمرة في أسهم مخالفة لاحتياجاتهم، فسوف تنخفض قيمة تلك الأوراق المالية نتيجة لسلوك المعاكس لاحتياجاتهم، في حين تطلب الفئة الأخرى والمفضلة لاحتجاز الأرباح الأسهم التي ليس فيها توزيعات، ومن ثم ترتفع قيمة الأسهم بسبب زيادة الطلب، وبالتالي يتضح بأنه بإمكان كل مستثمر أن يشتري الأسهم الموافقة لاحتياجاته، والمؤسسة تختار السياسة التي تروق لها" (بن الضب، 2009، صفحة 158)، ويحفز أثر الزبائن المؤسسات إلى تبني سياسة مستقرة للتوزيعات ويرجع ذلك إلى أن الاختلاف الجوهري في دفع التوزيعات ليست ذات جاذبية بالنسبة للمستثمرين الحاليين والمحتملين، فسياسة التوزيعات التي يصعب التكهّن بما قد تؤدي إلى تحول بعض المساهمين من مجال استثماري إلى آخر ويعني هذا التغيير تحمل نفقات السمسة وربما أيضا الضريبة على الدخل (حنفي و قرياقص، 2002، صفحة 244).



حيث توجد العديد من الأبحاث حول أثر الزبائن، من بينها:

دراسة ستانمان " والذي استخدم نظرية سلوك الأفراد، واختياراتهم من أجل إثبات ان المستثمرين يفضلون استلام التوزيعات النقدية في ضل وجود ضرائب مرتفعة " (بن الضب، 2009، صفحة 158).

3.3. نظرية الإشارة:

نظرية الإشارة (Theorie de signal) هي "أن المؤسسة تستخدم سياسة توزيع الأرباح من أجل ابراز الصحة المالية لها، بمعنى أن المسيرين الماليين ينقلون أحسن المعلومات حول نتيجة المؤسسة، وهذا من خلال الأرباح الموزعة، وهو ما يعتبر إشارة على حالة الوضعية المالية الحالية أو المستقبلية للمؤسسة.

حيث كلما زادت نسبة الأرباح الموزعة فهو إشارة على المردودية المرتفعة للمؤسسة والعكس صحيح، وإذا حدث وأن انخفضت الأرباح الموزعة فعلى المسيرين أن يقوموا بإقناع المستثمرين بأنها مرحلة عابرة لأسباب ما وستزول لأجل قريب، وبالتالي فإن سياسة توزيع الأرباح تشكل عامل إعلامي جيد يستعمله المسيريون لإقناع المستثمرين بأن الصورة التي تظهر بها المؤسسة تعبر عن الحقيقة (Bancel.F, 1997).

4.3. نظرية الوكالة:

نظرية الوكالة والتي تبحث في درجة تأثير حوكمة المؤسسات على سياسة توزيع الأرباح، حيث يبين نموذج الوكالة لتوزيع الأرباح عند (La Porta & Shleifer, 2000) الذي ينص على أنه "عندما يملك المساهمون حقوقا أكبر فإنهم يستطيعون استخدام قوتهم للتأثير في سياسة توزيع الأرباح، ويستطيع المساهمون تلقي حقوقا أكبر حيث تفترض نظرية الوكالة أن المساهمين يفضلون خيار التوزيع لأرباح الأسهم أكثر من الأرباح المحتجزة، وقد يكون هذ الخيار لتوزيع الأرباح أقوى في الأسواق الناشئة، وهي الأسواق المالية في الدول النامية التي تشهد نموا ملحوظا، خلال عدد من السنين، وبالتالي يجب أن تتم سياسة توزيع الأرباح في ضوء أهداف المؤسسة وبما يسهم في تعظيم ثروة المساهمين" (بريش و بدروني، 2013، صفحة 15). ويرى مايار (Myers, 2000) أن المساهمين يفضلون توزيع الأرباح لأن لديهم خوف من فقدان الملكية من طرف المسيرين.

بالإضافة لذلك وجد (Adjaoud & Ben-Amar, 2011)، أن الحوكمة تساهم في التقليل من تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين، وهو الأمر الذي يساعد على ترشيد سياسة توزيع الأرباح. باختصار تشير هذه الدراسات إلى أن هناك أثر لجودة الحوكمة على سياسة توزيع الأرباح، فكلما كانت الحوكمة ذات جودة كلما زادت رشادة سياسة توزيع الأرباح.

هذا النموذج لا يخلو من انتقادات فمثلا يرى بعض النقاد أن مصالح الدائنين يمكن أن تضعف إن تم التركيز على مصلحة المساهمين والمستثمرين فقط حيث توصل كالي في دراسة له حول سياسة توزيع الأرباح ونظرية الوكالة إلى أن "دفع التوزيعات في حالة العسر المالي يؤدي إلى تحويل الثروة من الدائنين للمساهمين" (بن الضب، 2009، صفحة 158) حيث يمكن القول أن لنظرية الوكالة في توزيع الأرباح سلبيات وعلى وجه التحديد "ضياع مصادر التمويل الخارجية مما يقلل كثيرا من فرصة تطبيق هذه النظرية عند توزيع الأرباح.



II. الدراسة الميدانية:

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

1. عينة الدراسة:

الجدول التالي يوضح البيانات الشخصية لعينة الدراسة :

الجدول رقم (01) : البيانات الشخصية لعينة الدراسة

النسبة المئوية	التكرار	الخصائص الديمغرافية	
38,03 %	27	ليسانس	
49,30 %	35	ماستر	
1,41 %	1	ماجستير	
11,27 %	08	دكتوراه	
100 %	71	المجموع	
35,21 %	25	اقل من 10	
33,80 %	24	10 - 20	
30,99 %	22	أكثر من 21	
100 %	71	المجموع	
20,83 %	15	عضو في فريق التدقيق الداخلي	
6,94 %	5	عضو مجلس الإدارة	
8,33 %	6	عضو في مكتب التدقيق الخارجي	
48,61 %	35	عضو في قسم المالية والمحاسبة	
8,33 %	6	محافظ حسابات	
4,17 %	3	خبير محاسبي	
2,78 %	2	مدير عام أو نائب مدير عام	
100 %	71	المجموع	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات EXEL.

قمنا بتوزيع 250 استمارة استبيان على جميع المديريات العامة أو مديريات المحاسبة والمالية الرئيسية للمؤسسات المسعرة في البورصة الجزائرية (صيدال، بيوفارم، أليانس للتأمينات، أن سي أ روية، الأوراسي) بالإضافة إلى مكاتب التدقيق التي لها علاقة بهذه المؤسسات، وقمنا باسترداد 77 استمارة، منها 71 استمارة قابلة للتحليل. ومن خلال الجدول أعلاه نستنتج مايلي :

- بالنسبة للمؤهل العلمي نجد أن 27 فردا من العينة ونسبة 38 % لديهم شهادة الليسانس، و35 فردا من العينة بنسبة 49 % لديهم شهادة الماستر، في حين بلغ عدد فئة الحاصلين على الدكتوراه 8 أفراد بنسبة 11 %.



- بالنسبة للخبرة المهنية شكلت الفئة التي تقل خبرتهم عن 10 سنوات ، الفئة الغالبة على أفراد العينة حيث بلغ عددهم 25 فردا بنسبة 35%، تليها فئة الذين تتراوح خبرتهم بين 10 و 20 سنة، ب 24 فردا بنسبة 33%، في حين بلغ عدد فئة الأكثر من 21 سنة 22 فردا بنسبة 31%.
- بالنسبة للوظيفة شكلت فئة الأعضاء في قسم المالية والمحاسبة الفئة الغالبة على أفراد العينة حيث بلغ عددهم 35 فردا بنسبة 49%، في حين بلغ عدد فئة أعضاء فريق التدقيق الداخلي 15 فردا بنسبة 21%، والنسبة المتبقية فهي موزعة على باقي الوظائف بنسب متقاربة كما هي موضحة في الجدول رقم (01).

2. الأساليب الإحصائية المستخدمة

قمنا باستخدام مايلي :

- الأساليب الإحصائية الوصفية : تم حساب الوسط الحسابي والانحراف المعياري.
- اختبار ثبات أداة الدراسة ومصداقيتها من خلال معامل المصدقية كرونباخ ألفا، إذ يمكن الإعتماد على نتائج البحث والاطمئنان على مصداقيته عندما يزيد المعامل على النسبة المقبولة (60%).
- من أجل اختبار فرضيات الدراسة تم استخدام اختبار (One Sample t Test).

3. ثبات و صدق أداة الدراسة:

فيما يخص الثبات نلاحظ من خلال الجدول رقم (02) أن معامل ألفا كرونباخ بلغ 0,893 وهي قيمة ممتازة، تثبت استقرار المقياس و عدم تناقضه. أما الصدق فيحسب من خلال الجذر التربيعي لمعامل الثبات، و هو مرتفع حيث بلغ 0,944 ويثبت جودة النتائج المتوصل إليها.

الجدول رقم (02): ثبات و صدق الاستبيان

الصدق	الثبات	عدد العبارات	
0,944	0,893	13	معامل ألفا كرونباخ

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات SPSS.

4. التحليل الوصفي لنتائج الاستبيان

من أجل قياس الفرضية الأولى القائلة بأن سياسة توزيع الأرباح تؤثر بدرجة عالية على قرار المستثمر، تم الاعتماد على الأسئلة (1-8) من أسئلة القسم الثاني من الاستبيان، كما يوضحه الجدول رقم (03).



الجدول رقم (03): تحليل آراء العينة حول الفرضية الأولى القائلة بأن سياسة توزيع الأرباح تؤثر بدرجة عالية على قرار المستثمر

الرتبة	العبارة	المتوسط	الانحراف المعياري	درجة الموافقة
01	يوجد العديد من المستثمرين الذين يولون أهمية كبيرة لسياسة توزيع الأرباح داخل المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، وبالتالي يستثمرون في المؤسسات التي تختار سياسة توزيع أرباح تتوافق مع رغبتهم.	4,10	0,831	موافق
02	يوجد العديد من المستثمرين الراغبين في الاستثمار من خلال بورصة الجزائر ولكن يخافون من المخاطر في المستقبل وبالتالي يفضلون الاستثمار في المؤسسات التي تقوم بتبني سياسة مثلى لتوزيع الأرباح.	4,01	0,886	موافق
03	المستثمرون المحتملون داخل المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر يفضلون توزيع الأرباح على مكاسب رأس المال لأن أغلب المساهمين يعتمدون على الأرباح الموزعة كمصدر أساسي للدخل.	4,01	0,837	موافق
04	المستثمرون داخل المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر ينظرون الى الأرباح غير الموزعة بأنها محفوفة بالمخاطر.	3,66	1,121	موافق
05	في بورصة الجزائر المؤسسات التي تدفع توزيعات عالية تجلب مستثمرين أكثر.	4,07	0,704	موافق
06	المستثمرون المحتملون في بورصة الجزائر لا يهتمون كثيرا بالنمو وفرص الاستثمار الجديدة والتي تكون من خلال احتجاز الارباح أوجزه منها.	3,97	0,878	موافق
07	سياسة توزيع الأرباح تشكل عامل إعلامي جيد يستعمله المدراء داخل المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر لإقناع وطمأنة المستثمرين المحتملين والحاليين بأن الصورة التي تظهر بها المؤسسة تعبر عن الحقيقة.	4,01	0,933	موافق
08	سياسة توزيع الأرباح المثلى داخل المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر تساهم في الحفاظ على مستثمري المؤسسة الحاليين.	4,03	0,894	موافق

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات SPSS.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (03) أن قيم المتوسط الحسابي للفقرات تقع في المجال من 3,66 و 4,10 أي أن أغلب عينة الدراسة يفضلون الاقتراح (موافق)، وجاءت الفقرة الأولى في المرتبة رقم 1 من حيث درجة الموافقة



عليها، حيث بلغ المتوسط الحسابي لها (4,10) بانحراف معياري مقداره (0.831)، وهذه القيم تعني أن أفراد عينة الدراسة متفقون بدرجة عالية على محتوى هذه العبارة. ومن أجل قياس الفرضية الثانية القائلة بأن سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر تؤثر بدرجة عالية على قيمة المؤسسة، تم الاعتماد على الأسئلة (09-13) من اسئلة القسم الثاني من الاستبيان، كما يوضحه الجدول رقم (04).

الجدول رقم (04) : تحليل آراء العينة حول الفرضية الثانية القائلة بأن سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر تؤثر بدرجة عالية على قيمة المؤسسة.

الرتبة	العبارة	المتوسط	الانحراف المعياري	درجة الموافقة
09	قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجاز تلك الأرباح يؤثر على قيمة المؤسسات السوقية في بورصة الجزائر.	4,01	0,933	موافق
10	قيام المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر بتوزيعات نقدية سوف يؤثر على حجم التدفق النقدي المتوقع تحقيقه مستقبلا.	3,54	1,217	موافق
11	سياسة توزيع الأرباح داخل المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر لها أثر إيجابي يتوافق مع تفضيلات مسيري المؤسسة، من أجل النمو ورفع القيمة السوقية للمؤسسة.	4,00	0,878	موافق
12	سياسة توزيع الأرباح داخل المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر هي بمثابة مؤشر رئيسي للحكم على صحة المؤسسة من حيث سيولتها وربحياتها الحالية والمستقبلية.	4,11	0,688	موافق
13	سياسة توزيع الأرباح داخل المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر يعتبر إشارة على حالة الوضعية المالية الحالية أو المستقبلية للمؤسسة.	3,80	0,668	موافق

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات SPSS .

نلاحظ من خلال الجدول رقم (04) أن قيم المتوسط الحسابي للفقرات تقع في المجال من 3,54 و 4,11 أي أن أغلب أفراد عينة الدراسة يفضلون الاقتراح (موافق) لفقرات المحور، وجاءت الفقرة الثانية عشر (12) في المرتبة الأولى من حيث درجة الموافقة عليها، حيث بلغ المتوسط الحسابي لها (4,11) بانحراف معياري مقداره (0.688)، وهذه القيم تعني أن أفراد عينة الدراسة متفقون بدرجة عالية على محتوى هذه العبارة.

5. اختبار صحة الفرضيات

للتأكد من صحة الفرضيات، استخدم الباحثان اختبار (One Sample t Test)، كما يوضحه الجدول رقم (05) :



الجدول رقم (05) : نتائج اختبار الفرضيات

المتغير	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	درجة الحرية	قيمة t المحسوبة	مستوى الدلالة
الفرضية الأولى	3,91	,621	71	12,370	0,001
الفرضية الثانية	3,98	,661	71	12,499	0,001

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات SPSS.

من خلال الجدول رقم (05) نستنتج مايلي :

بخصوص الفرضية الأولى القائلة بأن سياسة توزيع الأرباح تؤثر بدرجة عالية على قرار المستثمر، بلغ المتوسط الحسابي الخاص بفقراتها 3,91 بانحراف معياري قدره 0,621، كما بلغت قيمة t المحسوبة 12,370 وهي أكبر من القيمة المجدولة 1.67، وبلغ مستوى المعنوية 0,001، وهو أقل من 0.05 مما يعني قبول هذه الفرضية. أما الفرضية الثانية القائلة بأن سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر تؤثر بدرجة عالية على قيمة المؤسسة، بلغ المتوسط الحسابي الخاص بفقراتها 3,98 بانحراف معياري قدره 0,661، كما بلغت قيمة t المحسوبة 12,499 وهي أكبر من القيمة المجدولة 1.67، وبلغ مستوى المعنوية 0,001، وهو أقل من 0.05 مما يعني قبول هذه الفرضية أيضا.

الخلاصة:

من خلال عرضنا لموضوع أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وقرار المستثمر - دراسة ميدانية للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر -، وخلاصة للموضوع وجدنا أن المؤسسة في العصر الحديث تواجه العديد من الصعوبات والتحديات في تحديد قراراتها الإستراتيجية المناسبة، ومن أصعب هذه القرارات هو كيفية الوصول إلى سياسة توزيع أرباح مثلى تحقق رغبات المساهمين دون المساس بالقدرة التمويلية للمؤسسة، حيث ظهرت العديد من النظريات التي تحاول إيجاد سياسة مثلى لتوزيع الأرباح، وبالتالي ومن خلال ماسبق قمنا بإجراء دراسة استطلاعية من خلال إعداد استمارة استبيان وتوزيعها على جميع المديرات العامة أو مديرات المحاسبة والمالية الرئيسية للمؤسسات المسعرة في البورصة الجزائرية،

حيث توصلنا إلى النتائج الرئيسية التالية :

- سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات المدرجة في البورصة الجزائرية تؤثر بدرجة عالية على قرار المستثمر من وجهة نظر أفراد العينة المدروسة.
 - سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات المدرجة في البورصة الجزائرية تؤثر بدرجة عالية على قيمة المؤسسة، من وجهة نظر أفراد العينة المدروسة.
- كما توصلنا إلى النتائج الفرعية التالية :



- يوجد العديد من المستثمرين الذين يولون أهمية كبيرة لسياسة توزيع الأرباح داخل المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، وبالتالي يستثمرون في المؤسسات التي تختار سياسة توزيع أرباح تتوافق مع رغبتهم.
 - يوجد العديد من المستثمرين الراغبين في الاستثمار من خلال بورصة الجزائر ولكن يخافون من المخاطر في المستقبل وبالتالي يفضلون الاستثمار في المؤسسات التي تقوم بتبني سياسة مثلى لتوزيع الأرباح.
 - المستثمرون المحتملون داخل المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر يفضلون توزيع الأرباح على مكاسب رأس المال لأن أغلب المساهمين يعتمدون على الأرباح الموزعة كمصدر أساسي للدخل.
 - المستثمرون داخل المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر ينظرون إلى الأرباح غير الموزعة بأنها محفوفة بالمخاطر.
 - في بورصة الجزائر المؤسسات التي تدفع توزيعات عالية تجلب مستثمرين أكثر.
 - المستثمرون المحتملون في بورصة الجزائر لا يهتمون كثيرا بالنمو وفرص الاستثمار الجديدة والتي تكون من خلال احتجاز الأرباح أو جزء منها.
 - سياسة توزيع الأرباح تشكل عامل إعلامي جيد يستعمله المدراء داخل المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر لإقناع وطمأنة المستثمرين المحتملين والحاليين بأن الصورة التي تظهر بها المؤسسة تعبر عن الحقيقة.
 - سياسة توزيع الأرباح المثلى داخل المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر تساهم في الحفاظ على مستثمري المؤسسة الحاليين.
 - قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجاز تلك الأرباح يؤثر على قيمة المؤسسات السوقية في بورصة الجزائر.
 - قيام المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر بتوزيعات نقدية سوف يؤثر على حجم التدفق النقدي المتوقع تحقيقه مستقبلا.
 - سياسة توزيع الأرباح داخل المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر لها أثر إيجابي يتوافق مع تفضيلات مسيري المؤسسة، من أجل النمو ورفع القيمة السوقية للمؤسسة.
 - سياسة توزيع الأرباح داخل المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر هي بمثابة مؤشر رئيسي للحكم على صحة المؤسسة من حيث سيولتها وربحياتها الحالية والمستقبلية.
 - سياسة توزيع الأرباح داخل المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر يعتبر إشارة على حالة الوضعية المالية الحالية أو المستقبلية للمؤسسة.
- من خلال نتائج الدراسة نقترح ما يلي :
- الحرص على توعية المدراء وأعضاء مجلس الإدارة في المؤسسات المسعرة في البورصة الجزائرية بأهمية سياسة توزيع الأرباح وأثرها على قيمة المؤسسة.
 - محاولة جذب أكبر قدر ممكن من المستثمرين الصغار للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر من خلال توزيع أكبر قدر ممكن من الأرباح.



- دراسة أهم المشاكل و المعوقات التي تحول دون تحقيق السياسة المفضلة لتوزيع الأرباح لدى المستثمرين والمدراء في البورصة الجزائرية ومحاولة إيجاد حلول لها.
- ضرورة عقد دورات تدريبية، ملتقيات وندوات متخصصة بصفة دورية وهذا فيما يخص السياسة المالية للمؤسسة التي من بينها سياسة توزيع الأرباح، يحضرها كل من المهنيين والملاك والأكاديميين؛ وبغية التعمق أكثر في جوانب هذا الموضوع نقترح مجموعة من المواضيع كآفاق للبحث كما يلي :
- دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وحوكمة المؤسسات؛
- دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وإدارة الأرباح؛
- مدى مساهمة سياسة توزيع الأرباح في إضفاء الثقة على القوائم المالية ؛
- دراسة دور سياسة توزيع الأرباح في زيادة تنافسية المؤسسات.

قائمة المراجع:

- إلياس بن ساسي، و يوسف قريشي . (2011). التسيير المالي "الإدارة المالية" (الإصدار دار وائل للنشر). عمان، الأردن: دار وائل للنشر.
- جمال قدام ، و جمال الدين ترفاس . (أوت، 2019). أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة، دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز. مجلة البشائر الإقتصادية، 5(2)، 46-62.
- عبد الغفار حنفي، و رسمية زكي قرياقص. (2002). مدخل معاصر في الإدارة المالية. الإسكندرية: الدر الجامعية.
- عبد القادر بريس، و عيسى بدروني. (جوان، 2013). محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية. الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية(10)، 12-22.
- عدنان تايه النعيمي ، و ياسين كاسب الخرشه . (2007). أساسيات في الإدارة المالية. عمان، الأردن: دار المسيرة.
- علي بن الضب. (2009). دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006 - 2008. جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير. رسالة ماجستير .
- فايز سليم حداد. (2014). الإدارة المالية. عمان، الأردن: دار الحامد للنشر والتوزيع.
- محمد زرقون. (2010). أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر. مجلة الباحث، جامعة ورقلة العدد الثامن،.
- هوارى سويسي. (2009). تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر. الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.



- Lintner , J. (1962). Dividends, earning, leverage, stock price, and the supply of capital to corporations. *Review of Economics and Statistics*, 243 – 269.
- Adjaoud, ,. F., & Ben-Amar, W. (2011). Corporate governance and dividend policy: shareholders' protection or expropriation? *Journal of Business, Finance, & Accounting*, 37, 648-667.
- Bancel.F. (1997). la gouvernance des entreprises. *Economica*, 33-35.
- Elton, , E., & Gruber, M. (1970). Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect,. *Review of Economics and Statistics*, 68-74.
- Elton, E. J. (n.d.).
- Gordon, M. (1963). Optimal investment and financial policy. *Journal of Finance*, 264 – 272.
- Graham, P. (2017). An evaluation of how dividend policies impact on the share value of selected companies. South Africa: Submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Magister Technologiae: Cost and Management Accounting at the Nelson Mandela Metropolitan University.
- La Porta, R., & Shleifer, A. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *Journal of Finance*, 1-33.
- Miller, M., & Modiglianni, F. (1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 411-433.
- Pascal , B., & Georges , G. (2009). *Finance-Manuel et application* (Vol. 2e édition). PARIS: Dunod.