

## مساهمة مبادئ حوكمة الشركات في ترشيد سياسة توزيع الأرباح

الدكتور: حجاب عيسى

أستاذ محاضرة، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية و علوم التسيير  
جامعة المسيلة

الأستاذة: حافي هدى

أستاذة مساعدة، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية و علوم التسيير  
جامعة بسكرة

### الملخص:

تهدف هذه الورقة البحثية إلى إبراز الدور الذي تلعبه مبادئ حوكمة الشركات في اتخاذ قرار صائب من أجل توزيع أرباح الشركة على المساهمين أو احتجازها بغرض إعادة استثمارها في مشاريع مجدية. وتوصلنا في نهاية بحثنا إلى فرضيتين لتفسير العلاقة بين حوكمة الشركات و سياسة توزيع الأرباح حيث لاحظنا في الفرضية الأولى وجود علاقة طردية بينهما حيث كلما كان مستوى عال من الحوكمة كلما مارس المساهمون الضغط على الإدارة من أجل توزيع الأرباح، والعكس في الفرضية الثانية كلما كانت حوكمة الشركة مرتفعة تزداد فيها رقابة تصرفات الإدارة ومن ثم تستخدم التدفقات النقدية في مشروعات كفؤة مما يقلل من فرص توزيعها على المساهمين، بالإضافة إلى إبراز دور مبادئ حوكمة الشركات -من شفافية وافصاح صادق لقيم الربح- في اتخاذ قرار توزيع الأرباح.

الكلمات المفتاحية: حوكمة الشركات، سياسة توزيع الأرباح، التمويل الذاتي، الاستثمار.

### Résumé:

*le but de cet article est de mettre en évidence le rôle des principes de gouvernance d'entreprise dans la prise de décision correcte pour la distribution des dividendes de la société aux actionnaires ou la détention en vue de ré-investir dans des projets viables. Nous avons atteint la fin de notre recherche sur deux hypothèses pour expliquer la relation entre la gouvernance d'entreprise et la politique de dividende où nous avons remarqué dans la première hypothèse est une relation positive entre eux où chaque fois un niveau élevé de gouvernance d'entreprise que la pression Mars actionnaires sur l'administration de distribuer les bénéfices، et vice versa، dans la seconde hypothèse chaque fois que la gouvernance d'entreprise où les hautes augmentations contrôlent les actions de l'administration، puis les flux de trésorerie utilisés dans les projets efficaces، ce qui réduit les chances de la distribution aux actionnaires، ainsi que de mettre en évidence le rôle des principes de gouvernance d'entreprise -mn communication transparente et honnête des valeurs orchestrées en grande partie dans la prise de décision du dividende.*

Mots clés: gouvernance d'entreprise، la politique de dividende، l'auto-financement، l'investissement.

## مقدمة:

يمر الاستثمار العالمي بمرحلة من التزايد ذلك ما حتم على الشركات إتباع أسس و سياسات تحكم عملها كمبادئ حوكمة الشركات، وتحيط بمبادئ حوكمة الشركات عدة قضايا من بينها سياسة توزيع الأرباح، ويعتبر قرار توزيع الأرباح على المساهمين من القرارات الهامة التي يتخذها المسير نظرا لتأثيره على قراري الاستثمار والتمويل، وتوزيع الأرباح على المساهمين يعتبر مكافأة لهم ولكن يعمل هذا التوزيع على تقليل الأرباح المستبقة وبذلك سوف يؤثر على إجمالي التمويل الداخلي، وعليه يتطلب الأمر معالجته في ضوء أهداف الشركة المتمثلة في تعظيم قيمة المؤسسة ككل وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين، وانطلاقا مما سبف يمكن طرح اشكالية بحثنا في السؤال التالي:

كيف تساهم مبادئ حوكمة الشركات في ترشيد سياسة توزيع الأرباح، وما هي العلاقة التي تربط بينهما؟

وللاجابة على هذا السؤال تم تقسيم هذه الدراسة الى النقاط التالية:

- 1- أساسيات حول مفهوم حوكمة الشركات،
- 2- مبادئ وأهمية حوكمة الشركات،
- 3- ماهية سياسة توزيع الربح
- 4- النظريات والعوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح
- 5- العلاقة بين حوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح

## 1- أساسيات حول مفهوم حوكمة الشركات:

**1-1- نشأة الحوكمة:** بعد ظهور نظرية الوكالة "Agent Theory" و إلقاء الضوء على المشاكل الناشئة بين أعضاء مجالس الإدارة للشركات والمساهمين نتيجة تعارض المصالح كل ذلك أدى إلى الاهتمام بضرورة إيجاد قوانين و لوائح تعمل على حماية مصالح المساهمين والحد من التلاعب المالي والإداري الذي قد يقوم به أعضاء مجلس الإدارة مما دفع كل من "Janson & Alkling" عام 1976 إلى الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات و إبراز أهميته و دوره في الحد أو التقليل من المشاكل الناشئة نتيجة الفصل بين الملكية و الإدارة و التي تمثلها نظرية الوكالة.

ولأن كل طرف يسعى إلى تعظيم منفعته الذاتية وتحقيق مصالحه ولو على حساب الآخرين، لذلك نشأت مشكلات الوكالة وأخلاقيات التعامل وتسعى الحوكمة إلى ضمان الانضباط السلوكي والتوازن في تحقيق مصالح جميع الأطراف وكيفية الرقابة الفعالة وإدارة المخاطر.

ظهر مصطلح حوكمة الشركات (Corporate Governance) أو "الحوكمة" على غرار مصطلحات أخرى مثل الخصخصة (Privatization) والعولمة (Globalization)، وكلها مصطلحات حديثة العهد على اقتصاديات الدول النامية ومؤسساتها ووحدها الاقتصادية، وقد تعاضم الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات خلال العقود القليلة الماضية نظرا للانهيارات المالية والأزمات الاقتصادية التي شهدتها العديد من الدول في أسواق المال والشركات، والتي كان احد أهم أسبابها عدم الإفصاح الكامل والشفافية فيما يتعلق بالمعلومات المالية والمحاسبية للعديد من الشركات والوحدات الاقتصادية في أسواق المال<sup>(1)</sup>.

**1-2- مفهوم الحوكمة:** بداية تجدر الإشارة الى أنه لا يوجد اجماع في الأدبيات على تعريف موحد لمصطلح الحوكمة لذا سنحاول تقديم عدة تعاريف لمجموعة من الكتاب:

"هي الإجراءات المستخدمة بواسطة ممثلي أصحاب المصلحة في المنظمة (مثلا المساهمين... الخ) لتوفير الإشراف على المخاطر ورقابة المخاطر التي تقوم بها الإدارة"، كما يصف تقرير cadbury عام 1992 حوكمة الشركات في جملة صغيرة وبسيطة كما يلي "حوكمة الشركات هي نظام بمقتضاه تدار الشركات وتراقب"<sup>(2)</sup>

كما عرفت بأنها نظام شامل يتضمن مقاييس أداء الإدارة الجيد ومؤشرات حول وجود أساليب رقابية تمنع أي من الأطراف ذات العلاقة بالمنشأة داخلية أم خارجية من التأثير بصفة سلبية على أنشطتها وبالتالي ضمان امثل استخدام للموارد المتاحة بما يخدم مصالح جميع الأطراف بطريقة عادلة تحقق الأثر الإيجابي للمنشأة لصالح ملاكها وللمجتمع ككل، وعرفت بإهاء التعامل مع المشاكل الناشئة عن الفصل بين الملكية والسيطرة وبمعنى أوسع هي تضبط توزيع الحقوق والمسؤوليات الخاصة بالفئات المؤثرة أو المتأثرة بعمل الشركة وأصحاب المصالح وحملة الأسهم بما يؤكد حماية حقوقهم عمليا على ارض الواقع، وحوكمة الشركات هي مصطلح يفهم بطرق مختلفة حيث يفهم كقوانين وقواعد وميثاق وسياسات تعكس العلاقة بين الشركة وأصحاب المصلحة فيها والمساهمين والدائنين واللجان والموظفين والعلاقة بين الملكية والأداء<sup>(3)</sup>.

كما عرفت منظمة OCDE حوكمة المؤسسات بأنها مجموعة قواعد اللعبة التي تستخدم لإدارة المؤسسة من الداخل وقيام مجلس الإدارة بالإشراف عليها لحماية المصالح والحقوق المالية للمساهمين الذين ربما يكونون معزولين تماما عن إدارة المؤسسة<sup>(4)</sup>.

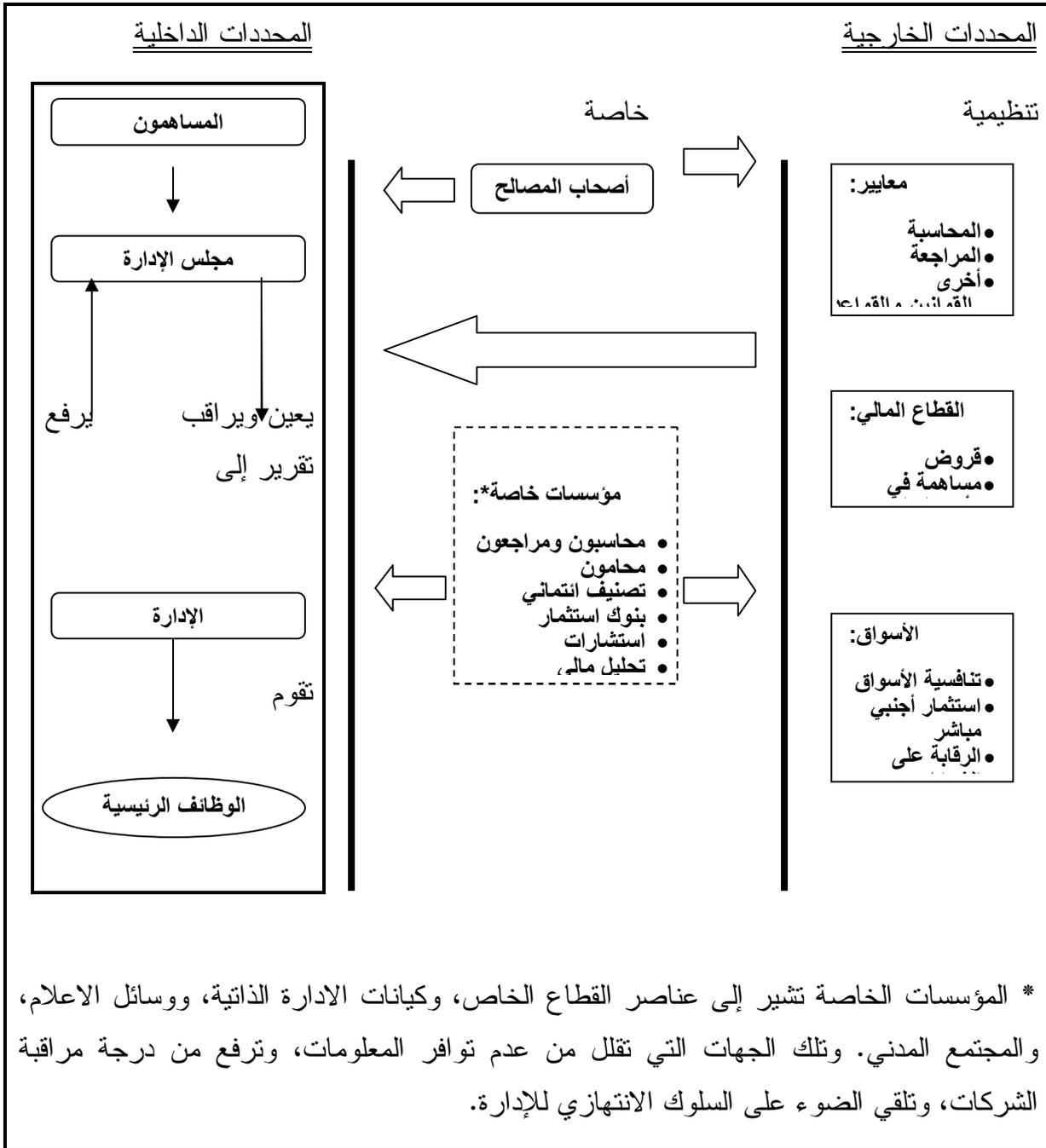
### 1-3 محددات الحوكمة:

هناك اتفاق على أن التطبيق الجيد لحوكمة الشركات من عدمه يتوقف على مدى توافر ومستوى جودة مجموعتين من المحددات: المحددات الخارجية وتلك الداخلية ونعرض فيما يلي لهاتين المجموعتين من المحددات بشيء من التفصيل كما يلي:<sup>(5)</sup>

أ- **المحددات الخارجية:** وتشير إلى المناخ العام للاستثمار في الدولة، والذي يشمل على سبيل المثال: القوانين المنظمة للنشاط الاقتصادي (مثل قوانين سوق المال والشركات وتنظيم المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية والإفلاس)، وكفاءة القطاع المالي (البنوك وسوق المال) في توفير التمويل اللازم للمشروعات، ودرجة تنافسية أسواق السلع وعناصر الإنتاج، وكفاءة الأجهزة والهيئات الرقابية (هيئة سوق المال والبورصة) في إحكام الرقابة على الشركات، وذلك فضلا عن بعض المؤسسات ذاتية التنظيم التي تضمن عمل الأسواق بكفاءة (ومنها على سبيل المثال الجمعيات المهنية التي تضع ميثاق شرف للعاملين في السوق، مثل المراجعين والمحاسبين والمحامين والشركات العاملة في سوق الأوراق المالية وغيرها)، بالإضافة إلى المؤسسات الخاصة للمهن الحرة مثل مكاتب المحاماة والمراجعة والتصنيف الائتماني والاستشارات المالية والاستثمارية. وترجع أهمية المحددات الخارجية إلى أن وجودها يضمن تنفيذ القوانين والقواعد التي تضمن حسن إدارة الشركة، والتي تقلل من التعارض بين العائد الاجتماعي والعائد الخاص.

ب- **المحددات الداخلية:** وتشير إلى القواعد والأسس التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل الشركة بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، والتي يؤدي توافرها من ناحية وتطبيقها من ناحية أخرى إلى تقليل التعارض بين مصالح هذه الأطراف الثلاثة.

الشكل رقم (1): المحددات الخارجية والداخلية للحوكمة



\* المؤسسات الخاصة تشير إلى عناصر القطاع الخاص، وكيانات الإدارة الذاتية، ووسائل الاعلام، والمجتمع المدني. وتلك الجهات التي تقلل من عدم توافر المعلومات، وترفع من درجة مراقبة الشركات، وتلقي الضوء على السلوك الانتهازي للإدارة.

1-4 القواعد الرئيسية لحوكمة الشركات:

- المساهمون: يقدمون رأس المال مقابل الحق في الحصول على الأرباح وزيادة قيمة المؤسسة.
- مجلس الإدارة: يمثل المصالح الأساسية للمساهمين حيث يقدم التوجيهات العامة ويشرف على أداء الإدارة.

➤ **الإدارة :** وهي مسئولة عن الإدارة اليومية للمؤسسة وعن تعظيم أرباحها، وتقديم التقارير لمجلس الإدارة.

➤ **أصحاب المصالح:** خاصة الدائنين حيث أن مصلحتهم تتركز في تعظيم احتمالات تسديد الديون، ويتضمن المتعاملون مع المؤسسة أطراف أخرى مهمة وهم الموظفون والموردون والعملاء بصفة عامة.<sup>(6)</sup>

## 2- مبادئ وأهمية حوكمة الشركات:

**1-2 مبادئ حوكمة الشركات:** وتمثل هذه المبادئ العمود الفقري لتطبيق الحوكمة، لذا فقد تعددت هذه المبادئ واختلفت من جهة إلى أخرى ولكن أكثرها قبولا واهتماما وأيضا أسبقها صدورا هي المبادئ الصادرة عن OECD عام 1999 والتي تم إعادة صياغتها عام 2004

أ- مبدأ حماية حقوق المساهمين ويتحقق هذا المبدأ من خلال:

- تأمين وسائل التسجيل والنقل والتحويل للملكية الأسهم.
- حضور الجمعية العامة والتصويت وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة.
- الحصول على المعلومات المختلفة.
- ممارسة الرقابة على أداء الوحدات الاقتصادية.
- الحصول على حقوقهم في الأرباح.

ب- مبدأ المساواة بين المساهمين في المعاملة ويتحقق هذا المبدأ من خلال:

- المساواة في توفير المعلومات لمختلف الفئات.
- المساواة في المعاملة للفئات المتكافئة من المساهمين.
- الدفاع عن الحقوق القانونية.
- الإفصاح عن المصالح الخاصة بمجلس الإدارة والمديرين.
- التعويض عن حالات التعدي على حقوقهم

ج- مبدأ دور أصحاب المصالح في الحوكمة ويتحقق هذا المبدأ من خلال:

- التعاون بين أصحاب المصالح وإدارة الوحدات الاقتصادية.
- المشاركة في المتابعة والرقابة على أداء الوحدات الاقتصادية.
- ضمان حصولهم على المعلومات الملائمة والكافية والموثوق فيها.
- المحافظة على حقوقهم.

- الحصول على التعويضات في حالة انتهاك حقوقهم.

د- مبدأ الإفصاح والشفافية ويتحقق ذلك من خلال:

- دقة الإفصاح.

- التوقيت الملائم للإفصاح.

- شمولية الإفصاح.

- مراجعة المعلومات المفصح عنها.

- توفير قنوات توصيل المعلومات للمستخدمين.

هـ- مبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة ويتحقق ذلك من خلال:

- ضمان مسؤولية المجلس تجاه الوحدة الاقتصادية والمساهمين.

- توفير المعلومات الكافية والموثوق فيها.

- المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين.

- الالتزام بالقوانين وتحقيق مصالح كافة الأطراف.

- اتخاذ القرارات ومتابعة المهام والوظائف الأساسية بالوحدة الاقتصادية<sup>(7)</sup>.

2-2- القضايا التي تحيط بمبادئ حوكمة الشركات:

تحيط بحوكمة الشركات العديد من القضايا أهمها:<sup>(8)</sup>

- الضوابط الداخلية، والمدققين الداخليين،

- استقلال كيان مراجعي الحسابات الخارجيين وجودة ما تقدمه من عمليات مراجعة الحسابات،

- الرقابة وإدارة المخاطر،

- الإشراف على إعداد البيانات المالية للكيان،

- استعراض ترتيبات التعويض لكبير الموظفين التنفيذيين وغيرهم من كبار المسؤولين التنفيذيين،

- الموارد المتاحة للمديرين في أداء واجباتهم،

- الطريقة التي يتم ترشيح الأفراد لشغل مناصب في المجلس،

- سياسة توزيع الأرباح.

2-3- أهمية حوكمة الشركات: تكمن أهمية حوكمة الشركات في جوانب متعددة لعل من أهمها:

➤ الاقتصاد: تُسهم حوكمة الشركات في رفع مستوى كفاية الاقتصاد لما لها من أهمية في المساعدة على

استقرار الأسواق المالية ورفع مستوى الشفافية وجذب الاستثمارات من الخارج والداخل على حد

سواء، زيادة على تقليص حجم المخاطر التي تواجه النظام الاقتصادي

- **الشركات:** إن تطبيق مبادئ الحوكمة يساعد الشركات على خلق بيئة عمل سليمة تعين الشركة على تحقيق أداء أفضل مع توافر الإدارة الجيدة ولذا تكون القيمة الاقتصادية للشركة أكبر، بالإضافة الى أن الحوكمة الرشيدة تساعد الشركات على الوصول إلى أسواق المال والحصول على التمويل اللازم بتكلفة أقل مما يعينها على التوسع في نشاطها، وتقليل المخاطر، وبناء الثقة مع أصحاب المصالح
- **المستثمرون وحملة الأسهم:** تهدف حوكمة الشركات إلى حماية الاستثمارات من التعرض للخسارة بسبب سوء استخدام السلطة في غير مصلحة المستثمرين وترمي أيضاً إلى تعظيم عوائد الاستثمار وحقوق المساهمين والقيمة الاستثمارية علاوة على الحد من حالات تضارب المصالح؛ إذ إن التزام الشركة بتطبيق معايير الحوكمة يُفعل دور المساهمين في المشاركة في اتخاذ القرارات الرئيسة المتعلقة بإدارة الشركة ومعرفة كل ما يرتبط باستثماراتهم.
- **أصحاب المصالح الآخرين:** تسعى الحوكمة إلى بناء علاقة وثيقة وقوية بين إدارة الشركة والعاملين بها ومورديها ودائنيها وغيرهم، فالحوكمة الرشيدة تعزز مستوى ثقة جميع المتعاملين للإسهام في رفع مستوى أداء الشركة وتحقيق أهدافها الإستراتيجية.<sup>(9)</sup>

كما حددت أهمية حوكمة الشركات فيما يلي<sup>(10)</sup>:

- تخفيض مخاطر الفساد المالي والإداري التي تواجهها الشركات والدول.
- رفع مستوى أداء الشركات في دفع عجلة التنمية والتقدم الاقتصادي لدول تلك الشركات
- جذب الاستثمارات الأجنبية وتشجيع رأس المال المحلي للتوجه نحو الاستثمار في المشروعات الوطنية.
- تزيد من قدرة الشركة الوطنية على المنافسة على العالم وفتح الأسواق الجديدة.
- الشفافية والدقة والوضوح فيما تصدره الشركة من قوائم مالية لزيادة ثقة المستثمرين واعتمادهم عليها في اتخاذ القرارات.
- توفير قواعد حوكمة الشركات والإطار التنظيمي الذي يمكن الشركة من تحديد أهدافها وكيفية تحقيقها

## 2-4- أهداف حوكمة الشركات:

تناول كثير من الباحثين أهداف حوكمة الشركات إلى تحقيق ما يلي<sup>(11)</sup>:

- الفصل بين الملكية والإدارة والرقابة على الأداء.
- تحسين الكفاءة الاقتصادية للشركات.
- إيجاد الهيكل الذي تتحدد من خلاله أهداف الشركة ووسائل تحقيق تلك الأهداف ومتابعة الأهداف.
- المراجعة والتعديل للقوانين الحاكمة لأداء الشركات بحيث تتحول مسؤولية الرقابة إلى كلا الطرفين وهما مجلس الإدارة للشركة والمساهمون ممثلين في الجمعية العمومية للشركة.

- عدم الخلط بين المهام والمسؤوليات الخاصة بالمديرين التنفيذيين ومهام مجلس الإدارة ومسؤوليات أعضائه.
- تقييم أداء الإدارة العليا وتعزيز المساءلة ورفع درجة الثقة.
- تمكين الشركات من الحصول على تمويل من جانب عدد أكبر من المستثمرين المحليين والأجانب.
- إمكانية مشاركة المساهمين والموظفين والدائنين والمقرضين والاضطلاع بدور المراقبين بالنسبة لأداء الشركات.
- تجنب حدوث مشاكل محاسبية ومالية بما يعمل على تدعيم وإستقرار نشاط الشركات العاملة بالإقتصاد، ودرء حدوث إهيارات بالأجهزة المصرفية أو أسواق المال المحلية والعالمية والمساعدة في تحقيق التنمية والإستقرار الإقتصادي.

بينما يرى البعض أن حوكمة الشركات تستهدف تحقيق ما يلي:

- 1- العدالة والشفافية والمعاملة التزيهة لجميع الأطراف ذوي المصلحة المشتركة.
- 2- حماية حقوق المساهمين بصفة عامة سواء كانوا أقلية أو أغلبية وتعظيم عوائدهم.
- 3- منع إستغلال السلطات المتاحة من تحقيق مكاسب غير مشروعة والمتاجرة بمصالح الشركة والمساهمين وأصحاب المصالح.
- 4- تشجيع تدفق الأموال وجذب الإستثمارات.

### 3- ماهية سياسة توزيع الأرباح:

#### 3-1- المفهوم: توجد عدة تعاريف للأرباح الموزعة لعل أبرزها :

- معدل التدفق النقدي (وقد يكون غير نقدي) الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم في أسهم المؤسسة التي يحملونها، تمثل هذه الأرباح بالنسبة للمستثمرين دخلا جاريا ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على استهلاكاتهم الجارية من السلع والخدمات، كما تؤثر سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم.<sup>(12)</sup>
- هي عبارة عن قرار تحديد الجزء من الأرباح الذي يوزع على المساهمين، والجزء الذي يتبقى دون أن يتم توزيعه.<sup>(13)</sup>
- توزيعات الملكية لحملة الأسهم من الأرباح الحالية أو المتراكمة عن سنوات سابقة، وإن توقيت التوزيع يخضع لمصادقة مجلس ادارة المؤسسة.<sup>(14)</sup>

تتمثل سياسة التوزيع في "قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجاز

تلك الأرباح من أجل إعادة استثمارها، لتشكل أحد المصادر التمويلية الهامة التي تعرف بالتمويل الذاتي، لذا نجد أن قرار التوزيع له أثر كبير على تمويل المؤسسة لتمييزه بالتكلفة المنخفضة بالمقارنة مع مصادر التمويل الأخرى (الاستدانة أو زيادة رأس المال).<sup>(15)</sup>

وسياسة التوزيع المثلى هي التي تعظم القيمة السوقية للمساهمين لتحقيق التوازن بين التوزيعات الحالية على المساهمين والنمو في المستقبل.<sup>(16)</sup>

إن توزيع الأرباح على المساهمين يعتبر مكافأة لهم ولكن يعمل هذا التوزيع على تقليل الأرباح المستقبلية وبذلك سوف يؤثر على إجمالي التمويل الداخلي، وعليه يتطلب الأمر معالجته في ضوء أهداف الشركة المتمثلة في تعظيم قيمة المؤسسة ككل وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين.

إن سياسة توزيع الأرباح تعتمد بالدرجة الأساس على الأرباح المحققة فعلا، وعليه لابد من تحديد الأرباح التي حققتها الشركة. لأن تحديد الأرباح بالزيادة يؤدي إلى توزيع جزء من رأس مال الشركة.<sup>(17)</sup>

### 3-2- دوافع توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية: يعتبر رصيد النتيجة المحققة من قبل المؤسسة خلال

دورة مالية ما جزء من التمويل الذاتي للمؤسسة، حيث لا يمكن للمؤسسة الاحتفاظ به كلية لتمويل احتياجاتها، فتلجأ المؤسسة إلى توزيع جزء من هذه الأرباح، وذلك نظراً للأسباب التالية:

- يسمح هذا التوزيع بتحفيز المساهمين على الاحتفاظ بأسهمهم و عدم بيعها، وكذا تحفيزهم على الاكتتاب عند قرار المؤسسة (زيادة رأس المال)؛
- عند توزيع الأرباح، فإن هذا الإجراء يعكس صحة الحالة المالية للمؤسسة، و بخاصة إذا ما قامت بالتوفيق بين عملية توزيع الأرباح و زيادة الاستثمار في نفس الوقت؛
- تلجأ المؤسسة لعملية توزيع الأرباح حتى تزيد من ثقة المستثمرين فيها، ولهذا فهي تعوضهم عن جزء من الأموال المستثمرة.

كما تجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن توزيع الأرباح من طرف المؤسسة في الحالات التالية:

- في حالة تحقيق المؤسسة لخسائر معتبرة متراكمة خلال السنوات السابقة؛
- إذا ما كانت المؤسسة خلال السنة الحالية في وضعية جد صعبة من حيث المردودية و الاستغلال؛
- إذا ما قررت المؤسسة احتجاز الأرباح بغرض القيام باستثمارات استثنائية معتبرة.
- إذا حققت المؤسسة نمواً معتبراً، بما يؤدي إلى الرفع من رقم أعمالها و زيادة احتياجاتها من رأس المال العامل، هذا الاحتياج الذي يجب تمويله بموارد دائمة، في هذه الحالة فإن أي توزيع للأرباح قد يؤدي إلى اختلال توازن المؤسسة و من ثم عدم تسديد التزاماتها،

بينما يمكن للمؤسسة أن تقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين في الحالات التالية:

- نفي إمكانية تعرض المؤسسة إلى اختلال توازنها المالي، كنتيجة لإحدى الحالات السابقة؛
- إذا عرمت المؤسسة على زيادة رأس المال حسب استراتيجياتها، و هذا بغرض تشجيع المساهمين على زيادة الاكتتاب. (18)

**3-3- أساسيات توزيع الأرباح:** إن توزيعات الأرباح النقدية المتوقعة هي العامل الرئيسي الذي يعتمد عليه المساهمون و المستثمرون من أجل تقييم سعر سهم المؤسسة في السوق و لذلك فإن هناك أمور يجب الإتفاق عليها بين المساهمين و مجلس إدارة المؤسسة، و أبرزها: (19)

- إجراء توزيع الأرباح النقدية: بمعنى متى و بأية مبالغ سيتم دفع توزيعات الأرباح النقدية للمساهمين في المؤسسة؟. وهو قرار يتخذ من مجلس إدارة المؤسسة في إجتماعاتهم السنوية أو نصف السنوية أو ربع السنوية. و يعتبر كل من الأداء المالي للمؤسسة و توزيع الأرباح النقدية السابقة و مستقبل المؤسسة من العوامل الرئيسة التي تؤثر على قرار مجلس الإدارة في ما يتعلق بتوزيعات الأرباح. و يجدر الإشارة إلى أن هذه الإجراءات قد تختلف من بلد إلى آخر.
- مبلغ توزيعات الأرباح: إذا قام مجلس إدارة المؤسسة بالإعلان عن توزيعات الأرباح، فإنهم غالباً ما يصدرون إعلاناً يبينوا فيه قرار توزيع الأرباح، و الموعد النهائي لأسماء المساهمين المسجلين في سجلات المؤسسة، والذين يحق لهم الحصول على هذه التوزيعات و موعد الدفع، هذا الإعلان ينشر عادة في الصحف اليومية و الصحف التي تختص بالأخبار المالية.
- تاريخ التسجيل: هو التاريخ الذي يتم وضعه من قبل مجلس الإدارة، و يقوم المساهمون والأشخاص المعينون بتسجيل أسمائهم في هذا التاريخ بغية الحصول على توزيعات الربح المعلنة في فترة محددة في المستقبل.
- تاريخ الدفع: و يقرر من قبل مجلس إدارة المؤسسة، وهو اليوم الفعلي الذي تبدأ فيه المؤسسة بالقيام بدفع توزيعات الأرباح للمساهمين المسجلين في تاريخ التسجيل.
- خطط إعادة استثمار توزيعات الأرباح: العديد من المؤسسات العالمية اليوم تقدم لمساهميها خطط لإعادة استثمار أرباحهم، والتي تمكن المساهمين باستثمار توزيعات الأرباح التي حصلوا عليها من أجل تملك أسهم إضافية بدون تحمل تكاليف للمعاملات.

#### 4- النظريات والعوامل المؤثرة على سياسة توزيع الربح

**4-1 أنواع سياسات التوزيع:** هناك الكثير من سياسات التي تتبعها الشركات في توزيع أرباحها من أهمها: (20)

1- سياسة التوزيع المستقرة: و تتمثل هذه السياسة بأن تقوم الشركة بدفع أرباح

موزعة ذات نسبة مستقرة وتسمح لمعدل توزيع الأرباح بالتقلب تبعاً لتغير أرباح الشركة، ونجد في الواقع أن الكثير من الشركات تتبع سياسة توزيع أرباح مستقرة وذلك للاعتقاد بأن المساهمين عامة يفضلون ذلك وبالتالي يكون لهذه السياسة تأثيراً إيجابياً على سعر سهم الشركة في السوق.

**2- سياسة توزيع الفائض:** وفقاً لهذه السياسة تقوم الشركة باحتجاز الربح وإعادة استثمارها مرة أخرى كلما كانت لديها مشروعات استثمارية تحقق معدل عائد أعلى من الذي يحققه حملة الأسهم عند قيامهم باستثمار أموالهم بأنفسهم، وفي حالة عدم توفر المشروعات الاستثمارية تقوم الشركة بتوزيع الأرباح كعائد نقدي للمساهمين.

ومما سبق يتضح أن الشركات التي تتميز بمعدلات نمو مرتفعة هي التي تلجأ إلى تطبيق سياسة الفائض باحتجاز الأرباح لتمويل مشروعات التوسع وتوزيع باقي الأرباح على المساهمين، بينما الشركات ذات النمو المنخفضة فتقوم بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها كعائد نقدي على المساهمين نظراً لعدم الحاجة لإعادة استثمار تلك الأرباح.

**3- سياسة توزيع مقدار نقدي منخفض مع إضافة مبلغ آخر في سنوات الرواج:** تتمثل هذه السياسة في أن تلتزم الشركة بتوزيع مقدار نقدي منخفض كعائد على المساهمين بصورة منتظمة كل عام مع إمكانية توزيع مقدار نقدي آخر كعائد إضافي يتم توزيعه في السنوات التي تزداد فيها أرباح الشركة بصورة كبيرة، ويرى مؤيدو هذه السياسة أن توزيع هذا العائد الإضافي في سنوات الربحية المرتفعة يساعد الشركة على تجنب إعطاء المساهمين انطباعاً وهمياً بأن الزيادة في الأرباح زيادة دائمة يمكن الاعتماد عليها بصورة مستدامة.

#### 4-2 النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح:

**1- نظرية عدم ملائمة التوزيعات:** قدم هذه النظرية ميلر ومودكلياني حيث يرى كل منهما في ظل هذه النظرية عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم وتكلفة الأموال للمؤسسة، بمعنى أن سياسة توزيع الأرباح غير ملائمة لتحديد سعر السهم، ويتحدد سعر هذا الأخير حتماً للقدرة الإيرادية للمؤسسة ووفقاً لمخاطر أعمال المؤسسة وليس للطريقة التي تقسم بها الأرباح بين التوزيعات والاحتجاز، وبعبارة أخرى إن قيام المؤسسة باحتجاز الأرباح أو توزيعها هو أمر لا يهم المستثمر، ومن ثم لا يمكن أن يكون له تأثير على القيمة السوقية للسهم، وأشار كل من مودكلياني وميلر إلى أنه وفي ظل افتراضات معينة، إن المؤسسة إذا ما زادت التوزيعات ثم قامت بإصدار وبيع أسهم جديدة إلى مستثمرين جدد، فإن قيمة السهم الذي حصل عليه المستثمر تساوي تماماً التوزيعات المدفوعة، مما يعني بعدم وجود سياسة توزيع مثلى فلا فرق بين سياسة توزيع و أخرى.

ومن الأسس والافتراضات التي تقوم عليها هذه النظرية ما يلي :

- 4- لا وجود لأي ضرائب على الدخول الشخصية للأفراد أو على أرباح الشركات؛
- 5- سياسة الاستثمار الرأسمالي بالمؤسسة مستقلة عن سياسة التوزيعات؛
- 6- عدم وجود نفقات أو مصاريف للتعامل في الأسهم (مثل عمولات الوسطاء)؛
- 7- ليس للرافعة المالية أثر على تكلفة رأس المال؛
- 8- للمدراء والمتعاملين نفس المعلومات حول مستقبل المؤسسة؛
- 9- ليس لتقسيم الربح بين التوزيع و الاحتجاز اثر في تكلفة الأموال المملوكة.

من الواضح أن هذه الافتراضات غير واقعية وغير دقيقة، وذلك لأنه لا يعفى الأفراد أو الشركات من الضرائب على الدخل بصفة عامة، كما يتحمل المستثمر تكاليف التعامل في الأسهم بالإضافة إلى أن المدراء في مركز أفضل من حيث المعلومات مقارنة بالمستثمرين خارج الشركة، كما وان لسياسة التوزيعات تأثيرها على الموازنة الرأسمالية من خلال الفائض النقدي المتاح لأغراض الاستثمار. (21)

<sup>2-</sup> **نظرية عصفور في اليد:** والتي تنسب إلى ميرون قوردن وجون لنتر، وجاءت على نقدهما واعتراضهما لفرضية مودكلياني وميلر التي قامت عليها النظرية الأولى ألا وهي عدم وجود علاقة بين سياسة التوزيع و معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة، وتقضي هذه النظرية بأنه طالما أن التوزيعات تزيد عدم التأكد بالنسبة للمستثمر، وهو ما لا تحققة الزيادة في القيمة السوقية للسهم الناجمة عن احتجاز الأرباح فإنه يجب على الشركة أن توزع نسبة عالية في شكل توزيعات نقدية مما يؤدي إلى معدل عائد أكبر في شكل توزيعات و من ثم يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للسهم، ويؤدي بالتالي إلى تخفيض تكلفة الأموال، ولهذا كان المستثمر يفضل الحصول على الوحدة النقدية من التوزيعات عن الحصول على الوحدة النقدية في شكل أرباح رأسمالية لان التوزيعات المتوقعة تنطوي على مخاطر اقل بالمقارنة بالأرباح الرأسمالية هذا يعني أن عائد التوزيعات أكثر تأكيداً من العوائد الرأسمالية المتأتية من احتجاز الأرباح، و أطلقا جوردن و لنتر على وجهة نظرهما اسم عصفور في اليد بقولهما ( :التوزيعات في يد المستثمر في الوقت الحالي أفضل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل) باعتبار أن المستقبل غير مؤكد، كما يعتقدان بان معظم المستثمرين يخططون لإعادة استثمار توزيعات الأرباح في سهم الشركة أو في سهم شركة أخرى مماثلة و بالتالي فالخطورة في المدى الطويل هي خطورة أعمال الشركة و ليس سياسة توزيع الأرباح، فنجد أنهما يفضلان أن يكون معدل التوزيعات أكبر ما يمكن. (22)

3- **نظرية التفضيل الضريبي:** حيث يوجد ثلاثة أسباب ترتبط بالضريبة وتؤثر على تفضيل المستثمر لتوزيعات منخفضة عن توزيعات مرتفعة، وهي:

- إذا كانت الضريبة على المكاسب الرأسمالية أقل من الضريبة على توزيعات

الأرباح، فإن المستثمرين قد يفضلون عدم توزيع الأرباح وإعادة استثمارها في المنشأة.

- أن الضريبة على المكاسب الرأسمالية لا تدفع إلا بعد أن يتم بيع السهم.

- إذا احتفظ المستثمر بالسهم حتى وفاته فلن تكون هناك ضرائب مستحقة.

وبسبب كل هذه المميزات الضريبية فإن المستثمرين قد يفضلون قيام المنشآت بإحتجاز الأرباح أو جزء كبير منها. (23)

**3-4 العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح:** يجب على المسير المالي أن يأخذ في الحسبان مختلف العوامل المؤثرة عندما يشكل أو يرسم مستوى التوزيعات الحالية أو يخطط سياسة التوزيعات المستقبلية و من أهم هذه العوامل ما يلي: (24)

**1- التشريعات القانونية:** توجد في بعض البلدان قوانين تلزم شركات المساهمة بالاحتفاظ باحتياطي إلزامي بنسبة معينة من الأرباح الصافية، فهذه الأنظمة والقوانين تحد من حرية مجلس إدارة الشركة في تقرير حجم الأرباح الموزعة للمساهمين.

**2- حالة السيولة:** قد تكون الشركة محققة لأرباح وفيرة ولكن هذه الأرباح قد احتجزت واستعملت لتمويل موجودات الشركة أو لتمويل التوسع، وأيضا بعض الشركات تعاني من ضائقة سيولة في مراحل الكساد الاقتصادي نظرا لانخفاض المبيعات فإن هذا يجد من مقدرة الشركة على دفع الأرباح الموزعة النقدية.

**3- اتفاقيات القروض:** من الممكن أن تضع إتفاقيات القروض التي تأخذها الشركة قيودا على حرية الإدارة في اتخاذ قرار توزيع الأرباح، فعلى الشركة أن تلتزم بقرار بجدول تسديد القرض وبالتالي فإن الأرباح الصافية تستعمل أولا لتسديد أقساط القرض المستحقة ومن ثم توزيع الأرباح.

**4- معدلات نمو الشركة:** كلما كان معدل نمو الشركة سريعا كلما زادت الحاجة إلى تمويل التوسع في الأصول، وبالتالي زاد احتمال احتجاز الشركة للأرباح بدلا من توزيعها.

**5- ثبات الإيرادات:** إن الشركة التي تشهد إستقرارا نسبيا في الأرباح غالبا ما تدفع نسبة أعلى من الأرباح الموزعة بخلاف تلك التي لديها تذبذب في الأرباح، فإن مجلس الإدارة هنا يتجه نحو احتجاز نسبة عالية من الأرباح في الشركة تحسبا للمستقبل.

**6- القدرة على الاقتراض والتمويل:** تعاني الشركات الصغيرة والجديدة من القدرة المحدودة على الاقتراض والتمويل بإصدار أسهم وذلك لأنها لا تكون معروفة جيدا من قبل المصارف والمستثمرين، لذلك تتجه

نحو احتجاز نسبة كبيرة من الأرباح مقارنة بالشركات الكبيرة والقديمة التي توزع نسب أرباح أكثر على المساهمين.

## 5- العلاقة بين حوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح

**1-5 الفرضيات المفسرة للعلاقة بين حوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح:** توجد فرضيتين تفسر العلاقة بين حوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح، الأولى تنادي بوجود علاقة طردية بين جودة حوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح، والثانية تقول بوجود علاقة عكسية بينهما وهما كالآتي: (25)

**1- فرضية التوزيعات نتيجة لجودة حوكمة الشركات:** تستند هذه النظرية على فرضية التدفق النقدي الحر، ويطلق عليها فرضية النتيجة، وفقا لهذه الفرضية فإن المديرين في الشركات ذات حوكمة الشركات المنخفضة يميلون إلى الاحتفاظ بالنقدية دون توزيعها من أجل استغلالها في مصالحهم النقدية من خلال توزيعها على شكل علاوات أو الدخول بصفقات تعود بالنفع الشخصي عليهم دون اعتبار لمصالح حملة الأسهم. في المقابل فإن الشركات التي تتمتع بحاكمية مؤسسية جيدة لا يستطيع المديرين استغلال التدفقات النقدية الحرة في تحقيق مصالحهم الشخصية وإنما يتم توزيعها على حملة الأسهم أي بمعنى آخر فإن هناك علاقة طردية بين جودة حوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح.

إن سياسة توزيع الأرباح وفق هذه النظرية هي نتيجة لجودة أو مستوى حوكمة الشركات في الشركة، بحيث يمارس المساهمون الضغط على المديرين للقيام بتوزيع الجزء الأكبر من الأرباح بدلا من استخدامها لتحقيق منافعهم الخاصة.

**2- فرضية التوزيعات بدلا عن جودة حوكمة الشركات:** يطلق على هذه الفرضية فرضية البديل وتقوم على أن سياسة توزيع الأرباح هي واحدة من آليات التعارض بين حملة الأسهم والمديرين، وحسب وجهة نظر مؤيدي هذه النظرية فإن سياسة توزيع الأرباح وتخفيض تكلفة الوكالة تستندان بشكل كبير على تقييمات أعمال الإدارة، ففي وضع تنعدم فيه الرقابة الفعالة على أعمال الإدارة سوف يعمل المديرين على استغلال النقدية في استثمارات غير كفؤة، أو استخدامها كتوزيعات أرباح، ولكن الشركات ذات حوكمة الشركات المرتفعة تزداد فيها رقابة تصرفات الإدارة ومن ثم تستخدم التدفقات النقدية في مشروعات كفؤة مما يقلل من فرص توزيعها على المساهمين، أو بعبارة أخرى فإن هناك علاقة عكسية بين جودة حوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح، فهذه الأخيرة هي البديل عن مستوى حاكمية منخفضة، أي أن الشركات التي تقوم بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها تعكس مستوى منخفض من الحوكمة فيها. فارتفاع مستوى الحوكمة يعتبر بدلا عن سياسة توزيع الأرباح.

5-2- دور الإفصاح المحاسبي في الحد من التلاعب بمؤشرات ونسب توزيع الأرباح: يعتبر الإفصاح المحاسبي مبدأ من مبادئ الحوكمة المؤسسية وركيزة أساسية فيها حيث يهدف إلى تفعيل الشفافية وضمان جودة المعلومات المحاسبية، وتعددت الدراسات حول آلية تطوير الإفصاح المحاسبي للحد من الممارسات السلبية التي تمارسها الإدارة التنفيذية في التلاعب بمؤشر الربح ونسب توزيعه، وتمثل هذه الآراء فيما يلي: (26)

1- الإفصاح عن المعلومات التنبؤية التي تساعد على التنبؤ بالأداء المالي والتشغيلي والإداري للمنظمة: ويرى الباحثان أن هذا الإفصاح يفيد من الحد من الإشاعات التي تصدر من قبل بعض المنظمات أو بعض الأطراف في السوق ولكن في نفس الوقت لا بد عند الإفصاح عن الربح المستقبلي المتوقع استخدام الأساليب العلمية والإحصائية في تخطيط الربح بعيداً عن التقديرات الشخصية للمحاسبين للتأكد من دقة هذا المؤشر المتوقع حيث أنه في بعض الأوقات عندما تفصح الإدارة عن مؤشراً متوقعاً للربح يضع الإدارة أيضاً بمشكلة الوفاء بهذا المؤشر.

2- الإفصاح عن قيمة ومخاطرة الأصول: ومهما اختلفت آراء الباحثين حول آلية تطوير الإفصاح المحاسبي فلا بد من وجود مجموعة من المعايير المرجعية التي يمكن تطبيقها على محرجات نظام المعلومات المحاسبي ويمكن لمتخذي القرارات الرجوع إليها بفرض تقويم جودة المعلومات المحاسبية. وبما إن الإدارة عندما تلجأ إلى التلاعب بالتقارير المالية للتأثير على مؤشر الربح ونسب توزيعه تستخدم التلاعب في عرض التقارير المالية كإحدى الوسائل الأساسية لتحقيق أهدافها بهدف إيصال رسائل خاطئة ومخالفة للواقع مستخدمين التقارير المالية فلا بد من تنظيم عملية الإفصاح المحاسبي من خلال معايير التقارير المالية الدولية IFRS.

3- تأثير إدارة المخاطر على إدارة الربح: لكي تستطيع إدارة المخاطر في ظل الحوكمة القيام بدورها يجب في البداية تحديد الأهداف من وجود هذه الدائرة وهذه الأهداف لا يحددها فقط المديرون التنفيذيون وإنما مجلس الإدارة بأعضائه المستقلة والتنفيذية، ولكن عندما تكون أهداف هذه الإدارة محددة من قبل التنفيذيين فسوف تكون أداة مساعدة لها في ممارستها السلبية التي تنطوي على مجازفة كبيرة بمصير المنظمة سواء في الأجل القصير أو الطويل.

الخاتمة:

يمكن ان نستنتج من هذه الدراسة عدة نقاط تبين العلاقة الوثيقة بين الحوكمة الجيدة ودورها في ترشيد سياسة توزيع الأرباح على المساهمين وهي:

1- يؤدي الإلتزام بمتطلبات الحوكمة في الشركات للعديد من الدول الى زيادة معدل الإلتزام بالمعايير الدولية عن المعايير المحلية المعتمدة عن الحوكمة.

- 2- تعزز الحوكمة الرشيدة مستوى ثقة جميع المتعاملين للإسهام في رفع مستوى أداء الشركة وتحقيق أهدافها الإستراتيجية.
- 3- تحقق الحوكمة الرشيدة حماية لحقوق المساهمين بصفة عامة سواء كانوا أقلية أو أغلبية وتعظيم عوائدهم.
- 4- توجد العديد من النظريات التي تحاول تفسير سلوك المسيرين اتجاه سياسة توزيع الأرباح.
- 5- هناك نظريتين تفسران العلاقة بين حوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح
  - 1- تنادي النظرية الأولى بوجود علاقة طردية بينهما حيث أن المديرين في الشركات ذات حوكمة الشركات المنخفضة يميلون إلى الاحتفاظ بالنقدية دون توزيعها من أجل استغلالها في مصالحهم النقدية من خلال توزيعها على شكل علاوات أو الدخول بصفقات تعود بالنفع الشخصي عليهم دون اعتبار لمصالح حملة الأسهم.
  - 2- من وجهة نظر مؤيدي هذه النظرية فإن الشركات ذات حوكمة الشركات المرتفعة تزداد فيها رقابة تصرفات الإدارة ومن ثم تستخدم التدفقات النقدية في مشروعات كفؤة مما يقلل من فرص توزيعها على المساهمين، أو بعبارة أخرى فإن هناك علاقة عكسية بين جودة حوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح، فهذه الأخيرة هي البديل عن مستوى حاكمية منخفضة.
- 6- تضمن الحوكمة الرشيدة التوافق بين مصالح المساهمين والإدارة وذلك من خلال خلق الشفافية والتزاهة والافصاح عن قيمة الربح المستقبلي المتوقع والوفاء به.

#### الهوامش والاحالات:

- (1) طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، الدار الجامعية، 2007، ص ص 7-8
- (2) .....، حوكمة الشركات المفاهيم-المبادئ-التجارب، الطبعة الاولى، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص5.
- (3) سيد عبد الرحمان عباس بلة، دور حوكمة الشركات في ممارسة أساليب المحاسبة الإبداعية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد12، السنة 2010 ص 55.
- (4) why corporate ، corporate governance، international finance corporate IFC (4) p :01، 2005،gouvernance
- (5) محمد حسن يوسف، محددات الحوكمة ومعاييرها مع اشارة خاصة خاصة لنمط تطبيقها في مصر، ص (5-6)

- (6) بن علي بلعزوز، عبد الرزاق حبار، الحوكمة في المؤسسات المالية والمصرفية: مدخل للوقاية من الأزمات المالية والمصرفية بالاشارة لحالة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، ص 4.
- (7) رابح بوقرة، غانم هاجرة، الحوكمة المفهوم والأهمية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، 2012، ص 10.
- (8) <https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%AD%D9%8>
- (9) حوكمة الشركات، هيئة السوق المالية، المملكة العربية السعودية [http://www.tadawul.com.sa/static/pages/ar/Investor/PDF/13\\_Corporate\\_governance.pdf](http://www.tadawul.com.sa/static/pages/ar/Investor/PDF/13_Corporate_governance.pdf)
- (10) سيد عبد الرحمان عباس بلة، نفس المرجع السابق، ص 58.
- (11) [iefpedia.com/arab/wp-content/...](http://iefpedia.com/arab/wp-content/)
- (12) محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، الطبعة 3، مكتبة العبيكان، الرياض، 1999، ص 678.
- (13) خديجة معلا، سياسة توزيع أرباح الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية في ظل الأزمة الحالية، العدد 8621، صحيفة الوحدة، 2016 <http://wehda.alwehda.gov.sy/node/404359>
- (14) هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 17، 2008، ص 05.
- (15) بريش عبد القادر، بدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، <http://platform.almanhal.com/Article/Preview.aspx?ID=8500>
- (16) أحمد السيد كردي، سياسة التوزيع للأرباح في منظمات الأعمال <http://kenanaonline.com/users/ahmedkordy/posts/414116>
- (17) هاشم حسن حسين، نفس المرجع السابق، ص 05.
- (18) محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة -دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي بالجزائر، مجلة الباحث، 2010/08، ص 85.
- (19) فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان الأردن 2009،

ص-ص 300-304.

(20) <http://kfuforums.kfu.edu.sa/showthread.php?191631>

(21) عبد الغفار حنيفي، أساسيات التمويل والإدارة، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006، ص 233.

(22) محمد زرقون، نفس المرجع السابق، ص 87.

(23) أحمد السيد كردي، سياسة التوزيع للأرباح في منظمات الأعمال

<http://kenanaonline.com/users/ahmedkordy/posts/414116>

(24) <http://kfuforums.kfu.edu.sa/showthread.php?191631>

(25) علام محمد موسى، أثر جودة حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح في سوق الكويت المالية،

دورية الإدارة العامة، المجلد 54، العدد 03، 2014، ص 12.

(26) عبد الرزاق الشحادة، سمير ابراهيم البرغوثي، "ركائز الحوكمة ودورها في ضبط إدارة الأرباح في

البيئة المصرفية في ظل الأزمة المالية العالمية"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية

الدولية والحوكمة العالمية، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص 12.