

محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية

Determinants of Dividend Policy in the Algerien Privat Organisations

د. بريس عبد القادر أستاذ محاضر- المدرسة العليا للتجارة-
أ. بدروني عيسى أستاذ مساعد - بجامعة المسيلة-
dr-baek@gmail.com

ملخص

تعد سياسة توزيع الأرباح من بين القرارات المالية الإستراتيجية الهامة في المؤسسة وتخضع إلى عدة اعتبارات في تحديدها من الضروري عدم تجاهلها ومراعاتها كتكلفة الوكالة، الضرائب، البعد المعلوماتي لهذه السياسة، مدى توفر السيولة الكافية لتغطية توزيع الأرباح، وهناك العديد من النظريات التي حاولت تفسير سلوك المسيرين اتجاه سياسة توزيع الأرباح حيث اختلفت هذه النظريات بين مؤيدة وحيادية تجاه اثر سياسة توزيعات أرباح السهم على قيمة المؤسسة

وبعد استعراض مختلف النظريات والنماذج التي تناولت سياسة توزيع الأرباح، ومن خلال الدراسة التطبيقية على عينة من المؤسسات الخاصة الجزائرية نستطيع القول أن النتائج المتوصل إليها من هذا البحث هو أن العوامل المحددة لنسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية هي الأرباح الكلية للمؤسسة والضرائب على أرباح الشركات. أما المرد ودية، الديون قصيرة الأجل والاحتياطات فهي تعتبر كمحددات يمكن الاعتماد عليها فقط للتمييز بين المؤسسات الخاصة الجزائرية الموزعة وغير الموزعة لأرباح السهم

الكلمات الدالة : سياسة توزيع الأرباح، القرارات المالية الإستراتيجية، المرد ودية ، الأرباح الكلية التدفقات النقدية، الضرائب على أرباح الشركات، المؤسسات الخاصة الجزائرية

Abstract

Dividend policy is one of the most important financial decisions in the enterprise. It is determined by several considerations which can no longer be ignored such as agency cost, taxes, policy informational dimension and the availability of sufficient liquidity to cover the distribution of profits. Many theories attempted to explain the managers' behaviour towards dividend policy although they differed between pro-and neutral about the effect of stock dividend policy on the value of the enterprise

After reviewing the various theories and models that addressed the dividend policy, the applied work over a sample of private Algerian institutions showed that two factors are the main determinants of the dividend payout ratio, total companies profits and taxes on corporate profits. While cost-effectiveness short-term debts and reserves are considered as indicators of distinction between dividends distributing and non-distributing enterprises.

Keywords : Dividend policy; Strategic financial decisions; Cost effectiveness; Total profits Cash flows; the Algerian private institutions

يمكن تقسيم النظريات التي عالجت سياسة توزيع أرباح السهم إلى ثلاث فئات أساسية أولها مبني على حيادية سياسة توزيع الأرباح، وحسبها فقرار توزيع الأرباح ليس له أي أثر على القيمة السوقية لثروة المساهم فحسب مودقلياني - وميلر (Modigliani et Miller 1961)، وبالرغم من عدم واقعية فرضيات هذه النظرية إلا أنها تبقى المرجع الأساسي في الأدبيات المالية. ومن هذا المنطلق ظهرت فئة أخرى من النظريات بناء على نفي فرضية عدم وجود ضرائب والتي ترى أن توزيع الأرباح غير مرغوب فيه وذلك نظرا لوجود معدل ضريبة أكبر على دخول المساهمين.

مقدمة

السؤال الجوهرى المطروح في الأدبيات التي تناولت سياسة توزيع الأرباح كان يدور حول مدى إمكانية الوصول إلى سياسة مثلى إن وجدت، تسمح بتعظيم ثروة المساهمين. وبغية الإجابة على هذا السؤال فقد اختلفت الآراء حوله، بلاك 1976 Black ولغز توزيع الأرباح وعموم أو غياب سياسة مثلى لتوزيع الأرباح. فلحل هذا اللغز يظهر أنه من الضروري فهم العناصر التي تحدد اختيار سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة.

يجعل القرارات بشأن توزيع الأرباح من القرارات المالية الهامة التي لا تقل أهمية عن قرارات الإستثمار والتمويل والتي نجدها قد لأخذت قسطا وافرا من الدراسات في النظرية المالية خاصة في شقها الحديث، لذلك فقد حظيت بنظريات تحاول تفسيرها تندرج في ما يعرف في الأدبيات المالية بنظرية توزيع الأرباح La Théorie de dividende.

ويمكن النظر إلى سياسة توزيع الأرباح من زاويتين، تتمثل الزاوية الأولى في تأثير قرار التوزيع على التمويل الذاتي للمؤسسة ومن ثم على تمويل الاستثمارات من مصدر رخيص التكلفة، أما الزاوية الثانية، فتتمثل في دراسة قرار توزيع الأرباح من وجهة نظرا السوق المالي لما لذلك من إعطاء إشارات لجمهور المستثمرين الحاليين والمحتملين حول وضعيتها وأداء المؤسسة والتي تندرج في إطار ما يعرف بنظرية الإشارة Théorie de signal أو المحتوى الإعلامي Contenu informationnel، يضاف لها ما يترتب على قرار التوزيع من التأثير على الخطط الإستثمارية والتمويلية لتلك المؤسسة، ليجعل من هذه القرارات تحظى بأهمية بالغة، ليس عند مالكي المؤسسة و مسيرها فقط، بل يتعدى ذلك لجمهور المستثمرين والمحللين الماليين.

1 - نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح (نظرية موديجلياني وميلر 1961) : من أهم أنصار هذه النظرية هما Modigliani et Miller سنة 1961 اللذان أوضحا أن قيمة المؤسسة تتوقف على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح وأكدوا أن كفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيسي لثروة المساهمين (قيمة المؤسسة).

وجادل موديجلياني وميلر أن قيمة المؤسسة تتحدد بقوة ربحها الأساسية ومخاطرة أعمالها فقط، فاستنتج Modigliani et Miller العلاقة الموالية:

$$N_a P_o = \frac{(n_a + n_b) p_i - I + B}{I + Ke}$$

حيث: P_o و P_i سعر السهم الحالي والمستقبلي على التوالي، Ke تمثل تكلفة الأموال الذاتية، N_a و N_b تمثل عدد الأسهم القديمة والجديدة على التوالي، I يمثل مبلغ الاستثمار و B يمثل الأرباح الصافية للسنة.

يظهر من خلال هذه العلاقة أن القيمة الجديدة للأسهم القديمة هي عبارة عن القيمة الحالية لقيمة الأسهم القديمة وقيمة الأسهم الجديدة مضاف إليها القيمة الحالية للأرباح ومطروح منها القيمة الحالية لمبلغ الاستثمار. ففي هذه العلاقة هناك غياب لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة السهم وبالتالي فإن السهم مستقلة عن سياسة توزيع الأرباح، وما هو محقق في فترة فهو كذلك بالنسبة لجميع الفترات⁽¹⁾.

يتضح مما سبق أن سياسة توزيع الأرباح أو نوعية التمويل ليست هي المؤثرة على ثروة المساهم وإنما مدى كفاءة المسير في اختيار الاستثمارات المرحة والمثلى⁽²⁾.

كما هناك فئة ثالثة من النظريات والتي ترى أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر قرارا مهما في إدارة المؤسسة فهو من أهم الطرق التي يمكن أن تسمح للمسيرين بتوزيع السيولة على المساهمين لإشباع رغباتهم أو محاولة منهم إيصال مغزى معين أو غير ذلك، ومن بين هذه النظريات نظرية الوكالة التي تدرس التأثير الموجود بين سياسة توزيع الأرباح وعلاقة الوكالة، كما توجد نظرية تكلفة الصفقات ونظرية الإشارة التي تنص على أن المعلومات التي يمتلكها المسيريون والتي يمتلكها المساهمون ليست متماثلة. كل هذه النظريات في مجملها تدرس الجدل الموجود حول سياسة توزيع الأرباح (Dividend Puzzle) باعتقاد كل منها على فرضيات تسمح بتبرير موقفها ولا زالت الدراسات في هذا المجال مستمرة.

مما سبق فإن نسبة الأرباح التي توزع على شكل أرباح السهم هي العنصر الجوهرية في كل الدراسات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح، فأمتليه السياسة من عدمها تكون حول هذه القيمة ولهذا فالإشكالية المطروحة في هذه الدراسة هي كالآتي: « ما هي العوامل المحددة للنسبة من الأرباح الموزعة على شكل أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية؟ ».

للإجابة على الإشكالية المطروحة يتم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، ففي الجانب النظري يتم التطرق إلى الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح من خلال مختلف النظريات في هذا المجال كنظرية الوكالة، نظرية تكلفة الصفقات، نظرية التأثير الضريبي، نظرية الإشارة وغيرها من النظريات، كما يتم إبراز أهم الدراسات التجريبية في هذا المجال.

أما الجانب التطبيقي فيخصص لتحليل المعطيات لعينة تتكون من 266 مؤسسة خاصة جزائرية، وهذه المعطيات تشمل الشكل القانوني، قطاع نشاط المؤسسة وكذا متغيرات يتم استخراجها من ميزانية وجدول حساب النتيجة، وبطبيعة الحال المبلغ من الأرباح الموزع على شكل أرباح السهم الذي يتم الحصول عليه من قرارات الجمعية العامة للمؤسسة والصادرة في المنشورات الرسمية للإعلانات القانونية بالمركز الوطني للسجل التجاري. ليتم اختبار مدى تأثير هذه المتغيرات على نسبة توزيع الأرباح بفضل نماذج إحصائية متمثلة في علاقات انحدار كمية لمتغيرات من هذه المعطيات، وربط النتائج مع ما توصلت إليه الدراسات والنظريات الخاصة بأرباح السهم.

أولاً- نظريات سياسة توزيع الأرباح:

وقبل التطرق إلى النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح واثرها على قيمة المؤسسة يجدر بنا التطرق إلى ماهية ومضمون سياسة توزيع الأرباح:

حيث تتمثل سياسات التوزيع في قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة إستثمارها، لتشكل أحد المصادر التمويلية الهامة التي تعرف بالتمويل الذاتي، وبذلك نجد أن هذا القرار بشأن توزيع الأرباح، علاوة على إمكانية تأثيره على قيمة المؤسسة، له تأثير على حجم تمويل مهم بالمؤسسة ذو تكلفة قليلة بالمقارنة بالمصادر الأخرى (الإستدانة أو زيادة رأس المال)، مما

ما اشارت اليه دراسة كل من ألان ومشيلى 1995 و ستيفن وويسبان 2000 وفرانش 2001 Allen and Michaely, 1995 ; Jagannathan, Stephens and Weisbach, 2000 ; French, 2001 ومع ذلك فنجد كل من ميلر وشولز 1978 Miller and Scholes بينوا أنه يوجد اختلاف بين المستثمرين نتيجة اختلاف الضريبة بين أرباح السهم وربح القيمة، وعلاوة على ذلك نجد مدقلياني وميلر 1961 Miller and Modigliani أثبتا أن كره الضرائب يؤدي إلى تخفيض تكلفة الضريبة على أرباح السهم والفكرة هي أن كلا المستثمرين الذين سوف يحصلون على أرباح سهم عالية أو منخفضة تكون قراراتهم مرتبطة بتكلفة الضرائب المختلفة بينها (clientele effect) المؤسسات التي لا تتحمل الضرائب كصناديق التقاعد والأشخاص الذين لديهم تفضيلات ضريبية على أرباح السهم فإنهم يلجأون إلى شراء أسهم تلك المؤسسات التي توزع نسبة عالية من أرباحها على شكل أرباح السهم عكس الذين ليس لديهم هذه التفضيلات فإنهم يميلون إلى الاستثمار في المؤسسات التي تتركه توزيع أرباح السهم، وبالتالي فإن المساهمين يختارون المؤسسات التي تتوافق وتفضيلاتهم⁽⁵⁾.

حيث توصل جونترى (1994) Gentry أيضا إلى أن المؤسسة تأخذ بعين الاعتبار الضريبة على أرباح السهم عند تحديد أرباح السهم، والتي تكون مرتبطة بفرضية التأثير الضريبي، حيث اختبر Lasfer لاسفار (1996) نسبة توزيع أرباح السهم المستقبلية والحالية كدالة في الأرباح والتميز الضريبي (TD) Tax Discrimination variable ومتغيرة متعلقة بالتأثير الضريبي على المؤسسة وهي تأخذ القيمة 1 إذا كان قيمة الضريبة على أرباح المؤسسة أقل من أرباح السهم وأن التسبيقات الضريبية التي دفعتها المؤسسة لا يمكن استعادتها فعندما لا يمكن استعادتها التسبيقات الضريبية يتوقع أن المؤسسة توزع نسبة منخفضة من أرباح السهم وأن معامل هذه المتغيرة يكون سالب وذو دلالة إحصائية.

$$TD = (1-m) / [(1-z)(1-s)]$$

حيث: m تمثل الدخل الحدي للضرائب على أرباح السهم، تمثل الضريبة الفعلية على ربح القيمة و نسبة الضريبة على أرباح المؤسسات.

المتغيرة (TD) تعكس تأثير الضرائب على الأشخاص وهي تتغير عكسيا مع نسبة الضريبة على عوائد الأشخاص، ففي حالة ما إذا كانت قيمة (TD) أكبر من الواحد فإن قيمة الضريبة على أرباح السهم تكون أقل من قيمة الضريبة على ربح القيمة، وبالتالي توقع أن المؤسسة ستدفع نسبة عالية من التوزيعات على شكل أرباح السهم.

تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى أن كل المعاملات ذات دلالة إحصائية قوية (signifants) وإشارات توافق ما تنص عليه نظرية التفضيل الضريبي، وكانت النتيجة المهمة هي أن المؤسسات تسعى لتعظيم عوائد مساهمها بعد الضرائب (تخفيض تكلفة الضرائب على المساهمين).

2- نظرية العصفور في اليد (The bird in the hand argument): الحجة التقليدية في أرباح السهم هي أنها تخفض المخاطرة، لأنها تورد إلى المساهمين تدفقات نقدية ومعلومات مستقبلية، وكل المساهمين يستطيعون الحصول على سيولة من خلال بيع جزء من أسهمهم ولكن هذا يحملهم تكاليف تبادل التي يمكن تجنبها في حالة ما قامت المؤسسة بتوزيع أرباح السهم. تخفيض المخاطرة أو حجة العصفور في اليد المنبثقة التي تطرق لها كل من قراهام ودود Graham and Dodd وكذلك قوردن وآخرون (1959) and with Gordon سنة 1951 فحسبها يوزع المساهمون أرباح السهم لتقديم السيولة إلى المساهمين مما يسمح لهم بتخفيض حالة عدم التأكد حول التدفقات المستقبلية، ولكن من جهة أخرى فهذه الأرباح الموزعة تعتبر كتخفيض للقيمة السوقية للمؤسسة (فرصة ضائعة). كما أن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع انخفاض أرباح السهم الموزعة لأن المساهمين يكونون أقل تأكدا في حصولهم على أرباح رأسمالية يفترض أن تنتج من الأرباح المحتجزة⁽³⁾.

3 - نظرية التفضيل الضريبي (Tax Preference Theory): طبقا لهذه النظرية يفضل المستثمرون الاستثمار في تلك المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة أقل من الأرباح وذلك نتيجة وجود ضرائب بنسبة أعلى على الأرباح الموزعة مقارنة بالأرباح الرأسمالية، فحسب كل من ويستون وبرقهام (Weston & Brigham 1993, p.668). انه في حالة وجود الضرائب فإن المستثمر يفضل إعادة استثمار الأرباح بدل من الحصول عليها وبالتالي يفضل المؤسسات التي توزع أقل نسبة من الأرباح لتخفيض قيمة الضرائب التي يدفعها، وتوزيع نسبة أقل من الأرباح يعني إعادة استثمار نسبة كبيرة منها في أنشطة المؤسسة مما يؤدي إلى زيادة معدل نمو أرباحها، وطبقا لنموذج جوردون فهذا يؤدي إلى ارتفاع ثروة المستثمر.

فالضرائب المستحقة على الأرباح الرأسمالية لا تدفع إلا مرة واحدة وهي عند بيع السهم، فبأخذ القيمة الزمنية للنقود والتي تتناقص قيمتها مع مرور الوقت فإن قيمة الدينار الحالي أكبر من قيمة نفس الدينار في المستقبل هذا يجعل الأرباح الرأسمالية أقل تكلفة من أرباح السهم، كما أن في حالة الاحتفاظ بالسهم حتى وفاة المساهم فإن الورثة لا يدفعون ضريبة على الأرباح الرأسمالية في حالة ما إذا قاموا ببيع السهم ذلك أن سعره السوقى عند وفات المساهم يعد كتكلفة شرائه وبالتالي لا يوجد فرق القيمة⁽⁴⁾.

وبناء على هذه الأسباب، فإن المساهمين يفضلون المؤسسات التي تقوم باحتجاز الأرباح بدل توزيعها ويكونون مستعدين لدفع سعر أعلى لشراء أسهم تلك المؤسسات التي لا توزع الأرباح. إلى هنا فإن المؤسسة إذا أرادت توزيع الثروة على المساهمين، فإنها سوف تلجأ إلى إعادة شراء الأسهم تجنباً لتحميل المساهمين تكلفة زائدة في حالة ما قامت بتوزيع أرباح السهم نتيجة الضريبة الزائدة، وكصورة واقعية لهذا فقد لوحظ زيادة في شراء الأسهم بدل توزيع الأرباح ابتداء من سنوات الثمانينات وهذا

خلال عدد من السنين، ويشمل ذلك على الشرق الأوسط، آسيا، أوروبا الغربية، أمريكا الجنوبية، أفريقيا، روسيا وغيرها، ذات الحماية الأضعف للمستثمر. وبالتالي يجب أن تتم سياسة توزيع الأرباح في ضوء أهداف المؤسسة وبما يسهم في تعظيم ثروة المساهمين.

أثبتت الدراسات أن المسيرين لا يكرهون توزيع هذه التدفقات النقدية على المساهمين في شكل أرباح السهم عندما تكون الفرص الاستثمارية قليلة، كما يمكن للمؤسسة أن تلجأ إلى الاقتراض لتوفير السيولة ومن ثم توزيع أرباح السهم وفقا لما توصل إليه كل من ماليتز وسفسيك (Malitz and Sefcik 1994).

فكلما انخفضت درجة حماية الساهمين (انعدام القوانين أو عدم تطبيقها بشكل أمثل)، يسمح هذا للمسيرين باستعمال مهاراتهم في السيطرة على المؤسسة واستعمالها لمصلحتهم الشخصية، وفي هذه الحالة يستطيع المسيرون كسب الشهرة عن طريق توزيع أرباح السهم على المساهمين الذين يظنون أنها نتيجة الجهد المثالي للمسيرين حسب (لابورتا ولوباز وفيشني La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny 2000، وتوزيع أرباح السهم يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة عن طريق تخفيض التدفقات النقدية المتاحة لدى المسيرين (جونسن 1986، Jensen)، أو بالتأثير على القيمة السوقية للمؤسسة (رفعها) مما يكسب تذاؤل المساهمين (ايستبروك Easterbrook, 1984).

لتخفيض تكاليف الوكالة والصفقات يلجأ المسيرون إلى البحث عن النسبة المثلى من توزيعات أرباح السهم التي تسمح لهم بالوصول إلى هذا الهدف (ايستبروك Easterbrook 1984، تم اختبار هذا النموذج من طرف روزوف Rozeff 1982، باستعمال طريقة المربعات الصغرى، فإنه كلما زادت نسبة امتلاك المسيرين للأسهم كلما انخفضت تكلفة الوكالة نتيجة انخفاض الضغوط على المسير، ومنه نقص الاعتماد على أرباح السهم لتخفيض هذه التكلفة، كما أن امتلاك المسير لأسهم المؤسسة يجعله يفضل الزيادة في أجره بدل توزيع أرباح السهم، كانت نتائج الدراسة أن هناك علاقة سلبية بين قيمة التوزيعات والمتغيرات (β) - المخاطرة السوقية للمؤسسة - معدلي النمو، نسبة الأسهم التي يمتلكها المسيرين، وعلاقة موجبة مع نسبة اللوغاريتم النيبيري لعدد المساهمين إلى اللوغاريتم النيبيري لرقم الأعمال، وبدلالة إحصائية. والعلاقة السلبية مع معدلي النمو هو أنه كلما زاد معدل النمو زادت احتياجات المؤسسة من السيولة، ومنه تخفيض قيمة التوزيعات لتلبية هذه الحاجيات، وكذلك فزيادة معدلي النمو يزيد من ثقة المساهمين بالمسيرين، ومنه المطالبة بنسبة عالية من أرباح السهم للضغط على المسيرين تصبح غير ضرورية.

5 - **نظرية تكاليف الصفقات:** المؤسسة يمكنها أن تتحمل تكاليف عند توزيعها لأرباح السهم، كما أن المساهم كذلك يمكنه أن يتحمل تكاليف عند استثمار أمواله التي تحصل عليها في شكل توزيعات لأرباح السهم، ومع ذلك فالكثير من

4 - **نظرية الوكالة:** تنشأ نظرية الوكالة نتيجة الفصل بين ملكية المؤسسة وتسييرها وهذا توصل إليه كل من جونسون وماكلين (Jensen and Meckling 1976)) فمن المعروف أنه بزيادة حجم المؤسسات واتساع نطاقها انفصلت الملكية عن التسيير، ومن ثم ظهر ما يسمى بطبقة المسيرين، ومن هنا بدأت علاقات الوكالة. فالوكالة هي بمثابة عقد يقوم فيه المالك بتفويض شخصي أو آخرين في القيام بتسيير المؤسسة نيابة عنهم. وأهم شرط في عقد الوكالة هو ذلك الخاص بقيام الوكيل بأداء مسؤولياته بما يحقق ويعظم مصلحة المالك وذلك مقابل حصول الوكيل على الأجر المناسب مقابل تأدية مسؤولياته. فبطبيعة الحال فإن المسيرين يتمتعون بمعلومات أكثر من المساهمين عن وضع المؤسسة، فممكن للمسيرين أن يهتموا بتحقيق أهدافهم الشخصية بدل تحقيق أهداف المساهمين. وفي هذه الحالة فالأمر يتطلب نوعا من التكاليف التي يتحملها المساهمون لضمان أهدافهم، ومن هنا يأتي أحد المصادر الأساسية لتكلفة الوكالة التي يتحملها المساهمون لضمان مراقبة على المسيرين تسمح بتحقيق أهدافهم⁽⁶⁾.

تلجأ المؤسسات إلى حجز الأرباح بغية تخفيض احتمال عدم وجود مصادر خارجية لتمويل استثماراتها المستقبلية، كما تهدف من وراء هذه العملية إلى تخفيض أو تجنب الوقوع في العسر المالي والمربط خاصة باحتمال وجود نتائج استغلال سلبية في المستقبل، وبالخصوص فالمؤسسات التي تستثمر في البحث والتطوير هي التي تحتفظ بمبالغ معتبرة لأجل تمويل العملية من جهة، ومن جهة أخرى توفير السيولة للاستثمارات المحتملة. وتوفير السيولة من خلال حجز الأرباح، فالمؤسسة تتجنب تحمل تكاليف الصفقات الخاصة بالمصادر خارجية للتمويل (المتعلقة بالبحث وإصدار أسهم و/أو سندات لتوفير السيولة)، ومن ناحية أخرى فممكن أن تتولد تكاليف أخرى (مثلا تكلفة الوكالة) جراء الإحلال بين إصدار أسهم أو سندات جديدة. في المتوسط فتكلفة إصدار السندات تتراوح بين 1 و 3%، أما تكلفة إصدار الأسهم هي بين 3.5 و 7%⁽⁷⁾.

عدة دراسات أثبتت أن الإعلان عن الزيادة في أرباح السهم بقيمة 10% تؤدي إلى ارتفاع سعر السهم بنسبة 1.34%، ومن جهة أخرى فالإعلان عن تخفيض أرباح السهم بنفس النسبة السابقة يؤدي إلى انخفاض في سعر السهم بنسبة 3.71%، كما أن سعر السهم يتغير تناسيبا مع التغير في أرباح السهم، ومع ثبات العوامل الأخرى فاستجابة السوق المالية للتغير في سعر السهم يكون قويا في حالة انخفاض أرباح السهم مقارنة بارتفاعها⁽⁸⁾.

و يبين نموذج الوكالة لتوزيع الأرباح عند (لبارتا وآخرون La Porta et al. 2000) أنه عندما يمتلك المساهمون حقوقا أكبر فإنهم يستطيعون استخدام قوتهم للتأثير في سياسة توزيع الأرباح، ويستطيع المساهمون تلقي حقوق أكبر حيث تفترض نظرية الوكالة أن المساهمين يفضلون خيار توزيع أرباح السهم أكثر من الأرباح المحتجزة، وقد يكون هذا الخيار لتوزيع الأرباح أقوى في الأسواق الناشئة Emerging Markets وهي الأسواق المالية في الدول النامية التي تشهد نمواً ملحوظاً

وهذا ما أكدته دراسة كل من رودينق وفاما وفرانش (Redding, 1997, and Fama and French, 2001).

6- **نظرية الإشارة:** تؤدي المعلومة دورا هاما في المؤسسة، حيث تقوم بتزويد الأفراد والجهات المختلفة سواء كانوا يعملون بها أو من خارجها (مثل الجهات الحكومية ورجال التمويل والمستثمرين والعملاء والموردين والمحللين الماليين) بمعلومات مالية تساعد في اتخاذ قراراتهم الاقتصادية. وعملية تقديم المعلومات لأغراض اتخاذ القرارات تعتبر أحد الأهداف الرئيسية للمعلومة المالية، ويتطلب هذا الهدف الإفصاح الملائم عن البيانات المالية والمعلومات المهمة الأخرى مع مراعاة العديد من الأسئلة و الإنشغالات على سبيل من الذي يتم من أجله الإفصاح عن هذه المعلومات، ما هو الغرض من هذه المعلومات وما هو الحجم المناسب من المعلومات التي ينبغي الإفصاح عنها. عندما وضع موديليان وميلر نظريتهما لحيادية سياسة توزيع أرباح السهم، افترضوا أن المعلومات متماثلة لدى الأفراد بشأن سياسة توزيع الأرباح أو حصص الأرباح المستقبلية للمؤسسة، لكن في الواقع يكون للمستثمرين و جهات نظر مختلفة حول حصص الأرباح المستقبلية وحالة عدم التأكد حول هذه الأرباح، ويكون لدى المسيرين معلومات أفضل من المساهمين عن التوقعات المستقبلية.

فهذه النظرية تنص على أن المعلومات التي يمتلكها أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي ليست متماثلة، فأصحاب العجز المالي يعرفون أنفسهم أكثر من أصحاب الفائض، الفئة الأولى تبحث عن مصادر تمويل مثلى فيقومون بإرسال إشارات نوعية وكمية تدل على حسن مركزهم المالي مما يفسر قدرتهم على التسديد في المستقبل، وفي المقابل فالفئة الثانية تبحث عن أحسن استثمار لفوائضها المالية.

وأكدت مجموعة من الدراسات التي فرضية أن التغيرات غير المتوقعة في سياسة توزيع الأرباح لمؤسسة، تفسر في السوق المالية بأن هناك تغيرا في كفاءة المؤسسة لتوليد ثروة في المستقبل⁽⁹⁾.

فإذا توقع المساهم زيادة في معدل توزيعات أرباح السهم بنسبة 5 % وحصلت هذه الزيادة بالفعل، فإن سعر السهم لن يتغير بشكل مهم عند الإعلان عن هذه الزيادة، لأن المعلومة (الزيادة في توزيعات الأرباح) كانت متوقعة من قبل وقد تم استخدامها في تقييم الأسهم، لكن إذا توقع المساهم زيادة في معدل توزيعات أرباح السهم بنسبة 5 % ولكنها زادت بنسبة 25 % فإن هذه الزيادة سترافقها زيادة في قيمة السهم، والعكس سيحصل لو أن الزيادة كانت أقل من المتوقع أو أن التوزيعات انخفضت⁽¹⁰⁾.

الدراسة التي قام بها ستاركس ويون Laux, Starks and Yoon 1998 تبين أن درجة الاستجابة للانخفاض في أرباح السهم أقوى من تأثير زيادة أرباح السهم، وهذا ما يؤكد لينتر Lintner 1956، وأن التغير في أرباح السهم يعطي معلومات عن المؤسسة والتي تؤخذ بعين الاعتبار في السوق المالية. وتم التأكيد هذه النتيجة في دراسة على المؤسسات النشطة في NYSE/AMEX حسب هيو و شين Howe and Shen (1998) كما تم التوصل إلى أن إعلان المؤسسة عن توزيع أرباح السهم

المؤسسات والمساهمون يبقون أوفياء لتوزيع أرباح السهم وتلجأ المؤسسات إلى زيادة التمويل الخارجي لتغطية احتياجات استثماراتها. وتكاليف الصفقات في حالة اللجوء إلى التمويل الخارجي هي تكاليف توزيع أرباح السهم، فالأرباح يمكن استعمالها لتغطية تكاليف الصفقات عند اللجوء إلى إصدارات جديدة، وفي الجانب الآخر إذا كان هناك زيادة في تكاليف الصفقات الناتج عن توزيع أو عدم توزيع الأرباح، فهذا يؤثر على الأرباح المتوقعة ومن ثم سعر السهم ومنه القيمة السوقية للمؤسسة. سياسة توزيع الأرباح تستطيع أن تؤثر في قيمة المؤسسة خاصة إذا كانت هذه السياسة تؤثر على القرارات الاستثمارية للمؤسسة على سبيل المثال المسيرين يمكنهم أن يضيعوا فرصة الحصول على قيمة حالية موجبة لاستثمار ما نتيجة توزيع أرباح السهم، واللجوء إلى التمويل الخارجي الذي بطبيعة الحال يترتب عليه تكاليف صفقات إضافية مقارنة لو أنهم مولوا هذه الاستثمارات عن طريق حجز الأرباح حسب ميلر- ورووك (Miller and Rock's (1985) اللذين أثبتا أن هذه التكلفة ترتفع من خلال القرارات الاستثمارية الساخرة التي تتخذها المؤسسة، نظرية تكاليف الصفقات لتوزيع أرباح السهم تستيق الاستثمارات وتبحث في التكاليف التي يمكن أن تتحملها المؤسسة نتيجة التمويل الخارجي في حالة ما إذا قامت المؤسسة بزيادة نسبة توزيع أرباح السهم، فتكاليف الصفقات تشمل كل التكاليف الناتجة عن اللجوء إلى التمويل الخارجي كتكاليف الاككتاب، تكاليف الإدارة، والنفقات القانونية كالترايب وغيرها. وأبعد من ذلك فلجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي يؤدي بمساهمين إلى وجود صعوبات في مراقبة نشاطات المؤسسة أو حتى الحفاظ على ولاءهم السابق، مثلا دخول مساهمين جدد يؤدي إلى مشاركتهم في أرباح المؤسسة مما يجعل نصيب السهم منها ينخفض وتظهر هذه النتائج في قيمة السهم والقيمة السوقية للمؤسسة.

فنظرية تكاليف الصفقات لسياسة توزيع الأرباح، تقترح على المؤسسة باستطاعتها الاعتماد على أرباحها في تمويل استثماراتها وتلجئ إلى توزيع الأرباح في حالة عدم وجود فرص استثمارية مواتية فالمؤسسات الأكثر لجوءا إلى التمويل الخارجي تسعى إلى لتعظيم القيمة السوقية للمساهمين من خلال تكلفته المنخفضة مقارنة بالتمويل بالأرباح المحتجزة وحسب روزاف Rozeff 1982، الرافعة المالية ودرجة النمو هما العاملين اللذين يفسران لجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي.

والعامل الآخر الذي يمكن أن يفسر لجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي هو الحجم، بطبيعة الحال المؤسسات الأقل حجما يكون مساهميها غير راضين على لجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي عكس المؤسسات ذات الحجم الكبير، وضياح إمكانية مراقبة المؤسسة هو أكبر مشكل يواجه مساهمي المؤسسات ذات الحجم الصغير نتيجة زيادة التمويل الخارجي، والذي يكون أكثر تكلفة بالنسبة لها مقارنة مع المؤسسات ذات الحجم الكبير، وبالتالي فتوزيع أرباح السهم في المؤسسات الصغير يكون أكثر تكلفة منه في ذات الحجم الكبير وهذه النتيجة يمكن استخلاصها من العلاقة الموجبة بين نسبة توزيع أرباح السهم وحجم المؤسسة

وقيمة صغيرة لـ يعني أن قيمة الأرباح الموزعة لا تتغير مباشرة بعد تغير أرباح المؤسسة إلا بعد ما يستمر هذا التغير.

ولقد تم اختبار نموذج لينتير 1956 Lintner في العديد من الدراسات، وكلها خلصت إلى واقعية النموذج، وعلى سبيل المثال فاما وبابياك (Fama and Babiak 1968) الذي قام بدراسة على عينة من المؤسسات (392 مؤسسة) بين سنة 1946 و1964، وكانت النتيجة موافقة لنموذج لينتير 1956 Lintner.

إن محاولة فهم اللغز الخاص بتوزيع أرباح السهم هو فهم قرارات التسيير التي من شأنها أن تؤثر في محددات تغير سياسة توزيع الأرباح، فحسب لينتير (Lintner 1956) الذي قام بسلسلة من المقابلات مع مسيري 28 مؤسسة صناعية أمريكية، أين تتبع توزيع أرباحها لمدة 7 سنوات من 1947 إلى 1953 وتوصل إلى أن المؤسسات تحدد سياسة توزيع أرباحها تبعا لأرباحها الجارية ونسبة التوزيعات المستهدفة، كما وجد أن المؤسسات تقوم بتعديل نسب توزيع أرباحها طبقا لهذه النسبة، وأن هذه النسب المستهدفة تختلف من مؤسسة إلى أخرى ومن فترة إلى أخرى. بناء على هذه النتائج قام لينتير (Lintner 1956) بتطوير نموذج التعديل الجزئي للتغير في مستوى التوزيعات (ΔD) عبر الزمن (t) وباختلاف المؤسسات (i)، وهذا النموذج يعكس ثقة المسيرين في أن المستثمرين يكرهون المسويات الشادة لأشكال توزيع أرباح السهم، ومن ثم التركيز على التغير في مستويات الأرباح الموزعة (ADi,t):

$$ADi,t = a_i + C_i [D^*_{i,t} - D_{i(t-1)}] + U_{i,t}$$

حيث:

$$\Delta D_{i,t} = D_{i,t} - D_{i(t-1)}$$

: التغير في مستويات توزيع أرباح المؤسسة بين سنتين متتاليتين.

$$D^*_{i,t} = R_i (P_i,t)$$

: مبلغ الأرباح الموزع فعلا، (R_i) يمثل نسبة التوزيع المستهدفة للمؤسسة (i) و ($P_{i,t}$) يمثل الربح الجاري للمؤسسة أ في اللحظة (t). C_i : يمثل معامل التعديل الخاص بالمؤسسة (i) وهو متعلق بالفرق بين توزيعات السنة الماضية والتوزيعات الحالية. a_i : قيمة ثابتة وتكون في الغالب موجبة لتعكس رغبة المسيرين في عدم تخفيض قيمة التوزيعات.

$U_{i,t}$: خطأ التقدير.

نموذج جوردن 1959 Gorden: نموذج جوردون 1959 وفقا لفرضياته سمي بنظرية العصفور في اليد، وهو من النماذج المهمة التي ناقشت توزيعات الأرباح وأكدت أثرها على القيمة السوقية للسهم، فالمستثمرون يكرهون المخاطرة ويتصرفون بالرشادة والعقلانية. لقد اعتمد جوردون في نظريته على نموذج رسملة توزيعات الأرباح والذي يؤكد أن القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة الحالية لتوزيعات أرباح السهم المتوقعة بمعدل خصم مناسب والعلاقة التالية توضح هذا النموذج:

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

حيث P سعر السهم المتوقع، D أرباح السهم المتوقع توزيعها، Ke تكلفة الأموال الذاتية g

و معدل النمو في أرباح المؤسسة. وحسب جوردون فإن معدل

يعطي معلومات خاصة بها ولا يشمل أي نوع من التأثير أو التنافس الموجود بين مؤسسات نفس القطاع.

ولدراسة العلاقة بين أرباح السهم وأرباح المؤسسة (دي أنجلو و سكينر 1996 DeAngelo and Skinner)، تم التركيز على التغير المفاجئ في أرباح المؤسسة، كانت النتيجة تبين أن معامل أرباح السهم لا يختلف عن الصفر بدلالة إحصائية، فتم التوصل إلى أن زيادة أرباح السهم لا يعني بالضرورة تحسن أرباح المؤسسة المستقبلية مما يعني أنه يمكن للمسير أن يعلن عن الزيادة في أرباح السهم فقط من أجل تضليل أشياء أخرى (كتعظيم المنفعة الشخصية له) كما يمكن أن يكون المبتغى من زيادة أرباح السهم هو تمييز المؤسسة عن باقي المؤسسات، ومهما اختلف المبتغى من تغيير أرباح السهم فإن الدلائل التجريبية تؤكد بأن أرباح السهم تعطي معلومات مستقبلية وأنية عن المؤسسة.

فحسب جونسون وجوهانسن 1995 Jensen and Johnson تبين أن المعلومات التي يمكن أن تأتي نتيجة تغير أرباح السهم مختلفة، فمن تغير في أرباح المؤسسة إلى تغير في التدفقات النقدية لها ثم التغير في فعالية المؤسسة، وأخيرا فالتغير في أرباح السهم يدل على وجود تغير في مخاطرة المؤسسة، ومن هذه الاختلافات يمكن القول أن التغير في أرباح السهم يعطي معلومات مختلفة وتختلف باختلاف المؤسسات المعنية. فردة الفعل نتيجة التغير في أرباح السهم متعلقة بخصائص هذا التغير وكذا خصائص المؤسسة المعنية، ومن دراسة التأثير المشترك بين هذه المتغيرات يمكن تحديد المعلومة المراد توصيلها من خلال تغير أرباح السهم.

ثانيا. نماذج سياسة توزيع أرباح السهم:

لقد تم وضع عدة نماذج لتفسير توزيعات أرباح السهم في المؤسسة، حيث تطرقت هذه النماذج في مجملها إلى أهم العوامل التي يمكن أن تكون لها علاقة مع توزيعات أرباح السهم كما اعتمدت هذه النماذج على عدة فرضيات للوصول إلى نتائج أكثر واقعية، ومن بين هذه النماذج هناك نموذج (نموذج كلاي Kalay سنة 1980 ولنتير Lintner، سنة 1962⁽¹¹⁾ نموذج جوردون وكذا نموذج وأرباح السهم.

1- **نموذج لينتير** (1956 Lintner): من خلال عدة ملاحظاته لتوزيعات أرباح السهم، توصل لينتير 1956 Lintner إلى أن المسيرين يفضلون ثبات توزيعات أرباح السهم، ولا يتم تغييرها إلا إذا كان من الضروري القيام بذلك، كما توصل كذلك إلى أن أرباح المؤسسة تعتبر محددا رئيسيا لأرباح السهم، ويقوم المسير بالتعديل الجزئي لأرباح السهم تماشيا مع أرباح المؤسسة وأرباح السهم السابقة، كما تبينه العلاقة الموالية:

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

حيث:

D_t و D_{t-1} هي قيمة أرباح السهم للسنة والسنة الماضية على التوالي و d معدل توزيعها، أما B_t فهي النتيجة الصافية للسنة، و a و c هي ثوابت موجبة.

قيمة موجبة لـ تعني تردد المسير في تغيير توزيع الأرباح،

تمكنه من ذلك، فيتخذ قرارات مالية في بداية الفترة ويسعى إلى تأكيد الإشارات المالية وتجنب الخطر المعنوي. فالنظام المثير للاهتمام من طرف المسيرين والمعروف من طرف المستثمرين هو كما يلي:

$$M = (1+r) \gamma_0 V_0 + \gamma_1 \left\{ \begin{array}{l} V_1, si V_1 \geq D_0 \\ V_1 - \frac{L}{\gamma_1}, si V_1 < D_0 \end{array} \right.$$

مع:

M : عائد المسيرين.

V_1, V_0 : قيمتي المؤسسة في اللحظة 0 وفي اللحظة 1 على الترتيب.

L : الجزء الذي يتحمله المسير إذا كانت أرباح السهم الموزعة في بداية الفترة (D_0) أكبر من النتيجة المحققة. ($si V_1 < D_0$).
فحسب هذا النموذج، لا يقوم المسيرون بزيادة أرباح السهم (*bonne nouvelle*) إلا إذا كانوا متأكدين من أن وضعية المؤسسة المستقبلية سوف تتحسن وتستمر في ذلك، لأنه إذا كان العكس، فإن المسيرين سوف يتحملون الجزء الذي لا يكون في صالحهم. وبذلك فإن المسيرين يفضلون توزيع نسبة منخفضة من أرباح السهم ولا يتم الزيادة إلا إذا كان هناك تغير فعال في المؤسسة والذي سوف يستمر في المستقبل، كما أن هذه النسبة تسمح للمسيرين بالحفاظ عليها حتى وإن كانت التدفقات النقدية منخفضة وبالتالي فإن أي انخفاض في هذه النسبة فهذا يدل على أن هناك انخفاضا مستمرا في التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة والتي تعتبر معلومة سيئة بالنسبة للسوق المالية (*mauvaise nouvelle*)⁽¹⁶⁾.

ثالثا- دراسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية:

تتكون العينة المدروسة من 266 مؤسسة خاصة جزائرية، تم الحصول عليها من المركز الوطني للسجل التجاري (CNRC: Centre National du Registre de Commerce Bulletin Officiel des Annonces Légales. BOAL) التي يصدرها المركز. المعطيات التي تم الحصول عليها خاصة بالنشاط التجاري لسنة 2008، وتضم هذه المعطيات كل من الميزانية، جدول حسابات النتائج، الشكل القانوني، وقرارات الجمعية العامة كما تم استنتاج بصفة عامة قطاع نشاط المؤسسة بناء على الميزانية وجدول حسابات النتائج⁽¹⁷⁾.

1 - نموذج الانحدار الخطي المتعدد ونموذج التحليل التمييزي:
أظهرت نتائج التحليل الوصفي للعينة عدة ملاحظات لنسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية:
نسبة توزيع أرباح السهم محصورة بين 0 و 422 %، بمتوسط يقارب 32 %، في حين فنسبة المؤسسات التي قامت بعملية التوزيع هي فقط 33.08 % (88 مؤسسة من بين 266 عدد مؤسسات العينة-).

ما نسبته 68.05 % من مؤسسات العينة لها نسبة توزيع تقل عن 20 %، أما نسبة المؤسسات التي لها توزيعات تفوق 100 % فهي في حدود 15 %.

العائد المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع احتجاز الأرباح والاستثمارات المضافة، وذلك أن ارتفاع أرباح السهم في المستقبل يكون نتيجة الزيادة في الاستثمارات وارتفاع معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يعتبر نتيجة زيادة حالة عدم التأكد المرافقة للزيادة في الاستثمارات⁽¹³⁾.

نموذج ولتر 1962 Wolter: يعد نموذج والتر من بين النماذج النظرية التي ناقشت العلاقة بين توزيع أرباح السهم والقيمة السوقية لأسهم المؤسسات، حيث توصل إلى أن سياسة توزيع أرباح السهم سوف تؤثر على القيمة السوقية للسهم والتي هي عبارة عن مجموع القيمة الحالية لتوزيع أرباح السهم والقيمة الحالية للأرباح الرأسمالية كما يلي⁽¹⁴⁾:

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

P هو السعر السوقي للسهم، D التوزيع السنوي لأرباح السهم، R معدل العائد المتوقع على الاستثمار Ke معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين، B نصيب السهم من الربح الإجمالي للمؤسسة للسنة.

يتضح من العلاقة أعلاه أنه عندما يكون معدل العائد المتوقع على الاستثمار أكبر من معدل العائد المطلوب فإن زيادة حجز الأرباح لها أثر إيجابي على القيمة السوقية للسهم، وعندما يكون العكس فإن توزيع الأرباح هو الأمثل لتعظيم سعر السهم ومنه القيمة السوقية للمؤسسة، وفي حالة التساوي فكل السياستين لا يكن لهما أي أثر على القيمة السوقية للسهم (حيادية سياسة توزيع الأرباح).

نموذج الإشارة وأرباح السهم (نموذج كالي Kalay سنة 1980)⁽¹⁵⁾:
يسمح نموذج الإشارة للمسير باستعمال أرباح السهم، الاستثمار أو الاستدانة لإعلام المستثمرين بالوضعية المالية للمؤسسة. وفي كل إشارة يتحمل المسير تكاليف، لكن هذه التكاليف تكون مرتفعة بالنسبة للمؤسسات ذات الوضعية السيئة (*mauvaises entreprises*) مقارنة بذات النوعية الجيدة (*bonnes entreprises*).

نماذج الإشارة المعروفة هي التي حددها كل من ميلر وروك وبتاشاريا 1985 (Miller et Rock 1985)، (Bhattacharya 1979)، والفكرة الرئيسية في جميع هذه النماذج هو أن المسير يعدل من أرباح السهم بغية الإشارة عن الوضعية المالية الحالية أو المستقبلية المحتملة للمؤسسة. فارتفاع أرباح السهم يعني أن المسير يتوقع تحسن في التدفقات النقدية، وانخفاضها يعني العكس.

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

ومن أجل هذا، فلغزل قيمة مؤسسة A عن قيمة مؤسسة B (حتى يمكن التفريق بينهما)، فعلى المسير أن يجد طريقة

هذه المتغيرات لها أثر إيجابي على نسبة توزيع أرباح السهم.

2- تحليل المتغيرات المؤثرة في توزيع أرباح السهم: يتركز تحليل النتائج المتعلقة بنسب توزيع أرباح السهم بالمتغيرات المؤثرة في نموذج الانحدار الخطي المتعدد ونموذج التحليل التمييزي والمتمثلة في الضرائب على أرباح الشركات، التدفقات النقدية الحرة، الأرباح السابقة، الديون قصيرة الأجل، الاحتياطات والمردودية.

2.1 - الضرائب على أرباح الشركات: الارتباط الإيجابي بين نسبة توزيع أرباح السهم والضرائب على أرباح الشركات لا يتوافق مع جل الدراسات والنظريات التي تطرقت إلى هذه المتغيرة، فعلى سبيل المثال نظرية التفضيل الضريبي تنص على أنه كلما زادت الضرائب انخفضت نسبة توزيع أرباح السهم، ذلك أن زيادة الضرائب يعني نقص السيولة الممكن توزيعها على المساهمين، كما تتنافى هذه النتيجة مع الدراسة التي قام بها Lasfer 1996 والذي توصل إلى أن العلاقة بين الضرائب ونسبة توزيع أرباح السهم هي علاقة سلبية. التفسير الممكن لهذا الاختلاف في النتائج هو أن الضرائب على أرباح الشركات في الجزائر يمكن اعتبارها كمتغيرة دالة على دورة حياة المؤسسة، فمعدل ضريبة معدوم يمكن أن يدل غالباً أن عمر المؤسسة صغير أي أنها في مرحلة الانطلاق من دورة حياتها (الإعفاءات الضريبية للمؤسسات الجديدة)، وانطلاقاً من هذا التفسير فالعلاقة الموجبة بين نسبة توزيع أرباح السهم والضرائب على أرباح الشركات (دورة حياة المؤسسة) تتوافق مع ما توصل إليه كل من (Bhattacharya 1979) و(Higgins 1981)، اللذان أوضحا أن دورة حياة المؤسسة تعد عامل مهم في تحديد نسبة توزيع أرباح السهم، حيث أن المؤسسات التي هي في مرحلة الانطلاق والنمو من حياتها تكون توزيعاتها معدومة تماماً أو منخفضة جداً، وتتزايد هذه التوزيعات مع وصول المؤسسة إلى مرحلة النضج.

وبالتالي معدل ضريبة على أرباح الشركات يدل على أن المؤسسة في مرحلة النضج، مما يسمح لها بتوزيع نسبة مرتفعة من أرباح السهم.

أما التفسير الآخر الممكن لهذه العلاقة هو كون المؤسسات التي حققت خسائر معفاة من الضريبة، فهذا يعني أنه كلما كانت هناك ضريبة على أرباح الشركات كلما دل ذلك بأن المؤسسة حققت أرباح ومنه توزيع أرباح السهم.

تبعاً لهذا التفسير، فإن دورة حياة المؤسسة ومدى تحقيق الأرباح يعدان عاملان أساسيان في تحديد نسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية.

2.2 - الديون قصيرة الأجل: اعتبارها كمتغيرة مميزة بين المؤسسات التي توزع أرباح السهم وباقي المؤسسات وذات التأثير الإيجابي يتوافق مع دراسة لـ (Mookerjee (1992) الذي أضاف عامل جديد إلى نموذج التعديل الجزئي وهو مدى توفر التمويل الخارجي بعد دراسة قام بها على عينة من المؤسسات الهندية أين توصل أن هذه المتغيرة (مدى توفر التمويل الخارجي) ذات

بالنسبة للشكل القانوني فحوالي 40% من المؤسسات ذات أسهم قامت بتوزيع أرباح السهم، في حين نجد أن الشركات ذات المسؤولية المحدودة والشخص الوحيد EURL ما نسبته 72% لم تقم بتوزيع أرباح السهم.

و باستعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد ونموذج التحليل التمييزي Analyse Discriminant فبعد تحليل المعطيات باستعمال نموذج SPSS، بناء على هذه النتائج يمكن صياغة نموذج الانحدار الخطي مع افتراض صحة الفرضيات المتعلقة بطريقة المربعات الصغرى كما يلي:

$$TDD_i = 0,052 + 1,507 IBS_i + 0,519 Bénft_i$$

تبين هذه المعادلة أن تغيرات نسبة توزيع أرباح السهم متوقفة على تغيرات الضرائب على أرباح الشركات (IBS) والأرباح الكلية للمؤسسة (Bénft).

بينما المتغيرات الأخرى لم تكن لها دلالة إحصائية أقل من 5%، وبالتالي ليس لها أثر على تغيرات نسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية بهذه الدلالة الإحصائية.

يهدف نموذج التحليل التمييزي إلى معرفة المتغيرات التي تجعل المؤسسة توزع أرباح السهم، وتكون نسبة توزيع أرباح السهم متغيرة ثنائية البعد، حيث تأخذ القيمة 1 إذا كانت المؤسسة قامت بتوزيع أرباح السهم، والقيمة 0 عند العكس. يمكن استعمال برنامج SPSS الذي يساعد على التمييز بين كل من مجموع المؤسسات التي قامت بتوزيع أرباح السهم ومجموعة المؤسسات التي لها نسبة توزيع معدومة، تم التوصل إلى النموذج الموالي:

$$S = - 1,361 + 5,101 Rés + 517 DCT + 6,125 IBS + 4,057 Rent$$

حيث S تمثل Score، حيث كلما زادت قيمته كلما كان احتمال أن توزع المؤسسة أرباح السهم كبير.

بعد تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد، فإن المتغيرات المستقلة المفصرة لنسبة توزيع أرباح السهم في عينة الدراسة هي الضرائب على أرباح الشركات، والأرباح الكلية للمؤسسة وكل هذه المتغيرات لها علاقة إيجابية مع نسبة توزيع أرباح السهم.

أما بالنسبة لنموذج التحليل التمييزي، فإن المتغيرات المستقلة المقبولة في التمييز بين مؤسسة وزعت أرباح السهم ومؤسسة لم تقم بذلك هي الاحتياطات، الديون قصيرة الأجل، الضرائب على أرباح الشركات والمردودية، وكل هذه المتغيرات لها معاملات موجبة مما يعني أنه كلما زادت قيمتها كلما كان احتمال أن توزع المؤسسة أرباح السهم أكبر.

بناء على النموذجين السابقين فإن المتغيرات التي يمكنها أن تميز بين المؤسسات التي توزع أرباح السهم والمؤسسات التي لا توزع هي الاحتياطات، الديون قصيرة الأجل، الضرائب على أرباح الشركات والمردودية، حيث كلما زادت قيمة هذه المتغيرات كلما زاد احتمال أن توزع المؤسسة أرباح السهم. أما لتقدير نسبة أرباح السهم التي توزعها المؤسسة، فإن المتغيرات التي يمكن استعمالها في ذلك هي الضرائب على أرباح الشركات، والأرباح الكلية للمؤسسة، وتبين النتائج المتحصل عليها أن

أرباح السهم وباقي المؤسسات ولا يعتمد عليها في تقدير نسبة توزيع أرباح السهم، عكس الأرباح السابقة التي يمكن الاعتماد عليها في تقدير نسبة التوزيع، وتتوافق هذه النتيجة أيضا مع ما توصل إليه لي (Lee 1996) الذي قام بدراسة على الأرباح وتوزيع أرباح السهم السنوية الخاصة بمؤسسات standard & poor's 500 index باستعمال السلاسل الزمنية لملاحظاتها من سنة 1971 إلى 1992، وتوصل إلى أن أرباح السهم تتوقف على الأرباح الدائمة للمؤسسة ليوضح بذلك أن النسبة المستهدفة لتوزيع الأرباح هي دالة في الأرباح الدائمة وليس الجارية للمؤسسة، ليؤكد فرضية أن الأرباح الجارية ليست مؤشر جيد عن وضعية التمويل طويل المدى.

ومنه فإن المردودية تعد عاملا أساسيا للتمييز بين المؤسسات الخاصة الجزائرية التي تقوم بتوزيع أرباح السهم وباقي المؤسسات.

2. 5 - الأرباح الكلية للمؤسسة: العلاقة موجبة بين هذه المتغيرة ونسب توزيع أرباح السهم يعني أن المسيرين يحددون النسب من أرباح السهم التي يمكن توزيعها بناء على كل من الأرباح الآنية والسابقة للمؤسسة، وما يزيد تأكيد هذه النتيجة هو أنه عندما أخذت المتغيرات المكونة للأرباح الكلية (الاحتياطيات، النتائج رهن التخصيص والمردودية) بمفردها لم تكن لها دلالة إحصائية في النموذج، مما يعني أن في المؤسسات الجزائرية لا يتم تحديد نسبة توزيع أرباح السهم بناء على هذه المتغيرات بمفردها، وإنما تكون العملية بناء على مجموع هذه المتغيرات (الأرباح الكلية).

هذه النتيجة تتوافق مع عدة دراسات ونظريات تطرقت إلى هذه المتغيرة، على غرار لينتر 1956 Lintner، حيث توصل إلى أن المسيرين يغيرون من نسبة توزيع أرباح السهم تبعا للأرباح السابقة والآنية للمؤسسة، وهذه النتيجة أكدها فاما وبابياك Fama and Babiak 1968 في دراسته على نموذج لينتر Lintner 1956.

إن إدراج متغير الأرباح الكلية للمؤسسة في النموذج يعني المؤسسات التي قامت بتوزيع أرباح السهم كان هدف مسيرها هو إيصال إشارة إلى السوق المالية تدل على أن المؤسسة لها أرباح معتبرة وأنها تتمتع بوضعية مالية جيدة. ومهما اختلف المتبغى من تغيير أرباح السهم فإن الدلائل التجريبية تؤكد بأن أرباح السهم تعطي معلومات مستقبلية وآنية عن المؤسسة وفقا لما توصل إليه بناترزي وميشولي وتالر (Benartzi, Michaely and Thaler 1997)

الخاتمة

تعد سياسة توزيع الأرباح من بين القرارات المالية الإستراتيجية الهامة في المؤسسة وتخضع إلى عدة اعتبارات في تحديدها من الضروري عدم تجاهلها ومراعاتها كتكلفة الوكالة، الضرائب، البعد المعلوماتي لهذه السياسة، مدى توفر السيولة الكافية لتغطية توزيع الأرباح .

وهناك العديد من النظريات التي حاولت تفسير سلوك المسيرين اتجاه سياسة توزيع الأرباح حيث اختلفت هذه النظريات بين

دلالة إحصائية قوية ولها معامل موجب الذي يعكس إمكانية المؤسسة على الاقتراض ومن ثم الميل إلى استعمال القروض لتغطية التوزيعات المطلوبة. من جهة أخرى فهذه النتيجة لا تتوافق مع عدة دراسات ونظريات تطرقت إلى أثر الديون على سياسة توزيع الأرباح، فمثلا نظرية الوكالة (JENSEN et MECKLING, 1976) تنص أن اعتماد المؤسسة على الديون في هيكلها المالي يؤدي بظهور مشكل الوكالة بين المساهمين من جهة والمسيرين وأصحاب الديون من جهة أخرى، فعندما ترتفع نسبة الديون في الهيكل المالي للمؤسسة فحتما ترتفع مخاطر المؤسسة مما يؤدي إلى انخفاض الأرباح المتوقعة فترتفع بذلك الضمانات المطلوبة (والتي يمكن أن تكون الأرباح). فتكلفة الوكالة ترتفع مع ارتفاع نسبة المديونية في المؤسسة ما يجعل المؤسسة تبحث عن النسبة المثلى لتوزيع الأرباح للتقليل من مشكل الوكالة كما أن لجوء المؤسسة إلى توزيع الأرباح والتمويل عن طريق الديون فهذا ممكن أن يؤدي إلى أن تكون الديون الجديدة بشروط تحد من توزيعات المؤسسة للأرباح (Easterbrook 1984). وفي حالة هناك فصل قوي بين المسيرين والمساهمين فإن نسبة الأرباح الموزعة تكون منخفضة ذلك أن قوة الفصل تنقص من قدرة المساهمين على التحكم في تصرفات المسيرين، وهذه النقطة يمكنها أن تفسر انخفاض نسب توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية.

وبالتالي فالديون قصيرة الأجل يمكن اعتبارها كعامل مميز بين المؤسسات الخاصة الجزائرية التي توزع أرباح السهم وباقي المؤسسات، غير أنها لا يمكن الاعتماد عليها لتقدير نسبة توزيع أرباح السهم، لأنها غير مقبولة في نموذج الانحدار الخطي المتعدد.

2. 3 - الاحتياطيات: اعتبارها كمتغيرة مميزة بين المؤسسات التي توزع أرباح السهم وباقي المؤسسات وذات التأثير الإيجابي، ذلك أن هذه المتغيرة تعبر على مدى توفر السيولة لدى المؤسسة (خاصة إن كانت الاحتياطيات ليست بالاحتياطي القانوني).

فالاحتياطيات تعتبر كضمان لديون المؤسسة، كما يمكن النظر إليها على أنها سيولة لدى المؤسسة (خاصة الاحتياطيات غير الاحتياطي القانوني) مما يعني أنه يمكن أن تلجأ إليها المؤسسة في حالة الضرورة.

بناء على هذا التفسير فإنه يمكن الاعتماد على الاحتياطيات للتمييز بين المؤسسات الخاصة الجزائرية التي تقوم بتوزيع أرباح السهم وباقي المؤسسات، غير أنه لا يمكن الاعتماد عليها في تقدير نسبة التوزيع لأن المتغيرة ليست مقبولة في نموذج الانحدار الخطي المتعدد.

2. 4 - المردودية: اعتبارها كمتغيرة مميزة بين المؤسسات التي توزع أرباح السهم وباقي المؤسسات وذات التأثير الإيجابي يتوافق مع عدة دراسات ونظريات تطرقت إلى هذه المتغيرة، ف لينتر 1956 Lintner توصل إلى أن المسيرين يبنون قرار توزيع أرباح السهم تبعا للأرباح الحالية والسابقة للمؤسسة، بنسبة أكبر مع الأرباح السابقة وهذا ما جعل المردودية تكون كمتغيرة يمكن الاعتماد عليها للتمييز بين المؤسسات التي توزع

إسقاط هذه النظريات على المؤسسات الخاصة الجزائرية من خلال دراسات تجريبية تحاول إيجاد العوامل المحددة لنسب توزيع أرباح السهم في هذه المؤسسات ومقارنته النتائج المتوصل إليها مع توصلت إليه النظريات والدراسات في هذا المجال.

بعد معالجة إشكالية البحث تم التوصل إلى النتائج الآتية:

- يلاحظ انخفاض نسبة توزيع أرباح السهم في مؤسسات العينة المدروسة يمكن تفسيره بأن المؤسسات الخاصة الجزائرية تقوم بحجز الأرباح وتفضيل عدم اللجوء إلى مصادر خارجية لتمويل استثماراتها المستقبلية، كما تهدف من وراء هذه العملية إلى تخفيض أو تجنب الوقوع في العسر المالي المرتبط خاصة باحتمال وجود نتائج استغلال سلبية في المستقبل وعدم القدرة على توفير السيولة للاستثمارات المحتملة، وتماشى هذه النتيجة مع ما تنص عليه نظرية الوكالة ل جونسون وماكلين (JENSEN et MECKLING, 1976).

- ومن جهة أخرى فإن انخفاض نسبة توزيع أرباح السهم يمكن تفسيره بأن في المؤسسات الخاصة الجزائرية غالبا المساهمون هم نفسهم مسيريها أو مؤسسات عائلية (EURL, SARL, SNC) مما يجعل عملية حجز الأرباح خيار مناسب لمسيري هذه المؤسسات.

- بينت الدراسة الميدانية أن من بين أهم العوامل المحددة لنسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية هي الأرباح الكلية للمؤسسة والضرائب على أرباح الشركات التي تم اعتبارها كمتغيرة دالة على دورة حياة المؤسسة ومدى تحقيق المؤسسة للأرباح، وكانت العلاقة موجبة بين هذه المتغيرات ونسبة توزيع أرباح السهم.

- إن العوامل التي يمكن الاعتماد عليها للتمييز بين المؤسسات الخاصة الجزائرية التي توزع الأرباح وباقي المؤسسات هي الديون قصيرة الأجل بعلاقة موجبة وبالتالي هذه النتيجة لا توافق الفرضية الأخيرة من هذا البحث، أما باقي المتغيرات التي يمكن استعمالها في التمييز بين المؤسسات الموزعة وغير الموزعة لأرباح السهم هي المرد ودية، الاحتياطات والضرائب على أرباح.

- أما المتغيرات الأخرى كالحجم، السيولة، الضمانات، المصاريف المالية، التدفقات النقدية، قطاع النشاط والشكل القانوني ليس لها أثر على توزيعات أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية.

- من خلال النتائج السابقة وكإجابة على الإشكالية المطروحة، يمكن القول أن العوامل المحددة لنسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية هي الأرباح الكلية للمؤسسة والضرائب على أرباح الشركات. أما المرد ودية، الديون قصيرة الأجل والاحتياطات فهي تعتبر كمحددات يمكن الاعتماد عليها فقط للتمييز بين المؤسسات الخاصة الجزائرية الموزعة وغير الموزعة لأرباح السهم.

الهوامش:

1- Tulie Jacques et Topsacalian Patrick Finance, Librairie Vuibert, janvier 1994 Paris, P340.

2- Damodara A. Swath; Finance d'Entreprise Théorie et

مؤيدة وحيادية تجاه توزيعات أرباح السهم، ومن أهم أنصاره نظرية حيادية سياسة توزيع أرباح السهم تجاه قيمة المؤسسة هما مدقلياني - وميلر Modigliani et Miller اللذان أوضحا أن قرار توزيع الأرباح ليس له أي أثر على قيمة ثروة المساهم السوقية، وإنما تتوقف هذه القيمة على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح، فكفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيسي لثروة المساهمين.

وتعد نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح لمدقلياني - وميلر Modigliani et Miller أول و أهم النظريات حيث أعطت الإشارة للتوسع والدراسة والبحث في هذا المجال، وبالرغم من عدم واقعية فرضياتها إلا أنها تبقى المرجع الأساسي في الأدبيات المالية.

من هذا المنطلق ظهرت عدة نظريات واقعية في بعض فرضياتها، فنظرية التفضيل الضريبي ترى أن سياسة توزيع أرباح السهم تبني على اعتبارات ضريبية، كما ينتج عن اختلاف الضرائب بين المساهمين اختلاف في نوعية مساهمي المؤسسة مما يجعل قرارات توزيع الأرباح تبني على أساسات ضريبية، وقد تم تأكيد هذه النتائج في عدة دراسات من بينها دراسة ل بيتي (Petit 1977).

أما نظرية الوكالة لجونسون وماكلين (Jensen and Meckling 1976) فهي ترى أن تكلفة الوكالة تقل بزيادة توزيعات الأرباح ذلك أن الزيادة في توزيعات الأرباح قد تكون مؤشرا على أن إدارة المؤسسة لا تضطر في استخدام أموال المساهمين لإشباع المنافع غير المالية دون منفعة المساهمين.

في حين نجد نظرية الإشارة التي تنص على أن المعلومات التي يمتلكها المسيرين والتي يمتلكها المساهمين ليست متماثلة، فالمسيريون يعرفون المؤسسة أكثر من المساهمين، حيث يقوم المسيريون بإرسال إشارات نوعية أو كمية تدل على حسن مركزهم المالي مما يفسر قدرتهم على التسديد في المستقبل، وفي المقابل فالمساهمين يبحثون عن أحسن استثمار لسيولتهم، لذا فتوزيع أرباح السهم يعتبر كإشارة على الوضعية المالية المؤسسة وفقا لما توصل إليه ميلر وروك وبتشارايا (Bhattacharya 1979) Miller and Rock (1985)، وكذلك جون ووليامس 1985 John and Williams، وأكدت هذه النتيجة عدة دراسات خلصت إلى أن التغيرات غير المتوقعة في سياسة توزيع أرباح السهم لمؤسسة تفسر في السوق المالية بأن هناك تغير في كفاءة المؤسسة لتوليد ثروة في المستقبل.

أما نظرية تكلفة الصفقات لسياسة توزيع الأرباح فهي تقترح على المؤسسة باستطاعتها الاعتماد على أرباحها في تمويل استثماراتها، وتوزع الأرباح فقط في حالة عدم الحاجة إليها وعدم وجود فرص استثمارية.

كل هذه النظريات حاولت في مجملها دراسة الجدل الموجود حول سياسة توزيع الأرباح باعتماد كل منها على فرضيات تسمح بتبرير موقفها ولا زالت الدراسات في هذا المجال مستمرة.

ومن خلال الدراسة الميدانية المتضمنة في هذه الدراسة حاولنا

- [10]-عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009، ص 458.
- [11]- Allen. F and Michaely. R; Payout Policy; handbook of the economics of finance. volume 1, ELSEVIER NORTH HOLLAND, 2003.
- [12]- Allen. F and Michaely. R; Payout Policy; handbook of the economics of finance. volume 1, ELSEVIER NORTH HOLLAND, 2003., P P: 349,351.
- [13]-George M Constantinides, Milton Harris et René M Stulz; Corporate Finance; handbook of the economics of finance. volume 1, 2003. P 341.
- [14]-Tulie Jacques et Topsacalian Patrick. Finance. Librairie Vuibert. janvier 1994. 63 bd St-Germain 75005 Paris. P 336.
- [15]-Yahi Nesrine. Les Déterminants de la Distribution des Dividendes des entreprises privées Algériennes, mémoire de magister dans les sciences commerciales et financière. école supérieure de commerce « tafourah », 2008. Ps : 101104-.
- [16]-Cobbaut R. théorie financière. Ed. Economica 1997. P : 458.
- Pratique. deuxième édition. 2007. P 910.
- [3]- سرور علي إبراهيم سرور، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق العملي، الكتاب الثاني الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009، ص 882.
- [4]- عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009، ص 465.
- [5]-Manos Ronny; Capital Structure and Dividend Policy: Evidence from Emerging Markets; A thesis of DOCTOR OF PHILOSOPHY; Department of Accounting and Finance; University of Birmingham August 2001. P 22.
- [6]-JENSEN M.C. et MECKLING W.H., Theory of the firm: managerial behavior agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics. October 1976. PP. 305360-.
- [7]-Berk Jonathan, DeMarzo Peter et autres ; Finance d'entreprise ; Pearson Education France.2008 ; P : 584.
- [8]- Berk Jonathan, DeMarzo Peter et autres ; Finance d'entreprise ; Pearson Education France.2008; P : 588.
- [9]-Tulie Jacques et Topsacalian Patrick. FINANCE. Librairie Vuibert. janvier 1994. 63 bd St-Germain 75005 Paris. P 342.