

[المجلد: الثالث / العدد: الأول / (أفريل 2019) / الصفحات: 207-218]



أثر الشكل القانوني على سياسة توزيع الأرباح «دراسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية»



بدروني عيسى*⁽¹⁾.



aissa.bedrouni@univ-msila.dz

⁽¹⁾ أستاذ محاضر «أ»، جامعة المسيلة [الجزائر]

تاريخ النشر: 2019/04/30

تاريخ القبول: 2019/03/30

تاريخ الإرسال: 2019/02/02

الملخص: السؤال الجوهرى المطروح في الأدبيات التي تطرقت إلى سياسة توزيع الأرباح كان حول مدى إمكانية الوصول إلى سياسة مثلى إن وجدت، تسمح بتعظيم ثروة المساهمين. بغية الإجابة على هذا السؤال، فقد اختلفت الآراء حوله. (Black 1976) ولغز توزيع الأرباح (Dividend Puzzle)، غموض أو غياب سياسة مثلى لتوزيع الأرباح. ولحل هذا اللغز يظهر أنه من الضروري فهم العناصر التي تحدد اختيار سياسة توزيع الأرباح، الشكل القانوني للمؤسسة على سبيل المثال. الكلمات المفتاحية: التمكين.

تصنيف «جال»: G34، O16.



aissa.bedrouni@univ-msila.dz

* البريد الإلكتروني للمُرسل:



[Vol. 03\N°: 01\ (04, 2019)\ pp: 207-218]

**The Effect Of The Legal Form On The
Dividend Policy**
«A Case Study Of A Sample Of Algerian
Institutions»

Bedrouni Aissa^{*(1)}.

⁽¹⁾ University of M'sila [Algeria]

✉ aissa.bedrouni@univ-msila.dz

Received: 02/02/2019

Accepted: 30/03/2019

Published: 30/04/2019

Abstract: The fundamental question raised in the literature on profit distribution policy was whether access to an optimal policy, if any, would allow for maximizing shareholder wealth. In order to answer this question, opinions differed. Black (1976) and the Dividend Puzzle, ambiguity or absence of an optimal dividend distribution policy. Solving this puzzle shows that it is necessary to understand the elements that determine the choice of profit distribution policy, the legal form of the institution, for example.

Key words: Managerial.

«JEL» Classification: G34, O16.

* Corresponding author:

aissa.bedrouni@univ-msila.dz



Faculty of Economics, Commercial and Management Sciences

Ziane Achour University of «Djelfa»



B.P: 3117, Djelfa [Algeria].

208

مقدمة: يمكن تقسيم النظريات التي تطرقت إلى سياسة توزيع أرباح السهم إلى ثلاث فئات أساسية أولها مبني على حيادية سياسة توزيع الأرباح وحسبها فقرار توزيع الأرباح ليس له أي أثر على قيمة ثروة المساهم السوقية، ونظرية حيادية توزيع الأرباح لـ (Modigliani et Miller (1961).

وهناك فئة أخرى من النظريات والتي ترى أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر قرار مهم في إدارة المؤسسة فهو من أهم الطرق التي يمكن أن تسمح للمسيرين بتوزيع السيولة على المساهمين لإشباع رغباتهم أو محاولة منهم إيصال مغزى معين أو غير ذلك، فبذلك تعتبر أن قرار توزيع الأرباح في مؤسسة له عدة أبعاد مختلفة يجب مراعاتها قبل اتخاذها، ومن بين هذه النظريات: نظرية الوكالة التي تدرس التأثير الموجود بين سياسة توزيع الأرباح وعلاقة الوكالة.

يعتبر الشكل القانوني للمؤسسات الجزائرية من بين المحددات الأساسية للوكالة، فالمؤسسات التي لا تريد تمل تكاليف للوكالة، تكون دائما متجهة إلى الشكل القانوني ذات الشخص الوحيد، أو ذات المسؤولية المحدودة، لأن هذين الشكلين القانونيين يقللان كثيرا من تكاليف الوكالة، حيث يكون المسير مالك في نفس الوقت.

وما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية: ما هو أثر الشكل القانوني على نسب توزيع الأرباح في المؤسسات الجزائرية الخاصة؟

وبغية الإجابة على هذه الإشكالية، يتم التركيز على نظرية الوكالة لما لها من علاقة مع الشكل القانوني للمؤسسات، ودراسة أثر الشكل القانوني على توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية من خلال عينة من المؤسسات مكونة من 266 مؤسسة خاصة جزائرية، ثم إيجاد العلاقة بين توزيع أرباح السهم والشكل القانوني للمؤسسة في نظرية الوكالة.

المحور الأول: نظرية الوكالة

1- نشأة نظرية الوكالة: تنشأ نظرية الوكالة نتيجة الفصل بين ملكية المؤسسة وتسييرها (Jensen and Meckling (1976)، أي أن الوكالة تكون غالبا عندما تكون المؤسسات ذات أسهم، فمن المعروف أنه بزيادة حجم المؤسسات واتساع نطاقها انفصلت الملكية عن التسيير، ومن ثم ظهر ما يسمى بطبقة المسيرين، ومن هنا بدأت علاقات الوكالة.

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

وبغية تخفيض التكاليف، تلجأ المؤسسات إلى طريقة التسيير الذاتي، أي المالك هو المسير، وهذا ما يتفق غالباً مع المؤسسات ذات الشخص الوحيد، أو ذات المسؤولية المحدودة، أو حتى المؤسسات العائلية.

3- أسباب احتجاز الأرباح: 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 والمرتبط 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 (مثلاً تكلفة الوكالة) جراء الإحلال بين إصدار أسهم أو سندات جديدة. في المتوسط فتكلفة إصدار السندات تتراوح بين 1 و3%، أما تكلفة إصدار الأسهم هي بين 3,5 و7%².

4- أثر أرباح السهم على المؤسسة: عدة دراسات في هذا المجال (1967 إلى 1993) أثبتت أن الإعلان عن الزيادة في أرباح السهم بقيمة 10% تؤدي إلى ارتفاع سعر السهم بنسبة 1,34%، ومن جهة أخرى فالإعلان عن تخفيض أرباح السهم بنفس النسبة السابقة يؤدي إلى انخفاض في سعر السهم بنسبة 3,71%، كما أن سعر السهم يتغير تناسبياً مع التغير في أرباح السهم، ومع ثوابت العوامل الأخرى فاستجابة السوق المالية للتغير في سعر السهم يكون قويا في حالة انخفاض أرباح السهم مقارنة بارتفاعها³.

5- علاقة التمويل بتكاليف الوكالة وأرباح السهم: البحث عن التمويل المناسب من شأنه تخفيض تكاليف الوكالة، لجوء المؤسسة إلى التمويل عن طريق الديون يرفع احتمال إفلاسها والذي يؤدي بتكاليف الوكالة إلى الارتفاع فبإمكان المؤسسة أن تلجأ إلى سياسة توزيع الأرباح لتأكيد صحتها المالية، فتوزيع الأرباح من شأنه تخفيض تكلفة الوكالة. وعليه فإن الزيادة في توزيعات الأرباح، قد تكون مؤشراً على أن إدارة المؤسسة لا تفرط في استخدام أموال المساهمين لإشباع المنافع غير المالية التي تكون نتيجة قيام المسيرين باستعمال فائض التدفقات النقدية في مصلحتهم الخاصة كاختيار الاستثمارات التي تعظم من منفعتهم الشخصية دون منفعة المساهمين، وبذلك فتوزيع الأرباح من شأنه تخفيض المجال الذي يمكن للمسيرين أن يستعملوه لتحقيق الأغراض الشخصية، وترتفع بذلك القيمة السوقية للمؤسسة ((Jensen, 1986) و(Easterbrook (1984)⁴، ومن ثم فإن تكلفة الوكالة تقل بزيادة توزيعات أرباح السهم.

وفي المقابل، فإن الزيادة في توزيعات هذه الأرباح، قد يعنى في الوقت نفسه حاجة المؤسسة إلى أموال خارجية إضافية مثل إصدار الأسهم الجديدة، مما يزيد من تكاليف الإصدار والمعاملات المالية. واعتماد المؤسسة على الديون في هيكلها المالي يؤدي بظهور مشكل الوكالة بين المساهمين والمسيرين من جهة والمسيرين وأصحاب الديون من جهة أخرى.

6- تكلفة الوكالة: عندما ترتفع نسبة الديون في الهيكل المالي للمؤسسة، فحتما ترتفع مخاطر المؤسسة مما يؤدي إلى انخفاض الأرباح المتوقعة، ويرتفع بذلك معدل الفائدة على الديون، وكذا الضمانات المطلوبة، وبالتالي تكلفة التمويل ترتفع ما يؤثر سلبا على قيمة المؤسسة.

فتكلفة الوكالة ترتفع مع ارتفاع نسبة المديونية في المؤسسة، ما يجعل المؤسسة تبحث عن النسبة المثلى لتوزيع الأرباح للتقليل من مشكل الوكالة، كما أن لجوء المؤسسة إلى توزيع الأرباح والتمويل عن طريق الديون فهذا ممكن أن يؤدي إلى أن تكون الديون الجديدة بشروط تحد من توزيعات المؤسسة للأرباح (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 المسيرين⁵.

7- نموذج الوكالة لتوزيع أرباح السهم: يبين نموذج الوكالة لتوزيع الأرباح (La Porta et al, 2000) أنه عندما يمتلك المساهمون حقوق أكبر فإنهم يستطيعون استخدام قوتهم للتأثير في سياسة توزيع الأرباح ويستطيع المساهمون تلقي حقوق أكبر، وهذا ما لا يتوافق مع المؤسسات ذات الشخص الوحيد.

تفترض نظرية الوكالة: إن المساهمين يفضلون خيار توزيع أرباح السهم أكثر من الأرباح المحتجزة وقد يكون هذا الخيار لتوزيع الأرباح أقوى في الأسواق الناشئة Markets Emerging وهي الأسواق المالية في الدول النامية التي تشهد نمواً ملحوظاً خلال عدد من السنين، ويشمل ذلك على الشرق الأوسط، آسيا وأوروبا الغربية، أمريكا الجنوبية أفريقيا روسيا وغيرها، ذات الحماية الأضعف للمستثمر. وبالتالي يجب أن تتم سياسة توزيع الأرباح في ضوء أهداف المؤسسة وبما يساهم في تعظيم ثروة المساهمين.

المحور الاثني: توزيع أرباح السهم

يعتبر توزيع أرباح السهم أحد السياسات المالية الأساسية في المؤسسة، فكل مؤسسة تنتهج السياسة التي ترى فيها منفعة لها، فاختلاف الشكل القانوني من شأنه أن يؤدي إلى اختلاف خصائص المؤسسة، وبالتالي اختلاف سياسة التوزيع المتبعة من مؤسسة إلى أخرى.

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

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

2- سياسات توزيع أرباح السهم: وإن كان توزيع الأرباح هو واحد، إلا أن السياسة التي يتم بها تختلف من مؤسسة إلى أخرى، ومن فترة إلى أخرى في نفس المؤسسة، فدوام الحال والوضعية المالية لا يؤكدان شيئا، لذلك

فتغير العناصر المكونة للمكانة المالية للمؤسسة، واختلاف المؤسسات، كل هذا يوحي بأن هناك سياسات توزيعية متنوعة حيث يمكن سرد أهمها انطلاقاً من الأدبيات المالية التي تطرقت إلى هذا العنصر فيما يلي.

3- أنواع سياسات توزيع أرباح السهم: هناك عدة سياسات لتوزيع أرباح السهم تختلف من مؤسسة إلى أخرى، ومن فترة لأخرى، ومن مكان لأخر، حيث يمكن حصر أهم هذه السياسات في الأنواع التالية⁶:

- سياسة الفائض أو المتبقي: أي يتم توزيع الباقي من سد الحاجيات الاستثمارية المختلفة للمؤسسة.
- سياسة توزيع مبلغ نقدي ثابت: أي أن المؤسسة تقوم بتوزيع مبلغ نقدي ثابت، دون النظر إلى العوامل الأخرى.

- توزيع النسبة الثابتة من الأرباح: أي يتم توزيع نسبة ثابتة من الأرباح التي تحققها المؤسسة سنوياً.
- سياسة النمط المستقر مع العلاوة الإضافية: أي تكون التوزيعات ثابتة مع علاوة إضافية، حسب الظروف.
- نسبة منخفضة من الأرباح مع علاوات إضافية: يتم التوزيع بنسبة ثابتة، مع قابلية توزيع علاوات إضافية.
- حصول المساهمين على نسبة ثابتة: أي أن ما يحصل عليه المالك فعلياً يكون بنسبة ثابتة.
- عدم التوزيع على المدى القصير: حيث تمتنع المؤسسة عن التوزيع على فترات، حسب الحالة المالية.
- توزيع الأرباح كنسبة من القيمة السوقية للسهم: يتم ربط التوزيعات بالقيمة السوقية للأسهم.
- التوزيع بمعدل نمو ثابت: تقوم المؤسسة بالزيادة في التوزيعات من فترة لأخرى بمعدل نمو ثابت.
- أرباح السهم الاستثنائية أو الخاصة: تقوم المؤسسة بتوزيعها في فترات غير منتظمة.

4- عوامل الإحلال بين طرق توزيع الأرباح: قد يكون من الصعب إتباع سياسة توزيع أرباح تخدم الجميع بالنظر لتضارب المصالح بين المساهمين وتزداد هذه الصعوبة كلما زاد حجم المؤسسة، وإن اختلفت الطريقة التي من خلالها يتم توزيع السيولة على المساهمين، إلا أن هذه الطرق لا يمكن الإحلال بينها، فهناك عوامل أساسية يتم مراعاتها للوصول إلى الهدف المنشود⁷:

- المرونة في الإحلال بين السياسات المختلفة.
- المحتوى المعلومات للسياسة المعتمدة في التوزيع.
- درجة التأثير المنتظرة على هيكل المساهمين.
- التأثير على خيارات الأسهم stock-options للمسيرين.
- التكلفة الضريبية التي يتم تحملها على أرباح السهم، حيث يتم النظر إلى ما يحصل عليه المساهم فعلياً.
- الحاجة إلى الدخل لدى الملاك، فممكن أن تدفع الحاجة إلى الدخل المؤسسة لتوزيع الأرباح.
- القواعد والقيود القانونية التي تحكم توزيع أرباح السهم، فلا يمكن توزيع الأرباح في حالة العسر المالي مثلاً.
- الحاجة إلى التوسع والاستثمار في المؤسسة، فيمكن أن يثبط هذا الوضع من توزيع الأرباح.
- الحاجة لتسديد الديون المختلفة، غالباً ما تستعمل المؤسسة الأرباح في تسديد ديونها المختلفة.

- عمر المؤسسة وأثره على الأرباح، فدورة حياة المؤسسة يؤثر على التوزيعات المنتظرة.
- وضعية السيولة في المؤسسة، فتوفرها يسهل التوزيع على سياسات مختلفة، عكس محدوديتها.
- معدل الأرباح، أي ثبات أو تغير اتجاهات الأرباح المحققة والمتوقعة.

المحور الثالث: التحليل الوصفي للعينة

يتم التطرق في هذا المطلب إلى وصف العينة من خلال العدد، حجم المؤسسة، قطاع نشاطها وشكلها القانوني، إلى غير ذلك من المتغيرات التي يمكن أن تفيد في الدراسة.

1- عينة الدراسة: تتكون العينة من 549 مؤسسة خاصة جزائرية، تم الحصول عليها من المركز الوطني للسجل التجاري (CNRC)⁸ بناء على النشرات الرسمية للإعلانات القانونية (BOAL)⁹ التي يصدرها المركز، وكذلك اعتمادا على موقع المركز الموجود على الانترنت. المعطيات التي تم التحصل عليها خاصة بالنشاط التجاري لسنتي 2013 و2014، وتضم هذه المعطيات: الحسابات الاجتماعية: الميزانية وجدول حساب النتيجة والشكل القانوني، وقرارات الجمعية العامة.

كما تم استعمال موقع الانترنت في استخراج المعطيات التالية: التمييز بين المؤسسات الخاصة والعامة، معرفة قطاع نشاط المؤسسة وسنة إنشائها، تركيبة المساهمين ومجلس الإدارة وكما تم التأكد من الشكل القانوني للمؤسسة.

2- الشكل القانوني لمؤسسات العينة: توجد أربعة أنواع من الأشكال القانونية هي: (ذات الأسهم، ذات الأشخاص، ذات المسؤولية المحدودة، ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة، EURL, SARL, SNC, SPA)، فمن المنتظر أن تختلف نسبة توزيع أرباح السهم باختلاف الشكل القانوني، فهذه الأشكال القانونية تختلف فيما بينها في عدة نقاط، منها: عدد المساهمين، نوع الملكية، المسؤولية اتجاه التزامات المؤسسة. فقد وضع المشرع الجزائري هذه الأنواع المختلفة لتلبية لرغبات المستثمر الجزائري، خاصة وأن بورصة الجزائر لازالت بعيدة كل البعد عن عالم المال والأعمال، ما يعني أن الشركات ذات الأسهم لا تجد ما يشجعها على التطور وزيادة عددها، ذلك أن مثل هذه المؤسسات تتطلب بورصة لتداول الأوراق المالية (الأسهم).

الأشكال القانونية المختلفة لمؤسسات العينة هي: EURL, SARL, SNC, SPA.

الجدول رقم (01): الأشكال القانونية لمؤسسات العينة

المجموع	SPA	SNC	EURL	SARL	الشكل القانوني
549	39	45	168	297	عدد المؤسسات
100%	7,10%	8,20%	30,60%	54,10%	النسبة

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على عينة الدراسة

نسبة كبيرة من مؤسسات العينة ذات الشكل القانوني SARL (بنسبة 54,10%)، أما المؤسسات EURL فهي تمثل 30,60% من العينة، في حين فإن المؤسسات SNC تمثل 8,20% فقط

والمؤسسات SPA فتمثل %10,7 من العينة. ومن خلال هذا الجدول يتضح أن المؤسسات الخاصة الجزائرية ذات الشكل القانوني SARL بنسبة كبيرة ثم يليه EURL، وبعده SNC وSPA بنسب صغيرة، والملاحظ من هذا الجدول أن المؤسسات لازالت بعيدة عن ولوج عالم التمويل عن طريق السوق المالية (الأسهم) وفتح رأس المال للاكتتاب العام، وهذه النتيجة مؤكدة من طبيعة عمل بورصة الجزائر، حيث إن رغم التعداد الكبير للمؤسسات الجزائرية العامة والخاصة، إلا أنه لم يثن بعد لتكون هذه البورصة الملاذ الآمن للمؤسسة.

3- توزيع أرباح السهم في مؤسسات العينة: يتم التركيز في هذه النقطة على مجموعة من المعلومات التي من شأنها أن تعطي صورة عن وضعية توزيع أرباح السهم في المؤسسة الخاصة الجزائرية.

الجدول رقم (02): إحصائيات عن أرباح السهم (Dividendes-DIV)

أرباح السهم الموزعة		الأرباح السنوية		السنة
2014	2013	2014	2013	
-	-	-213 664 214,77	-269 887 251,58	القيمة الدنيا
2 706 000 000,00	4 140 068 484,16	1 893 279 789,18	1 691 785 881,25	القيمة العظمى
12 199 089,82	18 496 002,72	20 840 546,47	21 036 498,59	المتوسط
132 635 369,42	197 699 022,90	134 728 534,85	135 468 509,61	الانحراف المعياري
%93,37	%24,49	متوسط نسبة التوزيع		
139	277	عدد المؤسسات التي قامت بالتوزيع		
25,32%	50,46%	نسبة المؤسسات التي قامت بالتوزيع		
(16,21%)	89	عدد المؤسسات التي قامت برفع نسبة التوزيع		
(37,34%)	205	عدد المؤسسات التي قامت بخفض نسبة التوزيع		
(53,55%)	294	عدد المؤسسات التي غيرت نسبة التوزيع		
(42,08%)	231	عدد المؤسسات التي لم توزع خلال فترة الدراسة		

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على عينة الدراسة.

يتضح من الجدول أن هناك تراجع في متوسط قيمة الأرباح الموزعة بالرغم من التحسن الملحوظ في قيمة الأرباح السنوية. حيث يتم حساب نسبة التوزيع (Taux de Distribution des Dividendes) (TDD) كما يبينه القانون التالي:

$$TDD = \frac{\text{Dividendes}}{\text{Résultat net}}$$

نسبة التوزيع المتوسطة هي %49,24 في سنة 2013 مقابل %37,93 في 2014، فيحين فنسبة المؤسسات التي قامت بعملية التوزيع انخفضت خلال السنتين إلى النصف، كما يلاحظ من الجدول أن هناك عدد معتبر من المؤسسات التي لم تقم بالتوزيع خلال طول فترة الدراسة.

فمن هذا الجدول يتضح أن هناك عوامل ما تحد وتحدد النسبة من الأرباح التي يمكن توزيعها في المؤسسات الخاصة الجزائرية، فكل المعلومات السابقة دلت على أن قرار توزيع الأرباح ليس بالسهل أخذه، فتقريباً نصف عينة الدراسة لم توزع خلال السنتين، الأمر الذي يوحي بوجود عوامل ما ساهمت في إيجاد هذه الحالة الملاحظة.

الجدول رقم (03): مبلغ أرباح السهم الموزعة من طرف مؤسسات العينة (الوحدة: مليون دج)

المجموع	0-2	2-4	4-6	6-8	8-10	>10	مبلغ الأرباح الموزع	
549	426	33	19	9	15	47	عدد المؤسسات	2013
100%	77,60 %	6,01 %	3,46 %	1,64 %	2,73 %	8,56 %	النسبة	
549	465	17	16	6	9	36	عدد المؤسسات	2014
100%	84,70 %	3,10 %	2,91 %	1,09 %	1,64 %	6,56 %	النسبة	

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على عينة الدراسة

يتضح من الجدول أن النسبة الكبيرة من مؤسسات العينة لها قيمة توزيع تقل عن 2 مليون دج حيث أن هذه النسبة تتعدى 75 بالمائة في كلا السنتين، وهذا طبعاً يتوافق مع ما تم التوصل إليه سابقاً والخاص بأن نسبة كبيرة من مؤسسات العينة هي صغيرة الحجم يقل رقم أعمالها عن 50 مليون دج.

الجدول رقم (4): نسبة توزيع أرباح السهم في مؤسسات العينة

المجموع	0-0,2	0,2-0,4	0,4-0,6	0,6-0,8	0,8-1	>1	نسبة توزيع أرباح السهم	
549	324	49	19	15	88	54	عدد المؤسسات	2013
100 %	59,02%	8,93%	3,46%	2,73%	16,03%	9,84%	النسبة	
549	412	8	7	9	91	22	عدد المؤسسات	2014
100 %	75,05%	1,46%	1,28%	1,64%	16,58%	4,01%	النسبة	

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على عينة الدراسة

ما نسبته 60% في المتوسط خلال السنتين من مؤسسات العينة لها نسبة توزيع أقل من 20% وهي نسبة منخفضة، وإذا قورنت مع النتائج السابقة أين تم التوصل إلى أن نسبة كبيرة من مؤسسات العينة لم تقم بالتوزيع خلال السنتين، فالتفسير الممكن لهذه النتيجة هي أن أرباح السهم ليست بالعامل الوحيد الذي يتم الاعتماد عليه في مكافئة المساهمين فهناك عوامل أخرى مثل الأجر خاصة إذا كان معظم أو كل مساهمي المؤسسة عاملين بها، وما يؤكد هذه النتيجة هو أن معظم مؤسسات العينة ليست بمؤسسات ذات أسهم، ما يزيد من احتمالية شغل المساهم أحد الوظائف الإدارية في المؤسسة، فيتحصل بذلك على مبالغ (أجور) مكان توزيع الأرباح.

والعامل الآخر الذي يمكن أن يفسر انخفاض نسبة توزيع أرباح السهم هو أن معظم المؤسسات الخاصة

الجزائرية هي مؤسسات عائلية مما يعني أنه لا حاجة باللجوء إلى أرباح السهم لإعطاء الصورة المثالية للمؤسسة، حيث أنه من خلال معطيات العينة الخاصة بالملكية وتسيير المؤسسة تم التوصل إلى أنه يوجد 342 مؤسسة يوجد فيها فرد من العائلة فأكثر، وإذا تم استثناء مؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة والبالغ عددها 168 مؤسسة، فإنه يبقى ما يقارب 174 مؤسسة تخضع لسيطرة العائلة بنسبة تفوق 50 بالمائة. كما تبين أيضا أن ما نسبته 90% من مؤسسات العينة لا يتعدى فيها عدد الملاك 4 مساهمين ما يعني أن تضارب المصالح يكون تقريبا شبه منعدم. كما يمكن تفسير هذا الانخفاض في توزيع الأرباح بأن المؤسسات الخاصة الجزائرية تحتفظ بالسيولة من أجل مساندة النمو وإعادة استثمار أرباحها. النسبة المتوسطة لتوزيع أرباح السهم منحصرة بين 0,2 و 0,8، وتمثل هذه الفئة ما نسبته 15,12% من مؤسسات العينة. أما بالنسبة للفئة التي لها نسبة توزيع أرباح السهم مرتفعة أي أكثر من 80% فهي تمثل 25,87% من العينة في سنة 2013. أما في سنة 2014 فإن هناك زيادة في عدد المؤسسات ذات التوزيع المرتفع وذات التوزيع المنخفض، مقابل تراجع عدد المؤسسات ذات التوزيع المتوسط. هذه النتائج يمكن تبيانها في الجدول الموالي.

4- نسبة توزيع أرباح السهم والشكل القانوني للمؤسسة

الجدول رقم (04): نسبة توزيع أرباح السهم والشكل القانوني للمؤسسة

SPA		SNC		SARL		EURL		الشكل القانوني
2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	السنة
22	20	26	7	222	151	140	94	0
1	3	0	3	0	29	1	17	0-0,2
7	7	0	1	12	51	5	24	0,2-0,8
9	9	19	34	63	66	22	33	>0,8
39	39	45	45	297	297	168	168	المجموع
32,92%	45,22%	44,65%	102,44%	30,79%	48,63%	49,93%	37,00%	متوسط نسبة التوزيع

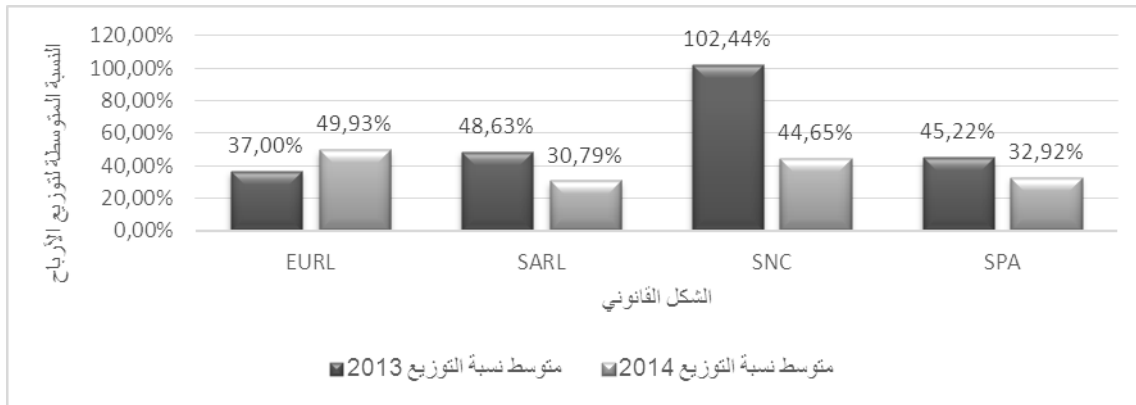
المصدر: تم إعداد الجدول بناء على عينة الدراسة.

نتائج هذا الجدول مماثلة للنتائج السابقة، حيث أن العدد الأكبر من مؤسسات العينة لم توزع أرباح السهم، كما أن نسبة المؤسسات التي توزيعاتها مرتفعة أكثر من تلك التي توزيعاتها متوسطة، وعدد المؤسسات التي نسبة توزيعاتها متوسطة أكبر من عدد المؤسسات التي نسبة توزيعاتها منخفضة، وهذا مهما اختلف الشكل القانوني. في حين أن المؤسسات التي توزيعاتها متوسطة تقارب نسبتها 0,00% بالنسبة للمؤسسات ذات الأشخاص SNC.

كما يظهر من الجدول أن توزيعات المؤسسات ذات الأسهم لم تتغير خلال السنتين، حيث أن عددها بقي ثابتا، مما يدل على أن هذه المؤسسات لا تغير نسب التوزيع على المدى القصير، على عكس من المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة EURL و SARL.

أما بالنسبة لمتوسط نسبة التوزيع، فمؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة EURL قامت برفع هذه النسبة من 37,00% سنة 2013 إلى 49,93% سنة 2014، أما باقي المؤسسات فالعكس، فالمؤسسات ذات الأشخاص SNC مثلاً قد خفضت من النسبة المتوسطة للتوزيع بأكثر من النصف. بناء على الجدول أعلاه يتضح أن هناك صنفين من المؤسسات الجزائرية، مؤسسات لم تقم بتوزيع أرباحها وتمثل النسبة الأكبر، ومؤسسات توزع نسبة مرتفعة من أرباح السهم. أما المؤسسات التي توزع نسبة متوسطة من أرباح السهم فهي منخفضة، فبنزع المؤسسات التي ليس لديها توزيعات تبقى عينة صغيرة فقط لها توزيعات ضعيفة.

الشكل رقم (01): متوسط نسبة توزيع أرباح السهم حسب الشكل القانوني



المصدر: تم إعداد الشكل بناء على عينة الدراسة.

يتضح من الشكل أن هناك اختلاف كبير بين مؤسسات الشكل القانوني SNC وباقي الأشكال القانونية، خاصة خلال سنة 2013.

الخلاصة: تم التوصل من خلال التحليل الوصفي للعينة إلى أن عدد المؤسسات ذات الأسهم قليل جدا مقارنة بباقي الأشكال القانونية، ومؤسسات SNC هي الأكثر توزيعاً لأرباح السهم، كما أن عدد مؤسسات الأسهم الموزعة لم يتغير خلال السنتين، رغم انخفاض نسبة التوزيع فيها.

المؤسسات ذات الشكل القانوني SNC هي الأكثر توزيعاً لأرباح السهم، ذلك أن مثل هذه المؤسسات تعطي الاهتمام الكبير للمالك، فتصبح القرارات التي يتخذها المسير لابد وأن تتوافق مع رغبات كل المالكين، وخوفاً من ظهور المشاكل التي يمكن أن تعصف بالمؤسسة، يلجأ المسير إلى توزيع مبالغ معتبرة على شكل أرباح السهم لكسب رضا الملاك.

كما أن عدد الشركات ذات الأسهم الموزعة لم يتغير خلال السنتين، رغم الانخفاض الطفيف لنسبة التوزيع فيها، وهذا يدل على خوف مسيري هذه المؤسسات من تغيير نسب التوزيع من سنة إلى أخرى، والعمل على الحفاظ على نمط يتجه إلى الثبات، ولا يتم تغييره إلا بحجج مقنعة، وهذا يعني أن اختلاف الشكل القانوني يؤثر على النسب الموزعة من أرباح السهم تبعاً لخصائص كل شكل قانوني.

يعتبر الشكل القانوني أحد محددات توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية، فهذه المتغيرة تدل كذلك على مدى انتشار الملكية والعلاقة الموجودة بين الملاك. فالمؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة كان لها أثر سلبي على نسب توزيع أرباح السهم، ذلك أن مثل هذه المؤسسات تكون الملكية والتسيير محصورة في شخص واحد في أغلبها، فقليلا ما يتم إسناد التسيير لشخص آخر، ولذلك لا تولي مثل هذه المؤسسات لتوزيع الأرباح الاهتمام، فهي لا تعاني من مشاكل الوكالة، ولا تبحث عن حوكمة (الحاكم هو المالك)، إلى غير ذلك من الخصائص، كل هذا دفع بهذه المؤسسات إلى تفضيل احتجاز الأرباح على توزيعها، إما لاستعمالها في تمويل الاستثمارات أو لتسديد الالتزامات والخوف من الوقوع في العسر المالي، وهذا يتوافق كثيرا مع نظريتي الحوكمة والوكالة، اللذان ينصان على أثر انتشار الملكية ونوعية التسيير على أرباح السهم. أما المؤسسات ذات الأشخاص فلها أثر إيجابي على احتمال توزيع أرباح السهم، لماذا؟، كيف ولا وأن هذه المؤسسات يتمتع فيها المالك بكل حقوقه ومسئول عن كل ما يقوم به التسيير، وأمام هذه المسؤولية لا يجد المساهم أي أجر إلا مطالبة التسيير بتوزيع الأرباح (خاصة عندما يكون المساهم ليس مسير) خوفا من الانتهازية، فبقاء الأموال في المؤسسة يعني فتح الباب على مصراعيه للتلاعب بها واستعمالها في مصلحة طرف دون آخر.

الهوامش والإحالات:

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

²Berk Jonathan, DeMarzo Peter et autres ; **Op-cit**,2008 ; P: 584.

³**Idem**; P: 588.

⁴Manos Ronny; **Op-cit**, 2001. P 26.

⁵Damodaran Aswath;**Op-cit**, 2007. P 906.

⁶ بدروني عيسى، محددات توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة دراسة حالة الجزائر، مذكرة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2017، ص ص 11-16.

⁷Quiry Pascal, Yann Le Fur ;**Op-cit**,2008. PP: 909-911.

⁸Centre National du Registre de Commerce.

⁹Bulletin Officiel des Annonces Légales.