

سياسة توزيع الأرباح كألية لحوكمة الشركات

الأستاذ بدروني عيسى

أستاذ محاضر ب جامعة

الأستاذ الدكتور بريش عبد القادر

أستاذ التعليم العالي المدرسة العليا للتجارة

المسيلة

الملخص:

أهم هدف تطمح الشركة الى تحقيقه هو تعظيم قيمتها السوقية، وهذا الهدف هو أهم ما تصبو إليه حوكمة الشركات، فالأرباح تمثل أهم العوامل التي تركز عليها الشركات في رفع قيمتها السوقية، فقد أثبتت الدراسات أن هناك علاقة طردية وقوية بينهما. فالقيمة السوقية هي أهم ما يلفت انتباه أصحاب المصالح في الشركة، ومن ثم فإن الأرباح هي جوهر ولب مشكلة تضارب المصالح (مشكل الوكالة). الكلمات المفتاحية: حوكمة الشركات، سياسة توزيع الأرباح، تضارب المصالح، نظرية الوكالة أرباح السهم، الفكر الإداري، الفكر المالي.

Abstract

The most important goal of the organization aspires to achieve is to maximize its market value, and this is the most important objective of the aspirations of the corporate governance, Profits (dividend) represent the most important factors that focus on institutions in raising its market value, studies have shown that there is a positive and strong relationship between them. The market value is the most important thing that draws the attention of stakeholders in the organization, and then the profits (dividend) are the core of the problem of conflicts of interest (problem Agency) and then corporate governance, so researchers are always link between profits (dividend) and corporate governance.

Key words: corporate governance, Dividend policy, conflicts of interest, earnings per share or dividend, management thought, financial thought.

مقدمة

تعتبر نظرية الوكالة وحوكمة الشركات من بين أهم النظريات في الأدبيات المالية الحديثة، حيث أن نظرية الوكالة تبحث في العلاقة الموجودة بين الوكيل والأصيل وتهدف إلى حل مشاكل تضارب المصالح بين الأطراف ذات الصلة بالعلاقة، أما حوكمة الشركات فهي تبحث في الطرق والميكانيزمات التي من خلالها يمكن الوصول إلى أمثلية التسيير.

وتعتبر الأرباح أحد أهم مكونات الناتج القومي، فبذلك هي متغيرة أساسية في الاقتصاد الوطني وهذا ما يوحي بأن لها تأثير قوي على باقي المتغيرات الأخرى في الاقتصاد، فالأرباح هي المكون الرئيسي لمصادر تمويل الاستثمارات، فكيفية التعامل مع الأرباح التي تحققها الشركة ومنه تحديد سياسة توزيع الأرباح في الشركة له أثر كبير على باقي القرارات المالية كالاستدانة والاستثمارات وغيرها، ومن ثم التأثير على حوكمة الشركات.

فالقرارات المالية تحدد هيكل الشركة (المساهمين والدائنين، توزيع الربح، أرباح السهم العادية والاستثنائية، ربح القيمة، إعادة استثمارها... الخ)، وبذلك فهي تحدد الأطراف أصحاب المصالح (مشكل الوكالة)، فتظهر الحاجة إلى آليات حوكمة الشركات من أجل تحقيق أهداف الشركة.

ومما تقدم يمكن إدراك أهمية قرار توزيع الأرباح ودوره في حوكمة الشركات، الأمر الذي يفرض على المسير بشكل خاص وإدارة الشركة بشكل عام إعطاءه الأهمية التي يستحقها.

وعلى هذا الأساس، فإن كل من La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (2000) بينو أن سياسات توزيع الأرباح تختلف باختلاف نظام الحكم في الدولة الذي تتواجد فيه الشركة، فاختلاف القانون يعني اختلاف درجة حماية المستثمرين، الضرائب، القضاء... الخ، فالبلدان التي تعطي أكثر حماية للمستثمرين تكون فيها نسب توزيع الأرباح مرتفعة مقارنة بباقي الدول، أي أن هناك علاقة قوية بين نظام الحوكمة الاقتصادية بشكل عام و حوكمة الشركات وتوزيع الأرباح.

من خلال ما سبق، فالإشكالية المطروحة في هذه الدراسة هي كالتالي:

" ما هي العلاقة الموجودة بين سياسة توزيع الأرباح وحوكمة الشركات؟".

وللإجابة على هذه الإشكالية يتم التركيز على النقاط التالية:

سياسة توزيع الأرباح في الأدبيات المالية؟

آليات حوكمة الشركات؟

ما هي علاقة التأثير والتأثر الموجودة بين سياسة توزيع الأرباح وحوكمة الشركات؟

أولاً: أرباح السهم في الأدبيات المالية

أرباح السهم هي السيولة والأسهم، أو أي نوع من ملكية الشركة يتم توزيعه على حملة الأسهم، ويمكن لمجلس الإدارة أن يصرح عن توزيع الأرباح في أي وقت، إلا أن توزيع الأرباح لا يمثل التزام قانوني على الشركة أي أنه خيار للمجلس. كما يعرف ربح السهم بأنه تلك الدفعات التي يتم دفعها إلى حملة الأسهم من الأرباح التي تحققها الشركة من أنشطتها المختلفة، إما على شكل نقدي أو على شكل أسهم.

لمحة عن سياسة توزيع الأرباح

تعد نظريات توزيع الأرباح من أهم نظريات الإدارة المالية نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاساتها على سعر السهم في السوق المالية، كما تعد من القضايا التي ما زالت تخضع للكثير من الجدل في حقل الإدارة المالية والاستثمارات المالية. وتتعلق سياسة توزيع الأرباح بقرار تقسيم صافي دخل الشركة ما بين أرباح موزعة (أرباح السهم) على المساهمين وأرباح محتجزة.

يبين نموذج الوكالة لتوزيع الأرباح ((La Porta et al,2000) Agency Model Of Dividends) أنه عندما يمتلك المساهمون حقوق أكبر فإنهم يستطيعون استخدام قوتهم للتأثير في سياسة توزيع

الأرباح ويستطيع المساهمون تلقي حقوق أكبر من خلال الحماية القانونية للدولة أو عبر تطبيقات حوكمة الشركات. حيث تفترض نظرية الوكالة أن المساهمين يفضلون خيار توزيع الأرباح أكثر من الأرباح المحتجزة، وقد يكون هذا الخيار لتوزيع الأرباح أقوى في الأسواق الناشئة وهي الأسواق المالية في الدول النامية التي تشهد نمواً ملحوظاً خلال عدد من السنين، ويشمل ذلك على الشرق الأوسط، آسيا، أوروبا الشرقية أمريكا الجنوبية أفريقيا، روسيا وغيرها، ذات الحماية الأضعف للمستثمر.

وبالتالي يجب أن تتم سياسة توزيع الأرباح في ضوء أهداف الشركة وبما يسهم في تعظيم ثروة المساهمين، ومن ثم فالسؤال الجوهرى المطروح في الأدبيات التي تطرقت إلى سياسة توزيع الأرباح كان حول مدى إمكانية الوصول إلى سياسة مثلى إن وجدت تسمح بتعظيم ثروة المساهمين، وبغية الإجابة على هذا السؤال فقد اختلفت الآراء حوله (Black (1976) ولغز توزيع الأرباح (Dividend Puzzle) غموض أو غياب سياسة مثلى لتوزيع الأرباح.

النظريات التي حاولت تفسير سياسة توزيع الأرباح

وبغية حل هذا اللغز، لقد حاولت الكثير من النظريات والدراسات الوصول إلى تفسير كامل وشامل لسياسات توزيع الأرباح في الشركة، غير أن معظم هذه المحاولات لم تأت بالدليل القاطع والمقنع، الذي يثبت واقعية التعامل مع الأرباح.

يمكن تقسيم النظريات التي تطرقت إلى سياسة توزيع الأرباح إلى ثلاث فئات أساسية أولها مبني على حيادية سياسة توزيع الأرباح، وحسبها فقرار توزيع الأرباح ليس له أي أثر على القيمة السوقية لثروة المساهم، ونظرية حيادية توزيع الأرباح لـ (Modigliani et Miller (1961 تبين ذلك والتي تعتمد على فرضيات تسمح لها بتبرير عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح المتبعة من طرف الشركة على القيمة السوقية لثروة المساهم، وأوضحاً أن قيمة الشركة تتوقف على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح، فكفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيسى لثروة المساهمين.

شركة لها استثمارات حالية أو مستقبلية تريد توفير التمويل اللازم لها، فإن لها إما تمويلها عن طريق التمويل الذاتي وبالتالي توزيع نسبة منخفضة من الأرباح واستعمال الباقي لتمويل الاستثمارات، أو اللجوء إلى التمويل الخارجى مما يسمح للشركة بتوزيع الأرباح، فكلتا السياستين ليس لهما أثر على القيمة السوقية للشركة، وبالتالي قيمة السهم لا تتأثر بالسياستين لأن المساهم ليس له تفضيل بين السياستين.

بناء على تفسيرات مودجلياني وميلر لأرباح السهم، فإن هذه الأخيرة (أرباح السهم) لا تعتبر من بين متغيرات حوكمة الشركات، أي مهما كانت السياسات التي تنتهجها الشركة اتجاه أرباحها، لا يكون لها

أي أثر على قيمتها السوقية، فحسب هذه النظرية إن أرادت الشركة الحوكمة، فما عليها إلا البحث عن المشاريع الأكثر ربحية دون التركيز على أرباح السهم، لكن مع التطورات الحديثة والأبحاث التي أجريت في هذا الميدان، تبين أن لأرباح السهم دور كبير في حوكمة الشركات، كيف ولا وهي من بين مكونات مصادر التمويل للشركة، وهي مقابل التعامل بالأسهم و...الخ.

رغم ذلك تبقى نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح لـ Modigliani et Miller أول ومن أهم النظريات، حيث أعطت الإشارة للتوسع في هذا المجال، وبالرغم من عدم واقعية فرضياتها إلا أنها تبقى المرجع الأساسي في الأدبيات المالية.

ومن هذا المنطلق فقد 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، مما يعني أنهم سوف يدفعون مبالغ كبيرة على شكل ضرائب عندما يحصلون على أرباح السهم وبذلك فهم يفضلون إعادة استثمارها بدل من الحصول عليها، وبناء على ذلك فالمساهمون يفضلون الاستثمار في الشركات التي لا توزع الأرباح، أو توزع نسب منخفضة منها (Weston & Brigham 1993, p.668)، فالضرائب باختلافها تؤدي إلى حتمية الاختلاف في سياسات أرباح السهم ومن ثم التأثير في حوكمة الشركات.

وخلافا لما سبق فهناك فئة ثالثة من النظريات والتي ترى أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر قرار مهم في إدارة الشركة، 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 شركة له عدة أبعاد مختلفة، يجب مراعاتها قبل اتخاذه، 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 المسيرون والمساهمون ليست متماثلة فالمسيرون يعرفون الشركة أكثر من المساهمين، ويقومون بإرسال إشارات نوعية أو كمية تدل على حسن مركزهم المالي مما يفسر قدرتهم على التسديد في المستقبل، وفي المقابل فالمساهمون يبحثون عن أحسن استثمار لسيولتهم.

فهذه الفئة الثالثة من النظريات تؤكد أن لأرباح السهم الدور الكبير في تحديد حاكمية الشركات، فمن خلال نظرية الوكالة مثلا يتضح أن أرباح السهم تعتبر كمتغيرة يستعملها المسيرون لحل مشاكل الوكالة ومن ثم السير نحو الحوكمة المثلى للشركات، أما نظرية الإشارة تؤكد أن أرباح السهم هي الوسيلة الأنجع لإيصال المعلومات إلى السوق المالية، لتعزيز المكانة السوقية للشركة ودعم الحوكمة.

كل هذه النظريات في مجملها تدرس الجدل الموجود حول سياسة توزيع الأرباح باعتماد كل منها على فرضيات تسمح بتبرير موقفها، ولا زالت الدراسات في هذا المجال مستمرة، حيث ظهرت

نظريات جديدة مثل -نظرية التلبية لأرباح السهم 2004- التي تنص على أن المسكرون يختارون أرباح السهم لإرضاء المستثمرين في السوق المالية، لأن برضى المستثمر تحقق الشركة مكاسب سوقية وتتغرز الحوكمة فيها.

نظرية الوكالة وسياسة توزيع الأرباح

تنشأ نظرية الوكالة نتيجة الفصل بين ملكية الشركة وتسييرها (Jensen and Meckling (1976)) فمن المعروف أنه بزيادة حجم الشركات 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 الشركة نيابة عنه. وأهم شرط في عقد الوكالة هو ذلك الخاص بقيام الوكيل بأداء مسؤولياته بما يحقق ويعظم مصلحة المالك، مقابل حصول الوكيل على الأجر المناسب.

فبطبيعة الحال المسكرون يتمتعون بمعلومات أكثر من المساهمين عن وضعية الشركة، فممكن للمسيرين أن يهتموا بتحقيق أهدافهم الشخصية بدل تحقيق أهداف المساهمين فتتأثر حوكمة الشركات وفى هذه الحالة فالأمر يتطلب نوعا من التكاليف التي يتحملها المساهمون لضمان أهدافهم، ومن هنا يأتي أحد المصادر الأساسية لتكلفة الوكالة لضمان مراقبة على المسيرين تسمح بتحقيق أهدافهم 1.

تلجأ الشركات 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 والمرتبطة خاصة باحتمال وجود نتائج استغلال سلبية في المستقبل، وبالخصوص فالشركات التي تستثمر في البحث والتطوير هي التي تحتفظ بمبالغ معتبرة لأجل تمويل العملية من جهة، ومن جهة أخرى توفير السيولة للاستثمارات المحتملة.

وبتوفير السيولة من خلال حجز الأرباح فالشركة 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.

وهناك 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 تناسيبيا 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 1.

البحث عن التمويل المناسب من شأنه تخفيض تكاليف الوكالة، لجوء الشركة إلى التمويل عن طريق الديون يرفع احتمال إفلاسها والذي يؤدي بتكاليف الوكالة إلى الارتفاع، فبإمكان الشركة أن تلجأ إلى سياسة توزيع الأرباح لتأكيد صحتها المالية، فتوزيع الأرباح من شأنه تخفيض تكلفة الوكالة، ومن ثم تحسين حوكمة الشركات.

وعليه فإن الزيادة في توزيعات الأرباح، قد تكون مؤشرا على أن إدارة الشركة لا تفرط في استخدام أموال المساهمين لإشباع المنافع غير المالية التي تكون نتيجة قيام المديرين 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 للمديرين أن يستعملوه لتحقيق الأغراض الشخصية، وترتفع بذلك القيمة السوقية للشركة ((Jensen, 1986 و Easterbrook 1984)) ومن ثم فإن تكلفة الوكالة تقل بزيادة توزيعات أرباح السهم، أي أن الحوكمة تتحسن.

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

عندما ترتفع نسبة الديون في الهيكل المالي للشركة فحتما ترتفع مخاطر الشركة، مما يؤدي إلى انخفاض الأرباح المتوقعة ويرتفع بذلك معدل الفائدة على الديون وكذا الضمانات المطلوبة وبالتالي تكلفة التمويل ترتفع ما يؤثر سلبا على قيمة الشركة، فتتدهور حوكمة الشركات.

فتكلفة الوكالة ترتفع مع ارتفاع نسبة المديونية في الشركة ما يجعل الشركة تبحث عن النسبة المثلى لتوزيع الأرباح للتقليل من مشكل الوكالة، كما أن لجوء الشركة إلى توزيع الأرباح والتمويل عن طريق الديون فهذا ممكن أن يؤدي إلى أن تكون الديون الجديدة بشروط تحد من توزيعات الشركة للأرباح ((Easterbrook 1984))، وفي حالة هناك فصل قوي بين المديرين والمساهمين فإن نسبة الأرباح الموزعة تكون منخفضة ذلك أن قوة الفصل تنقص من قدرة المساهمين على التحكم في تصرفات المديرين 1.

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 حيث نفترض نظرية الوكالة: إن المساهمين يفضلون خيار توزيع أرباح السهم أكثر من الأرباح المحتجزة وقد يكون هذا الخيار لتوزيع الأرباح أقوى في الأسواق الناشئة Emerging Markets ذات الحماية الأضعف للمستثمر، وبالتالي يجب أن تتم سياسة توزيع الأرباح في ضوء أهداف الشركة وبما يسهم في تعظيم ثروة المساهمين.

ولقد انتقلت مشكلة الوكالة من بين المساهمين والمسيرين إلى بين المساهمين في حد ذاتهم، هناك بعض الشركات تكون نسبة الملكية فيها تميل لجهة معينة من المساهمين (أصحاب الأغلبية) وهذا المركز يتيح لهم العديد من المزايا وإمكانية التأثير على الشركة، فقد يلجأ هؤلاء إلى إجبار المسيرين على تحقيق أهداف لا تخدم المساهمين الذين يملكون نسب ضئيلة في هذه الشركة (أصحاب الأقلية) فينشأ نتيجة لذلك تضارب للمصالح بين المساهمين فتتضاعف مشاكل الوكالة مخلفة سوء الحوكمة في الشركة 1.

ونظرا لأن المستثمرين المؤسسيين (Institutional investors) لهم تفضيلات ضريبية مما يدفعهم إلى البحث عن الشركات الأحسن والتي تقوم بتوزيع الأرباح، فانطلاقا من هذه الفكرة يقوم المسيرين بتوزيع أرباح السهم لجذب انتباه هذه الفئة من المستثمرين لأنهم يعتبرون الأحسن اطلاعا على الصورة الحقيقية للشركة من المستثمرين الآخرين، كما لهم القدرة على اكتشاف الشركات ذات النوع العالي، ومن ذلك يتم استعمال هذه المعلومات من طرف المسيرين لمراقبة مشكلة الوكالة، كما يلعب المستثمرون المؤسسيون دور فعال في مراقبة التسيير، فيزيدون من درجة حوكمة الشركات (Allen, Bernardo, and Welch (2000).

ثانيا: حوكمة الشركات 1

يعد موضوع حوكمة الشركات أحد القضايا التي استحوذت على اهتمام الباحثين والشركات والجهات الرسمية والمدنية ذات الصلة، سواء في الدول المتقدمة أو في الدول النامية، وقد أكدت على أهمية الحوكمة لشركات المساهمة، خاصة التي يتم تداول أسهمها في أسواق الأوراق المالية، وذلك لإحكام الرقابة على برامج الشركات وأنشطتها.

إن حوكمة الشركات هي النظام المستخدم في إدارة ورقابة الشركات بمختلف أنواعها وأحجامها وهي وسيلة لتعزيز الشفافية والمساءلة، لذلك فالحوكمة هي مجموعة من المسؤوليات والممارسات التي تضطلع بها وتمارسها الهيئة الإدارية بهدف (أ) توفير التوجه الاستراتيجي (ب) ضمان تحقيق تلك الأهداف (ج) التأكد من أن المخاطر قد أُديرت بشكل مناسب (د) التحقق من أن موارد الشركة قد استخدمت بشكل مناسب، ويعكس هذا التعريف جانبي الحوكمة وهما: الأداء والتوافق.

حيث أن الأداء هو عبارة عن سياسات وإجراءات تركز على الفرص والمخاطر الاستراتيجية إضافة القيمة، واستغلال الموارد وترشيد عملية اتخاذ القرارات بالشركة، أما التوافق فهو الالتزام بالقوانين والقواعد المنظمة، واتباع أفضل ممارسات الحوكمة، والمساءلة، وتوفير الضمانات لذوي المصالح بشكل عام ويمكن أن يشير المصطلح إلى عناصر داخلية حددها المسؤولون، أو المساهمون، أو النظام الأساسي للشركة، وأيضاً العوامل الخارجية مثل مجموعات المستهلكين العملاء، والمنظمين... الخ.

كما يمكن وصف الأركان الرئيسية لحوكمة الشركات كما يلي:

المسؤولية الائتمانية: إن مجلس الإدارة عليه مسؤولية ائتمانية تجاه المساهمين، وبناء على ذلك فإن مجلس الإدارة منوط بحماية حقوق المساهمين، وعليه أن يعمل على زيادة قيمتها والتأكد من أن الشركة تقوم بالوفاء بارتباطاتها ومسؤولياتها تجاه كافة الأطراف المتعاملة معها.

الشفافية: إن الشفافية تتمثل في الإفصاح عن كم كافي من المعلومات المناسبة الخاصة بأعمال الشركة وسياساتها دون المخاطرة بأهدافها الاستراتيجية، والشفافية بمعنى آخر هي إفصاح الشركة عن تعاملاتها وعلاقاتها مع كل من الأطراف الداخلية والخارجية ذوي العلاقة وذوي المصلحة.

وتتضمن الإفصاحات ما يلي: الإفصاح عن الضوابط والإجراءات، الإفصاح عن ممارسات حوكمة الشركات، الإفصاح عن المعلومات الجوهرية والإفصاح في التقرير السنوي.

الرقابة: لن يكون هناك نظام حوكمة شركات فعال دون إيجاد وتطبيق نظام مناسب للرقابة الداخلية فإن الرقابة الداخلية تولد اطمئنان بأن أهداف الشركة يتم تحقيقها بشأن إعداد وإصدار تقارير معلومات بشكل فعال وكافي والالتزام بالقوانين والأنظمة والمحافظة على موجوداتها ومواردها.

لذلك فإن واحداً من أفضل طرق تجنب القصور في مجال الأعمال، وفي الوقت نفسه، يعد دافعاً مهماً للأداء في نشاط الأعمال، هو أن يكون لدى الشركة نظام فعال للرقابة الداخلية، عن طريقه يمكن مواجهة المخاطر، ويمكن إضافة قيمة للشركة والحفاظ عليها، ففي الكثير من الحالات، تعرف الشركات الناجحة كيف تقتنص الفرص وتستفيد من منافعها ومزاياها، وكيف تواجه التهديدات وتتعامل معها، وذلك من خلال التطبيق الفعال لأساليب الرقابة، وبالتالي، تحسن الشركة أدائها.

فالرقابة الداخلية تمثل جزءاً لا يتجزأ من نظام حوكمة الشركات والقدرة على إدارة المخاطر الأمر الذي تفهمه وتؤثر فيه وتتابعه الهيئة الإدارية بالشركة والإدارة والأفراد الآخرون، حتى يمكن الاستفادة من الفرص المتاحة للشركة، ومقاومة، والتعامل مع التحديات التي تواجهها من أجل تحقيق أهدافها.



المناخ الاخلاقي: إن الشركات لديها مسؤولية تجاه المجتمع وتجاه المساهمين وذلك من خلال اتباع معايير أخلاقية في تعاملاتها.

لذلك فإن مجلس الإدارة عليه مسؤولية وضع واتباع الإطار الأخلاقي في التعاملات في المستويات العليا هذا وأن الأساليب غير الأخلاقية تشجع على الفساد الذي يتناقض مع أسس وأهداف حوكمة الشركات والتي تتمثل في الحفاظ على حقوق المساهمين وتعزيزها وكذلك حقوق الاطراف المعنية الأخرى.

علما أن حقوق المساهمين الأساسية تتضمن: حق المشاركة في حصة من الأرباح (أرباح السهم) عند الإعلان عن توزيعات لتلك الأرباح بمعرفة مجلس الإدارة، وحق الحضور والتصويت في الجمعيات العمومية للمساهمين، وحق الحصول على المعلومات ذات الصلة بالشركة في أوقات محدد وبطريقة منتظمة.

وتتبع الحاجة الأصلية لحوكمة الشركات من الفصل بين الملكية والإدارة في الشركات ذات الأسهم وقد أدى ظهور نظرية الوكالة وما ارتبط بها من إلقاء الضوء على المشاكل التي تنشأ نتيجة تعارض المصالح بين أعضاء مجالس إدارة الشركات وبين المساهمين، إلى زيادة الاهتمام والتفكير في ضرورة وجود مجموعة من القوانين واللوائح التي تعمل على حماية مصالح المساهمين والحد من التلاعب المالي والإداري الذي يقوم به أعضاء مجالس الإدارة بهدف تعظيم منافعهم الخاصة، وذلك باعتبارهم الجهة التي تمسك بزمام الأمور داخل الشركات، وقد زاد الاهتمام بحوكمة الشركات بهدف زيادة الثقة في الاقتصاديات القومية وتعميق دور أسواق رأس المال وتشجيع زيادة الاستثمارات من خلال الحفاظ على حقوق ومصالح كافة الأطراف.

ويسعى المستثمرون إلى المشاركة في شركات وشركات ناجحة مولدة للإيرادات، لذا فإن حوكمة الشركات أصبحت من الموضوعات الملحة على جدول أعمال الشركات والمنظمات الدولية مثل البنك الدولي ومشروع الأمم المتحدة الإنمائي ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وغيرها من المنظمات الدولية والإقليمية والمحلية.

ثالثا: حوكمة الشركات وأرباح السهم

كانت الأدبيات المالية تعالج كل من أرباح السهم وحوكمة الشركات كقضيتين منفصلتين لا يلتقيان ولكن مع مرور الوقت أصبحت الأدبيات المالية تركز أكثر على التداخل الموجود بينهما، ففي الواقع: يمكن أن تستعمل أرباح السهم للإشارة على نجاعة الشركة وللمراقبة على المسيرين، وأرباح السهم هي نقود توضع في أيدي المساهمين الذين ينتظرون أيضا أرباح القيمة على استثماراتهم.

فمع تطور الأدبيات المالية، تم التوصل إلى أن من بين أهم أسباب مشكل الوكالة هو غياب أو ضعف ميكانيزمات حوكمة الشركات (La Porta et al. 2000; Bhattacharyya, Mawani, and Morrill, 2008 فانطلاقا من نظرية الوكالة يتضح جيدا أن حوكمة الشركات لها أثر كبير على السياسة التوزيعية للشركة فحوكمة الشركات جاءت لتخفيف حدة تضارب المصالح بين المسيرين

والأطراف الأخرى ذات الصلة مع الشركة، فقد تطورت الأدبيات المالية لتجد أن أهم طريقة للتسيير هي فصل الملكية عن التسيير، وهذه الأخيرة أوجدت أكبر مشكل ألا وهو تضارب المصالح لتأتي حوكمة الشركات محاولة احتواء المشكل ومساندة فكرة فصل الملكية عن التسيير للرفي بالشركات، ولكن هذا يتطلب ضوابط حتى يطبق واقعا لذلك تم إيجاد ما يلي:

حقوق المساهمين والبيئة القانونية: وهذه الحقوق تختلف من دولة إلى أخرى، فمثلا في الشركات الأمريكية أو البريطانية أين يمتلك المساهمون النسبة الأكبر من رأسمال الشركة وتوزيعه على عدد كبير من المساهمين يجعل المسير هو الأدرى بالحالة الحقيقية للشركة، ولذلك أوجدت الحماية العالية لحقوق المساهمين في هذه الدول مما يدفع بالمسيرين حتما أن يعملوا لتحقيق أهداف المساهمين، وعلى عكس ذلك في كوريا مثلا أين تتميز الشركات بالشكل العائلي والملكية الكبيرة لعدد قليل من المساهمين (الأغلبية) يصبح المساهم هو المقرر، المسير، والمساهم في نفس الوقت وفي كلتا الحالتين فإن المساهمين الأقلية في الغالب هم من يدفع تكاليف الوكالة (La Porta et al. (2000)، ويستفيد المساهمون الأقلية فقط في حالة الحماية القانونية لهم (كما هو الحال في دول القانون العام) مثل و.م.أ. وبريطانيا.

مكافئات المسيرين: فحسب (Bhattacharya et al. (2008) فإن نوعية المسيرين تحدد قيمة التعويضات فالمسير ذو الكفاءات العالية هو الأكثر حصولا على التعويضات، ولعل أهم مؤشرات المسير الكفاء هو القدرة على جلب استثمارات جديدة ذات قيمة حالية صافية موجبة والذي يملك قرارات تعظيم القيمة السوقية للشركة، فكلما زادت كفاءة المسير زادت حرية في التعامل مع أرباح السهم ورفعت من قيمة المكافئات التي سوف يحصل عليها، والعكس صحيح، فإن المسير ضعيف الكفاءة يكون دائما يلجأ إلى رفع نسبة التوزيعات ((Hu and Kumar (2004) حتى يكسب رضا المستثمر (غالبا لا يكسبه) وإنما يبقى في صراع دائم فترتفع بذلك تكاليف الوكالة إلى مستويات قياسية الأمر الذي يصعب عملية الاستثمار في الشركة ويحد من فرص الحصول على التمويل من السوق المالية.

ولقد أشارت العديد من الدراسات على أهمية العلاوات في تحسين كفاءات المسيرين والعمال في الشركة بشكل عام، فمنح العلاوات إلى المساهمين والمسيرين يزيد من مصداقية الشركة، فقط يبقى البحث عن كيفية تقسيم الأرباح بين ربح السهم والعلاوات ولعل أهم ما يحدد هذا هو حقوق المساهمين وكذا المسيرين 1.

المسيرون والملكية وتكتلات المساهمين: كلما زادت ملكية المسير في الشركة دفعه ذلك إلى العمل على تحقيق مصالح المساهمين (لأنه مساهم) فيلجأ إلى توزيع نسب منخفضة من أرباح السهم واستعمال الباقي في تمويل الاستثمارات الجديدة للرفع من القيمة السوقية للشركة وتقليل تكاليف الوكالة

(Mahadwartha (2007)، ومن ناحية أخرى فإن وجود تكتلات للمساهمين يزيد من الضغط على المسير لتحقيق أهدافهم عكس مقولة (سياسة فرق تسد) حيث أن تشتت المساهمين يعني إعطاء الحرية للمسير لتحقيق مصالحه الشخصية على حساب المساهم، فتكتل المساهمين يجعلهم ليسوا بحاجة إلى أرباح السهم أو غير ذلك للحكم على الشركة، فهم أصلاً يملكون النسبة الأكبر من حقوق التصويت فيستعملونها في كل القرارات (القرارات تحت سيطرتهم) (Hu and Kumar (2004)).

هيكل الإدارة: يعتبر الهيكل الإداري من بين أهم العوامل التي يعتمد عليها في حوكمة الشركات فتركيبية هيكل الإدارة يعطي صورة مسبقة عن الشركة وعن القرارات المالية التي سوف تتخذ، كما أكدت مجموعة من الدراسات على غرار (Hu and Kumar (2004) أن الشركات ذات الهيكل الإداري الأجنبي (outsider) تكون هي الأحسن مقارنة بالشركات التي يكون هيكلها الإداري من أشخاص ينتمون إلى الشركة (مساهم مثلاً) (insider)، حيث أن المدير الأجنبي لا يهتم مدى توزيع أرباح السهم بقدر ما يهتم البحث عن الاستثمارات ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة والتي سوف ترفع من القيمة السوقية للشركة (أي أن القرارات المالية تكون أكثر موضوعية) أما المدير الذي ينتمي إلى الشركة فممكن أن يوظف تفضيلاته الشخصية في اتخاذ القرارات المالية (كأن يفضل أرباح السهم على الاستثمار) وهذا سوف يحط حتماً من درجة حوكمة الشركات.

حق التصويت: تعتبر حقوق التصويت من بين أهم الوسائل التي يستطيع أن يستعملها حامل السهم في التأثير على المسير ومن ثم قراراته المتخذة في الشركة، ووجود هذا الحق في الشركة يساند أكثر فعالية حوكمة الشركات، ففي دراسة على الشركات الإيطالية تبين أن حقوق التصويت لها أثر كبير على السعر السوقي للسهم وكذا السياسة المتبعة في توزيع أرباح السهم 1.

تعتبر أرباح السهم من بين أهم أدوات الحوكمة، فالشركات التي تحسن التعامل مع أرباح السهم غالباً ما تكون تتمتع بحوكمة عالية، وهذه الأخيرة تختلف من دولة إلى أخرى تبعاً لعدة عوامل كالقوانين مثلاً.

اختلاف أنماط الرقابة من مجتمع إلى آخر ومن شركة إلى أخرى، فمساهمي الشركة يمكن تقسيمهم إلى نوعين: نوع لا يملك الحق في التصويت إذاً ليس له الحق في الرقابة، والنوع الثاني العكس، كما تختلف نسبة الرقابة في الشركات باختلاف درجة الحماية القانونية للمساهمين فكما كانت درجة الحماية أكبر كلما قلت الحاجة إلى الرقابة 1، ومن جهة أخرى فيمكن تصنيف المساهمين إلى:

المساهمين المؤسستين: بنوك، تأمينات، شركات، صناديق الاستثمار والتقاعد.

المساهمين الأفراد: كل المستثمرين الأفراد ما عدا مدراء الشركة وعائلاتهم.

المدراء وعائلاتهم، الشركات الأم، الهيئات الحكومية والدولية.

فاختلاف المساهمين وتنوعهم يؤدي بالضرورة إلى مشكل تضارب المصالح بينهم وبين المديرين وتصبح هذه المشكلة معقدة أكثر في الدول التي تمتاز بالحماية الضعيفة للمساهمين الأمر الذي يرفع من درجة الرقابة على الشركة، ولكن إمكانية القيام بالرقابة لا يمكن أن تكون في صالح فئة معينة من المساهمين، خاصة الذين يملكون نسب قليلة من أسهم الشركة أين تصبح تكلفة الرقابة تفوق ما يتوقعونه من عوائد، على عكس من ذلك فالمساهمين الذين يملكون نسب كبيرة من أسهم الشركة هم المسيطرون على الرقابة فيجبرون المدير على تحقيق مصالحهم.

الجدول يوضح الحالات الممكنة لحوكمة الشركات من حيث الرقابة والملكية

الرقابة		الرقابة	الملكية
قوية	ضعيفة		
ملكية مفرقة ورقابة قوية (2)	ملكية مفرقة ورقابة ضعيفة (1)	مفرقة	الملكية
ملكية مركزية ورقابة قوية (4)	ملكية مركزية ورقابة ضعيفة (3)	مركزية	

Source: Luis correia da silva et al, Dividend policy and corporate governance, Oxford university press, first published 2004, p 16.

(1): وتكون خاصة في الدول التي تعطي حماية أكثر للمساهمين مثل بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية فمن أهم إيجابياتها هي إمكانية العالية للتنوع وتوفير السيولة وإمكانية السيطرة السوقية، أما سلبياتها تتمثل في عدم كفاية الرقابة (مشكل الانتهازية) وتضارب المصالح: بين المساهمين والمديرين.

(2): وتكون في حالة وجود إمكانية تجميع الأصوات وقيام المساهمين بذلك أو في حالة وجود أسهم لا تتمتع بحق التصويت ووجود تسلسل هرمي للأسهم، مثل الدول الأوروبية، فمن أهم إيجابياتها هي إمكانية العالية للتنوع وتوفير السيولة والرقابة على المديرين، أما سلبياتها تتمثل في انتهاك حق السهم في التصويت وتخفيض إمكانية السيطرة وتضارب المصالح: الرقابة بين المساهمين الصغار والمساهمين المسيطرين.

(3): وتكون في أي شركة تفرض قيود على التصويت، فمن أهم إيجابياتها حماية المساهمين الصغار (حقوق الأقلية)، أما سلبياتها فتتمثل في انتهاك حق السهم في التصويت وتخفيض درجة الرقابة وتقليل إمكانية التنوع وحجم السيولة ومنه ارتفاع تكلفة الأموال وتضارب المصالح: بين المديرين والمساهمين.

(4): وتكون في أي شركة بعد السيطرة وفي الشركات المعومة حديثا، فمن أهم إيجابياتها الرقابة العالية أما سلبياتها فتتمثل في عدم توفر إمكانية التوزيع والسيولة وتخفيض إمكانية السيطرة وتضارب المصالح: الرقابة بين المساهمين الأقلية والمساهمين المسيطرين.

تعتبر أرباح السهم من بين المتغيرات الأساسية التي يتم الاعتماد عليها في تحديد القيمة السوقية للشركة، فالشركات التي توزع نسب معتبرة من أرباح السهم يعني أنها تحقق تدفقات نقدية كافية وأنها تستثمر في مشاريع تحقق عوائد إيجابية تفوق تكلفة تمويلها وهذا ما يطمئن المساهمين خاصة من الناحية الرقابية، لذلك فأرباح السهم تعتبر ناقلا للمعلومات من الشركة إلى السوق فهي أهم وسيلة للإشارة على الحالة الماضية، الآنية والمستقبلية للشركة، فأرباح السهم يمكن أن تكون كحل لمشكل تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين.

إن الفصل بين الملكية والرقابة من شأنه أن يزيد من مشكل الوكالة، فالمسير يأخذ الأموال من المساهم بهدف تعظيم ثروة المساهم، ومع ذلك فهذه العلاقة تتولد عنها مجموعة من التكاليف، فيمكن أن يعمل المسيرون لتحقيق مصالحهم الخاصة على حساب المساهمين، ومع تطور الأدبيات المالية فقد تم التوصل إلى تخفيض تكاليف هذه العلاقة من خلال عاملين أساسيين هما تركيز الملكية وأرباح السهم¹ فتركيز الملكية مثلا من شأنه أن يخفض الدور المعلومات لأرباح السهم فتكون علاقة عكسية بين درجة تركيز الملكية ونسبة توزيع أرباح السهم¹.

حسب ((Marsh and Merton (1987) فإن¹: المسيرون يضعون أهدافا لتوزيع نسب من أرباح السهم على المدى الطويل، ويركزون على التغير في نسب أرباح السهم الذي غالبا ما يكون نتيجة تغير غير متوقع في أرباح الشركة، ويتجنبون تغيير سياسة التوزيع خاصة إذا كان من الصعب المحافظة عليها.

وفي إطار حوكمة الشركات فإن المسيرين يقومون بالتخلص من المتبقي بأي طريقة وتوزيعه على المساهمين، لأن وجود الفائض من شأنه أن يرفع تكاليف الوكالة، وفي بعض الأحيان تكون الشركات تتمتع بحوكمة عالية ولكن نتيجة توفر الفائض بكثرة فيتسبب المسيرون وتدهور درجة الحوكمة في هذه الشركة ((Harford, Mansi, and Maxwell (2008).

فالشركات التي تتميز بضعف الحوكمة في الغالب هي التي توزع نسب مرتفعة من أرباح السهم ((John and Knyazeva (2006)¹، كما أن هيكلية المساهمين والرقابة في الشركة يعتبران من بين

المحددات الرئيسية لأرباح السهم ((Trigeorgis, and Vafeas (2001)¹.

ففي دراسة على عينة من الشركات تفوق 22374 شركة موزعة على 35 دولة في العالم لاستخراج محددات توزيع أرباح السهم، فتم التوصل إلى أن هناك علاقة قوية بين توزيع أرباح السهم وكل من

المتغيرات التالية1: درجة الحماية القانونية للمساهمين، درجة الحماية القانونية للدائنين، حوكمة الشركات حجم الشركة، نسبة نموها وربحيتها. كثير من الكتاب توصلوا إلى أن حوكمة الشركات تعد من بين المحددات الرئيسية لسياسة توزيع أرباح السهم في الشركة1.

كما أثبتت الدراسات أن المسيرين لا يكرهون توزيع هذه التدفقات النقدية على المساهمين في شكل أرباح السهم عندما تكون الفرص الاستثمارية قليلة، كما يمكن للشركة أن تلجأ إلى الاقتراض لتوفير السيولة ومن ثم توزيع أرباح السهم (Long, Malitz and Sefcik (1994)). فكلما انخفضت درجة حماية المساهمين (انعدام القوانين أو عدم تطبيقها بشكل أمثل)، يسمح هذا للمسيرين باستعمال مهارتهم في السيطرة على الشركة واستعمالها لمصلحتهم الشخصية، وفي هذه الحالة يستطيع المسيرون كسب الشهرة عن طريق توزيع أرباح السهم على المساهمين الذين يظنون أنها نتيجة الجهد المثالي للمسيرين (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 (Jensen, 1986)، أو بالتأثير على القيمة السوقية للشركة (رفعها) مما يكسب تفاؤل المساهمين (Easterbrook, 1984).

الخاتمة

أدى التطورات في الفكر الإداري والمالي إلى تطوير وتحديث طرق واساليب تسيير الشركات مما انعكس على تحسين وضعيتها السوقية، فأحسن الشركات اليوم هي التي تعي جيدا كيفية اقتناص الفرص وتوظيف هذه التطورات، لقد جاءت أفكار الحوكمة نتيجة لعدة أبحاث ودراسات ميدانية، وها هي اليوم تساهم كثيرا في حل قضايا كانت تشكل حجرة عثرة أمام ازدهار الشركات.

فباختلاف الشركات، تعددت أساليب الحوكمة، فلعل من بينها أرباح السهم، حيث تعتبر هذه الأخيرة كميكانيزم لتعزيز حوكمة الشركات في الشركات ذات الأسهم، ولقد اكدت الكثير من النظريات والدراسات الدور الذي تؤديه سياسات أرباح السهم في حل قضايا الحوكمة في هذه الشركات، فأرباح السهم أصبحت من بين أسهل السبل لحاكمية الشركات إن تم الإحاطة بكل جوانبها، وهي في نفس الوقت من أصعب الألغاز في الفكر المالي والإداري، ذلك أن أرباح السهم تحمل في طياتها معلومات واسعة النطاق وتصل إلى كل ذوي المصالح في الشركة.

فالشركات التي تنشط في سوق مالي متطور فكريا وإداريا، تحسنت كثيرا وأصبحت نموذجا لحوكمة الشركات، أما الدول التي لا زالت تراوح مكانها بنماذج للحوكمة لم تتعدى الورق، بقيت شركاتها مجسدة هيكليا لا فكريا ولا إداريا، لذلك فحوكمة الشركات ليست كلام يقال على الشاشات وفي

الملتقيات، وإنما الحوكمة المثالية والحقيقية هي ما تمليه التطورات الفكرية والإدارية في عالم المال والأعمال وتصدق واقعياً.

المراجع

- ¹ 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. 305-360.
- ¹ Idem; P: 588.
- ¹ 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 26.
- ⁶ Damodaran Aswath ; **Finance d'Entreprise Théorie et Pratique**, deuxième édition 2 ème tirage 2007. P 90
- ¹ H. Kent Baker, **Dividends and Dividend Policy**, the Robert W. Kolb Series in Finance, USA, 2009, P 138.
- Do all of the pieces now** ¹ H. Kent Baker, Gary E. Powell, E. Theodore Veitc; **revisiting the dividend puzzle** .5Review of Financial Economics 11 (2002) 241–261, p 24 **fit?**
- ¹ H. Kent Baker, **Dividends and Dividend Policy**, Opcit, USA, 2009, PP 447-459.
- ¹ Jin-Ying Wang, **Controlling shareholder entrenchment: Bonuses versus dividends**, International Review of Economics and Finance, article in press, 2014, PP 1-16.
- ¹ Marco Bigelli, Ettore Croci, **Dividend privileges and the value of voting rights: Evidence from Italy**, Journal of Empirical Finance N°24, 2013, PP 94-107.
- ¹ Luis correa da silva et al, **Dividend policy and corporate governance**, Oxford university press, first published 2004, PP 8-11.
- ¹ السيطرة: معناه توفر إمكانية الشراء والبيع دون قيود فالعامل الوحيد هو السعر، والسيطرة يعني ممكن لمساهم أن يشتري نسبة عالية من أسهم مؤسسة ما فيصبح هو المسيطر عليها.
- ¹ Luis correa da silva et al, **Dividend policy and corporate governance**, Opcit, p 43.
- ¹ Idem, pp 61-62.
- ¹ Idem, p 86.
- ¹ H. Kent Baker, **Dividends and Dividend Policy**, Opcit, P 155.
- ² Idem, P 155.
- ³ Julie Byrne, Thomas O'Connor, Creditor rights and the outcome model of dividends, The Quarterly Review of Economics and Finance N°52, 2012, PP 227-242.
- 4 H. Kent Baker, **Dividends and Dividend Policy**, Opcit, P 74.
- 5 د.م. سرور علي إبراهيم سرور، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق العملي، الكتاب الثاني الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009.
- 6 حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق عمان 2004.
- 7 سعد عبد الحميد مطاوع، الإدارة المالية مدخل حديث، 2008.
- 8 عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009.
- 9 عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع عمان، 2009.
- 10 Allen. F and Michaely. R; **Payout Policy**; handbook of the economics of finance, volume 1, ELSEVIER NORTH HOLLAND, 2003.
- 11 Berk Jonathan, DeMarzo Peter et autres ; **Finance d'entreprise** ; Pearson Education France, 2008.
- 12 Cobbaut R, **théorie financière**, Ed. *Economica* 1997.
- 13 George M Constantinides, Milton Harris ET René M Stulz; **Corporate Finance**; handbook of the economics of finance, volume 1, 2003.
- 14 Quiry Pascal, Yann Le Fur ; **Finance D'entreprise** ; *Vernimmen Pierre* ; 7 ème édition 2009, Edition Dalloz-2008.
- 15 Romon Frédéric ; **La Politique de Dividende de Sociétés Familiales Cotées une synthèse d'études de cas** ; *Deuxième version 28/02/00*.
- 16 Tulie Jacques et Topsacalian Patrick, **FINANCE**, Librairie Vuibert, janvier 1994, 63 bd St-Germain 75005 Paris.
- 17 V.Tanzi 1982 « **the underground Economy and evasion in the united states –estimations and implications** pp. 241-249.
- 18 Bernhardt Dan, Douglasb Alan, Robertson Fiona; **Testing Dividend Signaling Models**; *Journal of Empirical Finance* 12 (2005) 77– 98.
- 19 Bhattacharya Sudipto; **Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy**; *the Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1. (Spring, 1979), pp. 259-270.

- 20 Bhattacharya Sudipto; **Corporate Finance and the Legacy of Miller and Modigliani**, *the Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 4. (Autumn, 1988), pp. 135-147.
- 21 Denis David J, Osobov Igor; **why do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy**; *Journal of Financial Economics* 89 (2008) 62– 82.
- 22 Dittmar Amy K; **Why Do Firms Repurchase Stock?** *Indiana University; Journal of Business*, 2000, vol. 73, no. 3.
- 23 Donga Ming, Robinsonb Chris, Veldc T Chris; **Why Individual Investors Want Dividends**; *Journal of Corporate Finance* 12 (2005) 121– 158.
- 24 Frederic Lord, **an Empirical Study of the Normality and Independence of Errors of Measurement in Test Scores**, *Psychometrika*, Vol.25, No.1, 1960.
- 25 JENSEN M.C. ET MECKLING W.H., **Theory of the firm: managerial behavior agency costs and ownership structure**, *Journal of Financial Economics*, October 1976.
- 26 George M Constantinides, Milton Harris ET René M Stulz; **Corporate Finance**; *handbook of the economics of finance, volume 1, 2003*.
- 27 George M Frankfurter, Bob G Wood Jr; **Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests**; *International Review of Financial Analysis* 11 (2002) 111–138.
- 28 Korinek Anton; Stiglitz Joseph E; **Dividend taxation and intertemporal tax arbitrage**; *Journal of Public Economics* 93 (2009) 142–159.
- 29 La Porta Rafael, Lopez-De-Silances Florencio, Shleifer Andrai Et W Vishny Robert **Agency Problems and Dividend Policies Around The World**; *The Journal of Finance*, Vol. LV, No. 1, FEBRUARY 2000.
- 30 Lee Yi-Tsung, Liu Yu-Jane, Roll Richard, Subrahmanyam Avaniidhar **Taxes and Dividend Clientele: Evidence from Trading and Ownership Structure**; *Journal of Banking & Finance* 30 (2006) 229–246.
- 31 Merton H Miller; Rock Kevin; **Dividend Policy under Asymmetric Information** *the Journal of Finance*, Vol. 40, No. 4. (Sep. 1985), pp. 1031-1051.
- 32 Pattenden Kerry, Twite Garry; **Taxes and Dividend Policy under Alternative Tax Regimes**; *Journal of Corporate Finance* 14 (2008) 1–16.
- 33 Samy Ben Naceur, Mohamed Goaid et Amel Belanes, **On the Determinants and Dynamics of Dividend policy**, *International Review of Finance*, 2006.
- 34 Varouj Aivazian et Laurence Booth, **Do emerging market firms follow different dividend policies from US firms ?**, *the journal of financial research*, N°.3,2003.
- 35 Von Eije Henk, L Megginson William; **Dividends and Share Repurchases in The European Union**; *Journal of Financial Economics* 89 (2008) 347–374.
- 36 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.
- 37 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.