جـامعة المدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم: المالية والمحاسبة

الموضـــوع:

محددات سياسة توزيع الأرباح

دراسة قياسية للشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة

(2024-2017)

مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبة

تخصص: محاسبة.

إعداد الطالبة:
أسماء بلخيرات

إشراف الأستاذ:
أ/ د. ميسوم بوشنافة

أعضاء لجنة المناقشة

زاهي محمد	أستاذ محاضر أ	جامعة المدية	رئيساً
ميسوم بوشنافة	أستاذ محاضر أ	جامعة المدية	مقرراً
زرواطي محمد	أستاذ مساعد أ	جامعة المدية	عضواً ممتحناً

السنة الجامعية: 2025/2024

شكر وعرفان:

قال رسول الله صلى الله عليه وسلم:

{من لا يشكر الناس لا يشكر الله}

إن الحمد لله نحمده و نستعينه و نستغفره ونشكره على كل نعمة أنعمها علينا ،ونحمده لتوفيقنا لإتمام هذا العمل.

أما بعد فلا يسعني في هذا المقام إلا أن أتقدم بكل الاحترام والتقدير وجزيل الشكر إلى الأستاذ "حسام كفايفي" على إشرافه على هذا العمل وما قدمه لي من توجيه ونصح وإرشاد طيلة فترة الدراسة.

كما أتقدم بجزيل الشكر إلى الأستاذ "ميسوم بوشنافة" فله كل الشكر والامتنان على العون الممدود في سبيل إنجاز هذا العمل.

كما أتقدم بالشكر إلى والدي وعائلتي، وإلى كل أساتذتي من الابتدائي إلى الجامعي، وأدعو الله أن يرزقهم السعادة في الدنيا والآخرة.

كذلك أوجه الشكر إلى كل من ساهم من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل.

الإهداء:

مهما كتبت من عبارات لن أجد أصدق من قوله تعالى{يرفع الله الذين آمنو منكم و الذين أوتوا العلم درجات}سورة المجادلة الاية11 .

فالحمد لله حمدًا كثيرًا طيبًا مباركًا فيه، والحمد لله الذي لا يضاهي نعمته وفضله أي شيء، والحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات.

أهدي ثمرة نجاحي إلى من قال الله تعالى فيهما: {وقضى ربك ألا تعبدوا إلا إياه وبالوالدين إحسانا}سورة الإسراء الآية 23.

أهدي لهما فرحة سنيني وتعبي الذي أحصد ثماره بنجاح...

-إلى أمي الغالية إلى اليد الخفية التي أزالت عن طريقي الأشواك جنتي في الحياة.

-إلى أبي الغالي إلى من أحمل اسمه.

-إلى جدي رحمه الله الذي كان أكبر سند ومشجع لأي نجاح في حياتي.

-إلى أختي وأبناء أختي ريان وإسلام.

-إلى جميع صديقاتي.

المستخلص:

تناول البحث تحليل اختبار أثر مجموعة من العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح لعينة مكوّنة من 03 مؤسسات اقتصادية جزائرية، خلال الفترة الزمنية 2017-2024.وذلك باستخدام معطيات panel data analysais، واستنادا إلى اربعة متغيرات مالية تمثلت في نسبة الأرباح الموزعة للسهم كمتغير تابع، الربحية، السيولة، الرفع المالي كمتغيرات مفسرة. أظهرت النتائج وجود علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية تربط كل من الربحية، السيولة، الرفع المالي بنسبة الأرباح الموزعة، أما المتغير المفسرة الاخر حجم الشركة فليس له دلالة إحصائية في تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع بالمؤسسات عينة الدراسة.

الكلمات المفتاحية: توزيع الأرباح، الربحية، السيولة، الرافعة المالية.

Abstract

The Research Paper Addresses The Examination Effect Analysis Of A Set Of Factors Determining The Profits Distribution Policy Targeting A Sample Of (03) Algerian Economic Corporations, Over A Span Of Time Stretching From 2017-2024, Using Panel Data Analysis By Addressing four Financial Variables Which Are: The Percentage Of Dividends Distributed Per Share As A Dependent Variable, Profitability, Liquidity, Financial Leverage, company Size As Dependent Variables, The Results Showed A Significant Relationship Correlating Both Profitability, Liquidity And Financial Leverage With Regard Of Distributed Profits Percentage, As For The Other Explanatory Variable, Company Size, It Has No Statistical Significance In Explaining The Change In The Dependent Variable In The Study Sample Institutions.

Keywords: Profit Distribution, Profitability, Liquidity, Financial Leverage**.**

فهرس المحتويات:

العنوان	رقم الصفحة
الشكر	I
الإهداء	II
المستخلص	III
فهرس المحتويات	IV
قائمة الجداول	VI
قائمة الملاحق	LXXIV-LXXVI
مقدمة عامة	أ-ي
الفصل الأول: الإطار النظري والعملي لسياسة توزيع الأرباح	
تمهيد :.....	2
المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح	3
المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح	3
المطلب الثاني: أشكال سياسة توزيع الأرباح	5
المطلب الثالث: خصائص سياسة توزيع الأرباح	9
المبحث الثاني: طبيعة سياسة توزيع الأرباح	10
المطلب الأول: وضعية المساهمين إزاء سياسة توزيع الأرباح	10
المطلب الثاني: سياسة توزيع الأرباح كقرار إستثماري	14
المطلب الثالث: سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي	15
المبحث الثالث: سياسة توزيع الأرباح في ظل فرضيات السوق الكفئ	20
المطلب الأول: سياسة التوزيع في ظل عدم التأكد التام	21
المطلب الثاني: سياسة توزيع الأرباح في ظل عدم التأكد	24

المطلب الثالث: سياسة التوزيع في الواقع العملي	28
خلاصة.	29
الفصل الثاني: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح	
تمهيد :.....	31
المبحث الأول: نظريات توزيع الأرباح	32
المطلب الأول: نموذج والتر	33
المطلب الثاني: نموذج غوردون و لينتر و النموذج التحليلي	34
المطلب الثالث: نموذج مديجلياني وميلر	36
المبحث الثاني: العوامل الداخلية المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح	39
المطلب الأول: ربحية الشركة و السيولة النقدية	39
المطلب الثاني :معدل النمو و استقرار التوزيعات	40
المطلب الثالث: الفرص الاستثمارية المتاحة والقواعد القانونية والقيود التقاعدية	41
المبحث الثالث: العوامل الخارجية المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح	43
المطلب الأول: السياسات الضريبية و التشريعات	43
المطلب الثاني: المنافسة وتوقعات المساهمين في الأسواق	44
المطلب الثالث: تفضيلات و اعتبارات الأسواق المالية	45
خلاصة.	46
الفصل الثالث: دراسة قياسية لمحددات سياسة توزيع الأرباح لعينة من الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	
المبحث الأول: الإطار القياسي المتبع في التحليل	47
المطلب الأول: مفهوم نماذج بيانات البانل	48
المطلب الثاني: نماذج بيانات البانل الساكنة.	49

المبحث الثاني: منهجية الدراسة والنموذج القياسي المستخدم	51
المطلب الأول: المنهجية وعينة الدراسة	56
المطلب الثاني: متغيرات الدراسة	57
المبحث الثالث: : تقدير النموذج القياسي	56
المطلب الأول: دراسة إحصائية لمتغيرات الدراسة	56
المطلب الثاني: تقدير النماذج بيانات البانل الساكن	57
المطلب الثالث: تقدير النموذج وتحليل النتائج	64
الخاتمة العامة.	

قائمة الجداول.

الرقم	العنوان	رقم الصفحة
(**1.3**)	دراسة إحصائية لمتغيرات الدراسة.	57
(**2.3**)	مصفوفة الإرتباط بين متغيرات النموذج.	58
(**3.3**)	تقدير النماذج الثلاثة المقترحة باستخدام تحليل معطيات البانل للعينة المدروسة	59
(**4.3**)	نتائج اختبار HAUSMAN.	62
(**5.3**)	نتائج الانحدار باستخدام نموذج المؤثرات الثابتة لعينة الدراسة .	63

المقدمة:

1_ مقدمة:

تُعد سياسة توزيع الأرباح من بين أبرز القرارات الاستراتيجية التي تواجهها المؤسسات الاقتصادية، نظراً لما لها من تأثير مباشر على العلاقة بين المؤسسة ومساهميها، وعلى الهيكل المالي العام، وكذا على خطط النمو والتوسع المستقبلية. ويُتخذ هذا القرار من طرف الجمعية العامة العادية للمساهمين، عقب المصادقة على الميزانية السنوية، بناءً على توصية من مجلس الإدارة، الذي بدوره يُقيّم عدة جوانب مالية واستراتيجية قبل تقديم اقتراحه النهائي.

يعتمد اتخاذ قرار التوزيع على تحليل دقيق لقدرة المؤسسة المالية الحالية والمستقبلية، وذلك استناداً إلى جملة من المؤشرات أبرزها السيولة المتوفرة، واستقرار التدفقات النقدية، ومستوى الربحية، بالإضافة إلى حجم الاحتياجات التمويلية للمشروعات الاستثمارية المستقبلية. كما يُراعى في هذا القرار تفضيلات المستثمرين، التي تختلف بحسب نوعية المساهمين؛ فبعضهم يُفضل الحصول على أرباح موزعة دورياً كدخل ثابت، في حين يفضل البعض الآخر إعادة استثمار الأرباح لتحقيق أرباح رأسمالية على المدى الطويل من خلال نمو سعر السهم.

ويُنظر إلى سياسة توزيع الأرباح أيضًا في ضوء الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة، ومدى قدرة هذه الفرص على تحقيق عوائد تفوق

تكلفة رأس المال. ففي حال توفرت مشاريع استثمارية ذات جدوى مرتفعة، قد يُفضّل توجيه الأرباح نحو إعادة الاستثمار بدلاً من توزيعها. بالمقابل، إذا كانت الفرص الاستثمارية محدودة أو لا توفر عوائد كافية، فإن توزيع الأرباح قد يُعد الخيار الأنسب للمؤسسة ومساهميها.

إضافة إلى ذلك، يجب أن يأخذ القرار بعين الاعتبار الهيكل المالي المستهدف الذي تسعى المؤسسة إلى بلوغه، لا سيما وأن تكلفة التمويل الخارجي، خاصة في بيئات اقتصادية تتسم بارتفاع أسعار الفائدة أو ضعف الأسواق المالية، تشكل عاملاً حاسمًا في هذا السياق. فكلما زادت تكلفة التمويل الخارجي، كلما فضّلت المؤسسة الاحتفاظ بالأرباح لتمويل نشاطاتها بدلاً من الاعتماد على مصادر تمويل خارجية.

وتزداد تعقيدات هذا القرار بارتباطه الوثيق مع قرارات استراتيجية أخرى، وتحديدًا قراري التمويل والاستثمار، بحيث لا يمكن النظر إلى سياسة توزيع الأرباح كقرار مستقل. إذ أن تغييرًا في سياسة التوزيع قد ينعكس بشكل مباشر على قدرة المؤسسة على تمويل مشاريعها، أو على نسبة الرفع المالي المستهدفة، أو حتى على صورتها في السوق المالي.

علاوة على ما سبق، هناك عدد من الاعتبارات الأخرى التي تُؤخذ في الحسبان عند تحديد سياسة توزيع الأرباح، من بينها: الهيكل الضريبي المعتمد، القوانين المنظمة لعمل الشركات والأسواق المالية، طبيعة القطاع

الذي تنشط فيه المؤسسة، حجم المؤسسة ونمط نموها، إضافة إلى التوجهات العامة للمساهمين من حيث المخاطرة والعائد.

كل هذه العوامل مجتمعة تجعل من قرار توزيع الأرباح عملية معقدة ودقيقة، تتطلب توازناً دقيقًا بين الحفاظ على الاستقرار المالي الداخلي، وتحقيق رضا المساهمين، والاستفادة المثلى من الموارد المتاحة، في ظل بيئة تنافسية واستثمارية متغيرة باستمرار. ولهذا تسعى المؤسسات إلى تبني سياسة توزيعية مثلى تتماشى مع أولوياتها الاستراتيجية وظروفها المالية والاقتصادية.

2-الإشكالية:

مما تقدم تتبلور معالم إشكالية هذا البحث في السؤال الجوهري التالي:

ما هي المحددات الأساسية لسياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، وكيف تختلف هذه المحددات في البيئة الجزائرية مقارنة بالدول ذات الأسواق المالية المتطورة؟

وتتفرع عن هذا التساؤل الرئيسي مجموعة من الأسئلة الفرعية، من بينها:

1. ما مدى تأثير العوامل الداخلية (كالربحية والسيولة والرفع المالي وحجم الشركة) على سياسة توزيع الأرباح؟

2. ما هي العلاقة بين قرارات توزيع الأرباح وقراري الاستثمار والتمويل داخل المؤسسة؟

3-**الفرضيات:**

- تتباين سياسات توزيع الأرباح بين الشركات المدرجة في بورصة الجزائر تبعًا لاختلاف طبيعة نشاطها وظروفها المالية.حيث أن بعض الشركات تفضل توزيع الأرباح بشكل منتظم لتعزيز ثقة المستثمرين، بينما تفضل أخرى الاحتفاظ بها لأغراض استثمارية.
- تتأثر سياسة توزيع الأرباح بشكل كبير بالعوامل الداخلية للمؤسسة. ومن أبرز هذه العوامل: مستوى الربحية، السيولة المتوفرة، الرفع المالي، وحجم الشركة.
- ترتبط سياسة توزيع الأرباح ارتباطًا وثيقًا بقراري التمويل والاستثمار داخل المؤسسة.إذ أن قرار التوزيع لا يُتخذ بمعزل عن السياسات التمويلية وخطط التوسع أو المشاريع الاستثمارية المستقبلية.
- تختلف محددات سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر عن نظيراتها في الدول المتقدمة.ويعود ذلك إلى اختلاف البيئة الاقتصادية والمالية، وضعف الأسواق المالية المحلية، وهيمنة النظام البنكي على مصادر التمويل.

4-**أهمية الموضوع:**

دراسة موضوع سياسة توزيع الأرباح يعد من المواضيع المهمة في مجال الإدارة المالية و بالتالي, دراسة هذه السياسة سوف يساعد الباحثين في التعرف على اهم العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح و يعتبر جزءا اساسيا لفهم استراتيجيات كبريات الشركات الاقتصادية و كيفية اتخاذ قرارات مؤثرة على المدى الطويل, خاصة في ظل التحول الذي تشهده الشركات الجزائرية في ظل اقتصاد السوق.

5-**أهداف الموضوع:**

ترمي الدراسة إلى جملة من الأهداف. يمكن إيجازها في النقاط التالية:

-التعرف على المفاهيم النظرية لسياسة توزيع الأرباح، وأنواعها وأهميتها في العمل المالي للمؤسسة.

-تحليل العوامل المؤثرة في تحديد سياسة توزيع الأرباح، سواء كانت داخلية أو خارجية.

-دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة، ومدى تأثيرها على أداء السهم وثقة المستثمرين.

-تقييم مدى فعالية سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الجزائرية.

-استخلاص نتائج وتقديم توصيات تساعد صانعي القرار في المؤسسات على تبني سياسة توزيع أرباح فعالة ومتوازنة.

-إبراز دور سياسة توزيع الأرباح في تحقيق التوازن بين مصلحة المساهمين واحتياجات التمويل الذاتي للمؤسسة.

6-حدود الدراسة:

اقتصر هذا البحث على دراسة العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح لعينة عشوائية مكونة من 03 شركات مدرجة في بورصة الجزائر ، خلال فترة زمنية تمتد من سنة 2017 إلى سنة 2024، وذلك بالاعتماد على الميزانيات المالية، جدول حسابات النتائج، جدول تغيرات الأموال الخاصة وتقارير مجلس الإدارة للشركات عينة الدراسة خلال تلك الفترة، واعتمدنا في ذلك على دراسة أهم هذه العوامل (المتغيرات) والتي ارتأينا أنها الأكثر تأثيرا والتي تخص المتغيرات المالية.

7-منهج و أدوات الدراسة:

بغية الإلمام بمختلف جوانب الموضوع وتحليل أبعاده و الإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار صحة الفرضيات المعتمدة، سيتم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، الذي يركز على التوصيف الدقيق للظواهر الاقتصادية المختلفة ومن ثم تحليل مضامينها والعلاقات الرابطة بينها، حيث سيستخدم هذا المنهج في سرد أهم التعاريف المرتبطة بسياسة توزيع الأرباح والنظريات، والنماذج المفسرة للعلاقة بينهما خلال فترة الدراسة.

كما تم اعتماد أسلوب القياس الكمي، والذي يرتكز على التحليل الكمي للمتغيرات من خلال نماذج قياسية تستمد أسسها من النظريات الاقتصادية والدراسات التطبيقية القياسية السابقة، وهذا من أجل تحديد العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح. وذلك باستخدام نماذج وبيانات التي تمزج بين بيانات السلاسل الزمنية مع بيانات المقاطع العرضية.

أما بالنسبة للأدوات المستخدمة، فقد تم استخدام المسح المكتبي لأكبر قدر ممكن من المراجع العربية والأجنبية منها و كذا المقالات المتخصصة، ورسائل الماجستير و أطروحات الدكتوراه ذات الصلة المباشرة و غير المباشرة بموضوع البحث، كما تم استخدام شبكة الأنترنت في كثير من الأحيان لجمع البيانات و المعلومات التي من شأنها خدمة موضوع البحث، من أهم الأدوات المستخدمة لتقدير النماذج القياسية و إجراء الاختبارات فقد تم الاستعانة بالبرامج الإحصائية التالية (EViews10)

8-**الدراسات السابقة:**

1. **دراسة (Khaldoun M. Al-Qaisi and GhassanM.Omet 2010)**

بعنوان:

" **Dividend Policy At The Amman Stock Exchange , The Stability Issue During 1995-2005** ".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار استقراريه سياسة توزيع أرباح الشركات الأردنية المساهمة ومقارنة هذه السياسة ما بين القطاعات المختلفة في الأردن خلال الفترة

(1995-2005)، وباستخدام بيانات (Panel Data) توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج أهمها أن الشركات الأردنية المساهمة تتبع سياسات مستقرة في توزيع أرباحها مع أن درجة الاستقرارية أقل من مثيلاتها في الدول المتقدمة.

2. دراسة (Mehri et al, 2013) بعنوان:

"**Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set And Corporate Financing In The Industrial Products Sector Of Malaysia.**"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الفرص الاستثمارية والوضع المالي للشركة على توزيعات الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في بورصة ماليزيا. وقد اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي واستخدمت نموذج الانحدار الخطي المتعدد لعينة مكونة من 62 شركة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة ماليزيا للفترة للفترة من 2006 إلى عام 2008. وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة: وجود تأثير إيجابي قوي بين الفرص الاستثمارية وتوزيعات الأرباح وتأثير سلبي بين كل من الرفع المالي ومعدل العائد على الأصول والمخاطرة على توزيعات الأرباح.

3. دراسة (Uhandi et al, 2013) بعنوان:

"**The Effects Of Internal Factors And Stock Ownership Structure On Dividend Policy On Company's Value [A Study On Manufacturing Companies Listed On The Indonesia Stock Exchange (Idx)]** "

هدفت الدراسة إلى دراسة وتحليل آثار العوامل الداخلية وهيكل ملكية الأسهم على سياسة توزيع الأرباح وتأثيراتها على قيمة الشركة ودراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة، تغطي العوامل الداخلية التدفق النقدي، وحجم الشركة، والرفع

المالي، ونمو الأصول، والعائد على الأسهم والمخاطر المالية، بينما يغطي هيكل ملكية الأسهم الملكية الحكومية والمؤسسية والاسهم الحرة وشملت الدراسة جميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة إندونيسيا(IDX) ، وعددهم 164 شركة، حيث تم اختيار 55 منها باستخدام أخذ العينات العشوائية، خلال الفترة الممتدة ما بين (2005-2010)، وتم تحليل البيانات من خلال تطبيق Smart PLS (Partial Least Square)، أوضحت النتائج أن التدفق النقدي الحر وحجم الشركة ليس لهما تأثير على سياسة توزيع الأرباح ولكن على قيمة الشركة، مما يعني أن التدفق النقدي الحر وحجم الشركة لا يحددان سياسة توزيع الأرباح ولكن قيمة الشركة، ولا يؤثر العائد على حقوق الملكية على قيمة الشركة ولكن على سياسة توزيع الأرباح ، وهذا يعني أن الربحية تحدد سياسة توزيع الأرباح ، وأن الرفع المالي ونمو الأصول والمخاطر المالية يؤثرا على سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة ، وانه لا تؤثر الملكية الحكومية على سياسة توزيع الأرباح ولكن على قيمة الشركة، بينما تؤثر الملكية المؤسسية بشكل إيجابي وكبير على مدفوعات الأرباح وقيمة الشركة، وان الاسهم الحرة لا تؤثر على سياسة توزيع الأرباح ، ويشير هذا إلى أن إدارة الشركة تميل للملكية المؤسسية للسيطرة على الشركة، وتؤثر سياسة توزيع الأرباح إيجابية على قيمة الشركة بشكل ملحوظ.

4. دراسة (Kartal Demirgüneş،2015) بعنوان:

"**Determinants Of Target Dividend Payout Ratio: A Panel Autoregressive Distributed Lag Analysis**"

بحث محددات والعوامل التي تؤثر على نسبة المستحقة لتوزيع أرباح الأسهم في الشركات التركية، في عينة مكونة من 20 شركة من الشركات المدرجة في البورصة

والتي تعمل في مجال صناعة الاسمنت في الفترة (2002-2012) حيث يتم تحليل التأثيرات قصيرة وطويلة الأجل للعوامل المتعلقة بالربحية والسيولة والنمو والمخاطر وتوقعات السوق والضرائب على نسبة توزيع الأرباح باستخدام نماذج الانحدار الذاتي ، حيث أشارت النتائج إلى أنه على المدى الطويل، تؤثر العوامل المرتبطة بالربحية والنمو وضريبة الشركات بشكل كبير على نسبة توزيع الأرباح، في حين أن العوامل المتعلقة بالمخاطر وتوقعات السوق لها آثار إيجابية وذات دلالة إحصائية على نسبة توزيع الأرباح، بالإضافة إلى ذلك أن الربحية فقط في المدى القصير لها تأثير إيجابي وإحصائي مهم على نسبة توزيع الأرباح.

5. دراسة (Faruk Bostanci et al , 2018) بعنوان :

Déterminants Of Dividende Payout : Décision : Adynamic Panel Data Analysis Of Turkish Stock Markat.

هدفت هذه الدراسة بحث محددات وعوامل التي تؤثر على قرارات توزيع الأرباح للشركات التي يتم تداول أسهمها في بورصة اسطنبول، لعينة تشمل على 106 شركة مدرجة في البورصة، خلال الفترة (2009-2015) باستخدام أسلوب نماذج البانل الديناميكية (Dynamics PANEL MODEL) وبالاعتماد على تقنية العزوم المعممة (GMM-syst).

أشارت النتائج إلى وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للمتغيرات المتمثلة في توزيعات الأرباح للعام السابق وعائد الشركة على حقوق الملكية ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والسيولة وحجم الشركة وسياسة توزيع الأرباح، كما أن وجود

علاقة الإيجابية بين توزيعات الأرباح والعائد على حقوق المساهمين يدعم فرضية التدفق النقدي الحر والعلاقة الإيجابية بين نسبة توزيعات الأرباح الحالية ونسبة توزيعات الأرباح للعام السابق تدعم فرضية تجانس توزيع الأرباح لتركيا.

6. دراسة (Thi Thai Ha Le et al 2019) بعنوان :

"DETERMINANTS OF DIVIDEND PAYOUT POLICY IN EMERGING MARKETS: EVIDENCE FROM THE ASEAN REGION"

هدفت هذه الدراسة البحث في محددات سياسة توزيع الأرباح من خلال تحليل سلوك 226 شركة غير مالية في ثلاثة أسواق ناشئة في منطقة آسيا خلال الفترة (2012 –2016)، باستخدام أسلوب نماذج البانل للتحقيق في آثار خصائص الشركات وعامل البلدان على قرار توزيعات الأرباح.

أشارت النتائج وجود علاقة طردية ذات دلالة معنوية للربحية على سياسة توزيع الأرباح، وأن فرصة النمو لها تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية على توزيعات الأرباح، في المقابل ذلك نجد عوامل حجم الشركة والتدفق النقدي الحر والرافعة المالية والسيولة لها تأثير على قرارات توزيع الأرباح، بالإضافة إلى ذلك أظهرت نتائج هذا التحليل أن الشركات في البلدان التي تتمتع بدرجة أعلى من الحماية للمستثمرين تميل إلى دفع المزيد من الأرباح.

9-<u>هيكل البحث:</u>

لمعالجة موضوع محددات سياسة توزيع الأرباح للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر نأخذ بعين الاعتبار عدة زوايا، ومن أجل تحليل الإشكالية

المحددة قمنا بتقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول مسبوقة بمقدمة عامة تتلوها خاتمة عامة على النحو التالي:

الفصل الأول: الإطار النظري والعملي لسياسة توزيع الأرباح.

تطرقنا في هذا الفصل إلى عرض الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح كمدخل للموضوع من خلال ثلاثة مباحث، يتضمن المبحث الأول مفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح. وفي المبحث الثاني قمنا بعرض طبيعة سياسة توزيع الأرباح. وفي المبحث الثالث تطرقنا إلى سياسة توزيع الأرباح في ظل فرضيات السوق الكفء.

الفصل الثاني: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

تم تخصيصه لمختلف العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح من خلال ثلاثة مباحث حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى نظريات توزيع الأرباح أما بخصوص المبحث الثاني فقد تطرقنا إلى العوامل الداخلية المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح، أما في المبحث الثالث والأخير فقد تطرقنا إلى العوامل الخارجية المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

الفصل الثالث: أما الفصل الثالث والأخير تم تخصيصه في دراسة نموذج قياسي الذيّ حاولنا من خلاله تحديد العوامل المؤثرة لسياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

الفصل الأول:

الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح

تمهيد:

تعتبر سياسة توزيع الارباح من المواضيع الحيوية في مجال التمويل, حيث تؤثر بشكل كبير على قرارات المستثمرين و أداء الشركات .حيث تعد هذه السياسة جزءًا اساسيا من استراتيجيات الشركات في تحقيق التوازن بين تلبية احتياجات المساهمين من خلال العوائد النقدية من جهة و تمويل المشاريع المستقبلية للنمو من جهة أخرى ,.

و قد تناول العديد من الباحثين و الممارسين في مجال التمويل موضوع سياسة توزيع الأرباح من خلال تطوير عدة نظريات تساعد الشركات في إتخاذ قرارات فعالة في هذا الصدد.

إجمالاً، يعد الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح من أهم المواضيع التي تستحق الدراسة المعمقة لفهم كيفية تأثير توزيع الأرباح على استراتيجيات الشركات المالية والمستثمرين على حد سواء.

لذلك سنحاول في هذا الفصل تسليط الضوء على سياسة توزيع الأرباح و هذا بتسليط الضوء على ثلاثة مباحث ,حيث خصص المبحث الأول لدراسة المفاهيم الأساسية حول سياسة توزيع الأرباح ,اما المبحث الثاني نتطرق إلى طبيعة سياسة توزيع الأرباح اما المبحث الثالث نتطرق إلى سياسة توزيع الأرباح في ظل فرضيات السوق الكفئ .

المبحث الأول:مفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح .

يعد قرار توزيع الأرباح أحد أهم القرارات التي يتخذها المسير المالي و يعطيها معنًا مهمًا للغاية .

تعتبر عملية ضبط المفاهيم بالغة الأهمية في مجال المحلل المالي ,فلهذا تم تخصيص المطلب الأول لإعطاء مفهوم سياسة توزيع الأرباح ,و على مستوى المطلب الثاني فقد يتم فيه عرض أشكال سياسة توزيع الأرباح ,اما المطلب الثالث خصص لمنهجية سياسة توزيع الأرباح.

المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباحِ

سياسة توزيع الأرباح هي مضمون لإتخاذ القرار بتوزيع الأرباح وأو إحتجازها لإعادة إستثمارها في المؤسسة.[1]

وهي من أهم السياسات التي تؤثر على السياسة التمويلية في الشركة إضافة إلى إنعكاس هذه السياسة على العلاقة مع المالكين و المساهمين و على قيمة السهم في السوق المالي,و تقوم سياسة توزيع الأرباح على مبدأ تحديد مقدار الأرباح التي تم إحتجازها و الأرباح المقرر توزيعها على المساهمين العاديين,و تأتي أهمية سياسة توزيع الأرباح من كونها تؤثر على حجم الإستثمارات التي تقوم بتنفيذها الشركة و التكلفة الحدية للأموال

1 زرقون محمد، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة –دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الاوراسي الجزائر–مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الثامن،2010ص85. [1]

و كذلك تؤثر على حجم الشركة و إرتباط المساهمين حملة الأسهم العادية بها من خلال التأثير على سعر السهم في السوق المالي و عائده أيضا,وتعددت وجهات النظر بصدد سياسات توزيع الأرباح فقسم من النظريات ترى بأن عملية توزيع الأرباح أمر لا بد منه للشركات لأنها تؤثر على القيمة السوقية للسهم و تعظيم ثروة الشركة و مالكيها ,و يرى البعض الآخر بأن القيمة السوقية للسهم ليس لها علاقة بعملية التوزيع او انها تتأثر بأهمية نسبية قليلة.

و على العموم فإن الفئات التي تتأثر و تؤثر في عملية توزيع الأرباح هم:

-**الفئة الأولى:**الإدارة العليا التي تهدف من سياسة توزيع الأرباح إلى احتجاز اكبر كمية من صافي الأرباح المحققة بهدف إعتمادها كمصدر تمويل سهل و تحت اليد للإستثمارات مستقبلا.

-**الفئة الثانية:**المساهمين مالكي الأسهم و نستطيع تقسيمهم إلى قسمين:

1-صغار المساهمين الراغبين في الحصول على أكبر كمية من الأرباح الموزعة لأنها تشكل عوائد(دخل جاري)يستخدم في معيشتهم.

2-كبار المساهمين و هم فئة أصحاب الأموال الكبيرة و هؤلاء نظرون إلى توزيع الأرباح بمنظورين:

-إذا كان معدل العائد على الإستثمار في الشركة أكبر من معدل العائد على الإستثمار بالسوق فإنهم بهذه الحالة يفضلون إحتجاز الأرباح.

-في حالة كون معدل العائد على الإستثمار بالشركة أصغر من معدل العائد على الإستثمار بالسوق فإنها تفضل توزيع الأرباح.

و هذا يبين لنا مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على إنتقال الأموال

[2] وجذب المستثمرين و المساهمين من خلال بيع و شراء الأسهم.

و من خلال ما سبق يمكننا تعريف سياسة توزيع الأرباح كالتالي:

تعريف سياسة توزيع الأرباح:

تعرف سياسة توزيع الأرباح بأنها الطريقة التي بموجبها يتم تقسيم الأرباح الصافية بعد الضرائب إلى فائض قابل للتوزيع على المساهمين, و فائض يحتجز و يعاد استثماره في الشركة مستقبلا[3].

المطلب الثاني: أشكال سياسة توزيع الأرباح.

خلال عملية توزيع الأرباح على المؤسسة أن تأخذ بعين الإعتبار جانبين,الأول توفير أموال كافية لدفع توزيع الأرباح و الثاني تعظيم ثروة المساهمين في الشركة,وهناك العديد من الطرق لتوزيع الأرباح في

2-دريد كامل آل شبيب,كتاب إدارة مالية الشركات المتقدمة،2016، ص ص159،160[2]

[3]-محمد قيس عادل القنبري، سياسة توزيع الأرباح، ورقة بحثية قدمت في الفصل الدراسي خريف 2017 ضمن متطلبات مادة الإدارة المالية بالأكاديمية الليبية للدراسات العليا/طرابلس.

المؤسسة,ومن خلال دراستنا وجدنا ان هناك ثلاثة أنماط رئيسية لتوزيع الأرباح هي:التوزيعات النقدية,التوزيعات في شكل اسهم ,التوزيعات العينية.و سوف نتطرق إليها فيما يلي:

1-التوزيعات النقدية:

ينقسم هذا النوع من التوزيعات إلى ثلاثة سياسات:

1.1 سياسة نسبة توزيعات الأرباح ثابتة:

تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح نقدية للمساهمين في الشركة كنسبة من الأرباح بعملة البلد الذي تعمل به الشركة.

2.1 سياسة توزيع الأرباح منتظمة:

هذه السياسة مبنية على دفع توزيعات الأرباح بالدينار في كل فترة زمنية.

3.1 سياسة توزيع أرباح منخفضة و متزايدة:

تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح ثابتة و لكن بمبالغ منخفضة,و تقوم الشركة بزيادة هذه التوزيعات حين تحقق أرباح أعلى من أرباحها العادية في فترة زمنية معينة.

2-التوزيعات في شكل أسهم:

وينقسم هذا النوع بدوره إلى:

يقصد بها إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية، ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يمتلكه من أسهم الشركة.[4]

تلجأ العديد من المؤسسات إلى توزيع أسهم جديدة على المساهمين بدلا من دفع توزيعات نقدية, فهذا الإجراء يتطلب ان تمتلك المؤسسة احتياطات و أرباح محتجزة بشكل كبير,و ترغب في احتجاز المزيد من الأرباح على شكل احتياطات في المستقبل ,كأن يكون لها فرص استثمارية واعدة,و من بين الأثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم, لذا تلجأ إليها المؤسسة عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة, و يخشى معها تناقص عدد من المستثمرين الراغبين في شراء اسهمها.

وكذلك فإن هذا النوع من التوزيع يتميز بعدم خضوعه للضريبة ,و ان هذه العملية تقوم بتعديل ملكية المساهمين بحيث يكون لكل مساهم نسبة أكبر من السابق, و بدون إحداث أي تغيير على ثروة المساهم.

2.2 إشتقاق الأسهم:

يعتبر إشتقاق الأسهم بديلا آخر لتوزيع الأرباح النقدية,فعند قيام المؤسسة بهذا الإجراء ينتج عن كل سهم أسهم إضافية,الأمر الذي يؤدي إلى زيادة عدد اسهم المؤسسة من خلال تخفيض القيمة الإسمية للسهم,ويتم

[4]–منير إبراهيم هندي الإدارة المالية–مدخل تحليلي معاصر–، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر،2003،ص722.

إستخدام هذا البديل عادة لإعطاء الأسهم مرونة في التداول و لخلق زيادة في الطلب على الأسهم,و ذلك من خلال زيادة عدد الأسهم في رأسمال المؤسسة من خلال تلك العملية يؤدي إلى تخفيض توزيعات السهم الواحد عند ثبات مبلغ التوزيعات ,او إلى ثبات توزيعات السهم الواحد من زيادة مبلغ التوزيعات الإجمالية.

وتجدر الإشارة إلى ان هناك تشابه بين إشتقاق الأسهم و بين توزيعات الأسهم من الناحية المالية,و لكن من وجهة نظر المحاسبة هناك إختلاف,حيث ان المبادئ المحاسبية تعالج توزيع الأسهم بنسبة خمسة و عشرون بالمئة من الحصص على أنها تجزئة للسهم في حين أن هناك توزيعات أقل يمكن تصنيفها على أنها توزيع أرباح على شكل أسهم.

3.2 معكوس الإشتقاق:

تتلخص فكرة معكوس الإشتقاق في قيام المؤسسة بعملية تخفيض عدد أسهمها ,و هو كما يظهر من إسمه ينطلق من نفس مبدأ إشتقاق الأسهم لكن بطريقة عكسية الأمر الذي يؤدي إلى رفع القيمة الإسمية للسهم,و بالتالي لا يحدث أي تغيير على مستوى الهيكل المالي للمؤسسة عدا عدد الأسهم الذي ينخفض,لذلك تعتبر طريقة الإشتقاق العكسي سياسة لمنع إنخفاض سعر السهم إلى مستويات متدنية.

4.2 إعادة شراء الأسهم:قد تلجأ الشركة في في بعض الظروف إلى إعادة شراء أسهمها التي أصدرتها ومثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية.[5]

تعتبر هذه الطريقة من الطرق البديلة لتوزيع الأرباح حيث يقصد بعملية إعادة شراء المؤسسة لأسهمها هو ان تقوم باستعمال فائض النقد لديها في شراء أسهمها المتداولة, ومثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية ,و هي عبارة عن أسهم سبق إصدارها ثم أعيد شراؤها بإحدى الطريقتين, فقد يشتري من السوق المفتوحة ,و هذا بعد الإعلان عن ذلك كأي مستثمر آخر ,و قد يتم الشراء من خلال ما يسمى بعروض المناقصات, لعدد من الأسهم و بسعر محدد, و يكون هذا السعر في الأغلب أكبر من السعر السائد في السوق خلال فترة محددة, كما توجد طريقة أخرى و التي تسمى بإعادة شراء الأسهم المستهدفة و التي من خلالها تدخل إدارة المؤسسة في عملية التفاوض مع حاملي النسبة الكبيرة لأسهم المؤسسة لشراء حصصهم من خلال تحفيزهم بعرض مميز, و في العادة تقوم المؤسسة بهذا الإجراء لمواجهة سيطرة بعض المستثمرين على المؤسسة, أو إذا كان سعر السهم السوقي أقل من قيمته الحقيقية.

3.التوزيعات العينية للأرباح:

[5]–فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثانية2009، ص320.

تسمى أيضا بالتوزيعات النوعية بحيث تقوم إدارة المؤسسة بإجراء توزيعات بضاعة أو عقار أو استثمار ,وهذا عوضا عن التوزيعات النقدية, بحيث تلجأ المؤسسات إلى هذا النوع من التوزيعات في حالة العسر المالي و عدم توفر السيولة اللازمة ,ولكن هذا النوع من التوزيعات غير مرغوب فيه لدى المساهمين بحيث ان التوزيع النقدي هو الذي يتيح قدرًا أكبر من الحرية للمساهمين في إشباع رغباتهم[6].

المطلب الثالث : خصائص سياسة توزيع الأرباح.

تتصف سياسة توزيع الأرباح بمجموعة من الخصائص و التي تظهر في معظم المؤسسات و منها:

-**التوزيعات لها نفس ميل الأرباح:** يتم صرف التوزيعات إعتمادا على الأرباح المحققة من قبل المؤسسة,لذا هناك علاقة تربط بين هذين المتغيرين وقد قام جون لنتر بدراسة الطريقة التي تحدد من خلالها المؤسسة مبلغ التوزيعات الذي يتم تحويله للمساهمين,إذ توصل إلى أن المؤسسة تحدد نسبة مستهدفة من التوزيعات بالإعتماد على مستوى الأرباح المحققة ,و التي قد تشهد تغيرات في قيمتها بفعل التغيرفي تطور مستوى الأرباح,أما فاما وبابياك فقد لاحظ تأخربين الأرباح و التوزيعات مع تقلص في التغيرات

[6]- حلوي لكحل ,قرار توزيع الأرباح و أثاره على قيمة المؤسسة دراسة حالة مؤسسة صيدال 1999-2016,مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية لسنة 2017-2018,ص ص 6،9.

على مستوى التوزيعات مقارنة بالأرباح عبر عدة مراحل,وكان ذلك إثبات لما توصل إليه لتنر ,ان التغيرات على مستوى التوزيعات إنما تكون محصلة للتطورات الحاصلة في الأرباح.

-**التوزيعات مستقرة:** غالبا المؤسسات لا تحبب فكرة إجراء تعديلات على قيمة التوزيعات,ويعود هذا الخوف من تعديل قيمة التوزيعات إلى مجموعة من العوامل,منها تخوف المؤسسة من عدم قدرتها على تغطية توزيعات أعلى في الفترات المستقبلية,و العمل على تجنب رد فعل نتيجة الإعلان عن تخفيض التوزيعات.

- **التوزيعات تتبع دورة حياة المؤسسة:** عموما تتبع سياسة التوزيعات موقع المؤسسة من دورة حياتها وما تفرضه من متطلبات إستثمارية .

- **تتميز التوزيعات بتطور أكثر سلاسة من الأرباح المحققة من قبل المؤسسة:** وهذا نظرًا لعمل المؤسسات على الرفع من توزيعاتها و الحفاظ دائما مستواها,وقد أظهرت العديد من الأبحاث أن التوزيعات أقل تغيرًا من الأرباح من قبل المؤسسة,كونها تتحكم في التوزيعات على عكس الأرباح.

-**إختلاف سياسة التوزيعات عبر الدول:** تختلف سياسة توزيع الأرباح من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك إلى عدة عوامل, كالاختلاف في مستويات النمو بالنسبة للمؤسسات,إضافة إلى الاختلاف في مستويات

الضرائب المفروضة على التوزيعات و الأرباح الرأسمالية عبر الدول و إختلاف الحوكمة المؤسسية بين الدول.[7]

المبحث الثاني: طبيعة سياسة توزيع الأرباح.

يعد قرار توزيع الأرباح من أهم القضايا في السياسات الإستثمارية و التمويلية التي تؤثر على قيمة الشركة ,بسبب عدم إتفاق الباحثين و الممارسين أيهما أفضل ,توزيع الأرباح على المساهمين ام إحتجازها و إستخدامها كمصدر لتمويل أنشطة التوسع و المساهمة في النمو,كما أن هناك وجهات نظر مختلفة من قبل المستثمرين حول الأرباح الموزعة ومكاسب رأس المال في المستقبل ,فتوزيع الشركة للجزء الأكبر من الأرباح يعني إحتجاز نسبة أقل من الأرباح,مما يترتب عليه إنخفاض فرص النمو,ومن هنا يأتي إهتمام الوظيفة المالية بدراسة عملية تخصيص الأرباح التي تحققها الشركة بين التوزيعات و الأرباح المحتجزة,لتحديد سياسة التوزيع التي تؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية لثروة الملاك.

المطلب الأول:وضعية المساهمين إزاء سياسة توزيع الأرباح.

تستمد تغير سياسة توزيع الأرباح أهميتها من خلال الفرص الإستثمارية المتاحة أمام الشركة ,و الكيفية التي تعد بها الهياكل التمويلية,بغرض تعظيم ثروة الملاك,بالإضافة إلى إنعكاس تفضيلات

[7]- Aswath damodarna ,pratique de la finance d'entreprise,op-cit,pp:454-459

المستثمرين و حملة الأسهم الحاليين و المستقبليين تجاه التوزيع الحالي أو الأرباح المستقبلية المتوقعة.

أولا:دور المسيرين في إنشاء الثروة للمساهمين:

أظهرت النظريات المالية بأن المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة المساهمين و يتبين ذلك من خلال:

- **سياسة الاستثمار:** بعد قيام المدير المالي بإعداد الخطط المالية و الحصول على الأموال من مصدرها،عليه أن يتأكد من أن هذه الأموال تستخدم بحكمة وتستخدم إستخداما إقتصاديا داخل المنشآت[8]. الإستثمار في المشاريع التي تكون فيها نسبة المردودية أعلى من تكلفة الموارد المستعملة.
- **سياسة التمويل: تخفيض** تكلفة الموارد (تكلفة رأس المال، تكلفة الاقتراض، هيكل التمويل).

إن قراري الاستثمار والتمويل يحددان مع التدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع المساهم أن يحصل عليها من الاستثمار في الأسهم العادية للشركة، وخطر هذه التدفقات النقدية. وبخصم التدفقات النقدية المتوقعة للسهم العادي بمعدل رسملة الملكية في السوق (العائد على الاستثمار المطلوب من قبل مجموعة المستثمرين في السوق المالي للاستثمار في أسهم

[8] – محمد شاهين، كتاب سياسات التمويل وأثره على أداء الشركات،2017، ص34.

الشركة)يتحدد سعر السهم في السوق .ويجب على مجلس الإدارة أن يأخذ بنظر العناية أن القرارات المتعلقة بالإستثمار و التمويل و توزيعات الأرباح تكون في وقت واحد,على إعتبار أن مقسوم الأرباح هو الحلقة الفاصلة بين قيمة الأرباح المتحققة محل التوزيع و النمو المستقبلي الناتج عن إحتجاز الأرباح,فمجلس إدارة الشركة,ووفقا للإستراتيجية المالية المسطرة,يكون له الخيار بين الاحتفاظ بالأرباح و ضخها في الدورة الاستثمارية, وبين توزيعها على المساهمين في شكل نقدية حاضرة.

ثانيا:دور الأرباح الموزعة في نظرية الوكالة:

نشأة نظرية الوكالة نتيجة الفصل بين ملكية الشركة و تسييرها فمن المعروف انه بزيادة حجم الشركات و اتساع نطاقها انفصلت الملكية عن التسيير ومن ثم ظهر ما يسمى بطبقة المسيرين،ومن هنا ظهرت نظرية الوكالة. [9]

يبين نموذج الوكالة لتوزيع الأرباح أنه عندما يمتلك المساهمون حقوق أكبر فإنهم يستطيعون إستخدام 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 من الأسواق الناشئة

[9] بريش عبد القادر،أبدروني عيسى ،سياسة توزيع الارباح كآلية لحوكمة الشركات،مجلة البحوث في العلوم المالية و المحاسبية العدد20/2016ص145.

ذات الحماية الأضعف للمستثمر,وبالتالي يجب أن تتم سياسة توزيع الأرباح في ضوء أهداف الشركة وبما يسهم في تعظيم ثروة المساهمين.

هذا وقد إنتقلت مشكلة الوكالة من بين الممساهمين و المسيرين إلى بين المساهمين في حد ذاتهم,هناك بعض الشركات تكون نسبة الملكية فيها تميل لجهة معينة من المساهمين(أصحاب الأغلبية)وهذا المركز يتيح له العديد من المزايا و إمكانية 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 المصالح بين المساهمين فتضاعف مشكل صراع الوكالة ,مخلفة سوء الحوكمة في الشركة.

وفقا للإطار العام لنظرية الوكالة,فإن هناك صلة مباشرة بين جودة الحاكمية المؤسسية و سياسة توزيع الأرباح,إذ تحقق الحاكمية المؤسسية التوازن بين مصالح حملة الأسهم و المديرين ,ومن ثم تحد من مشكلات الوكالة,وعليه,فإن الشركات ذات الحاكمية المؤسسية الجيدة لا بد من أن يقل فيها تضارب المصالح بين حملة الأسهم و المديرين,وكنتيجة نهائية فإن الحاكمية المؤسسية لا بد أن يكون لها دور في سياسة توزيع الأرباح .حيث أن العديد من الدراسات بحثت في فرضيتين مفسرتين للعلاقة بين الحاكمية المؤسسية و سياسة توزيع الأرباح,الأولى تنادي بوجود علاقة

طردية بين جودة الحاكمية المؤسسية و توزيعات الأرباح ,والثانية تؤكد وجود علاقة عكسية بينهما.

1-فرضية التوزيعات كنتيجة لجودة حاكمية الشركة:

تستند الفرضية الأولى إلى فرضية التدفق النقدي الحرويطلق عليه "الفرضية النتيجة".ووفقا لهذه الفرضية ,فإن المديرين في الشركات ذات الحاكمية المؤسسية المنخفضة يميلون إلى الإحتفاظ بالنقدية من غير توزيعها من أجل إستغلالها في تحقيق مصالحهم الشخصية من خلال توزيعها كعلاوات أو الدخول بصفقات تعود بالنفع الشخصي عليه من غير إعتبار مصالح حملة الأسهم.في المقابل,فإن الشركات التي تتمتع بحاكمية مؤسسة جيدة لا يستطيع مديروها إستغلال التدفقات النقدية الحرة في تحقيق مصالحهم الشخصية,وإنما يتم توزيعها على حملة الأسهم.أي بمعنى آخر ,إن ثمة علاقة طردية بين جودة الحاكمية المؤسسية و توزيعات الأرباح.

2- فرضية التوزيعات كبديل عن جودة حاكمية الشركة:

يطلق على هذه الفرضية بفرضية البديل وهي تقوم على أن سياسة توزيع الأرباح هي واحدة من آليات النزاع بين حملة الأسهم و المديرين,وحسب وجهة نظر مؤيدي هذه الفرضية,فإن سياسة توزيع الأرباح ونخفيض تكلفة الوكالة تستندان بشكل كبير على تقييدات أعمال الإدارة,ففي وضع تنعدم فيه الرقابة الفعالة على أعمال الإدارة سوف يعمل المديرون على إستغلال النقدية في إستثمارات غير كفؤة,أو إستخدامها

كتوزيعات أرباح,بينما في الشركات ذات الحاكمية المؤسسية المرتفعة تزداد فيها رقابة تصرفات الإدارة ومن ثم تستخدم التدفقات النقدية في مشروعات ذات كفاءة مما يقلل من فرص توزيعها على المساهمين,أو بعبارة أخرى,فإن ثمة علاقة عكسية بين جودة الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح.

المطلب الثاني: سياسة توزيع الأرباح كقرار إستثماري.

القرار الإستثماري هو عملية تحديد مقدار رأس المال المطلوب لإنتاج المستوى المطلوب من الناتج،مع مراعاة الربحية المثلى و تكلفة الإستثمار[10].

تسعى الشركات إلى تحقيق الأرباح وتعظيم ثروة حاملي الأسهم من خلال إدارة نشاطها بنجاح,وإذا تمكنت من تحقيق الأرباح وكان هناك فرص للإستثمار فإن الشركة تصبح أمام خيار الإحتفاظ بالأرباح و إعادة إستثمارها,أو خيار التضحية بالفرص الإستثمارية من أجل توزيع الأرباح,لذا يمكن القول إن قرار توزيع الأرباح يشكل معضلة للمدراء,من منطلق تأثيره المتبادل و المباشر على كل من القرارات الإستثمارية والتمويلية,والتي تؤثر بالتبعية على قيمة الشركة وثروة الملاك.

أولا : العلاقة بين الفرص الإستثمارية وسياسة توزيع الأرباح.

[10] https://www.sciencedirect.com/topics/social-sciences/investment-decision.

تعتبر التوزيعات صورة عكسية للأرباح المحتجزة,ومن ثم فإن سياسة التوزيعات ماهي إلا المفاضلة بين توزيع الأرباح و إحتجازها بغرض إعادة إستثمارها.تقضي نظرية الفائض بأن حجم التوزيعات هو نتاج للفرص الإستثمارية المتاحة ,والموارد المالية التي يمكن إستخدامها في تمويل تلك الفرص,فالشركة تحدد أولا حجم الموازنة الرأسمالية,يلي ذلك تحديد نسبة التمويل من الأرباح المحققة خلال العام,وما يتبقى بعد ذلك من الأرباح يوزع على حملة الأسهم.هذا يعني أن حجم الإستثمار هو دالة للأرباح الموزعة,وهو ما يترتب عليه عدم إستقرار نصيب السهم من التوزيعات .فمع بقاءالعوامل الأخرى على حالها,ينخفض حجم التوزيعات مع زيادة في حجم الإستثمارات المتاحة.

إن إدارة الشركة تأخذ بعين العناية الدخل المستقبلي المتوقع والدخل الحالي عند وضع الأهداف على المدى الطويل.

ثانيا: الدراسات التطبيقية لأثر سياسة توزيع الأرباح على القرار الإستثماري.

أجريت العديد من الدراسات لغرض التعرف على تأثير سياسة توزيع الأرباح على القرار الإستثماري.من أولى هذه الدراسات هي دراسة بعنوان:سياسة توزيع الأرباح,التدفقات النقدية والإستثمار في اليابان.وهدفت إلى بحث أثر توزيعات الأرباح و التدفقات النقدية في القرار الإستثماري,وإستنتجت الدراسة إلى أن التغيير في توزيعات الأرباح يؤثر

إيجاباً في القرار الإستثماري.وان الشركات اليابانية لا تستخدم سياسة توزيع الأرباح للسيطرة على مشكلة الاستثمار المفرط.

في نفس السياق توصلت دراسة بعنوان"مجموعة فرص إستثمارية وسياسة توزيع الأرباح في ماليزيا".وهدفت إلى بحث العلاقة بين الفرص الإستثمارية وسياسة توزيع الأرباح,هذا وكشفت نتائج الدراسة بعنوان:"سياسة توزيع الأرباح,مجموعة فرص الإستثمار و تمويل الشركات في قطاع المنتجات الصناعية بماليزيا"إلى وجود علاقة إيجابية وهامة بين الفرص الإستثمارية وتوزيعات الأرباح.

المطلب الثالث: سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي.

تعتبر قرارات التمويل من أهم وأعقد القرارات في الشركة التي تمارسها الإدارة المالية,تلك القرارات متعلقة بتحديد وصياغة الهلكل التمويلي الأمثل للمؤسسة كونها الركيزة الأساسية التي تؤدي إلى تعظيم ثروة الملاك من خلال تحقيق الحد الأدنى لتكلفة التمويل والناتجة عن المزيج الأمثل لمصادر التمويل.

أولا: التمويل الذاتي وقرار توزيع الأرباح.

يقصد بالتمويل الذاتي مجموعة الوسائل التمويلية التي أنشأتها المؤسسة بفعل نشاطها العادي أو الإستغلالي والتي تبقى تحت تصرفها بصورة دائمة أو لمدة طويلة،وعليه فالتمويل الذاتي هو نمط من التمويل يستخدم تراكم المدخرات المتأتية من الأرباح التي حققها المشروع للوفاء

بقصد بالتمويل الذاتي مجموعة الوسائل التمويلية التي أنشأتها المؤسسة بفعل نشاطها العادي أو الإستغلالي والتي تبقى تحت تصرفها بصورة دائمة أو لمدة طويلة،وعليه فالتمويل الذاتي هو نمط من التمويل يستخدم تراكم المدخرات المتأتية من الأرباح التي حققها المشروع للوفاء بلتزاماته المالية.[11]

يعتبر التمويل الذاتي المحور الأساسي للتمويل خصوصا في مرحلة النمو,حيث يساهم بشكل مباشر في التقليل من المصادر الخارجية للتمويل,وبالمقابل يلعب دور الطعم لجذب وتحفيز وسائل التمويل الخارجية عند اللجوءإلى الإستدانة و/أو فتح رأس المال للمساهمة.ويقصد به الأموال المتولدة من العمليات الجارية للمؤسسة أو من مصادر عرضية دون اللجوء لمصادر خارجية،وهو ما يمكن للمؤسسة من تغطية الإحتياجات اللازمة لسداد الديون و تنفيذ الإستثمارات و زيادة رأس المال.وهو مصدر من مصادر الملكية،تستخدم الشركة الإقتصادية في تمويل إحتياجاتها،ويعتبر مؤشرا على صحتها المالية،فدورة الإستغلال في الشركة ينتج عنها أرباح كافية لضمان إستمرارية الشركة،فالجزء غير الموزع من هذه الأرباح يضاف إلى الرأس مال الموجود في الشركة .

وفقا لنظرية نظام تسلسل إختيار مصادر التمويل.تفترض بأن مدراء الشركة يمتلكون معلومات خاصة لا يمتلكها المستثمرون الآخرون في

[11]–محمد الفاتح محمود بشير المغربي، كتاب التمويل و الاستثمار في الإسلام،2018، ص28.

الشركة فضلا,عن أن الشركات تفضل تمويل إستثماراتها بأقل التكاليف الممكنة (الأرباح المحتجزة)أو التمويل الداخلي وتلجأ إلى التمويل بالدين بوصفه خيارا أخير كمصدر للتمويل.

تلجأ إدارة الشركة في بعض الحالات إلى تخفيض نسبة الأرباح الموزعة بشكل يمكنها من إحتجاز النسبة الأعلى من الأرباح لإعادة إستثمارها مرة أخرى في الشركة ،أي بعبارة أخرى أن اي زيادة في الأرباح الموزعة سوف تكون على حساب الأرباح المحتجزة المعدة للإستثمار ولذلك تقرر الشركات في معظم الحالات الإحتفاظ بالأرباح بدلا من توزيعها لإعادة إستثمارها على أنها تمويل داخلي،وتفضل ذلك بدلا من القبام باللجوء إلى وسائل التمويل الخارجية (التمويل بالدين)وإستنادا إلى هذه النظرية فإن هناك علاقة طردية موجبة بين التوزيعات النقدية وبين كل من الأرباح المحققة و نسب الدين،حيث كلما زادت نسبة التوزيع النقدي كلما قلت مصادر التمويل الداخلي مما يدفع الشركة إلى البحث عن مصادر التمويل الخارجية بدأ بالديون حسب نظرية التمويل السلمي (الرتبي).

عند الحديث عن الأرباح غير الموزعة كمصدر من مصادر التمويل الداخلي تأتي هنا مشكلة توزيع هاته الأرباح،لأن المساهمين يفضلون في كثير من الأحيان الحصول على عائدات أسهمهم التي إكتتبوها،ولذلك فإن هناك ضرورة لتوزيع نسبة معينة من الأرباح على المساهمين العاديين لكي لا يفكرو بنقل ملكيتهم إلى مؤسسة أخرى وهذا ما

يساعد على المحافظة على قيمة الأسهم الإسمية و زيادتها لأن التوزيع يشجع المستثمرين الجدد على الإكتتاب في الشركة وإعادة توظيف الجزء المتبقي،ومن مزايا الأرباح المحجوزة ما يلي :زيادة ربحية رأس المال الخاص وزيادة العائد السهمي،زيادة قدرة الشركة على الحصول على قروض جديدة،تكلفة الأرباح المحتجزة تعد أقل من مصادر التمويل الأخرى ،الإعتماد على التمويل الذاتي يعطي الشركة درجة من الإستقلالية المالية.إن علاقة الشركة بحاملي رؤوس المال تتحدد بمدى ضمان إيراد منتظم و دائم للمساهمين،وتتجه سياسة مكافئة رأس المال نحو دعم الهيكل المالي، وذلك بزيادة الأموال الخاصة بواسطة الأرباح غير الموزعة.

الاحتفاظ بالأرباح لزيادة التمويل الذاتي يتخذ عدة صور:

-الإحتفاظ بالأرباح حسب مستوى الإحتياجات المالية ،وبالتالي فمكافئة رأس المال هي رصيد متبقي بعد تغطية الأرباح لمستوى الإحتياجات المالية المستقبلية.

-مكافئة رأس المال تمثل قيد مالي ،وبالتالي يتحدد حجم التمويل الذاتي حسب النتيجة الصافية المحققة.

في حالة النمو المنتظم لمكافئة رأس المال،يتحدد الأخير بهامش أمان في حالة نتائج أقل من التقديرات.

ومن خلال صور مكافئة رأس المال،تتحدد سياسة توزيع الأرباح بتحديد المتغيرين التاليين:

-إعداد تقديرات للنتائج واحتياجات التمويل الذاتي المستقبلي.

- تحديد الأولويات والتوفيق بين توزيع الأرباح للمساهمين والتمويل الذاتي،مع ضمان الحد الأدنى لمداخيل المساهمين،وهذا يتطلب تحديد معدل توزيع أرباح يتغير حسب إحتياجات النمو.

ثانيا: مصادر التمويل الخارجي و قرار توزيع الأرباح.

مصادر التمويل الخارجي هي الأموال و الأصول التي تحصل عليها المنشأة من مصادر خارجية وتستخدمها في استثمارات جديدة أو دعم مشاريعها الحالية.[12]

التمويل الخارجي يعني تمويل الإستثمارات الجديدة في الشركة بالإعتماد على الأموال التي يتم الحصول عليها من المصادر الخارجية ،وتحصل الشركة على تلك الأموال بشروط وإجراءات يحدده سوق المال وعائد الفرصة البديلة وبالتالي تحتاج عمليات التمويل الخارجية إلى وقت أطول من التمويل الداخلي وذلك من دراسة الوضع المالي والشروط والتكلفة والعائد المتوقع جراء ذلك تتمثل في:

1-الزيادة في رأس المال:

يمكن الزيادة في رأس المال دفعة واحدة أو في عدة دفعات،إما بإصدار أسهم جديدة أو برفع القيمة الإسمية للسهم الموجودة.[13]

[12] Meemapps.com/term/external-funding-sources.

[13]-القانون المتعلق بشركات المساهمة، القسم السابع، تغيير رأسمال الشركة، الباب الأول الزيادة في رأس المال،المادة182.

يتمثل فتح رأس المال للمساهمة مصادر تمويل خارجي تلجأ إليه الشركة عند إستحالة تغطية الإحتياجات المالية عن طريق الموارد الداخلية كالتمويل الذاتي،وهو عملية مالية تؤدي إلى زيادة مستوى رأس المال بواسطة الشراكة الخارجية.

2-الإستدانة:

الإستدانة الخارجية بالرغم من إرتفاع مستوى القدرة على التمويل الذاتي،ويتوقف حجم الإستدانة تبعا لمعدل نمو النشاط تحت قياد تكلفة الإقتراض و هدف الإستقلالية المالية.

قد تلجأ الشركة في بعض الحالات إلى الإعتماد على مصدر تمويل خارجي في توزيعات الأرباح،وذلك لتجنب مشكلة إستثمارية ناجمة عن إستخدام النقدية المترتبة عن عمليات التشغيل الداخلية،وفي مثل هذا الموقف قد يعكس قرار توزيع الأرباح بإستخدام الأموال الخارجية(القروض أو الأسهم الجديدة)مشكلة تمويلية،خاصة إذا ماكان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في الشركة،وهذا يعني بالدرجة الأولى أن الإتجاه نحو إستخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح،إذ لا بد وأن يتم تخطيط في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل،أي بما لا يخل بهدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى أقصى حد ممكن.

ثالثا: قرار التحكيم بين سياسة الإستثمار والتمويل وسياسة توزيع الأرباح.

العلاقة بين سياسة الإستثمار والتمويل بالأسهم من جهة وسياسة أرباح الأسهم من جهة أخرى ترتبط بمقدار توزيعات الأرباح على حملة الأسهم،فكلما إرتفعت التوزيعات(سياسة تمويل المساهمين)مع عجز بعض أسواق رأس المال منح كل ما تحتاجه الشركة من أجل تمويل المشاريع المنتجة للقيمة،في هذه الحالة رأس المال المتبقي غير كاف من أجل تمويل نمو وتوسع حجم الشركة وبالتالي ينخفض التمويل الذاتي للمؤسسة والحل هو اللجوء للإقتراض أو فتح جزء من رأس المال.وفي حالة خفض التوزيعات(سياسة أرباح الأسهم نتيجة لسياسة الإستثمار)يرتفع التمويل الذاتي للتشجيع على الإستثمار في المشاريع التي تضمن تطوير الشركة.

مما يبق يمكن صياغة العلاقة التداخلية بين القرارات المالية كما يلي:

مقسوم الأرباح= النقدية الذاتية المتاحة الداخلية والخارجية –

متطلبات الإستثمار

(قرار توزيع الأرباح) (قرار التمويل) (قرار الإستثمار)

هذه العلاقة توضح لنا أن عملية توزيع الأرباح في الشركة، ماهي إلا محصلة للفرق بين ماهو متاح لهذه الشركة من نقدية (داخلية أم خارجية) وبين ما تحتاجه الشركة من أموال لعمليات الإستثمار، وذلك مع ملاحظة أنه إذا ما كانت النقدية الداخلية كافية لتغطية مطالب الإستثمار أو تزيد

عنها، فلا حاجة أساسا للحصول على الأموال الخارجية كاتجاه لتمويل عملية توزيع الأرباح[14].

[14]- حسام كفايفي، محددات سياسة توزيع الأرباح في الشركات الإقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية تخصص: مالية المؤسسة لسنة2021 /2022 ص ص 24،25.

المبحث الثالث: سياسة توزيع الأرباح في ظل فرضيات السوق الكفء.

يعد الإختلاف في وجهات الظر حول توزيعات الأرباح جوهر التيارات الفكرية، إذ تنصب في مضامينها الفلسفية على معرفة العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم العادية في الأسواق المالية، حيث هناك العديد من وجهات النظر والنظريات في هذا الجانب، وهذا ما سنحاول إبرازه في هذا المبحث.

المطلب الأول:سياسة التوزيع في ظل عدم التأكد التام .

حالة التأكد هي عندما يكون متخذ القرار له العلم بالظروف المستقبلية وذلك بمعرفة كافة البيانات والمعلومات المتعلقة بالمستقبل معرفة دقيقة ولا يوجد أي توقع للأحداث مهما كانت. هناك نظريتان تبنتا هذه السياسة وهما:

اولا:نظرية مودكلياني وميلر في عدم ملائمة التوزيعات.

لقد أكد مودكلياني و ميلر في نظريته عن إستقلال القيمة السوقية للشركة وسعر السهم في السوق عن قرار توزيع الأرباح على حملة الأسهم وأن قيمة الشركة تعتمد على قرارات الإستثمار و القدرة الإيرادية للشركة ومدى إستغلال موارد الشركة في تحقيق الأرباح ووفقا لمخاطر الأعمال فيها،وقد إستندت هذه النظرية على عدد من الفروض الأساسية أهمها ان الشركات يتم تداول أسهمها في السوق المالي وعدم وجود تكاليف نتيجة

التعامل وتعمل في سوق رأس المال التام وبظروف منافسة كاملة وعدم وجود ضرائب مما يعني عدم وجود إختلاف في الضرائب على توزيع الأرباح وهناك ثبات في معدل العائد المطلوب لأن الشركة تعمل في ظروف التأكد التام وجميع المستثمرين قادرين على التنبؤ بالأسعار المستقبلية للسهم وأن سياسة تخطيط الإنفاق الرأسمالي مستقلة عن التوزيعات.[15]

لقد إعتمد مودكلياني وميلر على النموذج التالي في إثبات نظريتهم والذي يتحدد بالإختبارات العملية.

افترض النموذج بأن هيكل التمويل في الشركات يتكون فقط من حقوق الملكية ولذلك فإن القيمة السوقية للسهم الآن أو في بداية الإستثمار تساوي القيمة الحالية لتوزيع الأرباح المدفوعة نهاية الفترة يضاف إليها قيمة السهم الجديدة نهاية الفترة،ونظرا لإعتماد التمويل على حقوق الملكية أي عدم وجود تمويل خارجي فإن قيمة السهم أو الشركة تساوي عدد الأسهم مضروبة بسعر السهم الآن و نظرا لتغطية التوزيعات بإصدار أسهم جديدة أي تمويل الإستثمارات الجديدة المتاحة فإن قيمة السهم أو الشركة الجديدة تساوي التغير في عدد الأسهم مضروبا في قيمة الأسهم الجديدة أو في نهاية الفترة،وعندما تحتاج الشركة إلى تمويل إستثماراتها الجديدة فتقوم ببيع

[15]منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث، مصر(الإسكندرية)،1996، ص 161.

أسهم عادية جديدة وليس من إحتياطي الأرباح المحتجزة و بذلك فإن النموذج يكون كما يلي:

$P_0=p_{1+}div_1/\ 1+k_e$

حيث أن :

هي السعر السوقي السائد

P_0 للسهم.

Div_1 هي توزيعات الأرباح في نهاية الفترة.

P_1 هي سعر السهم السوقي في نهاية الفترة.

K_e هي تكلفة الأموال الخاصة.

ثانيا:نظرية جوردام في التوزيع:

تقوم هذه النظرية على أساس تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة في السوق و بالتالي على القيمة السوقية للسهم،وإستندت على العديد من الفروض أهمها عدم وجود تمويل خارجي غير حقوق الملكية وأن معدل العائد على الإستثمار ومعدل العائد المطلوب ثابتين،وأن معدل النمو ثابت من خلال العلاقة بين ثبات معدل العائد على الإستثمار الإضافية الجديدة في الشركة ونسبة الأرباح المحتجزة فيها.

أي أن معدل النمو=معدل العائد على الإستثمار الإضافية الجديدة×نسبة الأرباح المحتجزة.

وفيما يلي نموذج المعادلة الرياضية لنظرية جوردن:

$$K_m = r(1-T)/R-k_r \times T$$

k_m هي القيمة السوقية للسهم.

r هي ربحية السهم الواحد

Dهي توزيعات الأرباح للسهم الواحد.

Rهي معدل العائد المتوقع على الإستثمار.

k_rهي معدل العائد المطلوب.

Tهي نسبة إحتجاز الأرباح 6

ثالثا:نظرية التمييز الضريبي: تحاول هذه النظرية والتي تبناها كل من Litzenberger &ramaswamy's عام (1979)توضيح أثر الضريبة على تفضيل المستثمر،وهي ترفض إفتراض ميلر و موديجلياني أن الضريبة على الأرباح الرأسمالية،ولكن في الواقع العملي فإن الضرائب لها تأثير كبير على سياسة التوزيع وقيمة الشركة،فغالبا ما تختلف ضريبة التوزيعات عن ضريبة الأرباح الرأسمالية،ولأن معظم المستثمرين مهتمين

بالعائد بعد الضريبة فإن الضريبة تؤثر على رغبتهم بالتوزيعات،وفي ظل سعي المديرين لتعظيم ثروة حملة الأسهم(قيمة الشركة)فإنهم يستجيبون لمثل هذا التفضيل الضريبي عن طريق زيادة نسبة إحتجاز الأرباح،وتشير هذه النظرية إلى أن إنخفاض التوزيعات تقلل من تكلفة رأس المال وتزيد من سعر السهم ومن ثم زيادة قيمة الشركة،على إفتراض أن التوزيعات تخضع لمعدل ضريبة أعلى من معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية،فضلا عن ذلك فإن الضرائب على التوزيعات تفرض فورا،أما الضرائب على الأرباح الرأسمالية يتم تأجيلها لحين بيع الأسهم.

المطلب الثاني:سياسة التوزيع في ظل عدم التأكد.

بعدما تمت دراسة المقاربات النظرية في ظل ظروف التأكد التام،سيتم من خلال هذا المطلب دراسة المقاربات النظرية في بيئة عدم التأكد،ولذلك في ظل الكفاءة التامة للسوق المالي.وتتمثل هذه المقاربات في:

1-وجهة نظر مدكلياني و ميلر:

يصر مدكلياني و ميلر على وجهة نظرهما السابقة بشأن سياسات التوزيع فحتى في ظل عدم التأكد لن يكون لتلك السياسات تأثير على القيمة السوقية للمنشأة،وذلك على إفتراض أن المنشآت تعمل في ظل المنافسة الكاملة فالمستثمر يستطيع أن يشكل لنفسه سياسة التوزيع التي تناسبه،ومن ثم فلن يلقى بسياسة توزيع الأرباح التي تقررها المنشأة.فإذا كانت

التوزيعات التي تقررها المنشأة لا تكفي لتزويد المستثمر بالدخل الذي يحتاجه،فيمكن للمستثمر أن يبيع جزء من الأسهم التي يمتلكها بما يضمن تغطية تلك الإحتياجات ومن ناحية أخرى إذا كانت التوزيعات تزيد عن إحتياجه فيمكن إستخدام الفائض من شراء المزيد من أسهم المنشأة.

بعبارة أكثر وضوحا يمكن للمستثمر أن يحدد و ينفذ سياسة التوزيع التي تناسبه،من خلال عملية بيع وشراء جزء من الأسهم التي يمتلكها وبناء عليه ينبغي على المنشأة أن تختار سياسة التوزيع التي تروق لها،ولا تشغل بالها برد فعل المستثمرين تجاه تلك السياسة.فلكي تكون لسياسة المنشأة في أي مجال تأثير على قيمتها السوقية،ينبغي أن تقدم هذه السياسة خدمة خاصة للمستمرأي خدمة لا يمكنه الحصول عليها بنفسه،وهذا لا ينطبق على سياسات التوزيع .[16]

2- وجهة نظر جوردن و لينتر:

تشير وجهة نظرهما إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير مباشر على القيمة السوقية للمؤسسة من خلال تأثيرها في سعر السهم السوقي وهذا من خلال أن معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة ينخفض بإرتفاع توزيعات الأرباح،وهذا راجع إلى أن درجة تأكد المستثمرين حول حصولهم على مكاسب الرأسمالية المتحققة من الأرباح المحتجزة أقل من

17-منير إبراهيم الهندي، نفس المرجع السابق ص -662.

درجة تأكد حصولهم على التوزيعات،حيث تزداد درجة المخاطرة نتيجة إرتفاع حالة عدم التأكد المصاحبة لإحتجاز الأرباح و إعادة إستثمارها،مما يعني تفضيل المستثمرين لتوزيع الأرباح على تحقيق مكاسب رأسمالية في المستقبل،كون الأرباح الموزعة في الوقت الحاضر أكثر تأكدا من إحتمالية الحصول على مكاسب رأسمالية في المستقبل.[17]

3-وجهة نظر والتر:

يشير والتر إلى الدورالذي يلعبه معدل المتوقع على الإستثمار في المؤسسة(معدل العائد الداخلي) ومعدل العائد المطلوب من الملاك(تكلفة رأس المال)في تحديد سياسة التوزيعات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية لثروة الملاك.

قام والتر بتقديم نموذج يعتبر قيمة توزيع الأرباح كقرار مالي يأتي بعد قرار الإستثمار في المؤسسة،في هذا النموذج نجد أن مقدار التوزيعات يحدد بحسب الفرص الإستثمارية المتاحة أمام المسيرين،أما المساهمون فيفضلون إحتفاظ المؤسسة بالأرباح في حالة أن مردودية الأموال الخاصة المعاد إستثمارها تكون أعلى من المردودية التي سوف يحصلون عليها في حالة الإستثمار في مشاريع أخرى وذلك مع تحمل نفس المخاطر .

18-حفصي رشيد، دراسة و تحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي، مجلة الجزائرية للدراسات المالية و المحاسبية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، العدد02،2016، ص43.

ومن أجل أن يقوم والتر ببناء نموذجه فقد إستند على الفروض التالية:

-إعتماد المؤسسة في تمويل إستثماراتها على الأرباح المحتجزة فقط أما مصادر التمويل مثل القروض أو إصدار أسهم عادية جديدة فلن تستخدم.

-ثبات كل من معدل العائد الخالي و تكلفة رأس المال.

-يتم إعتماد سياسة توزيع أرباح واحدة،وهي إما توزيع كل الأرباح أو إحتجازها كلها.

-ثبات مستوى كل من الأرباح والتوزيعات و إستمرارية المؤسسة.

وقد صاغ والتر معادلة يحدد فيها القيمة السوقية للسهم والتي هي عبارة عن مجموع القيمة الحالية لتوزيع أرباح الأسهم والقيمة الحالية للأرباح الرأس مالية كما يلي :

$$P=D+(R(B-D)/ke\ )$$

حيث:

pهو سعر السهم السوقي.

Dهو توزيع الأرباح السنوية للسهم الواحد.

Rهو معدل العائد المتوقع على الإستثمار.

Bهو نصيب السهم من الربح الإجمالي للمؤسسة للسنة.

ke هو معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين.

إن سياسة توزيع الأرباح وفقا لهذا النموذج تعتمد على الفرص الإستثمارية المتاحة أمام المؤسسة و العلاقة بين معدل العائد وتكلفة رأس المال،حيث عندما يكون معدل العائد المتوقع على الإستثمار أكبر من معدل العائد المطلوب فإن زيادة حجز الأرباح لإستخدامها في تمويل الإستثمارات لها أثر إيجابي على القيمة السوقية للسهم،وعندما يكون العكس فإن توزيع الأرباح هو الأمثل لتعظيم سعر السهم و منه القيمة السوقية للمؤسسة،وحالة التساوي في كلا السياستين لا يكون لهما أي أثر على القيمة السوقية للسهم.[18]

المطلب الثالث: سياسة التوزيع في الواقع العملي.

إن الفروض التي وضعها ميلر و مدكلياني،و جوردون من العسير توفرها في عالم يتسم بالتغيرات السريعة والتكنولوجيا المتقدمة والرغبات المختلفة و الأسواق المتوالدة و الإحتياجات المتزايدة مهما توفرت المعلومات بأننا سنظل في عالم عدم التأكد–فالكثير من البنوك و المؤسسات تعلن إفلاسها بسبب إشاعة أو خطأ يسير فالدراسات العلمية تتم ولكن رغم ذلك نجد العسر المالي بالإضافة إلى عمليات التصفية.

19–عدمان فائزة، سياسة توزيع الأرباح و أثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير ،جامعة الجزائر 3،2017،ص ص126،127.

إن الفروض التي وضعها هؤلاء العلماء لا تتمشى مع الواقع،فالسوق الكامل لا يوجد رغم التكنولوجيا الحديثة لأنه يوجد عامل آخر وهو الشفافية التي يتمتع بها مدير إدارة المنشأة و كثير من المساهمين يهتمون بالمدير لأنه عنوان لها وهذه حقيقة القائد الناجح يحقق الكثير لوحدته كما أن الضريبة في الوقت الحاضر تخصم من وعاء الأرباح الصافية دون الإهتمام بالتوزيعات الضريبيةعلى المساهم فهذا شأنه.

فهذا فيه خلاف كبير لأن المستثمر رشيد عامة يتوقع أشياء قد لا تحدث كما أنه يتصرف تصرفات قد لا تكون عقلانية كما أن التأكد العام لا يوجد في مجتمع يتسم بالتغير المستمر وعالم تحيط به الكثير من المتغيرات الفجائية.

أما القول بعدم وجود تكلفة إصدار أو مصروفات إدارية مختلفة فهذا يخالف الواقع العملي ،فاللوائح و التشريعات تنص على وجود مصروفات مختلفة تتكبدها المنشأة خاصة أن سياسات الإستثمار السائدة تتفاوت حسب الظروف الإقتصادية و الإجتماعية فالإستثمار في حالة التضخم يختلف عنه في الكساد كما أن المديرين لهم وجهات نظر مختلفة تجاه سياسات الإستثمار ولذا من العسير القول بأن سياسات الإستثمار ثابتة.[19]

خلاصة الفصل:

20-أنفال قادري ، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة ،دراسة تطبيقية لعينة من شركات المساهمة بمدينة تقررت، مذكرة شهادة ماستر مالية مؤسسة ص10.

عند قيام المؤسسة بإجراء سياسة توزيع الأرباح،فإنها تتخذ قرارًا رسميًا حول كيفية التعامل مع صافي أرباحها،سواء من خلال توزيعها على المساهمين أو إعادة إستثمارها داخل الشركة.وتُعد جزءًا مهمًا من إستراتيجية الشركة المالية،حيث تعكس مدى إلتزامها بمكافأة المساهمين وفي الوقت نفسه الحفاظ على موارد كافية للنمو والتوسع.وهذه الأخيرة تعتبر من أصعب القرارات المالية والتي كانت سبب في ظهور التيارات الفكرية وذلك يعود إلى إختلاف وجهات النظر حول أفظل طريقة لتعظيم قيمة الشركة وتحقيق مصالح المساهمين،فنظرية موديجلياني و ميلر تقضي بعدم وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة ،أما نظرية جوردن تعكس نظرية موديجلياني و ميلر فهي تقضي بوجود تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.ومن هنا نرى أن التيارات الفكرية لسياية توزيع الأرباح ناتج عن تباين المصالح،وتعدد ظروف الشركات والأسواق ،وتنوع الفلسفة الإقتصادية حول تعظيم قيمة الشركة.

الفصل الثاني:

العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

تمهيد:

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات المالية التي تتبعها الشركات،حيث تعكس مدى إستقرارها المالي و قدرتها على تحقيق التوازن بين إحتياجاتها التمويلية وتوقعات المساهمين .وتختلف هذه السياسة من شركة لأخرى تبعًا لعدة عوامل تتداخل بشكل معقد،بعضها داخلي يتعلق بالأداء المالي وهيكل رأس المال ،والبعض الآخر خارجي يرتبط بالبيئة الإقتصادية والتشريعية.لذلك،فإن دراسة هذه العوامل تمثل خطوة أساسية لفهم كيفية إتخاذ قرارات التوزيع و تحديد الإتجاه الأمثل الذي يعزز من قيمة الشركة السوقية و يضمن إستمراريتها و نموها.

وفي هذا الفصل سنتناول العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح حيث سنقسمه إلى ثلاثة مباحث ،المبحث الأول فيه نظريات توزيع الأرباح،والمبحث الثاني يتمثل في العوامل الداخلية المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح ،أما المبحث الثالث والأخير سنتناول فيه العوامل الخارجية المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح ومن هنا نكون قد أنهينا الفصل.

المبحث الأول:نظريات توزيع الأرباح.

إن الفكر المالي ليس موحدا حول أثر توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمنشأة ممثلة في سعر السهم ،فهناك مجموعة ترى أن قرار توزيع الأرباح من المتغيرات الهامة والمؤثرة في قيمة المنشأة.ومن أهم رواد هذا

الإتجاه موديجلياني وميلر،وفي الفقرات الآتية نستعرض الحجج التي تقدم بها أصحاب كل إتجاه،وسنبدأ أولا بالنماذج التي ترى أن لقرار التوزيع تأثيرا على قيمة المنشأة.

المطلب الأول:نموذج والتر.

إن الأساس الفكري لنموذج والتر يؤكد ملائمة التوزيعات فالقيمة السوقية للشركة وبالتالي القيمة السوقية للسهم ومن خلال تعظيم ثروة الملاك سوف تتأثر بقرارات توزيع الأرباح في الشركة ،إذ يمكن تعظيم القيمة السوقية للسهم من خلال إعتماد سياسة لتوزيع الأرباح.[20]

وفقا لهذا النموذج فإن سعر السهم السوقي يتحدد حسب المعادلة التالية:

$$P=\{D+R/k_e(EPS-D)\}/R$$

حيث:

pهو السعر السوقي للسهم.

Dهو الربح الموزع للسهم.

Rهو معدل العائد على الإستثمار .

[20] فايز سليم حداد، كتاب الإدارة المالية الطبعة الثالثة، كلية إدارة الأعمال –قسم التمويل-الجامعة الأردنية،ص627.

keهو تكلفة التمويل بحقوق الملكية.

Esp هو نصيب السهم من الأرباح المحققة.

و يلاحظ أن قيمة نصيب السهم من الأرباح المحققة تمثل الأرباح المحتجزة .ويمكن توضيح مدلول ومنطق هذا النموذج في النقاط الآتية:

أ-عندما يكون معدل العائد على الإستثمار أكبر من تكلفة التمويل بحقوق الملكية ،فإن زيادة الأرباح المحتجزة يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للسهم وبالتالي يمكن القول أن سعر السهم يرتبط إرتباطا عكسيا مع نسبة التوزيع إلى السعر .وبالتالي فإن قيمة السهم تصل إلى حدها الأقصى عندما تكون نسبة التوزيع إلى السعر تساوي صفرا.

ب-عندما يكون معدل العائد على الإستثمار أقل من تكلفة التمويل بحقوق الملكية،ففي هذه الحالة فإن العلاقة بين السهم ونسبة التوزيع إلى السعر تكون طردية ويصل السهم إلى قيمته القصوى عندما يتم توزيع كل الأرباح.ومن هنا يسعى المساهمون إلى الحصول على التوزيعات من أجل إستثمارها خارج المنشأة.

ج-في حالة تعادل معدل العائد على الإستثمار مع تكلفة التمويل بحقوق الملكية،فإن القيمة السوقية للسهم لن تتأثر بنسبة التوزيع إلى السعر.وتعتبر المساواة بين معدل العائد على الإستثمار وتكلفة التمويل بحقوق الملكية

حالة إفتراضية نادرة الحدوث وبالتالي فإن قيمة السهم تتأثر بسياسة التوزيع.

لقد تعرض هذا النموذج لإنتقادات أساسية تتمحور حول إفتراضات النموذج.لقد إفترض والتر أن التمويل يأتي بالكامل من داخل المنشأة،وهذا إفتراض غير واقعي.أما الإنتقاد الثاني فيفترض النموذج ثبات كل من معدل العائد على الإستثمار وتكلفة التمويل بحقوق الملكية،وهذا إفتراض غير منطقي،إذ تتغير هذه المعدلات تبعا لعوامل كثيرة من بينها المخاطرة.

المطلب الثاني:نموذج غوردون ولينتنر والنموذج التحليلي.

1-نموذج غوردون ولينتر:

طبقا لهذا النموذج يرى غوردون ولينتنر أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر في تحديد معدل العائد المطلوب على الإستثمار،وذلك لأن المستثمر يربط بين سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للمنشأة.وفي العادة يفضل المستثمر التوزيعات الحالية على الأرباح الرأسمالية أو الأرباح التي ستوزع مستقبلا،لأنها أقل مخاطرة .وبالتالي تقلل من تكلفة التمويل وتؤدي إلى زيادة قيمة السهم.وعلى النقيض من ذلك فإن زيادة معدل إحتجاز الأرباح وإستثمارها على أمل الحصول على أرباح رأسمالية مستقبلا أمر يعتبر أكثر مخاطرة مما يدفع المستثمر للمطالبة بعائد أكبر وإنخفاظ قيمة السهم.وقد

يرى البعض أن إحتجاز الأرباح مؤشرعلى النمو المستقبلي للتوزيعات مما يؤدي إلى زيادة سعر السهم.

وفقا لهذا النموذج فإن قيمة السهم سترتفع أو تنخفض حسب العلاقة بين نسبة الزيادة في التوزيعات ونسبة الزيادة في تكلفة رأس المال.فإذا كانت نسبة الزيادة في التوزيعات بسبب إحتجاز الأرباح أكبر من نسبة الزيادة في تكلفة رأس المال فإن قيمة السهم تتناسب طردا مع نسبة الإحتجاز والعكس صحيح.وفي حالة تساوي نسبة الزيادة في التوزيعات مع نسبة الزيادة في تكلفة رأس المال فإن قيمة السهم لن تتأثر بإحتجاز الأرباح أو توزيعها.ولقد تعرض هذا النموذج إلى ذات الإنتقادات التي واجهها نموذج والتر،غير أن هذا النموذج لم يفترض ثبات معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين،لأنه يأخذ في حسبانه عنصر المخاطرة.

2-النموذج التحليلي:

إن قرار توزيع الأرباح على المساهمين له تأثير واضح على قيمة السهم العادي و يمكن توضيح ذلك التأثير من خلال إعادة فحص معادلة تقويم السهم العادي.

$$P=D1/r-g$$

حيث:

p هي القيمة السوقية للسهم.

D1هي الربح الموزع للسهم.

rهي معدل العائد المطلوب.

gهي معدل نمو الربح الموزع.

يتضح من هذه العلاقة أنه في حالة زيادة الأرباح الموزعة،فإن سعر السهم قد يرتفع و هذا أمر مرغوب ولكن زيادة الأرباح الموزعة تعني أن الأرباح المحتجزة (مصدر تمويل داخلي) قد تنخفض الأمر الذي يحد من معدل النمو وبالتالي إنخفاض سعر السهم.ومن هذا المنطلق فإن سياسة توزيع الأرباح قد تنطوي على نتائج قد تكون متعارضة وأن السياسة المثلى لتوزيع الأرباح هي التي تعمل على موازنة تفضيلات المستثمرين بين الأرباح الموزعة حاليا ومعدل النمو المتوقع مستقبلا. ويمكن القول أن النموذج التحليلي يتغلب على العيوب التي تعاني منها النماذج السابقة بالإضافة إلى أنه يتميز بالمرونة المتمثلة في دراسة تأثير البدائل المختلفة لسياسات التوزيع و استيعاب أكبر عدد من المتغيرات التي تؤثر في القيمة السوقية للسهم.

المطلب الثالث: نموذج مدجيلياني و ميلر.

وفقا لهذا النموذج فإن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر في سعر السهم أو تكلفة رأس المال وأن قيمة المنشأة تعتمد على سياسة الإستثمار وقدرة المنشأة على تحقيق الأرباح وإدارة المخاطرة وليس على كيفية توزيع الأرباح.لقد قام هذا النموذج على عدد من الإفتراضات من بينها عدم وجود إختلاف في معدلات الضريبة بين الدخل والأرباح الرأسمالية،وكفاؤة سوق رأس المال حيث لا توجد تكلفة مبادلات أو معاملات وتوافر المعلومات بصورة مجانية،وأن المستثمر يتسم بالرشد،ومحدودية تأثير الديون على تكلفة رأس المال،وإستقلالية سياسة الإستثمار عن سياسة التمويل.ففي ظل هذه الإفتراضات فإن المستثمر قد يكون غير مبال بين توزيع الأرباح الآن أو إحتجازها،ومن ثم الحصول على أرباح رأسمالية لاحقا.وأن قيمة المنشأة تتحدد وفقا للعلاقة الآتية:

$$np0 = \frac{1}{(1+ke)}\{(n+\Delta n)p1 - c + Re\}$$

حيث:

*Np0*هي قيمة المنشأة وهي عبارة عن عدد الأسهم ضرب القيمة السوقية للسهم.

Nهي عدد الأسهم العادية المصدرة.

Δnهي التغير في عدد الأسهم العادية المصدرة.

P1هي القيمة السوقية للسهم خلال الفترة.

keهي تكلفة التمويل بحقوق الملكية .

cهي الإحتياجات المطلوبة من رأس المال.

Reهي الأرباح المحتجزة خلال الفترة.

يعتبر هذا النموذج أن قيمة المنشأة عبارة عن القيمة السوقية للأسهم العادية مضافا إليها الأرباح المحتجزة مطروحا منها الإحتياجات المطلوبة للإستثمار مخصومة بمعدل تكلفة حقوق الملكية،وبالتالي لا وجود لأثر التوزيعات ضمن هذا النموذج.

لقد تعرض هذا النموذج لإنتقادات عنيفة إنصب جلها في الإفتراضات التي بني عليها .لقد إفترض النموذج عدم التفرقة بين معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية والدخل العام.وكما هو معروف أن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية يقل كثيرًا عن معدل الضريبة على الدخل العام.كذلك إفترض النموذج عدم وجود تكلفة للمعاملات والسمسرة وهذا أيضا لا ينسجم مع الواقع.كذلك إفترض النموذج أن المستثمر لا يبالي بين توزيع الأرباح وإحتجازها وهذا أمر يصعب تقبله حيث أن بعض المساهمين يعتمدون على الدخل الذي يأتيهم من الأرباح الموزعة.

لقد أجريت العديد من الدراسات حول أثر توزيع الأرباح على سعر السهم ولكنها لم تصل إلى نتيجة محددة .وفي معرض رد مدجيلياني و ميلر على الدراسات التي تفيد بوجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح و قيمة المنشأة،أوضحا أن هذه العلاقة ليس مردها إلى سياسة توزيع الأرباح نفسها وإنما يمكن إرجاعها إلى المحتوى الإعلامي للأرباح الموزعة إذ أن التغير في الأرباح الموزعة يرسل إشارة إلى المساهمين توحي بأن إدارة المنشأة تتوقع تغيرا في الأرباح الموزعة.وهذه الإشارة قد تكون إيجابية أو سلبية وبالتالي ستؤثر على سعر السهم.كذلك يرى ميدجيلياني و ميلر أن رغبات المستثمرين قد تؤثر في تصميم سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها المنشآت.فالمستثمر الذي يفضل أرباحًا مستقرة وأن الأرباح الموزعة تمثل دخلا بالنسبة له سيستثمر في أسهم المنشآت التي توزع أرباحا بصورة منتظمة.أما المستثمر الذي يفضل الأرباح الرأسمالية ويفضل إحتجاز أرباحه وإعادة إستثمارها فسيلجأ إلى المنشآت التي تتمتع بمعدلات نمو عالية.وطالما المستثمر يحصل على ما يتوقع فإن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على قيمة المنشأة.[21]

المبحث الثاني:العوامل الداخلية المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

22. عبد القادر محمد أحمد عبد الله / خالد بن عبد العزيز السهلاوي،كتاب الإدارة المالية،الطبعة الخامسة1438،2017م،ص ص482،479.

23daftara.com/ glossaries'، 16/9/2024.

العوامل الداخلية المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح هي العوامل التي تنبع من داخل الشركة وتؤثر على قراراتها بشأن كيفية توزيع الأرباح على المساهمين.

المطلب الأول: ربحية الشركة والسيولة النقدية.

1-ربحية الشركة:

الربحية هي مقياس مالي يعكس الربح الصافي الذي تحققه الشركة ويكون متاحًا للمساهمين العاديين،وتعتبر أرباح الأسهم من أهم المؤشرات المالية المستخدمة لتحليل أداء الشركة.ويتم إستخدام هذا المؤشر لتقييم ما إذا كانت الشركة تحقق أرباحا بشكل فعال بالنسبة لعدد الأسهم القائمة،ويتم حساب ربحية الأسهم من خلال الصيغة المحاسبية الآتية:

ربحية السهم=صافي الربح/عدد الأسهم القائمة.

وشرح خطوات هذه المعادلة يكون كالتالي:

1-يتم الحصول على صافي الربح بخصم جميع المصروفات و الضرائب.

2-حساب عدد الأسهم القائمة وهي الأسهم العادية التي يتم إصدارها والتي هي قائمة حاليًا في السوق،ويمكن الحصول على عدد هذه الأسهم من الميزانية العمومية للشركة أو في ملاحظات البيانات المالية.[22]

2-السيولة النقدية:

يرتبط إجراء التوزيعات بتوفير سيولة فبعض المنشآت تحقق أرباحا وتنمو وتستثمر ولكنها قد تعاني من السيولة لأنها تستثمر كثيرا في أموالها في أصول ثابتة أو أصول متداولة دائما وقد سبق أن حدث مثل هذا في الستينات في بنك(أنترا)رغم أصوله الضخمة وإمكانيته الواسعة ومساعدة الدولة له فلم يتمكن من توفير السيولة اللازمة لتغطية إلتزاماته يسمى(defaultrish[23])

المطلب الثالني:معدل النمو و إستقرار التوزيعات.

1-معدل النمو:

تحتاج المنشأةالتي تتمتع بفرصة نمو سريعة للمزيد من الأموال ولذا يفضل أن يكون التمويل ذاتيًا من الأرباح المحتجزة وليس عن طريق السندات أو الأسهم لتكلفتها كما أنها تقلل من سيطرة الملاك على المنشأة بالإضافة إلى الإلتزامات القائمة من فوائد السندات وخلافه التي يجب دفعها بإنتظام مما يؤثر على السيولة

2-إستقرار التوزيعات:

24 إسماعيل محمد الأزهري، عبد العزيز محمود عبد المجيد، كتاب الإدارة المالية المتقدمة، منشورات جامعة السودان المفتوحة، الطبعة الأولى 2007،ص275.

إستقرار التوزيعات يؤثر في سمعة الشركة والسعر السوقي لأسهمها،فالإستقرار والتوزيعات قد يكون بالإيجاب والسلب ،فالتوزيعات التي تزيد من عام لآخر بإنتظام يمكن أن توصف بأنها مستقرة.لكن يفضل أن تتميز بالثبات من سنة لأخرى لفترة من الزمن بعد ذلك يعاد النظر فيها ويفضل المستثمرون العوائد التي تتصف بالثبات لأنها تزيل عدم التأكد مما يجذب العملاء والمستثمرين"التغيرات في التوزيعات يرتبط بالتغيرات طويلة الأجل في الأرباح أو بعبارة أخرى بالتغيرات الدائمة في الأرباح وليس بالتغيرات المؤقتة"(وعادة ما تحجم المنشآت عند إجراء تغيرات لا تستطيع المحافظة عليها).

إن التأني في توزيع أرباح إضافية حتى ولو تحققت أرباح إضافية إجراء سليم فالتأخير في إحداث تغير في التوزيعات مما يتماشى مع التغير الذي طرأ على الأرباح يمثل أداة وقائية تجعل سياسة التوزيعات مرتبطة بالأرباح الدائمة وليس المؤقتة فإحتجاز أكبر قدر ممكن من الأرباح سواء أكان للإستثمار أو خلافه يفضله المستثمرون المؤسسون مثل صناديق التقاعد والمعاشات ولذا فإن الإستقرار في التوزيعات له جاذبية خاصة إذا لاحظها أن التذبذب في التوزيعات سواء أكان بزيادة في توزيع الأرباح أو التخفيض في التوزيعات فإنه يؤدي إلى إنعكاسات على المساهم فإذا كان تخفيضًا فإنه يضطر إلى بيع أسهمه وإذا كان زيادة فإنه سوف يشتري أسهمًا جديدة وكلاهما تكلفان المستثمر تكاليف إضافية.

المبحث الثالث: الفرص الإستثمارية المتاحة و القواعد القانونيةوالقيود التعاقدية.

1-الفرص الإستثمارية المتاحة:

إن حجم التوزيعات هو نتاج الفرص الإستثمارية المتاحة و الموارد المالية التي استخدمها في تمويل تلك الفرص.فالمنشأة أولا تحدد حجم الموازنة الرأسمالية يلي ذلك تحديد نسبة التمويل من الأرباح المحققة خلال العام وما يتبقى بعد ذلك من أرباح توزع على حملة الأسهم هذا وأن حجم الإستثمار هو دالة الأرباح الموزعة وهو ما يترتب عليه عد إستقرار نصيب السهم من التوزيعات،فالمبالغ المتبقية من الإستثمار لا توزع على المساهمين بل يحجز جزء منها لصرفها في حالات ضعف عملية التوزيع بحيث تتكفل المنشأة بإيجاد دخل ثابت للمساهمين وأزالت تلك التذبذبات التي تؤثر على معيشتهم كما يمكن الإستفادة من عوائد الأرباح التي تستثمر لإيجاد مثل هذا التوازن في توزيع العائد،فبعض الشركات لا تحقق أرباحا ولكن رغم ذلك توزع عوائد على المساهمين بفضل هذا الحجز.

2-القواعد القانونية والقيود التعاقدية:

أحيانا تضع النظم القانونية قواعد على سياسة التوزيع ومنها عدم توزيع أرباح إذا كانت تؤدي إلى تآكل رأس المال أو أرباح وهمية لم تحققها المنشأة أو إذا كانت أصول غير كافية للوفاء بما عليها من إلتزامات لذلك

إذا ثبت لمصلحة الضرائب أن المنشأة تتهرب من الضرائب بتقليل الأرباح الموزعة فيقع عليها الجزاء المناسب.

بالإضافة إلى القواعد القانونية توجد قيود تعاقدية فبعض القروض تنص بعدم إجراء توزيعات من الأرباح سبق إحتجازها قبل إبرام العقد أو عدم إجراء تعديلات في إدارة المنشأة و ينص العقد على أن التوزيع للأرباح يكون فقط في الأرباح المتولدة وليس السابقة أو عدم إجراء رهن ثان لأصول المنشأة فالرهن الأول للمقرض.[24]

تحظر القوانين المنظمة لعمل المنشآت المساهمة في بعض الدول إستخدام رأس المال المدفوع لتوزيع الأرباح بهدف المحافظة على رأس مال الشركة من التآكل وحماية حقوق الدائنين .وقد لا يسمح للشركة بتوزيع أرباح على المساهمين في حالة ضعف ملاءتها المالية أو توزيع أرباح تفوق مجموع الأرباح الحالية أو السابقة.[25]

المبحث الثالث:العوامل الخارجية المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

العوامل الخارجية المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح تتعلق بالبيئة المحيطة بالشركة والتي لا تكون تحت سيطرتها المباشرة.

المطلب الأول:السياسات الضريبية والتشريعات.

25 إسماعيل محمد الأزهري. عبد العزيز محمود عبد المجيد، نفس المرجع السابق ص ص 272،277.

26 عبد القادر محمد أحمد عبد الله / خالد بن عبد العزيز السلاوي، نفس المرجع السابق ،ص ص46,43.

إن الضريبة تخصم قبل التوزيعات ولذا فإذا كان حملة الأسهم من الذين تقع دخولهم الشخصية في شريحة ضريبية عالية فالأفضل أن تحتجز الأرباح ويعاد إستثمارها إذا كان لها فرص إستثمارية متاحة حتى لا تعتبر تهربًا من الضرائب ،أما إذا كان أغلبية المساهمين من أصحاب الشريحة الضريبية المنخفضة فتكون سياسة التوزيع السخية هي المفضلة.

تتضارب مصالح المساهمين نتيجة للإختلاف في التعامل مع الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية فيما يخص الضرائب المفروضة عليها وذلك لأنه غالبا ما تكون الضريبة على الأرباح الموزعة أعلى من الضريبة على الأرباح الرأسمالية،وعليه فالمساهم الذي ينتمي إلى شريحة ضريبية يفضل إحتجاز الأرباح لإعتقاده بأن ذلك سوف يؤدي إلى إرتفاع القيمة السوقية للأسهم أي تحقيق أرباح رأسمالية،بينما المساهم الذي ينتمي إلى شريحة ضريبية منخفضة أو معفى من الضرائب بفضل الربح الموزع.[26]

المطلب الثاني:المنافسة و توقعات المساهمين في الأسواق.

1-المنافسة:

هي عبارة عن شركة أو مجموعة من الشركات الأخرى المنافسة ،التي لها نفس طبيعة العمل و تحاول أن تكسب عملاء،و أيضا يمكن أن يرمز لها إلى إحتماليات وجود منتجات بديلة أو دخول شركات جديدة في السوق.إذا

[26] 27 عبد القادر محمد أحمد عبد الله / خالد بن عبد العزيز السهلاوي،نفس المرجع السابق ص46

لم يوجد منافس لمنتج أو خدمة،فبالأغلب أنه لا يوجد إقبال ونجاح لهذا النوع من المنتجات،وهذا يدل على أهمية البيئة التنافسية.[27]

2-توقعات المساهمين في الأسواق:

على الشركة أن تتبع سياسة توزيعات أرباح لها تأثير إيجابي على ثروة المساهمين فيها.الأثر الأول يتعلق بالوضع الضريبي للمساهمين ،فإذا كانت نسبة المساهمين الممثلين ماليا كبيرة،والذين يقعون ضمن شريحة ضريبية مرتفعة،فقد تقرر الشركة دفع نسبة قليلة من الأرباح لتأخير دفع المساهمين في الشركة لأرباحهم لحين بيع أسهمهم.طبعا إذا حقق المساهمون أرباح رأسمالية عند البيع ،فإنهم سيدفعون ضريبة على هذه الأرباح الرأسمالية والتي تكون غالبا الضريبة عليها أقل من الضريبة على توزيعات الأرباح(الربح العادي).أما المساهمون ذوي الدخول المنخفضة، فإنهم يفضلون دفع نسبة عالية من توزيعات الأرباح. [28]

المطلب الثالث:تفضيلات و إعتبارات الأسواق المالية.

إن سعر سهم المنشأة في السوق يعكس قيمتها،وعليه لابد أن تضع المنشأة في الإعتبار متطلبات هذا السوق عند تحديد وإتباع سياسة توزيع الأرباح.فعلى سبيل المثال يفضل المساهمون مستوى مستقر أو

[27] Ar.m.wikipidia.org/wiki.

[28] .فايزسليم حداد.كتاب الإدارة المالية،كلية إدارة الأعمال-قسم التمويل-الجامعة الأردنية،ص311

متصاعد من الأرباح الموزعة بدلا من المستوى المتذبذب.كما يفضل المساهمون الإستمرارية في دفع الأرباح الموزعة لأن ذلك له شأن أن يبدد المخاوف وعدم التأكد حول عدم قدرة المنشأة في دفع الأرباح.هذه التفضيلات دون شك تدعم سعر سهم المنشأة في السوق الذي تنافس فيه .أما بالنسبة لسوق الأوراق المالية فإن توزيع الأرباح له محتوى إعلامي لأن الأرباح الموزعة من قبل المنشأة تشكل مؤشرا حول المستقبل.فالسياسة المستقرة والمستمرة في توزيع الأرباح لها مؤشر إيجابي على عكس السياسة غير المستقرو.فإذا كانت أرباح المنشأة تتغير بمعدلات كبيرة فقد تتجه إدارة المنشأة إلى إحتجاز نسبة من الأرباح حاليا من أجل توزيعها مستقبلاً.أما إذا كانت أرباح المنشأة مستقرة فإن الإدارة سوف تتبع سياسة توزيع الأرباح بشطل منتظم.[29]

خلاصة الفصل:

تناول هذا الفصل أهم النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح ،مثل نظرية موديغلياني و ميلر التي تفرض حياد سياسة التوزيع في ظل السوق الكفء، ونظرية والتر و نظرية غوردون ولينتر و نظرية النموذج التحليلي.

[29] عبد القادر محمد أحمد عبد الله / خالد بن عبد العزيز السهلاوي،نفس المرجع السابق ص466

وقد تم التطرق كذلك إلى أبرز العوامل التي تتحكم في تحديد سياسة توزيع الأرباح،والتي تشمل عوامل داخلية مثل السيولة و عوامل خارجية مثل توقعات السوق و المستثمرين.

وقد لخص الفصل إلى أن سياسة توزيع الأرباح ليست قرارًا محاسبيا بسيطًا،بل هو قرار إستراتيجي يتطلب توازنا دقيقا بين أهداف المؤسسة و مصالح المساهمين،ويتأثر بجملة من المتغيرات التي تختلف من مؤسسة لأخرى ومن بيئة إقتصادية لأخرى.

الفصل الثالث:

دراسة قياسية لمحددات سياسة توزيع الأرباح لعينة من الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

الفصل الثالث:دراسة قياسية لمحددات سياسة توزيع الأرباح لعينة من الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

تمهيد الفصل:

يعد نموذج الانحدار الخطي من الأساليب الإحصائية المهمة كثيرة الاستخدام؛ لكونه يمثل العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع بشكل معادلة، ومن خلال تقدير معلماتها يتم تحديد أهمية العلاقة وقوتها واتجاهها، مما يساعد ذلك على التخطيط واتخاذ القرارات الصائبة. ويعد نماذج البانل (Panel Data Models)بين أهم نماذج الانحدار التي ظهرت في الأونة الأخيرة بشكل كبير، ونالت اهتماما كبيرا؛ نظرا لأنها تأخذ بعين الاعتبار أثر الزمن (السلسلة الزمنية)، فضلا عن أثر الاختلاف بين الوحدات المقطعية التي قد تكون عبارة عن دول أو مدن أو شركات مختلفة.

نستهل هذا الفصل بتسليط الضوء على أهم المحاور المتعلقة بمنهجية الاقتصاد القياسي المتبع في التحليل والتي تشتمل على نماذج أو بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (بيانات البانل) المستخدمة في تقديرها، بحيث يتم استعمال هذه النماذج أو ما يعرف أيضا بمعطيات السلة (Panel Data) عند تقارب الآثار والمميزات الفردية بين مجموعة الدراسة، ولهذا فقد استعملنا في دراستنا التطبيقية الخاصة بمحددات سياسة توزيع الأرباح بهدف الكشف عن أهم العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح لعينة من الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2017-2024.

وفقا لما سبق يتم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: الإطار القياسي المتبع في التحليل.

المبحث الثاني: منهجية الدراسة والنموذج القياسي المستخدم.

المبحث الثالث: تقدير النموذج القياسي.

المبحث الأول: الإطار القياسي المتبع في التحليل.

المطلب الأول: مفهوم نماذج بيانات البانل

تعرف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو بيانات البانل Panel Data بأنها مجموعة من المشاهدات التي تتكرر عند مجموعة من الكيانات (أفراد، مؤسسات أو غيرها) في عدة فترات زمنية، بحيث أنها تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية في نفس الوقت، فالبيانات المقطعية Cross section Data تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة، بينما تصف بيانات السلسلة الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معين، ومن هنا تكمن أهمية استخدام بيانات البانل كونها تأخذ بعين الاعتبار بعدين، البعد الموضعي والبعد الزمني، وبالتالي تحتوي على معلومات إضافية ضرورية لتحسين دقة التقدير. فإذا كانت الفترة الزمنية هي نفسها لجميع الوحدات المقطعية عندئذ تسمى "بيانات بانل متوازنة " Panel Balanced

Data، أما إذا اختلفت الفترة الزمنية من مقطع فردي إلى آخر نكون بصدد بيانات بانل غير متوازنة Unbalanced Panel Data. ونشير هنا إلى استخدام البعض تسميات أخرى لبيانات البانل، نذكر منها البيانات المدمجة (المشتركة) Pooled Cross – Sectional Data والتي تشتمل على أعداد كبيرة من المفردات، كما تسمى أيضا بيانات Longitudinal Data عندما تحتوي على سلاسل زمنية طويلة.

1. أهمية نماذج البانل:

تتمتع نماذج البانل ببعد مضاعف، بعد زمني وبعد فردي، جعل دراستها من المجالات الأكثر فعالية ونشاط في القياس الاقتصادي، وهي بذلك تكتسي أهمية بالغة تكمن فيما يأتي

- بما أن البيانات طولية مرتبطة بالمفردات، والشركات، الولايات، البلدان وهكذا خلال فترة زمنية، فمن المحتمل وجود عدم تجانس بين هذه الوحدات. الأسلوب المستخدم للتقدير في البيانات يأخذ مسألة عدم التجانس في الاعتبار أو الاختلاف الغير الملحوظ*، الخاص بالبيانات المقطعية أو الزمنية، بحيث يسمح بوجود متغيرات مجددة للمفردات، كما سنرى لاحقاً، سنستخدم المصطلح مفردة للتعبير عن الوحدة الجزئية مثل المفردات، الشركات، الولايات، والبلدان المختلفة.

- عندما يتم المزج بين بيانات السلاسل الزمنية، والبيانات المقطعية، نحصل على البيانات الطولية، وبالتالي فهي تعطي معلومات أكثر عن البيانات بتباين أكثر وأقل ارتباط تداخلي بين المتغيرات ودرجات حرية أكثر وكفاءة أكثر.
- بدراسة البيانات المتكررة المقطعية تكون البيانات الطولية مناسبة أكثر لدراسة حركية التغير. معدلات البطالة، والتحول الوظيفي، وتحرك قوة العمل من الأفضل دراستها من خلال البيانات الطولية
- البيانات الطولية من الممكن أن تتنبأ وتقيس التأثيرات التي لا نستطيع ببساطة مشاهدتها من خلال البيانات المقطعية فقط، أو بيانات السلاسل الزمنية فقط.
- البيانات الطولية تجعل من الممكن دراسة النماذج السلوكية الأكثر تعقيداً. فمثلا ظاهرة مثل اقتصاديات القياس، والتغيرات التكنولوجية، من الأفضل دراستها من خلال البيانات الطولية عن دراستها من خلال بيانات مقطعية فقط، أو بيانات سلاسل زمنية فقط.
- عندما تكون البيانات متاحة للعديد من آلاف الوحدات، يمكن أن تقلل بيانات الطولية من التحيز الذيّ قد يتواجد في النتائج إذا قمنا بتجميع المفردات أو الشركات في تجميعية واحدة.

المطلب الثاني :نماذج بيانات البانل الساكنة.

يقترح المنهج الحديث الصيغة الأساسية لانحدار بيانات بانل كما قدمها W. Greenومن على الشكل التالي:

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{1it} + \beta_3 X_{2it} + \mu_{it}$$

$$i = 1, 2 \ldots\ldots\ldots N.$$

$$t = 1,2 \ldots\ldots\ldots N.$$

حيث يشير الدليل i إلى الوحدة المقطعية، والدليل t إلى الفترة الزمنية .يتعلق تقدير المعادلة (1) بالافتراضات الموضوعة حول معلمات كل من الحد الثابت$_1$و معلمتي الميل β_2 وβ_3 وكذلك حول حد الخطأ μ_{it} .يمكن استعراض بعض من هذه الافتراضات:

- افتراض ثبات معلمات الحد الثابت والميل زمنيا ومقطعيا وبالتالي فإن حد الخطأ سيمثل جميع الاختلافات الزمنية والمقطعية.
- ثبات معلمات الميل وتغير معلمة الحد الثابت بين الوحدات المقطعية.
- ثبات معلمات الميل وتغير معلمة الحد الثابت بين الوحدات المقطعية وعبر الزمن أيضا.
- عدم ثبات جميع المعلمات وتقلبها ما بين الوحدات المقطعية.

- عدم ثبات جميع المعلمات وتقلبها ما بين الوحدات المقطعية وما بين الزمن.

سنستعرض فيما يلي أهم النماذج المستخدمة في انحدار بيانات البانل والتي تستند بشكل أو بآخر على بعض من الافتراضات السابقة.

1. نموذج الانحدار التجميعي (المشترك) The pooled régression.

نفترض في هذا النموذج ثبات جميع المعلمات زمنيا ومقطعيا، ويعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج بيانات البانل، وتكون صيغة النموذج (1) كما يلي:

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{1it} + \beta_3 X_{2it} + \mu_{it} \cdot$$

لتقدير معلمات هذا النموذج نستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية، مع افتراض $E(\mu_{it})=0$

$var(\mu_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$ وذلك بعد أن نقوم بترتيب القيم الخاصة بكل متغير من المتغيرات المدروسة بدءا من أول وحدة مقطعية وبحجم مشاهدات إجمالي قدره $(N\times T)$.

من أهم عيوب هذا النموذج افتراض ثبات قيمة معلمة الحد الثابت لجميع المقاطع المستخدمة، ولكي تأخذ بعين الاعتبار الطبيعة الخاصة لكل وحدة مقطعية، نحتاج لاستخدام نموذج التأثيرات الثابتة.

2. نموذج التأثيرات الثابتة The fixed effects model.

هنا نفترض أيضاً ثبات معلمات الميل ولكننا نسمح بتقلب معلمة الحد الثابت من وحدة مقطعية إلى أخرى، أي يكون الهدف هو معرفة سلوك كل وحدة مقطعية على حدة من خلال جعل معلمة الحد الثابت متفاوتة من مقطع لأخر مع بقاء معلمات الميل ثابتة لكل الوحدات المقطعية، ويأخذ شكل نموذج الانحدار الصيغة الآتية:

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{1it} + \beta_3 X_{2it} + \mu_{it}$$

حيث $E(\mu_{it})=0$ ، $var(\mu_{it}) = \sigma_{\varepsilon}^2$.

نشير هنا إلى أن المقصود بمصطلح التأثيرات الثابتة هو أن معلمة الحد الثابت لكل وحدة من الوحدات المقطعية لا تتغير مع الزمن، وإنما يكون التغير فقط في مجاميع الوحدات المقطعية. لتقدير هذا النموذج عادة ما يتم إدراج مجموعة من المتغيرات الوهمي dummy variables عددها يساوي عدد المقاطع ناقصة واحد واستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية. أي يصبح نموذج الانحدار على النحو التالي:

$$Y_{it} = \alpha_1 + \sum_{d=2}^{N} \alpha_d D_{di} + \beta_2 X_{1it} + \beta_3 X_{2it} + \mu_{it}$$

حيث يمثل المقدار 1= D_{di} في حال كانت المشاهدة تنتمي الى الوحدة المقطعية و 0=D_{di} في الحالات الأخرى . يمثل المقدار $\alpha_1 +$ $\sum_{d=2}^{N} \alpha_d D_{di}$ التغير في المجاميع المقطعية لمعلمة القطع β_{1i}

3. **نموذج التأثيرات العشوائية** The random effects model .

على عكس نموذج التأثيرات الثابتة، يتعامل نموذج التأثيرات العشوائية مع الأثار المقطعية والزمنية على أنها معلمات عشوائية وليست ثابتة، ويقوم هذا الافتراض على أن الاثار المقطعية والزمنية هي متغيرات عشوائية مستقلة بمتوسط يساوي الصفر وتباين محدد، وتضاف كمكونات عشوائية في حد الخطأ العشوائي للنموذج. ويستند هذا النموذج في ذلك على افتراض ان العينة المستخدمة في التطبيق مسحوبة بشكل عشوائي من مجتمع كبير وبالتالي فان معلمات انحدار النموذج تمثل المجتمع بأكمله. لوعدنا الى النموذج رقم فإننا نعد معلمة الحد الثابت β_{1i} متغيرا عشوائيا بمتوسط قدره β_1 وبالتالي نعبر عنه على النحو التالي:

$$\beta_{1i} = \beta_1 + \varepsilon_{it} \qquad i = 1.2....N$$

حيث تمثل ε_i حد الخطأ العشوائي بمتوسط معدوم وتباين ثابت σ_u^2

تعني الكتابة السابقة أن الوحدات المقطعية المضمنة في العينة مسحوبة من مجتمع كبير من الوحدات المقطعية ، ولهذه الوحدات متوسط قدره β_1 وأن الاثار الخاصة الفردية لكل مقطع معبر عنها بالحد ε_i

بتعويض المعادلة (8.3) في المعادلة (9.3) نحصل على :

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{1it} + \beta_3 X_{2it} + \varepsilon_{it} + \mu_{it})$$

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{1it} + \beta_3 X_{2it} + \omega_{it}$$

$$\omega_{it} = \varepsilon_{it} + \mu_{it}$$

نلاحظ من العلاقة الأخيرة أن حد الخطأ ω_{it} يتكون من مركبتين ε_i والتي تمثل مركبة الخطأ μ_i التي تمثل تأثير المتغيرات الأخرى المهملة والتي تتغير بين الوحدات المقطعية والزمن.

والفرضيات الخاصة بهذا النموذج هي:

$$\varepsilon_i \sim N(O, \delta_\varepsilon^2)$$

$$\varepsilon_{it} \sim N(O, \delta_\mu^2)$$

$$E(\varepsilon_i, \mu_{it}) = 0 \qquad E(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0 \qquad (i \neq j)$$

$E(\mu_{it}, \mu_{is}) = E(\mu_{it}, \mu_{jt}) = E(\mu_{it}, \mu_{js}) = 0 \quad (i \neq j, t \neq s$

تعني الفرضيات السابقة أن مركبات الخطأ غير مرتبطة فيما بينها وأنه لا وجود لارتباط ذاتي بين كل من السلاسل الزمنية وبين الوحدات المقطعية.

4. اختبار المفاضلة بين نماذج البانل.

حتى يتم تحديد أي هذه النماذج أفضل لاستخدامه في التحليل، تم تطبيق ثلاثة اختبارات، هي اختبار (F−Test)، وذلك للمفاضلة بين نموذج PRM، ونموذج FEM، واختبار مضاعف لاغرانج (LM) المقترح من قبل Breusch and Pagan (1980)، وذلك للمفاضلة بين نموذج PRM، ونموذج REM، واختبار هوسمان (H) المقترح من قبل Hausman (1987)، ويستخدم من أجل الاختيار بين نموذجي FEM و REM.

1.4−اختبار فيشر للمفاضلة بين نموذج التجانس الكلي ونموذج الأثر الفردي:

يتم عادة البدء بالتأكد من وجود تلك الآثار غير ملحوظة، بمعني هل هنالك فعلا اختلافات بين الشركات، أو عبر الفترات الزمنية للدراسة من جل تقدير طرق البانلFEMو PRM ،وهنا يتم اختيار النموذج بقاطع

لكل شركة مقابل نموذج بقاطع مشترك. وفرض العدم هو افتراض التجانس (القاطع المشترك).

$H_0 : \mu_1 = \mu_2 \ldots\ldots = \mu_N$

$H_1 : Y_1 = Y_2 \ldots\ldots = Y_N$

ويتم اختبار فرض العدم باستخدام إحصائية (F) وفق الصيغة:

$$\mathbf{F(N-1, N\times T-N-K)} = \frac{\left(\mathbf{R^2_{FEM} - R^2_{PM}}\right)/\mathbf{(N-1)}}{\left(\mathbf{1-R^2_{FEM}}\right)/\mathbf{(NT-N-K)}} \longrightarrow F$$

$(\alpha, N-1, N\times T-N-K)$

حيث أن (K) عدد المعلمات المقدرة ,(T) عدد السنوات و R^2_{FE}عبارة عن معامل التحديد عند استخدام نموذج التاثيرات الثابتة و R^2_{PM}يمثل معامل التحديد عند استخدام نموذج الانحدار التجميعي.

ويتم مقارنة قيمة F المحسوبة مع قيمة F الجدولية، فاذا كانت قيمة F المقيدة المحسوبة أكبر من قيمة F الجدولية نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي أن النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة، وإذا

كانت القيمة الجدولية أكبر من المحسوبة فإننا نقبل فرض العدم أي أن النموذج المناسب هو النموذج التجميعي.

2.4-الاختيار بين نموذج الانحدار المجمع (PRM)، ونموذج الآثار العشوائية (REM) :

تتم المفاضلة بين نموذج PRM، ونموذج REM بإستخدام اختبار مضاعف لاغرانج (LM) المقترح من قبل Breusch and Pagan (1980) :

$$LM = [\frac{nt}{2(t-1)} \frac{\sum_{i=1}^{n}(T\,e^{-})^2}{\sum_{i=1}^{n}\sum_{t=1}^{t} e_{it}^2} -1]^2 \sim x^2$$

من معادلة نلاحظ أنه إذا كانت القيمة المحسوبة لاختبار LM أقل من القيمة الجدولية فإن هذا يعني أنه لا يمكن رفض فرض العدم القائل بأن النموذج REM هو أفضل مقدر وأكفأ.

3.4-اختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذج الأثر الثابت ونموذج الأثر العشوائي :

يقوم اختبار HAUSMAN 1978 على تحديد النموذج الأنسب للدراسة إذا كان نموذج التأثيرات الثابتة أم نموذج التأثيرات العشوائية؟ ومن أجل تطبيق طرق تقدير البانل (FEM) و (REM). هنا يتم اختبار النموذج بثابت لكل

مؤسسة مقابل نموذج بثابت مشترك وفرضية العدم هي افتراضية التجانس ثابت مشترك كالاتي (شوربجي، صفحة 20) :

إن فرضية العدم تتمثل في عدم وجود ارتباط بين الآثار الثابتة للمؤسسة، والمتغيرات المستقلة في النموذج محل التقدير [$H_0 : COV(\alpha_i ; X_{It}) \# 0$]ويعني ذلك عدم وجود آثار ثابتة لكل مؤسسة على حدة. وفي ظل هذه الفرضية، فإن القيم المقدرة لمعاملات الميل (K) في REM بإستخدام طريقة GLS سوف تكون متسقة وذات كفاءة، بينما هذه القيم في FEM الناتجة عن استخدام طريقة OLSسوف تكون متسقة، ولكنها ليست ذات كفاءة. ويعني ذلك أن النموذج الأفضل هو REM.

أما الفرضية البديلة، فتنص على وجود ارتباط بين الآثار الثابتة للمؤسسة، والمتغيرات المستقلة في النموذج محل الانحدار[$H_0 : COV(\alpha_i ; X_{It}) \# 0$] المعبرة عن الفرضية البديلة وفي هذه الحالة، فإن القيم المقدرة لمعاملات الميل في REM تكون غير متسقة، بينما هذه القيم في FEM تكون متسقة وذات كفاءة. ومن ثم يكون اختيار FEM هو الاختيار الأنسب.

وتكون صيغة الاختبار على الشكل التالي:

$(\widehat{B}_{OLS} - \widehat{B}_{GLS})'[VAR (\widehat{B}_{OLS} - \widehat{B}_{GLS})]^{-1}(\widehat{B}_{OLS} -$

$H= \widehat{B}_{GLS})$

بحيث تتبع H توزيع كاي تربيع (X^2) مع درجة الحرية$(K - 1)$ K

v=1/2 حيث K هو عدد المتغيرات المستقلة , فإذا تبين أن القيمة المحسوبة لإحصائية الاختبار أكبر من القيمة الجد ولية يتم رفض فرضية العدم المؤيدة لأفضلية نموذج التأثيرات العشوائية ، وقبول الفرضية البديلة القائلة بأن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل.

مبحث الثاني: منهجية الدراسة والنموذج القياسي المستخدم

المطلب الأول: المنهجية وعينة الدراسة

تعتمد منهجية الدراسة على استخدام بيانات البانل (بيانات السلاسل الزمنية المقطعية) لقياس العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، وعلى برنامج eviews 10 لتحليل وتقدير نموذج الدراسة.

عينة وفترة الدراسة:

تمتد فترة الدراسة من سنة 2017 إلى سنة 2024 ويرجع سبب اختيار هذه الفترة إلى توفر المعطيات المتعلقة بالمتغيرات التي تم الاعتماد عليها، كما شملت عينة الدراسة ثلاثة مؤسسات اقتصادية جزائرية وهي: أليانس للتأمينات، مجمع صيدال، سلسلة الأوراسي.

مصادر البيانات:

تم الحصول على البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة بالاعتماد على قاعدة بيانات موقع (بروصة الجزائر)

المطلب الثاني : متغيرات الدراسة

تشتمل متغيرات الدراسة على متغير تابع وأربعة متغيرات مستقلة وهي كالتالي:

المتغير التابع: يشتمل هذا المتغير على:

-DIV_{it}: يمثل نسبة الأرباح الموزعة والتي تحسب من خلال قسمة الأرباح الموزعة على النتيجة الصافية المحققة من طرف المؤسسات الاقتصادية الجزائرية المشكلة لعينة الدراسة.

المتغيرات المستقلة: تتمثل هذه المتغيرات في:

-$PROF_{it}$: يمثل مقياس لربحية المؤسسات الاقتصادية (معدل العائد على إجمالي الموجودات).ويحسب بقسمة صافي الربح على القيمة الإجمالية للأصول.

-LIQ_{it} : نسبة السيولة النقدية للسهم وتقاس بقسمة رصيد الأصول الجارية على الخصوم الجارية.

-$SIZE_{it}$: حجم المؤسسة و يقاس بلوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

LEV_{it}- : الرفع المالي ويقاس بقسمة مجموع الديون إلى مجموع الأصول.

المبحث الثالث: تقدير النموذج القياسي

المطلب الأول: دراسة إحصائية لمتغيرات الدراسة

الجدول رقم (1.3): دراسة إحصائية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	عدد المشاهدات	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الأقل قيمة	الأكبر قيمة
DIV	24	0.33	0.25	0.00	0.96
lev	24	0.15	0.22	0.00	0.61
LIQ	24	0.44	0.35	0.000167	0.99
Prof	24	8.57	3.82	0.43	11.95
size	24	1.15	0.85	0.000831	2.77

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10

تبين النتائج الموضحة في الجدول أعلاه أن نسبة الأرباح الموزعة والرفع المالي لهما أقل قيمة للانحراف المعياري ب: 0.00وبالتالي هما محور تمركز العينة المدروسة. وعلى العكس من ذلك نلاحظ أن ربحية المؤسسة هي مصدر تشتت العينة بأعلى قيمة انحراف معياري ب : 0.43.

كما يتضح من الجدول فإن متوسط نسبة توزيعات الأرباح (div) للمؤسسات محل الدراسة 33% وقد تراوحت هذه النسبة بين 0% كحد أدنى و 96% كحد أقصي، الأمر الذي يؤكد إتباع المؤسسات محل الدراسة لسياسات توزيع مختلفة، ويمكن أن يرجع هذا إلى حجم الأرباح التي تحققها كل مؤسسة، أو اختلاف قرارات الإدارة فيما إذا كانت ستوزع هذه الأرباح أو تحتجزها أو لاستخدامها عند الحاجة، أو لتسديد التزاماتها بالإضافة إلى طبيعة نشاط هذه المؤسسات واستراتيجيتها في إدارة أعمالها. هذا وقد بلغ متوسط نسبة الرافعة المالية (lev)15 % وقد تراوحت هذه النسبة بين 00% كحد أدنى و 61% كحد أقصى، وهذا يشير إلى اختلاف بين المؤسسات المذكورة في الاعتماد على الديون في تمويلها لاستثماراتها، والذي قد يرجع إلى الاختلاف في أحجام المؤسسات ونسب النمو فيها، أو ربما ميل بعض منها للتمويل عن طريق إصدار أسهم بدلا من التمويل عن طريق الاقتراض. كما بلغ متوسط السيولة (liq) لنفس المؤسسات المدروسة 44% وقد تراوحت هذه النسبة بين 0.016% كحد أدنى و 99% كحد أقصي. وهذا يدل على أن سياسة الاحتفاظ بالنقد تختلف من شركة إلى أخرى بشكل كبير، ربما نتيجة لاختلاف سياسة توزيع الأرباح التي تتبّعها هذه المؤسسات.

مصفوفة الارتباط بين المتغيرات.

جدول رقم (2.3) : مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج:

Corrélation	Div	PROF	LIQ	GRO	LEV

Probabilité					
Div.	1.000000				
lev	*0.31*	1.000000			
LIQ	0.21-	0.63-	1.000000		
Prof	0.75	0.37	0.63-	1.000000	
size	0.73	0.48	0.29-	0.64	1.000000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10

ويشير الجدول رقم (.....) إلى قيم الارتباط الثنائي لبيرسون بين مؤشرات الدراسة. يتضح من الجدول أن هناك علاقة ارتباطيه قوية بين مؤشرين مستقلة هي(Prof, Size) والمؤشر التابع(Div)،بينما العلاقة الارتباطية بين المؤشرين المستقلين الباقيين (LEV, LIQ)فهي ضعيفة .ويظهر من الجدول أيضا أن العلاقة الارتباطية بين المؤشرات المستقلة فيما بينها منخفضة ولم تتعد (0.70)، وهذا يعني عدم وجود مشكلة الازدواج الخطي بين هذه المؤشرات

المطلب الثاني: تقدير النماذج بيانات البانل الساكن

الجدول (3.3) : تقدير النماذج الثلاثة المقترحة باستخدام تحليل معطيات البانل للعينة المدروسة.

المتغير التابع: سياسة توزيع الأرباح (DIV%)						
الفترة: 2017-2024 ، T= 8 ، N= 3 ، مجموع مشاهدات البانل : N×T =24 مشاهدة						
المتغيرات	نموذج الأثر التجميعي		نموذج الأثر الثابت		نموذج الأثر العشوائي	
	T.Statistic	coefficients	T.Statistic	coefficients	T.Statistic	coefficients
Constant	(-2.98)*	0.44-	(-4.52)*	0.65-	(-2.96)*	0.43-
LIQ	(2.74)*	0.39	(3.98) *	0.56	(2.75) *	0.38
prof	(4.30)*	0.05	(5.38)*	0.06	(4.31)*	0.05
lev	(1.28)	0.25	(3.37)*	1.12	(1.22)	0.23
size	(1.30)	0.06	(0.10)*	0.005	(1.48)	0.07
R - SQUARED	% 76.93		%85.03		%77.57	
R -SQUARED ADJUSTED	% 72.08		%79.74		%72.85	
PROB (F - STATISTIC)	0.000000*		0.000000*		0.000000*	
DW	2.5		3.04		2.56	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج **EVIEWS 10**.

*: هي عند المستوى معنوية 5%.

-تشير القيمة الإحصائية لفيشر "F" في كل النماذج المستخدمة إلى وجود معنوية إحصائية لكل نموذج من النماذج الثلاثة.

-تشير القيمة الإحصائية ل "R-squared" أن المتغيرات المستقلة المعتمدة تفسر المتغير التابع بنسبة أكثر من 76% في النماذج الثلاثة.

1- ا اختيار النموذج الملائم:

لتحديد النموذج المناسب للبيانات الطويلة، سوف نقوم بعرض أسلوبين، الأول: أسلوب الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة. والثاني: هو أسلوب الاختيار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

اختبار فيشر للمفاضلة بين نموذج التجانس الكلي ونموذج الأثر الفردي:

يتم عادة البدء بالتأكد من وجود تلك الآثار غير ملحوظة، بمعني هل هنالك فعلا اختلافات بين المؤسسات، أو عبر الفترات الزمنية للدراسة من جل تقدير طرق البانلFEMو REM ،وهنا يتم اختيار النموذج بقاطع لكل مؤسسة مقابل نموذج بقاطع مشترك. وفرض العدم هو افتراض التجانس (القاطع المشترك).

$H0 : \mu 1=\mu 2.....=\mu N$

$H1 : \gamma 1=\gamma 2.....=\gamma T$

ويتم اختبار فرض العدم باستخدام إحصائية (F) وفق الصيغة :

$$\mathbf{F(N-1, N\times T-N-K)} = \frac{\left(\mathbf{R^2_{FEM}-R^2_{PM}}\right)/_{\mathbf{(N-1)}}}{\left(\mathbf{1-R^2_{FEM}}\right)/_{\mathbf{(NT-N-K)}}} \longrightarrow F$$

$(\alpha, N-1, N\times T-N-K)$

حيث أن (K) عدد المعلمات المقدرة ,(T) عدد السنوات و R^2_{FE}عبارة عن معامل التحديد عند استخدام نموذج التاثيرات الثابتة و R^2_{PM}يمثل معامل التحديد عند استخدام نموذج الانحدار التجميعي

عند حساب F الجدولية كانت النتائج كما يلي:

$F(\alpha, N-1, N\times T-N-K)=F(0.05, 3-1,24-3-4)=F(0.05,2,17)=3.59.$

ونجد أن القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر المقيد (5.1) أكبر من القيمة الجد ولية 3.59= F(17.2) عندئذ فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم لبيانات الدراسة.

2.4.2- اختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذج الأثر الثابت ونموذج الأثر العشوائي:

وبغرض تحديد نوعية هذا الأثر فإننا نعتمد اختبار هوسمان من أجل الاختيار بين نموذج الأثر الثابت أو العشوائي: سوف نختبر إحدى الفرضيتين التاليتين:

H0 **Erreur ! Signet non défini.** : فرضية العدم عندما يكون نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم, وفي هذه الحالة يتم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى المعممة GLS .

H1 :الفرضية البديلة عندما يكون نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم, وفي هذه الحالة يتم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى العادية OLS .

وتكون صيغة الاختبار على الشكل التالي:

$$H= (\hat{B}OLS-\hat{B}GLS)'[\ VAR\ (\hat{B}OLS-\hat{B}GLS)]^{-1}(\hat{B}OLS-\hat{B}GLS).$$

بحيث تتبع H توزيع كاي تربيع (X^2) مع درجة الحرية($K-1$) $v=1/2\ K$ حيث K هو عدد المتغيرات المستقلة ، فإذا تبين أن القيمة المحسوبة لإحصائية الاختبار أكبر من القيمة الجد ولية يتم رفض فرضية العدم المؤيدة لأفضلية نموذج التأثيرات العشوائية ، وقبول الفرضية البديلة القائلة بأن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل . والجدول التالي يوضح نتائج اختبار HAUSMAN :

الجدول رقم (4.3): نتائج اختبار HAUSMAN

P-VALUE	قيمة الاختبار-CHI SQUARE.STATISTIC
0.0012(*)	18.009796

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات EVIEWS 10

(*) معنوية الاختبار هي عند 5% .

يظهر من الجدول أن القيمة الإحصائية المحسوبة لاختبار (CHI-deux) وفق اختبار HAUSMAN تساوي 18.009796،كذلك القيمة الاحتمالية لكاي مربع التي هي اقل من 0.05 ،عند درجة الحرية v=6 ،مما يعني رفض الفرضية H0 لهذا الاختبار وهي غياب الارتباط الذاتي للأخطاء، وقبول الفرضية البديلة، فيكون بذلك استخدام نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم والأفضل للبيانات المدروسة.

المطلب الثالث: تقدير النموذج وتحليل النتائج

تم تقدير المعلمات بالاستعانة ببرنامج EVIEWS 10،وباستخدام المؤثرات الثابتة باعتبارها أفضل نموذج لتقدير لبيانات البانل، ويؤدي استخدام هذه الطريقة إلى تلاشي مشكلة الازدواج الخطي، واختلاف التباين ،والحصول على أفضل النتائج الممكنة باستخدام اكبر عدد متاح من المشاهدات عن متغيرات النموذجوالجدول التالي يوضح نتائج الانحدار باستخدام نموذج المؤثرات الثابتة لعينة الدراسة.

الجدول رقم(5.3) : نتائج الانحدار استخدام نموذج المؤثرات الثابتة لعينة الدراسة

المتغير التابع :DIV		
الفترة:2017-2024 عدد المشاهدات:24 T =8. N=3		
المتغيرات	Coefficient	Prob
Constant	0.332172	0.0061*
liq	0.563035	0.0009*
Prof	0.144140	0.0000*
lev	-0.071248	0.00036*
Size	-0.396801	0.9158
R-squared	85 %	
Prob(F-statistic)	0.000000*	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج EVIEWS 10.

(*) معنوية الاختبار عند 1%.

يمكن تلخيص نتائج الجدول السابق في المعادلة المقدرة التالية:

$div_{it} = -0.39 + 0.14\ PROF_{it} + 0.56\ LIQ_{it} - 0.07\ LEV_{it} - 0.39\ Size_{it}$

Number of observations: 24. Number of groups: 3. R^2 =85%

تقيم وتفسير النموذج المقدر.

تقييم النموذج من الناحية الإحصائية.

-**المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج:** يتضح من خلال الجدول رقم (6) أن القيمة الاحتمالية لإحصائية "F" هي ($p= 0.000<0.05$) مما يعني أنه على الأقل هالك عامل واحد من العوامل المستقلة (PROF. LIQ. GRO. LEV) يستطيع تفسير المتغير التابع.

-**المعنوية الإحصائية لمعاملات النموذج:** من أجل تقييم المعنوية الإحصائية لمعاملات المؤشرات المستقلة لنموذج التأثيرات الثابتة المعتمد، يتم إجراء اختبار t.Student عند درجة حرية (v) ومستوي المعنية (0.05).

عند مقارنة القيم المحسوبة لهذا الاختبار (جدول رقم 04) بالقيم الحرجة كانت النتائج كالتالي:

- ✓ المؤشر PROF (tcrit =2.44 < tcal =5.38) فالمعامل معنوي إحصائيا.
- ✓ المؤشر LIQ (tcrit =2.44 < tcal =3.98) فالمعامل معنوي إحصائيا.
- ✓ المؤشر PROF (tcrit =2.44 < tcal =3.37) فالمعامل معنوي إحصائيا.
- ✓ المؤشر size (tcrit =2.44 > tcal =0.10) فالمعامل غير معنوي إحصائيا.

هذه النتائج توضح أن قيمة معاملات المؤشرات المستقلة (LIQ. .PROF LEV) هي موضوعية ولها مصداقية إحصائية، حيث أنها تكونت تحت تأثير عوامل غير عشوائية، وبالعكس قيم معامل المؤشر (size) هو غير معنوي إحصائيا وتكون تحت تأثير عوامل عشوائية وبالتالي فهو لا تتمتع بالمصداقية الإحصائية.

-انطلاقا من النتائج المبينة في الجدول رقم (.....) نلاحظ أن العلاقة الارتباطية الكلية بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة هي قوية (0.85 =

R). لكن قوة هذه العلاقة ترجع بالأساس إلى الارتباط القوي بين المؤشرات المستقلة الثلاثة (LIQ. LEV.PROF) أما العلاقة الارتباطية بين المؤشر (size) فهي كما رأينا ضعيفة.

-من خلال قيمة معامل التحديد المتعدد (R^2) الذي بلغت قيمته ب85.03 %.نسجل أن المتغيرات المستقلة تفسر التغيرات في سلوك المؤشر التابع نسبة الأرباح الموزعة ب85.03 %. والنسبة الباقية حوالي 14.97% سببها متغيرات أخري لم يتضمنها النموذج والتي تم التعبير عنها ب (e_{it}) . لكن هذا التأثير القوي يرجع بالخصوص إلى دور المؤشرات الثلاثة (LIQ. LEV.PROF).

- تقييم النموذج من الناحية الاقتصادية.

- يلاحظ من النتائج الواردة في الجدول رقم (.....) ان مؤشر الربحية (Prof) ذو قيمة معنوية عالية وأثر طردي بشكل متوافق مع النظرية الاقتصادية، حيث تشير قيمة المعلمة بأنه عند زيادة قيمة الربحية بمقدار وحدة واحدة فان ذلك يؤدي إلى زيادة الأرباح الموزعة بمقدار 14.41 وحدة. يمكن أن يعزى ذلك أن شركات عينة الدراسة تتمتع بأداء جيد مكنها من تحقيق أرباح الية، وبزيادة ربحية الشركة ترتفع توزيعات الأرباح، حيث أن الشركات التي تحقق ربحية عالية يمكنها من خلق تدفقات نقدية

عالية لغايات توزيعات الأرباح إضافة إلى التغطية التمويلية اللازمة لغايات التوسع والاستثمار والنمو، مما يسهل لها توصيل إشارة إلى السوق المالية عن مكانتها المالية، بتميزها عن باقي الشركات الشيء الذيّ يؤدي إلى كسب ثقة المالكين وزيادة الطلب على أسهمها، وبالتالي ارتفاع قيمتها السوقية. أما بالنسبة لمؤشر السيولة (LIQ) فقد أثبت معنويته الإحصائية وتأثيره الإيجابي على المتغير التابع. وتعني قيمة معلمة المؤشر بأنه كلما زاد حجم السيولة بمقدار وحدة واحدة يؤدى ذلك إلى ارتفاع حجم الأرباح الموزعة بمقدار 56.30وحدة. وتفسير ذلك كون التدفقات النقدية للسهم هي العامل الرئيسي والأهم بعد ربحية السهم في سياسة التوزيعات النقدية لدى كبريات شركات الاقتصادية الجزائرية المعتمدة في الدراسة، فمن الممكن أن تكون الشركة محققة للأرباح، ولكن لا يوجد لديها سيولة تمكنها من أن توزع الأرباح، فزيادة التدفقات النقدية لدى الشركة يحفزها على زيادة مبلغ التوزيعات، وهذه النتيجة تتفق مع فروض نظريات التمويل، حيث ازدد التوجه حديثا لزيادة مبلغ التوزيعات في حال توفر السيولة النقدية لتخفيض تكلفة الوكالة.

من جهته فإن مؤشر الرفع المالي LEV فهو معنوي إحصائيا وان العلاقة العكسية بين حجم الدين وبين توزيع الأرباح هي علاقة مقبولة اقتصاديا، قيمة معامل هذا المؤشر (0.07−) تعكس درجة تأثيره العكسي القوي على

المتغير التابع، فزيادة الديون والأعباء المالية على المؤسسة بوحدة واحدة تؤثر بشكل عكسي بمقدار 0.07 وحدة على مقدار الأرباح الموزعة وهذا بشرط ثبات باقي المتغيرات الأخرى المفسرة في النموذج. ويرى الباحثان أن المؤسسات ذات الديون المرتفعة تحتاج إلى المزيد من السيولة لتسوية التزامات الديون، مما يؤدي بها إلى تقليل دفع الأرباح للمساهمين. واتفقت هذه الدراسة مع دراسة

-فيما يخص مؤشر size والمعبر عن حجم الشركة ،فقد اظهر التحليل الإحصائي أن هذا المؤشر غير معنوي إحصائيا وان العلاقة الارتباطية بالمؤشر التابع ضعيفة وكذلك لابساهم كثيرا في تفسير سلوك المؤشر التابع سياسة توزيع الأرباح في مؤسسات الدراسة وذلك بالنظر إلى قيمة معامله الضعيفة (0.39-).

<u>خلاصة الفصل:</u>

في ختام هذا الفصل،تم التوصل إلى جملة من النتائج التي تسهم في فهم السلوك المالي لعينة من الشركات المدرجة في بورصة الجزائر فيما يتعلق بقراراتها التوزيعية.

وقد أظهرت التحليلات الإحصائية و الإقتصادية أن مجموعة من المتغيرات مثل الربحية و السيولة وحجم المؤسسة و الرفع المالي تلعب أدوارا متفاوتة في التأثير على سياسة توزيع الأرباح.

وتبين أن الشركات ذات الربحية العالية و السيولة الجيدة تميل إلى توزيع أرباح أعلى،بينما الشركات التي تمتلك فرص نمو مستقبلية الحفاظ على الأرباح لإعادة إستثمارها.

وقد أكدت نتائج هذه الدراسة أن سلوك الشركات المدرجة في بورصة الجزائر يتأثر بعدة عوامل داخلية ،في ظل بيئة إقتصادية و تنظيمية تتسم بنوع من الحذر و القيود التمويلية،مما يدفع المؤسسات إلى تبني سياسات توزيعية محافظة نسبيا.

تُمهد هذه النتائج الطريق لفهم أعمق للسياسات المالية المتبعة في السوق الجزائرية،وتبرز الحاجة إلى تطوير آليات السوق وزيادة الشفافية والممارسات الحكومية الجيدة،مما يعزز ثقة المستثمرين ويحفز الأداء العام للسوق المالية الوطنية.

الخاتمة:

جاءت هذه المذكرة كمياهمة في دراسة أحد المواضيع الحيوية في مجال التمويل،والمتمثل في سياسة توزيع الأرباح ،وذلك من خلال تحليل محدداتها في بيئة الإقتصاد الجزائري،إعتمادا على دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

وقد كان الهدف الأساسي من هذه الدراسة هو تحديد العوامل المؤثرة على قرارات توزيع الأرباح،وفهم مدى إستجابة الشركات المحلية للمتغيرات المالية و الإقتصادية في هذا السياق.

من خلال الجانب النظري،تم التطرق إلى المفاهيم الأساسية المتعلقة بتوزيع الأرباح،والنظريات المفسرة لهذه السياسة،والعوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح،اما في الجانب التطبيقي فقد تم إستخدام نموذج قياسي يعتمد على بيانات مالية لعينة مختارة من الشركات الجزائرية ،بغرض إختبار أثر متغيرات مثل الربحية و السيولة وحجم الشركة و الرفع المالي على سياسة التوزيع.

أظهرت نتائج الدراسة أن كلا من الربحية و السيولة لهما تأثير معنوي وموجب على سياسة توزيع الأرباح،وهو ما يتماشى مع المنطق المالي و الممارسات المعتمدة عالميا.في المقابل،لوحظ أن بعض المحددات الأخرى ،مثل الرفع المالي و حجم الشركة،لها تأثير متفاوت أو غير معنوي في

السياق الجزائري،مما يعكس خصوصية السوق وقيوده التنظيمية و المؤسساتية.

إنطلاقا من هذه النتائج،يمكن القول ان سياسات توزيع الأرباح في السوق الجزائري لا تزال تتسم بالتحفظ،ما يعكس من جهة التحديات التي تواجهها المؤسسات في بيئة إستثمارية غير مستقرة ،ومن جهة أخرى محدودية عمق و فعالية سوق الأوراق المالية الجزائرية.

استهدفت الدراسة تحليل وقياس أثر مجموعة من العوامل المؤثرة في قرار توزيع الأرباح، لدي المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، خلال الفترة(2017-2024)، حيث تم تقدير النموذج باستخدام نماذج panel dataالذي جمع بين البعد الفردي (المؤسسات الاقتصادية) والبعد الزمني (الفترة الزمنية).

اختبار الفرضيات.

-من خلال الدراسة التطبيقية التي قمنا بإجرائها على عينة من الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2018-2024) ، توصلنا إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين كل من الربحية، السيولة، الرفع المالي وسياسة توزيع الأرباح، في حين توصلت الدراسة إلى عدم وجود أي علاقة معنوية احصائيا حجم الشركة وسياسة توزيع الأرباح وهو ما ينفي صحة الفرضية الاولى .

التوصيات

بناء على النتائج السابقة الذكر يمكن الخروج بمجموعة من التوصيات نوجزها فيما يلي:

-ضرورة الاهتمام الكبير من قبل الشركات الجزائرية بأهمية واستخدامات قائمة التدفقات النقدية في عملية اتخاذ القرارات الادارية وخصوصا القرار المتعلق بتوزيعات الأرباح النقدية. فقد اعتبرت لجنة معايير المحاسبة المالية الأمريكية (FASB) وفي المعيار رقم (5) الفقرة (52) قائمة التدفقات النقدية أساسا لتحديد مقدار توزيعات الأرباح النقدية.

-على إدارات الشركات الاهتمام بعامل الحاجة للتوسع والاستثمار بشكل كبير عند اتخاذ قرار التوزيع وذلك بإتباع نظرية الفائض واستبقاء الجزء الأنسب من الأرباح عند الحاجة للتوسع والاستثمار.

-ضرورة اهتمام الشركات خصوصا غير الموزعة للأرباح بتقييم أدائها المالي ودراسة أهم العوامل المحددة لكفاءتها ونشاطاتها الاستثمارية، حتى يتسنى لها تحسين أهم المؤشرات المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

آفاق الدراسة:

تتمثل آفاق دراستنا هذه في مجموعة من المواضيع والأفكار المقترحة للبحث مستقبلاً، وهي كالتالي:

- توسيع عينة الدراسة لتشمل شركات غير مدرجة في بورصة الجزائر أو مقارنة دولية على مستوى المنطقة المغاربية أو العربية.

-دراسة تأثير الأزمات الإقتصادية مثل جائحة كوفيد19 أوتقلبات اسعار النفط على توجهات توزيع الارباح.

-التفرقة بين الشركات العائلية وغير العائلية ومدى انعكاس ذلك على سياساتها في توزيع الارباح.

إدراج محددات إضافية مثل حوكمة الشركات ,وجودة الأرباح.

قائمة المراجع:

الكتب باللغة العربية:

-دريد كامل آل شبيب,كتاب إدارة مالية الشركات المتقدمة. د. د. فايز سليم حداد، كتاب الإدارة المالية الطبعة الثالثة، كلية إدارة الأعمال –قسم التمويل–الجامعة الأردنية

محمد شاهين، كتاب سياسات التمويل وأثره على أداء الشركات.

– محمد الفاتح محمود بشير المغربي، كتاب التمويل و الاستثمار في الإسلام،2018،

-د–عبد القادر محمد أحمد عبد الله /د.أ خالد بن عبد العزيز السهلاوي،كتاب الإدارة المالية،الطبعة الخامسة1438،2017م.

-د.أ إسماعيل محمد الأزهري، د. عبد العزيز محمود عبد المجيد، كتاب الإدارة المالية المتقدمة، منشورات جامعة السودان المفتوحة، الطبعة الأولى 2007.

-د.فايزسليم حداد.كتاب الإدارة المالية،كلية إدارة الأعمال–قسم التمويل–الجامعة الأردنية.الطبعة الاولى.

– د.فايزسليم حداد.كتاب الإدارة المالية،كلية إدارة الأعمال–قسم التمويل–الجامعة الأردنية،الطبعة الثالثة.

-منير إبراهيم هندي الإدارة المالية–مدخل تحليلي معاصر–، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر ،2003،

المجلات:

-زرقون محمد، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة -دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الاوراسي الجزائر-مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الثامن.

-أ.د بريش عبد القادر،أبدروني عيسى ،سياسة توزيع الارباح كآلية لحوكمة الشركات،مجلة البحوث في العلوم المالية و المحاسبية العدد20.

الرسائل و الأطروحات:

-حلوي لكحل ,قرار توزيع الأرباح و أثاره على قيمة المؤسسة دراسة حالة مؤسسة صيدال 1999-2016,مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية لسنة 2017.

- حسام كفايفي، محددات سياسة توزيع الأرباح في الشركات الإقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية تخصص: مالية المؤسسة لسنة2021 /2022.

-عدمان فائزة، سياسة توزيع الأرباح و أثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير ،جامعة الجزائر 3،2017.

-أنفال قادري ، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة ،دراسة تطبيقية لعينة من شركات المساهمة بمدينة تقررت، مذكرة شهادة ماستر مالية مؤسسة.

الورقات البحثية:

-محمد قيس عادل القنبري، سياسة توزيع الأرباح، ورقة بحثية قدمت في الفصل الدراسي خريف 2017 ضمن متطلبات مادة الإدارة المالية بالأكاديمية الليبية للدراسات العليا/طرابلس.

القوانين:

[1]-القانون المتعلق بشركات المساهمة، القسم السابع، تغيير رأسمال الشركة، الباب الأول الزيادة في رأس المال،المادة182.

المواقع:

https://www.sciencedirect.com/topics/social-sciences/investment-decision

-Meemapps.com/term/external-funding-sources.

- daftara.com/ glossaries' ، 16/9/2024.

-Ar.m.wikipidia.org/wiki.

الكتب باللغة الأجنبية:

- Aswath damodarna ,pratique de la finance d'entreprise,

قائمة الملاحق:

الملحق رقم 01 : الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

Mean	0.339905	0.154491	0.445554	8.571574	1.157227
Median	0.384090	0.027659	0.397993	9.972518	1.487144
Maximum	0.962712	0.615046	0.994479	11.95914	2.775574
Minimum	0.000000	0.000000	0.000167	0.437649	0.000831
Std. Dev.	0.255076	0.221073	0.350560	3.827665	0.854203
Skewness	0.169941	1.072012	0.275715	-1.481126	-0.225673
Kurtosis	2.640893	2.383651	1.646107	3.642018	1.866304
Jarque-Bera	0.244477	4.976723	2.137101	9.187123	1.488981
Probability	0.884937	0.083046	0.343506	0.010117	0.474976
Sum	8.157728	3.707791	10.69330	205.7178	27.77346
Sum Sq. Dev.	1.496470	1.124088	2.826517	336.9734	16.78224
Observations	24	24	24	24	24

الملحق رقم 02 : مصفوفة الارتباط

Covariance Analysis: Ordinary
Date: 05/24/25 Time: 11:43
Sample: 2017 2024
Included observations: 24

Correlation t-Statistic	DIV	LEV	LIQ	PROF	SIZE
DIV	1.000000				

LEV	0.314965	1.000000			
	1.556540	-----			
LIQ	-0.219796	-0.633029	1.000000		
	-1.056777	-3.835498	-----		
PROF	0.750937	0.377497	-0.639745	1.000000	
	5.333658	1.912093	-3.904142	-----	
SIZE	0.735297	0.485174	-0.297779	0.646729	1.000000
	5.088713	2.602494	-1.463080	3.977115	-----

الملحق رقم 03 : النموذج التجميعي

Dependent Variable: DIV
Method: Panel Least Squares
Date: 05/24/25 Time: 10:55
Sample: 2017 2024
Periods included: 8
Cross-sections included: 3
Total panel (balanced) observations: 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LEV	0.252606	0.196811	1.283494	0.2148
LIQ	0.393657	0.143393	2.745313	0.0129
PROF	0.057663	0.013389	4.306674	0.0004
SIZE	0.068853	0.052684	1.306919	0.2068
C	-0.448454	0.150388	-2.981970	0.0077

R-squared	0.769358	Mean dependent var	0.339905
Adjusted R-squared	0.720802	S.D. dependent var	0.255076
S.E. of regression	0.134780	Akaike info criterion	-0.987292
Sum squared resid	0.345148	Schwarz criterion	-0.741864
Log likelihood	16.84750	Hannan-Quinn criter.	-0.922180
F-statistic	15.84473	Durbin-Watson stat	2.509894
Prob(F-statistic)	0.000007		

الملحق رقم 04 : نموذج الأثر الثابت

Dependent Variable: DIV
Method: Panel Least Squares
Date: 05/24/25 Time: 10:55
Sample: 2017 2024
Periods included: 8
Cross-sections included: 3
Total panel (balanced) observations: 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LEV	1.126939	0.333847	3.375611	0.0036
LIQ	0.563685	0.141287	3.989629	0.0009
PROF	0.066145	0.012281	5.385835	0.0000
SIZE	0.005396	0.050310	0.107260	0.9158
C	-0.658561	0.145666	-4.521021	0.0003

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.850306	Mean dependent var	0.339905
Adjusted R-squared	0.797473	S.D. dependent var	0.255076
S.E. of regression	0.114792	Akaike info criterion	-1.252899
Sum squared resid	0.224012	Schwarz criterion	-0.909300
Log likelihood	22.03479	Hannan-Quinn criter.	-1.161743
F-statistic	16.09422	Durbin-Watson stat	3.040893
Prob(F-statistic)	0.000004		

الملحق رقم 05 : النموذج العشوائي

Dependent Variable: DIV
Method: Panel EGLS (Period random effects)
Date: 05/24/25 Time: 10:56
Sample: 2017 2024
Periods included: 8
Cross-sections included: 3
Total panel (balanced) observations: 24
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LEV	0.231788	0.189855	1.220869	0.2371
LIQ	0.383174	0.139139	2.753883	0.0126
PROF	0.056039	0.012994	4.312766	0.0004
SIZE	0.075867	0.051198	1.481840	0.1548
C	-0.434767	0.146417	-2.969385	0.0079

Effects Specification

	S.D.	Rho
Period random	0.037681	0.0789
Idiosyncratic random	0.128704	0.9211

Weighted Statistics

R-squared	0.775768	Mean dependent var	0.303155
Adjusted R-squared	0.728561	S.D. dependent var	0.247960
S.E. of regression	0.129187	Sum squared resid	0.317094
F-statistic	16.43342	Durbin-Watson stat	2.565777
Prob(F-statistic)	0.000006		

Unweighted Statistics

R-squared	0.769076	Mean dependent var	0.339905
Sum squared resid	0.345570	Durbin-Watson stat	2.553272