



جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني
في ميدان: علوم اقتصادية وعلوم التسيير وعلوم تجارية
فرع علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية المؤسسة

بعنوان:

تأثير الضريبة على توزيعات الأرباح

في شركات المساهمة

دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في بورصة الجزائر
(للفترة الممتدة من سنة 2011 - 2017)

من إعداد الطالبة: التجاني سليم، تجاني محمد الأمين

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2019/06/17

أمام اللجنة المكونة من السادة:

أ.د/ دادن عبد الوهاب.....(أستاذ، جامعة ورقلة) رئيسا

أ.د/ بكاري بلخير.....(أستاذ محاضر "أ"، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا

أ/ هتهات السعيد.....(أستاذ مساعد "أ"، جامعة ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية: 2019/2018

إهداء

نهدي هذا العمل

إلى الوالدين الكريمين

إلى الإخوة وكافة أفراد العائلة

إلى كل أساتذتنا الكرام

إلى كل الأصدقاء وزملاء الدراسة في جامعة ورقلة.

شكر

أولاً وآخراً الحمد والشكر لله عز وجل لتوفيقه لنا وعونه
ولا يسعنا من خلال هذه الكلمات إلا أن نقدم جزيل الشكر للأستاذ المشرف
"بكارى بلخير" الذي كان له الفضل في إرشادنا وتوجيهنا في إتمام وإخراج هذا
العمل،

وثمره هذا العمل نقدمها عرفانا وتقديراً لكل من ساندنا من أساتذتنا الكرام.

ملخص

إن الهدف من هذه الدراسة هو قياس أثر الضريبة على أرباح الشركات في توزيعات الأرباح لمؤسسات المساهمة الجزائرية، من خلال دراسة قياسية ضمت أربع مؤسسات مدرجة في البورصة، في فترة ما بين 2011 و2017.

ولتحقيق هذا الهدف تم استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (Panel)، من أجل متغيرين اقتصاديين، الضريبة على أرباح الشركات كمتغير مستقل (IS)، وتوزيع الأرباح كمتغير تابع (DIV). تم اختيار نموذج الانحدار التجميعي لاعتباره مناسباً لتمثيل العلاقة بين المتغيرين، أين تم دراسته احصائياً.

أشارت نتائج الدراسة للنموذج المقدر إلى حوصلة مفادها أن الضريبة على أرباح الشركات المفروضة من السياسة الضريبية في الجزائر تقوم على أساس تحفيز المؤسسات المنتجة، حيث تمنح الإعفاءات والتخفيضات لتشجيع القطاع الصناعي، ومنه ظهرت علاقة طردية بين الضريبة على أرباح الشركات وتوزيعات الأرباح.

الكلمات المفتاحية: توزيع الأرباح، الضريبة على أرباح الشركات، المساهمين.

Abstract :

The aim of this study is to measure the impact of corporate tax on dividends at the Algerian shareholding companies through a study of four (04) listed firms during the period from 2011 to 2017.

The Panel models were used for two economic variables, the corporate income tax as an independent variable (IS), and the dividend distribution as a dependent variable (DIV). By comparing pooled regression model with the fixed effects model and the random effects model, pooled regression model was chosen to be appropriate to represent the relationship between the two variables, where it was studied statistically, and to extract the linear regression form.

The results of the studied estimated model indicate that the corporate tax imposed by tax policy in Algeria is based on stimulating the productive firms, granting exemptions and reductions to encourage the industrial sector, and it conclude with a positive relationship between the tax on corporate profits and dividends.

Keywords: Dividend, Corporate income tax, Sahreholders.

قائمة المحتويات

III	إهداء
IV	شكر
V	ملخص
VI	قائمة المحتويات
VIII	قائمة الأشكال
IX	قائمة الجداول
أ	مقدمة
1	الفصل الأول: ماهية توزيع الأرباح وعلاقتها بالضريبة على أرباح الشركات
2	المبحث الأول: مفهوم توزيع الأرباح وعلاقتها بالضريبة على أرباح الشركات
2	المطلب الأول: تعريف سياسة توزيع الأرباح
2	المطلب الثاني: أنواع سياسة توزيع الأرباح
6	المطلب الثالث: محددات سياسة توزيع الأرباح
10	المطلب الرابع: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح
15	المبحث الثاني: الدراسات السابقة لتوزيع الأرباح والضريبة على أرباح الشركات
15	المطلب الأول: الدراسات السابقة العربية
15	المطلب الثاني: الدراسات السابقة الأجنبية
18	خلاصة الفصل
19	الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية في مؤسسات المساهمة الجزائرية
21	المبحث الأول: الطريقة والأدوات
21	المطلب الأول: الطريقة المتبعة لدراسة الحالة
22	المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة

24	المبحث الثاني: النتائج والمناقشة
24	المطلب الأول: نتائج الدراسة
28	المطلب الثاني: تحليل النتائج ومناقشتها
31	خلاصة الفصل
32	خاتمة
32	قائمة المراجع
32	الملاحق

قائمة الأشكال

- الشكل 1.1: يوضح العلاقة بين توزيعات وربحية السهم.....4
- الشكل 1.2: يوضح التغيرات في مقدار الضريبة على أرباح الشركات.....24
- الشكل 2.2: يوضح التغيرات في النتيجة الجارية (قبل الضرائب).....25
- الشكل 3.2: يوضح التغيرات في الأرباح الموزعة25
- الشكل 4.2: يوضح منحنى الانحدار التجميعي لمتغيرات السلاسل الزمنية المقطعية.....28

قائمة الجداول

- جدول 1.2: يوضح نتائج تقدير نماذج السلاسل الزمنية المقطعية.....26
- جدول 2.2: نتيجة اختبار مضاعف لاغرانج.....27
- جدول 3.2: يوضح نتائج التقدير بدون ثابت.....27

مقدمة

تبنى المؤسسات الاقتصادية ضمن قائمة الأهداف التي تسعى لتحقيقها وأسست من أجل الوصول إليها أهدافاً أساسية جوهرية مشتركة فيما بينها تصبوا إليها وتتماثل بين جميعها تمثل جوهر المسار الذي تخططه خلال العمر القانوني لها، من بين أهمها إيجاد أفضل سياسة تنتهجها من أجل تعظيم ثروة المساهمين وذلك في ظل اعتبار مقدار التكلفة كأهم محدد للسياسة من خلال قرار توزيع الأرباح أو احتجازها.

تعتبر سياسة توزيع الأرباح قراراً استراتيجياً ذا أهمية بالغة بالنسبة للمؤسسة، لكونها تمم كل من المستثمرين والمؤسسة في حد ذاتها، فتكون في مواجهة رغبات مستثمريها من جهة وحاجاتها التمويلية من جهة أخرى، إذ يتوقع المستثمر عائداً مغرباً مقابل التضحية بجزء من ثروته في المؤسسة على أن يتم إدارتها واستغلالها من قبل مسيرين على مستوى من الكفاءة وعلى دراية أفضل بحالة المؤسسة ومتطلباتها، وذلك بغية تحقيق أكبر قدر مما يطلبه المساهمين رغم إمكانية التضارب في مختلف المصالح للفاعلين فيها، أما المؤسسة فتعمل على الاستفادة من الأرباح المحققة واستغلالها في تمويل مشاريعها والعمل على النمو ومحاولة تعظيم قيمتها السوقية.

كان للتساؤل الذي يقول كيف تضع المؤسسات سياستها لتوزيع الأرباح، إقبالاً كبيراً من طرف العديد من الباحثين انطلاقاً من العمل الذي قام به كل من "مودجلياني وميلر" (Miller and Modigliani 1961)، حيث في حالة توفر بعض الفرضيات فإن سياسة توزيعات الأرباح لا يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، وأوضح (Musulis & Trueman 1988) أهمية التأثير الذي تخلفه الضرائب على توزيع الأرباح، وذلك حسب النسب التي يعينها النظام الضريبي.

تتعدد العوامل والمحددات التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية من خلال رسم توليفة تخدم كل من الطرفين، بحيث تناسب تطلعات المساهمين حول عوائدهم وكذا تلبية حاجيات المؤسسة التمويلية، ولعل أبرزها هو عامل التكلفة والذي على رأسه نجد مقدار الضريبة كعامل أساسي يساهم في تحديد نسبة توزيع الأرباح حسب التغيرات الحاصلة على مستواه. حيث أن النظام الضريبي يفرض نسبةً على الأرباح الموجهة نحو المساهمين كدخل فردي في مقابل أنه لا يفرض أي نسبة على أرباحهم إذا ما تم احتجازها داخل المؤسسة التي تعمل كمأوى لأموال المساهمين من التعرض لضريبة تعتبر أكبر نسبياً مقارنة بما يتحتم عليهم تحمله مقابل إعادة الاستثمار، لأن الأرباح المحتجزة تفرض تكاليف وكالة لإدارة تلك الأموال واستخدامها بما يتناسب واهتمامات المستثمرين مع تحمل التكاليف التي عادة ما تكون في شكل خسارة في القيمة.

من هذا المنطلق، تقوم المؤسسة برسم سياسة لتوزيع الأرباح حسب النتيجة التي يحددها مقدار الضريبة الذي تدفعه، والتي من خلالها تسعى لتحقيق تطلعاتها التمويلية، حيث إذا تم تحقيق نتيجة ضعيفة بسبب ارتفاع معدل الضريبة، فقد تميل المؤسسة لاحتجاز أكبر قدر من الأرباح لتغطية احتياجاتها من مصدر تمويلي ذاتي خالي من التكاليف. في حين قد تقوم بتوزيع تلك الأرباح بغية الوصول إلى هدف استراتيجي من وراء ذلك.

وعلى هذا يتم طرح الإشكال التالي: ما هو تأثير الضريبة على توزيع الأرباح في شركات المساهمة الجزائرية محل الدراسة؟

يمكن التمييز بين نوعين من الضرائب بهذا الصدد، أولا الضريبة على الدخل الإجمالي ويخضع لها مجموعة المستثمرين في المؤسسة بصفتهم أشخاص طبيعيين، وثانيا الضريبة على أرباح الشركات والتي تخص الأشخاص المعنويين وهي ما سيتم إظهار تأثيرها على توزيع الأرباح من خلال هذه الدراسة.

من أجل الوصول إلى إجابة للإشكالية المطروحة ضمن هذه الدراسة، يوضع التساؤل ضمن سياق مجموعة من الأسئلة الجزئية التالية:

-هل توجد علاقة بين سياسة توزيع الأرباح والضريبة على أرباح الشركات؟

-ما طبيعة العلاقة التي تتميز بها سياسة توزيع الأرباح والضريبة على أرباح الشركات؟

من خلال الأسئلة الفرعية السابقة، يمكن وضع فرضيات مقترحة للإجابة عن الإشكاليات المطروحة كالتالي:

-توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح والضريبة على أرباح الشركات؛

-تتميز العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والضريبة على أرباح الشركات بطبيعة عكسية.

-مبررات اختيار الموضوع:

تم اختيار الموضوع من أجل اسقاط النظريات الاقتصادية التي تناولت العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والضرائب على المؤسسات في المحيط الجزائري، حيث أنه من الصعب الحصول على المعلومات الكافية المتعلقة بالتوزيعات التي تقوم بها هذه المؤسسات.

-الهدف من الدراسة:

تم القيام بهذه الدراسة بهدف تسليط الضوء على تأثير التغيرات الحاصلة على مستوى الضريبة على أرباح الشركات في توزيعات أرباح المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، بحيث تمكّن من التعرف على أهمية الأخذ بعين الاعتبار مقدار الضريبة كمحدد لسياسة توزيع الأرباح في اتخاذ القرار بشأن التوزيع أو الاحتجاز.

-أهمية الدراسة:

تتركز أهمية هذه الدراسة على توضيح العلاقة بين توزيع الأرباح والضريبة على أرباح الشركات في البيئة التي تنشط فيها المؤسسات الجزائرية بخلاف الكثير من الدراسات الأخرى التي تناولت مؤسسات كبرى من دول العالم (بورصات عالمية)، بالإضافة إلى أن موضوع سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية لا يتم دراسته بالعناية الكافية.

-حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة في تحليل سياسة توزيع الأرباح كمتغير تابع انطلاقاً من التقلبات في مستوى الضريبة على أرباح الشركات في شكل متغير مستقل، حيث تم اختيار أربع مؤسسات كبرى في الجزائر، والتي تتوفر فيها المعلومات المطلوبة للدراسة، وذلك خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى 2017 التي تم استخراجها من خلال التقارير السنوية المتاحة في الانترنت.

-منهجية الدراسة:

تم الاعتماد على المنهج الاستدلالي في دراسة العلاقة بين متغيرات محل الدراسة، باستخدام الأسلوب الإحصائي الكمي، حيث يمكن استخلاص النتائج بالاعتماد على نماذج السلاسل الزمنية المقطعية، التي تجمع بين السنوات السبع للدراسة من 2011 إلى 2017، وأربع شركات مدرجة في بورصة الجزائر.

-صعوبات البحث:

تمثلت الصعوبات الأكثر تعقيداً في اختيار المؤسسات التي يمكن استخراج المعلومات الكافية منها المتعلقة بتوزيع الأرباح والذي تعتبره الكثير من المؤسسات الخاصة أمراً سرياً لا يمكن الاطلاع عليه، وكذلك القوائم المالية السنوية حيث تعسر علينا الحصول على تلك القوائم المالية لمؤسسة واحدة خلال عدة سنوات.

-هيكل البحث: تم تقسيم البحث إلى فصلين وذلك بعد التطرق إلى مقدمة تعطي صورة عامة على الموضوع محل الدراسة، يتعلق الفصل الأول بالإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح، الذي بدوره جُزئ إلى مبحثين، أولهما يضم مفهوم سياسة توزيع الأرباح، أنواع سياسات توزيع الأرباح، ومحددات سياسة توزيع الأرباح، ومن ثم النظريات المفسرة لها. أما ثانيهما، يتضمن كل من الدراسات السابقة العربية والأجنبية.

في الفصل الثاني تم اعتماد مبحث خاص بالطريقة المتبعة للدراسة والأدوات المستخدمة في تقدير المتغيرات، ومبحث آخر لعرض النتائج المتوصل إليها، ثم تحليلها ومناقشتها للخروج بحلول.

وفي الأخير خاتمة تضم أهم ما توصل إليه الباحثان من هذه الدراسة.

الفصل الأول:

ماهية توزيع الأرباح

وعلاقتها بالضريبة على

أرباح الشركات

تمهيد:

تتعدد النظريات والدراسات حول العلاقة التي تجمع بين إدارة المؤسسة الاقتصادية كمسيرين والمساهمين كأصحاب الملكية، أين تعبر كل واحدة منها عن وجهة نظر معينة ومن زاوية محددة ظاهرة تحكم السلوك الذي يسلكه سواء المسير أو المساهم اتجاه القرارات التي تُتخذ من الطرف المقابل، حيث تشكل هذه القرارات عناصر أساسية لتحقيق الاستمرارية في النشاط وما يجاورها من أهداف ضرورية توضع ضمن خطة كل مؤسسة اقتصادية، لا بد من أخذها بعين الاعتبار والعناية للتنسيق بين الأطراف الفاعلة فيها، فمن بين هذه القرارات قرار توزيع الأرباح الذي يعد كموضوع واسع المجال، صعب الدراسة، يحدد بناءً على تنفيذ رغبات المساهمين والمسيرين التي عادة ما تتميز بالتضارب.

تعبر سياسة توزيع الأرباح الطريقة التي تستخدمها المؤسسة من أجل تحديد مقدار ما ستدفعه للمساهمين في شكل توزيعات أرباح، حيث أن أغلبية هؤلاء المساهمين يعتمدون على هذه الأرباح كمصدر حيوي للدخل وهم من يشكلون الفئة ذات الدخل المنخفضة، أي ينتمون إلى شريحة ضريبية منخفضة أو معفية من الضرائب، وهذا يدفعهم إلى تفضيل نسبة كبيرة من توزيع الأرباح لإشباع رغباتهم، على خلاف فئة الأقلية التي تمثل المستثمرين ذوو الثروة المالية، الذين يقعون ضمن شريحة ضريبية مرتفعة، وبالتالي يفضلون نسبة توزيع للأرباح منخفضة (الأرباح المحتجزة) من أجل تفادي التعرض إلى ضريبة مرتفعة على الدخل، وهذا انطلاقاً من أن الأموال المستثمرة لا تفرض عليها ضريبة. تعمل المؤسسات في هذه الحالة كماوى للأموال من الضريبة على الدخل من خلال إعادة استثمارها في المؤسسة مقابل نسبة تكلفة أقل.

بالنسبة للضريبة على أرباح الشركات التي تشكل عبئاً كبيراً على عاتق المؤسسات، فتعتبر من أهم المحددات في وضع سياسة لتوزيع الأرباح في المؤسسات الجزائرية، حيث تؤثر مباشرة على النتيجة السنوية الصافية ومنه على نسبة التوزيع، وهو ما سيتم التطرق إليه في هذه الدراسة، فمن خلال الفصل الأول سيتم التعرف على مختلف المفاهيم والتعاريف والمحددات وكذا النظريات التي تفسر سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بالضريبة على أرباح الشركات، وذلك في المبحث الأول، أما الثاني فيهتم بالدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع.

المبحث الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بالضريبة على أرباح الشركات؛

المبحث الثاني: الدراسات السابقة لتوزيع الأرباح والضريبة على أرباح الشركات.

المبحث الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بالضريبة على أرباح الشركات

سيتم التطرق ضمن هذا المبحث إلى التعرف على سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بالضريبة على أرباح الشركات وذلك فيما يلي:

المطلب الأول: تعريف سياسة توزيع الأرباح

من وجهة نظر القانون البلجيكي، تعرف المحكمة العليا لبلجيكا توزيع الأرباح بأنه "العائد من رأس المال المستثمر في المؤسسة الذي يوزع بصفة دورية على الأطراف المعنية"¹، ويعتبر كنسبة معينة تحدد باتفاق مجلس الإدارة في المؤسسة تمثل جزء من النتيجة الصافية السنوية التي تم تحقيقها من خلال استغلال رأس المال بطريقة تمكن من توفير عائد يخدم كلا من المؤسسة والمستثمرين.

ويعرف بصيغة أخرى على أنه "تلك الدفعات النقدية المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية وفقا لربحية المؤسسة وسيولتها"²، أي أن المبلغ الذي يتم توزيعه يتغير من فترة إلى أخرى بالنسبة إلى ما تحققه المؤسسة من أرباح وكذا توفر السيولة لديها.

ومنه يمكن تعريف سياسة توزيع الأرباح على أنها "تمثل سلسلة الإجراءات المتبعة والمرافقة لقرار توزيع الأرباح"³. حيث تتضمن هذه الإجراءات تحديد نسبة توزيع الأرباح على المساهمين وما يلزم للاحتفاظ به كأرباح محتجزة، بالإضافة إلى تبني شكل معين للتوزيع (كتوزيع نقدي أو توزيع أسهم)، وهذا كله يدخل في سياسة توزيع الأرباح مع الأخذ بعين الاعتبار العوامل المؤثرة فيها.

المطلب الثاني: أنواع سياسة توزيع الأرباح

يمكن تقسيم أنواع سياسة توزيع الأرباح إلى قسمين رئيسيين هما: توزيع أرباح نقدية، وتوزيع أرباح غير نقدية.

1/ توزيع أرباح نقدية: وهي أن تتبع المؤسسة سياسة تعتمد على توفر السيولة، أي حصول المساهمين على حصصهم من رأس المال المستثمر لديها في شكل نقدي، وذلك من خلال الاتفاق بين أطراف مجلس الإدارة

¹ Guglielmo Maisto, **Taxation of Intercompany Dividends Under Tax Treaties and EU Law**, International Bureau of Fiscal Documentation, Netherlands, p383.

² هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة، أطروحة دكتوراه، جامعة الإسراء، بغداد، 2008، ص 212.

³ De Eugene F. Brigham, **Financial Management**, Atlantic publishers and distributors, India, p494.

على تحديد إما سياسة توزيعات ثابتة بثبيت معدل التوزيع أو تثبيت قيمة نقدية ثابتة، وإما سياسة توزيعات غير ثابتة بتوزيع الفائض بعد الاحتجاز.

1-1 / سياسة توزيعات ثابتة: تعتمد هذه السياسة على توزيع أرباح ثابتة بين مساهميها في أحد

الشكلين:

-توزيع قيمة أرباح ثابتة: وفي هذه الحالة تقوم المؤسسة بدفع أرباح موزعة ذات قيمة مستقرة، وتهدف من خلالها وبشكل أساسي إلى عدم زيادة الأرباح الموزعة على المساهمين كلما ازدادت أرباحها أو خفضها كلما انخفضت، لأن هذا يعني التزاما ضمينا من إدارة المؤسسة بالمحافظة على هذا المستوى من الأرباح الموزعة، ونجد في الواقع أن كثير من المؤسسات تتبع سياسة توزيع أرباح مستقرة وذلك للاعتقاد بأن المساهمين عامة يفضلون ذلك وبالتالي يكون لهذه السياسة تأثيرا إيجابيا على سعر سهم الشركة في السوق، ويأتي هذا التفضيل من خلال:

*وجود حالة من التأكد بشأن التدفقات النقدية المستقبلية؛

*أغلب المستثمرين يميلون نحو عائد منخفض نسبيا ومستقر في مقابل عائد مرتفع متذبذب (سلوك التحوط

عن المخاطر)؛

*ارتفاع سعر سهم المؤسسات التي تتبع سياسة توزيع قيمة مستقرة يؤدي إلى ارتفاع الطلب على أسهمها،

سواء كان ذلك لتمييزها بالمخاطر المنخفضة أو بالمكاسب الرأس المالية المرتفعة.

ترتفع ربحية السهم (Earnings Per Share-EPS) من سنة إلى أخرى بارتفاع الأرباح المحققة من طرف

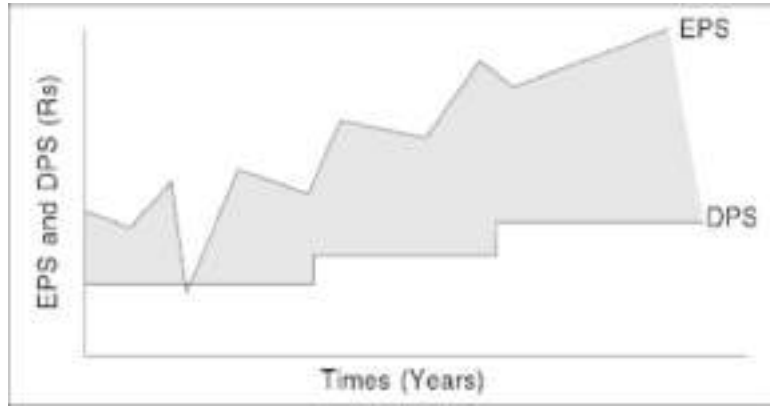
المؤسسة، وعليه إذا كانت التوقعات توحى باستمرار أو المحافظة على هذا المستوى من الارتفاع، فإن توزيعات السهم

(Dividend Per Share-DPS) تأخذ مسار الارتفاع طرديا بالارتباط مع ربحية السهم كما يوضحه

الشكل التالي:⁴

⁴ KHAN & JAIN, BASIC FIN MGMT, 2edition, Tata McGraw-Hill Publishing company limited, New Delhi, India, p 20.2.

الشكل 1.1: يوضح العلاقة بين توزيعات وربحية السهم



المصدر: KHAN & JAIN, Op.Cit., P 20.3

-توزيع معدل أرباح ثابت: تعتمد هذه السياسة على توزيع نسبة مئوية ثابتة من الأرباح كعائد نقدي على المساهمين، وطبقا لتذبذب الأرباح من عام لآخر فإن العائد النقدي الذي يتم توزيعه سوف يتذبذب أيضا وفقا لهذه السياسة، ولتجنب الآثار السلبية الخاصة بتذبذب مستويات العائد النقدي على أسعار الأسهم، فإن نسبة التوزيع التي يتم اختيارها عند تطبيق تلك السياسة تمثل متوسط النسبة المستهدفة التي تسعى الشركة إلى تحقيقها في الأجل الطويل.

1-2/ سياسة توزيعات غير ثابتة: في هذه الحالة تعتمد المؤسسة في تحديد معدل توزيع الأرباح

على الوضع الاقتصادي الذي تمر به خلال كل فترة زمنية. وعليه تنتهج المؤسسة "سياسة احتجاز الأرباح وتوزيع الفائض" التي تقتضي قيامها باحتجاز الأرباح بغرض إعادة استثمارها مرة أخرى أو بغرض تلبية احتياجاتها التمويلية⁵، من خلال مصدر منخفض التكلفة عوض اللجوء إلى الاقتراض من أطراف خارجية، فكلما كان للمؤسسة مشروعات استثمارية، فإنها تعتمد لاحتجاز نسبة إضافية من أرباح المساهمين (رفع معدل الأرباح المحتجزة على حساب معدل الأرباح الموزعة كفائض من النتيجة السنوية للمؤسسة) في مقابل تحقيق معدل عائد أعلى من الذي سيحققه حملة الأسهم عند قيامهم باستثمار أموالهم فرادى، ويترتب على تطبيق هذه السياسة تذبذب مقدار العائد النقدي الذي يتم توزيعه على المساهمين من عام لآخر تبعا لدرجة توفر المشروعات الاستثمارية التي يمكن تمويلها عن طريق الأرباح المحتجزة.

وفي ظل تطبيق سياسة الفائض فإن المؤسسات التي تتميز بمعدلات نمو مرتفعة هي التي تلجأ إلى احتجاز الأرباح لتمويل مشروعات التوسع، بينما الشركات ذات معدلات النمو المنخفضة تقوم بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها كعائد نقدي على المساهمين نظرا لعدم الحاجة إلى إعادة استثمار تلك الأرباح.

⁵ علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009، ص131.

توجد سياسة تتبعها المؤسسات التي تتميز أرباحها السنوية بالتذبذب وهي "سياسة التوزيعات الإضافية" التي تجمع بين سياسة توزيع قيمة أرباح ثابتة وسياسة توزيع الفائض، حيث توزع مقدار نقدي منخفض كعائد للمساهمين بصورة منتظمة كل عام مع إمكانية تقديم عائد إضافي يتم توزيعه في السنوات التي ترتفع فيها أرباح المؤسسة.

2/ توزيع أرباح غير نقدية: وعلى أساسها لا تعتمد المؤسسة على السيولة النقدية لمكافحة المستثمرين وإنما تتبع سياسات آخر تتمثل في:

2-1/ سياسة توزيع أرباح في شكل أسهم: "تتمثل توزيعات الأرباح على شكل أسهم بإعطاء المستثمر عدد معين من الأسهم بدلا من اعطائه توزيعات ارباح بصورة نقدية، حيث تتحدد حصة كل مستثمر من هذه التوزيعات وفقاً لما يمتلكه من أسهم الشركة..."⁶، فمن ميزات هذا النوع من التوزيعات هو عدم لجوء المؤسسة إلى دفع أموال نقدية إلى المساهمين، كما أنها تخفض من نسبة القروض إلى الأموال المملوكة (الملاءة)، وقد تنتهج المؤسسة هذه السياسة بهدف تخفيض القيمة السوقية للسهم بغية تسهيل عملية التداول على مستواه. تمكن هذه العملية المستثمرين الذين لا يتمتعون بالإعفاء الضريبي من تفادي التعرض للضريبة على الدخل، وعليه فإن معظم هذه الفئة من المستثمرين يفضلون توزيع الأرباح كأسهم مجانية تساهم في زيادة ثروتهم، وفي نفس الوقت توفر ميزة التقليل من الأعباء الضريبية.

2-2/ سياسة اشتقاق الأسهم: يعني ذلك أن تقوم المؤسسة بتجزئة الأسهم الخاصة بها، ومنه يمكن لحامل السهم أن يحصل على سهمين أو ثلاث عوض سهم واحد، وتقوم هذه العملية على تخفيض القيمة الإسمية للأسهم في السوق المالي (تصبح أكثر قابلية للتسييل) مما يرفع من الطلب عليها، وكذا تخفيض توزيعات السهم الواحد عند ثبات مبلغ التوزيع، حيث تفضي توفر السيولة مرونة لدى المستثمرين لشراء وبيع الأسهم في المؤسسة دون أن يكون لها تأثير كبير على سعر السهم.

2-3/ سياسة إعادة شراء الأسهم: تلجأ المؤسسات غالباً إلى هذه السياسة في حالة اعتقادها أن الأسهم المكونة لرأس المال مقيمة بأقل من قيمتها (سعرها السوقي أقل من سعرها الحقيقي)، فتستخدم الأرباح التي حققتها من أجل إعادة شراء جزء من أسهمها القائمة لدى المساهمين عوض تقديمها كتوزيعات أرباح نقدية (كشراء 10% من عدد الأسهم)، أي أن حاملي الأسهم يحصلون على دخل في شكل أرباح رأسمالية من خلال بيع

⁶ سعود جايد مشكور، زهور عبد السلام صادق، العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها في تحديد قيمة الشركة، مجلة مركز دراسات الكوفة: مجلة فصلية محكمة، جامعة المنفي، العراق، 2018، ص 225.

أسهمهم للمؤسسة، الذي غالباً ما يخضع لضريبة أقل نسبياً من التي تخضع لها الأرباح الموزعة، حيث أن المؤسسة تستفيد من هذه العملية في تقليل عدد الأسهم المكونة لرأس المال وبالتالي رفع ربحية السهم، مما يدفع بالأسعار للارتفاع فيوأكب ذلك زيادة الطلب على أسهم المؤسسة.

يتيح قرار إعادة شراء الأسهم للمستثمر المعفى من الضريبة الخيار حول حصوله على توزيعات نقدية أو عدمه، ذلك تبعاً لحاجاته إلى الدخل من خلال بيعه لجزء من أسهمه أو أن يحتفظ بالأسهم حتى ارتفاع قيمتها السوقية. أما المستثمر الخاضع للضريبة، فاخياره يكون تبعاً لمعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية ومعدل الضريبة على الدخل، فإن كان الأخير أكبر من الأول، فإن المستثمر تلقائياً سيفضل الحصول على دخله في شكل زيادة في قيمة السهم بدل الحصول على توزيعات أرباح نقدية، بالإضافة إلى أنه يمكنه تأجيل الضريبة على الأرباح الرأسمالية حسب تاريخ البيع.⁷

المطلب الثالث: محددات سياسة توزيع الأرباح

هناك العديد من العوامل التي تعتبر كمحدد لرسم سياسة لتوزيع الأرباح تناسب الوضع الذي تنشط فيه المؤسسة، كل حسب درجة تأثيرها على قرارات المسيرين من جهة وقرارات الملاك من جهة أخرى، لكن يمكن الإشارة إلى المحددات التي تؤثر بشكل عام فيما يلي:⁸

1/ الاحتياجات المالية للمؤسسة: يرتبط احتياج المؤسسة للتمويل ارتباطاً مباشراً بالفرص الاستثمارية المتاحة أمامها، وذلك من خلال أن المؤسسة تسعى لاستغلال هذه الفرص التي تمكنها من تحقيق أرباح إضافية وكذا مكاسب أخرى تخدم مصالحها، وعلى ذلك تنشأ الحاجة لتمويل الاستثمارات ما يدفع بالمؤسسة إلى انتهاج سياسة لتوزيع أرباح قليلة واحتجاز الجزء الأكبر منها من أجل إعادة استثمارها بمعدل عائد أعلى من أن يستثمرها المساهمون، حيث يتم اللجوء إلى احتجاز الأرباح لتفادي التكاليف المتعلقة بإصدار رأس مال جديد أو بالاقتراض. في حين عدم توفر الفرص الاستثمارية المربحة يؤدي إلى تبني سياسة لاحتجاز نسبة أرباح صغيرة وتوزيع النسبة الأكبر للمساهمين.

2/ استقرار توزيع الأرباح: يعتبر كمحدد ذا أهمية لسياسة توزيع الأرباح، إذ أن أغلبية المستثمرين في السوق المالي يفضلون الاستثمار في المؤسسات ذات توزيع الأرباح المستقر كتفضيلهم للحصول على توزيعات أرباح

⁷ إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد الدولي معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2010، ص14.

⁸ F. C. Sharma, **Financial Management: Latest Edition**, SBPD Publications, India, 2016,p297.

نقدية، بمعنى آخر، أن يحصل المساهمون على مبلغ أو نسبة ثابتة ومعلومة بشكل دوري⁹، ويفترض أن يدل الاستقرار على الارتفاع التدريجي لهذه النسبة بمرور السنوات وكذا انخفاض نسبة خطر عدم اليقين. فالمزاي المتعلقة باستقرارية الأرباح السنوية للمؤسسة تعطي أولوية لدى المستثمرين المهتمين للاستثمار فيها من جهة ومن جهة أخرى المحافظة على المساهمين الحاليين داخل المؤسسة.

3/ القيود القانونية: تختلف هذه القيود القانونية المتعلقة بتوزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية من دولة

إلى أخرى حسب القانون الذي يحكم المؤسسات فيها، ويمكن ذكر أهم الأحكام المشتركة فيما يلي:¹⁰

- لا يمكن للمؤسسة أن تدفع توزيعات الأرباح إلا في شكل نقدي أو -ضمن بعض الحالات- في شكل أسهم مجانية؛

- تُدفع توزيعات الأرباح من النتيجة الصافية السنوية الحالية، وذلك بعدما يتم تخصيص نسبة الاحتياطي القانوني بالإضافة إلى نسبة لتمويل الاحتياج؛

- تلجأ المؤسسة لدفع توزيعات الأرباح في حالة تحقيق نتيجة سالبة إلى الأرباح المجمعة للسنوات السابقة؛

- تعلن المؤسسة عن توزيع الأرباح للسنة الحالية قبل غلق الحسابات السنوية.

4/ القيود التعاقدية: تتمثل غالبا في اتفاقيات القروض التي قد تتضمن قيود على توزيعات الأرباح من

أجل الحفاظ على أموال الدائنين، حيث توضع على أساس بعض المؤشرات المالية الخاصة بالمؤسسة التي توضح الوضعية الحقيقية لها، ومنه قد تجبر المؤسسة على اتخاذ قرار بوضع نسبة ضعيفة لتوزيع الأرباح أو بعدم توزيع أي نسبة في حالات أخرى.

5/ السيولة: يعد عامل السيولة من أهم المحددات لسياسة توزيع الأرباح، إذ يمثل الأموال الناتجة عن نشاط

المؤسسة بعد طرح الأعباء المتعلقة بالدورة السنوية ابتداء من التكاليف الثابتة ووصولاً إلى المقدار الضريبي، بالإضافة إلى الاحتياج في رأس المال العامل BFR. يتعلق عامل السيولة بالعديد من القرارات الاستراتيجية التي تتخذها الإدارة، حيث أن توزيع الأرباح يتطلب توفر السيولة الذي بدوره يخفف من القدرة على التمويل الذاتي، اللجوء إلى مصدر خارجي باهظ التكلفة، ومنه ضياع فرص الاستثمار.¹¹

⁹ M.Y. Khan, P K Jaine, Financial Management: Text, Problems And Cases, Tata McGraw-Hill Education, 4^{ème} edition, New Delhi, India, 2004, P 25.2.

¹⁰ Prasanna Chandra, **Fund of Financial Management**, 5^{edition}, Tata McGraw-Hill Education Private limited, New Delhi, India, 2010, p 18.7.

¹¹ Deniz Igan, Marcelo Pinheiro, Aureo de Paula, **Liquidity and Dividend Policy**, Article, Source: OAI, 2010, p2.

من أهم العوامل المؤثرة على سيولة المؤسسة "الضرائب على أرباح الشركات" التي من خلالها يتعدى هذا التأثير إلى سياسة توزيع الأرباح، أين يمكن اعتبارها كمحدد غير مباشر ذو صدى عميق في تحديد مستوى الأرباح.

يرتبط قرار المؤسسة بشأن اختيار سياسة لتوزيع أو عدم توزيع الأرباح بدرجة امتلاكها للسيولة بشكل وثيق، حيث أن معظم المؤسسات التي توزع الأرباح على المساهمين تكون هي الأكثر احتواءً للسيولة، إذ أن أسهم هذه الأخيرة تتميز بحجم تداول كبير مقابل درجة تباين ضئيلة بين سعر العرض والطلب، أي يقترب من السعر الحقيقي لها والذي يعتبر مناسباً للتداول¹². هناك الكثير من الدراسات التي أثبتت وجود علاقة طردية بين السيولة على مستوى المؤسسات ونسبة توزيع الأرباح فيها، بالإضافة إلى عوامل أخرى (كمعدل الربحية) لها الأثر الإيجابي في رفع الأرباح الموزعة دون اللجوء إلى الاقتراض.¹³

6/ استقرار الأرباح: تتمكن المؤسسة من اتخاذ قرار بشأن سياسة لتوزيع الأرباح اعتماداً على ما تحققه كنتيجة صافية، بمعنى آخر، زيادة مقدار الأرباح يليه زيادة في نسبة التوزيعات بشكل متفاوت، أي أن الأرباح الموزعة على المساهمين تتعلق بنسبة الربح الموزع للسهم¹⁴، وأن التذبذب الحاصل في كل من الأرباح والتوزيعات يؤول إلى التطابق.

يقصد باستقرار الأرباح تحقيق المؤسسة لنتائج ثابتة نسبياً تميل إلى الارتفاع مع مرور الزمن، بحيث تكون درجة التقلب في الأرباح ضعيفة ومن المستحسن أن تكون ذات طبيعة موجبة، لأن المؤسسات في هذه الحالة يمكنها أن تحافظ على مستوى الأرباح الموجهة للمساهمين بطريقة أكثر رفاهية.

7/ الهدف لاحتكار السيطرة: يدخل في هذا العامل المحدد لسياسة توزيع الأرباح وجهتي نظر تتعلق بسلوك المسيرين اتجاه زيادة النفوذ داخل المؤسسة، فباعتبار مبدأ انفصال الإدارة عن الملكية يسعى كل من الطرفين إلى تلبية أكبر قدر من المصالح المتفق عليها، وقد تتعدى إلى ما يخدم طرف معين على حساب الآخر في ظل ظروف عدم تماثل المعلومات. بقيام الإدارة بدفع توزيعات معتبرة للمساهمين (التي تأخذ بعين الاعتبار نسبة الضريبة على الدخل)، تنشأ الحاجة إلى التمويل الخارجي الناتجة عن انخفاض السيولة الموجهة نحو استغلال الفرص الاستثمارية، من خلال إصدار أسهم جديدة للتداول، والتي بدورها تقلل من درجة نفوذ المساهمين لعدم استطاعتهم شراء هذه

¹² Deniz Igan, Marcelo Pinheiro, Aureo de Paula, Op.Cit., P 16.

¹³ M. A. Olang, G. M. Akenga, **Effect of Liquidity on the Dividend Pay-out by Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange**, Article, Chuka University, Kenya, no.5, 2015, P 207.

¹⁴ Arthur Dongo Apat, **The relationship between earnings volatility and dividend pay-out of firms quoted at the Nairobi Securities exchange**, research project of master, university of Nairobi, Kenya, 2014, P 5.

الأسهم بالقدر الكافي نظرا لارتفاع مقدار الضريبة، فينجم عنه تقليل نسبة الأرباح الموزعة لثُجَّتَجَزَّ النسبة الأكبر من أجل تغطية الاحتياج في التمويل¹⁵.

هذا من وجهة النظر الأولى، أما من وجهة النظر الأخرى، يتميز سلوك المسيرين بالثقة المفرطة التي تدفعهم إلى المبالغة في تقدير خبرتهم حول تقييم مشاريعهم الاستثمارية المستهدفة في مقابل تقدير أقل لحجم المخاطر، وبالتالي يستمر احتجاز الأرباح بغرض التمويل، وبصيغة أخرى، اتباع سياسة توزيع نسبة ضعيفة للأرباح¹⁶.

8/ معدل العائد المتوقع للمؤسسة: تسعى المؤسسات الاقتصادية من خلال نشاطها في السوق المالي إلى الحفاظ على المستثمرين فيها وذلك لأن الخروج المكثف للمساهمين يعرض قيمة الأسهم السوقية للانخفاض والذي يرجع أثره السلبي على قيمة المؤسسة السوقية المتمثلة في القيمة الاجمالية لكافة أسهمها المتداولة، حيث يكون السبب في بيع المساهمين لأسهمهم هو توقعاتهم المستقبلية حول العائد الذي ستحققه المؤسسة، إذ لا بد أن يفوق معدل العائد لاستثمار المساهمين لأموالهم بأنفسهم، ففي حالة ما إذا تجاوز هذا الأخير معدل العائد المتوقع في المؤسسة فإن عليها انتهاج سياسة توزيع أرباح عالية كتحفيز وإغراء للمستثمرين والمساهمين بمرودية السهم.

تعد فئة المستثمرين أصحاب الثروات أكثر من يهتم بهذا المحدد لسياسة توزيع الأرباح، انطلاقا من أنهم يفضلون الاستثمار في أسهم المؤسسات ذات العائد المتوقع المرتفع على غرار مستوى توزيع الأرباح للسهم، وذلك باعتبار أن أرباح هؤلاء الفئة تخضع لمقدار كبير من الضريبة على الدخل، وعليه فإن التوقعات حول تدهور معدل العائد المتوقع للمؤسسة يعتبر كافيا لعدول هذه الفئة عن شراء الأسهم أو لسحب مساهماتهم من المؤسسة مهما كان مستوى توزيع الأرباح.

9/ التضخم: بما أن التضخم يؤثر على المستوى العام للأسعار، فإنه من البديهي ارتفاع أسعار الأصول الثابتة للمؤسسة، والتي على أساسها تحسب مخصصات الاهتلاكات من أجل إعادة تجديد الاستثمارات، حيث يصبح هذا المخصص في وسط ظروف التضخم غير كافي لتلبية متطلبات الأصول الثابتة المهتلكة، والذي قد تم حسابه على أساس قيمة الأصول قبل تأثير التضخم، ومنه تنشأ الحاجة إلى احتجاز الأرباح كمصدر لتغطية ذلك النقص في الأموال الذي بفعله يتقلص مستوى الأرباح الموزعة أثناء حالات التضخم.

¹⁵ Omerhodžić Sead, **Identification and Evaluation of Factors of Dividend Policy**, Article, Tuzla University, Bosnia and Herzegovina, 2013, P 48.

¹⁶ Cheng-Shou Lu, **Management Ownership and Dividend Policy: The Role of Managerial Overconfidence**, Article, Kaohsiung University, Taiwan, P 9.

10/ السياسة الضريبية: تمثل هذه السياسة نمطا من أنماط السيادة التي تفرضها الحكومات ضمن السياسة المالية للدول، والتي تستخدم كوسيلة لتدخل الدولة من أجل التحكم في توجيه الاقتصاد بشكل يخدم مصالحها العامة. يخضع تحديد سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية إلى الضريبة على الدخل والضريبة على أرباح الشركات، أين يطلق عليها مصطلح الضريبة المزدوجة والتي تفسر بقدر معين سلوك المؤسسة في اتخاذ قرار توزيع أو احتجاز الأرباح. فمن منظور المصالح الضريبية، فإن احتجاز الأرباح يعد كتهديد للإيرادات، أين لا تفرض أي ضريبة على الأرباح المعاد استثمارها في المؤسسة على عكس توزيعها، أما من منظور المؤسسة، فإن الأرباح المحتجزة تحمّل المساهمين تكاليف إضافية للوكالة بحكم أن مكافأة المسيرين تتعلق برأس المال المكتتب، بخلاف المساهمين الذين تتعلق مكافأتهم بالأرباح¹⁷. فتقوم المؤسسة بدورها لحماية المساهمين من التعرض للضريبة من خلال احتجازها للأرباح وإعادة استثمارها داخل المؤسسة عوض توزيعها.

العديد من الدراسات التي تثبت تأثير الضرائب على سياسة توزيع الأرباح (الأرباح الموزعة) في المؤسسات، حيث اعتمدت الفترات أين تم تغيير النظام الضريبي الحكومي، وخرجت بنتيجة أن تغيير سياسة توزيع الأرباح يكون متوقعا عند تغيير الحكومة لسياستها الضريبية¹⁸.

المطلب الرابع: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

لقد ارتبط ظهور سياسة توزيع الأرباح بالتطورات التي لازمت المؤسسات الاقتصادية آنذاك، ويرجع تاريخها إلى أوائل القرن السادس عشر أين أخذت تنتشر وتطراً عليها تغييرات حسب ما يجري في الأسواق المالية إلى أن أصبحت متعلقة بملكية المستثمرين¹⁹. وعلى إثر هذا حاولت العديد من النظريات والدراسات الوصول إلى تفسير يوضح سلوك المؤسسات في اتخاذ سياسة لتوزيع الأرباح، والتي اشتركت اشكالياتها الأساسية حول مدى إمكانية الوصول إلى سياسة مثلى إن وجدت تسمح بتعظيم ثروة المساهمين²⁰، فكانت أول النظريات لموديجلياني وميلر سنة 1961، حيث أُعْتُبرت كمحور للنظريات التي تلتها، من خلال أنه تم بنائها على أساس فرضيات معينة وفي توفر ظروف اقتصادية، ووجه إليها الانتقاد من طرف المحللين الماليين، لتتشكل نظريات أخرى تهدف لتفسير سياسة توزيع

¹⁷ Steven A. Bank, **Rethinking Double Taxation's Role in Dividend Policy: Historical Approach**, Article, Florida State University, Florida, No.69, 2003, P 1.

¹⁸ Onwuka Okwara, **Impact of Corporate Taxation on Dividend Payments: Evidence from Nigerian Deposit Money Banks**, Article, Abia State University, Nigeria, No.1, 2019, P 3.

¹⁹ Husam-Aldin N. Al-Malkawi, Rekha Pillai, Michael Rafferty, **Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence**, Article, International Bulletin of Business Administration, 2010, P 172.

²⁰ بريش عبد القادر، بدروني عيسى، سياسة توزيع الأرباح كآلية لحكومة الشركات، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، العدد 2، المسيلة، 2016، ص 143.

الأرباح من جانب لتأثير قرار التوزيع على التمويل الذاتي ومنه على تمويل الاستثمارات، ومن جانب آخر لدلالته من وجهة نظر السوق المالي، وتمثل هذه النظريات في ما يلي:²¹

1/ نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح (نظرية موديجلياني وميلر 1961): ترمي هذه النظرية إلى أن قرار توزيع أو احتجاز الأرباح ليس له أي تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة (أسعار الأسهم)، وإنما تتعلق هذه القيمة بمستوى المخاطر والعائد المحقق من استغلال الأصول بطريقة معينة²²، أي أن اهتمام المستثمرين يتعلق بمقدار العائد المتحصل عليه سواء في شكل توزيع أرباح أو أرباح رأسمالية من خلال بناء سياسة توزيع أرباح خاصة بهم عن طريق شراء أو بيع الأسهم في السوق حسب رغبتهم²³ في وجود افتراضات معينة أهمها²⁴:

- عدم وجود ضرائب لا على الدخل الشخصية أو على المؤسسات؛
- غياب تكاليف معاملات الأوراق المالية؛
- وجود عدم تماثل المعلومات.

قبل نشر بحث (موديجلياني وميلر 1961) عن سياسة الأرباح الموزعة، كان الاعتقاد السائد هو أن كبر حجم توزيعات الأرباح يرفع من قيمة المؤسسة، ويستند هذا الاعتقاد بشكل أساسي إلى نظرية "العصفور في اليد"، التي تضمنت فكرة أن توزيع الأرباح هو الغرض الوحيد لكيان المؤسسة، حيث أن المؤسسات التي توزع أرباحًا كبيرة يمكنها بيع أسهمها بأسعار مرتفعة. ومع ذلك، أثبت العالمان أنه في ظل بعض الافتراضات حول أسواق رأس المال المثالية، فإن سياسة توزيع الأرباح ستكون حيادية²⁵.

2/ نظرية العصفور في اليد: احتجّت هذه النظرية بأن المستثمرين يطالبون بمعدل عائد أقل في مؤسسة ذات أرباح موزعة مرتفعة، وذلك بالنظر إلى درجة المخاطرة في حالة احتجاز الأرباح من طرف المؤسسة واستلام عوائد رأسمالية أين تقل درجة التأكد المستقبلية مقارنة بتوزيعها²⁶، انطلاقًا من أن العائد المطلوب ينخفض بانخفاض المخاطر حسب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (MEDAF). ومن هذه النقطة، يعتقد المستثمرون أن الأرباح

²¹ بريش عبد القادر، بدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 10، المسيلة، 2013، ص 12-22.

²² Eugene Brigham, Michael Ehrhardt, **Financial Management: Theory & Practice**, Thomson, 12^{ème} edition, USA, 2008, P 641.

²³ Scott Besley, Eugene Brigham, **CFIN 2**, Cengage Learning, USA, 2011, P 227.

²⁴ **International Conference on E-Commerce and Contemporary Economic Development**, DEStech Publications, Pennsylvania, USA, 2014, P 194.

²⁵ Husam-Aldin Nizar Al-Malkawi, Op.cit, P 174.

²⁶ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2012، ص 464.

الحالية الموزعة أقل خطورة من الأرباح المحتملة للاحتجاز، وعليه أكد أصحاب النظرية "جوردن ولينتر" أن قيمة الدينار المتوقعة من توزيع الأرباح أكبر منها في الأرباح الرأسمالية²⁷.

3/ نظرية التفضيل الضريبي: تنظر هذه النظرية في أثر الضرائب على تفضيل المستثمر لسياسة توزيع الأرباح، التي تبناها "بيرجي وسواني" كناقدة لنظرية العصفور في اليد ورافضة لحياضية سياسة توزيع الأرباح²⁸، حيث تنص على أن الاختلاف بين معدلات الضريبة التي يخضع لها المساهمون لقاء حصولهم على أرباح موزعة والتي يدفعونها على الأرباح الرأسمالية، له تأثير قوي على تفضيل المستثمرين لتوزيع أو احتجاز الأرباح، فعادة، ضريبة الأرباح الرأسمالية أقل من ضريبة الأرباح الموزعة، ما يجعل المستثمرين يميلون إلى المؤسسة التي تحتجز معظم أرباحها. وهم مستعدون لدفع سعر أعلى لشراء أسهمها، أي أنها توزع أرباحاً أقل في مقابل قيمة أسهم أكبر نتيجة انخفاض معدل العائد المطلوب على الأرباح²⁹، ومنه انخفاض تكلفة الأموال المملوكة وتكلفة رأس المال كمعدل الخصم التدفقات، وبالتالي يؤدي هذا إلى الزيادة في قيمة المؤسسة.

حسب هذه النظرية، يفضل المستثمرون احتجاز الأرباح أو توزيع نسبة قليلة تبعاً لثلاث أسباب رئيسية³⁰:

- الاعتقاد بأن إعادة استثمار الأرباح في المؤسسة يرفع من قيمة الأسهم، بالإضافة إلى انخفاض معدلات الضريبة على الأرباح الرأسمالية المستقبلية مقارنة بالأرباح الموزعة؛

- تجنب دفع الضرائب إلا في حالة بيع السهم مستقبلاً، مع اعتبار القيمة الزمنية للدينار المدفوع كضريبة بين الحاضر والمستقبل؛

- في حالة وفاة المستثمر حامل السهم، فإن الورثة لا يدفعون ضريبة على الأرباح الرأسمالية عند البيع لأن قيمة السهم في تاريخ الوفاة تعد بمثابة تكلفة شرائه.

أشارت بعض الدراسات إلى وجود فئات تتعارض وتفضل الحصول على أرباح رأسمالية، تتميز بأنها تلجأ إلى الاستثمار في المؤسسات التي توزع نسب عالية من أرباحها كمؤسسات صناديق التقاعد، وبالتالي فإن المستثمرين يختارون المؤسسات التي تتوافق وتفضيلاً لهم³¹.

²⁷ Eugene Brigham, Michael Ehrhardt, Op.cit, P 642.

²⁸ محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الباحث، العدد 8، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010، ص 87.

²⁹ Husam-Aldin Nizar Al-Malkawi, Op.cit, P 179.

³⁰ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 465.

³¹ Manos Ronny, **Capital Structure and Dividend Policy: Evidence from Emerging Markets; A thesis of DOCTOR OF PHILOSOPHY**, Article, Department of Accounting and Finance, University of Birmingham, 2001, P 22.

4/ نظرية الوكالة: تعد النظرية واحدة من نظريات حوكمة الشركات، حيث تصف العلاقة القائمة بين مالكي المؤسسة ومسيرها، وتتعلق بتوكيل المساهمين للمسير بالقيام بتسيير المؤسسة وعملياتها نيابة عنهم³². ترتبط الإشكالية الأساسية للوكالة بمبدأ الفصل بين الملكية والإدارة، بالإضافة إلى ظروف عدم تماثل المعلومات بين الطرفين، ما يُبرز نوعين من تكاليف الوكالة³³:

- تكلفة وكالة تتعلق بأسهم الملكية، تنشأ نتيجة الصراع بين اهتمامات المساهمين والمسيرين حول كيفية استغلال الأموال الاستثمارية في المؤسسة، وعليه، فإن الزيادة في الرفع المالي من أجل توزيع أكبر للأرباح يخفض من ملكية الأسهم.

- تكلفة تتعلق بالديون، والتي يكون سببها الاختلاف بين مصالح المساهمين وحاملي السندات، وتتلخص بشكل دقيق في نقل المخاطر الإدارية (جراء إقبال المسيرين نحو الاستثمارات ذات المخاطر العالية) على حساب المستثمرين والدائنين، أين ترتفع هذه التكلفة بارتفاع الأرباح الموزعة.

أشار (Jensen & Meckling 1976) إلى تضاؤل تكلفة الوكالة في المؤسسات التي تستحوذ عليها الملكية الإدارية بشكل كبير على عكس التي يمتلكها المستثمرون الخارجيون أين لا بد من مراقبة النشاطات الإدارية في دراسة ل (Shleifer & Vishney 1986). وحسب (Fama & Jensen 1983) يمكن التقليل من النزاعات بين حاملي السندات والمساهمين من خلال توزيع حجم كبير من الأرباح، وذلك لأن السندات تفرض قيود على الأرباح كرهانات، لكن هذا يحتم على المؤسسة الخضوع لتكلفة رأسمال مرتفعة لتمويل المشاريع³⁴، أما بالنسبة للمقال المعروف (Easterbrook 1984) فقد افترض أن زيادة توزيع الأرباح يدفع المسير إلى التمويل بالاستناد إلى سوق رأس المال، والذي يفرض رقابة البنوك وخبراء المستثمرين على المؤسسة، ما يسمح للمساهمين بالرقابة على المسيرين بتكلفة أقل، ومع ذلك، فإنه لا يمنع من الوقوع تحت ضغط قرارات ترفع من المخاطر في المؤسسة³⁵.

5/ نظرية الإشارة: حسب هذه النظرية التي جاء بها (Bhattacharya 1979)، فإن المسيرين يتحكمون في نسبة توزيع الأرباح من أجل إيصال معلومات معينة إلى السوق تتعلق بالأرباح المستقبلية للمؤسسة، حيث أن كل نوع لسياسة توزيع الأرباح يعطي إشارة للمتعاملين الخارجيين، ويعتمد المسيرون على هذه الإشارة في التحكم

³² Salah A. Al-Sharhan et autres, **Challenges and Opportunities in the Digital Era**, Springer, Kuwait city, Kuwait, 2018, P 308.

³³ Zeinab Karake-Shalhoub, **Trust and Loyalty in Electronic Commerce: An Agency Theory Perspective**, Greenwood Publishing Group, London, 2002, P 105.

³⁴ George Frankfurter et autre, **Dividend Policy: Theory and Practice**, Elsevier, USA, 2003, P 101.

³⁵ Husam-Aldin Nizar Al-Malkawi, Op.cit, P 190.

بقيمة الأسهم المقيمة بأقل أو أكبر من قيمتها عن طريق رفع أو خفض نسبة الأرباح الموزعة³⁶. فلو توقع المستثمرون توزيع نسبة أقل للأرباح في حين كان هناك توزيع أكبر، فإن سعر السهم سوف يرتفع في السوق المالي، والعكس بالعكس.

³⁶ George Frankfurter et autre, Op.cit, P 108.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة لسياسة توزيع الأرباح والضريبة على أرباح الشركات

وتم تناول هذه الدراسات باللغتين العربية والأجنبية، وذلك كما يلي:

المطلب الأول: الدراسات السابقة العربية

1/ دراسة كوثر بوناب، أثر الضريبة على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية، مذكرة ماستر، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016:

استهدفت هذه الدراسة مجموعة من المؤسسات التكنولوجية، وأجريت على بياناتها دراسة إحصائية من خلال نموذج الانحدار الخطي المتعدد، في الفترة الممتدة من 2000 إلى 2013، من أجل الحصول على نتائج تكشف عن العلاقة بين الضريبة على أرباح الشركات وسياسة توزيع الأرباح عبر التأثير في ربحية السهم، التي خلصت بأن العلاقة قوية ومرتبطة بالنتيجة الصافية ولها طبيعة طردية.

تشارك الدراستين في المتغيرين، التابع والمستقل، إلا أن هذه الدراسة السابقة استخدمت متغيرات إضافية مع الضريبة على الأرباح لتوضيح العلاقة بينها وبين توزيعات الأرباح، بالاعتماد على مؤسسات دولية كبرى.

2/ بريش عبد القادر، بدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مقال، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 10، جامعة المسيلة، الجزائر، 2013:

اهتمت الدراسة بالعوامل المؤثرة في تحديد نسبة توزيع الأرباح للمؤسسات الخاصة الجزائرية، عن طريق اختيار عينة من المؤسسات تتكون من 266 مؤسسة خاصة، للسنة التجارية 2008، وباستعمال برنامج SPSS تم استخراج النتائج باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد والتحليل التمييزي، التي تضمنت أن العلاقة بين الضريبة على أرباح الشركات ونسبة توزيع أرباح السهم إيجابية، حيث اعتبرت كل من الأرباح الكلية للمؤسسة والضرائب على أرباح الشركات كمحددات لنسبة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية.

يمكن القول أن هذه الدراسة كانت شاملة لمجال أوسع من دراسة الباحث، والتي خلصت إلى ضعف أهمية الضرائب بالنسبة لتوزيعات الأرباح في مؤسسات المساهمة البورصية.

المطلب الثاني: الدراسات السابقة الأجنبية

1/ Luís António Gomes Almeida et autre, **Determinants of Dividend Policy : evidence from Portugal**, Article, São Paulo, No. 54, Brazil, 2015 :

حاولت هذه الدراسة استخراج محددات سياسة توزيع الأرباح للمؤسسات غير المالية لسوق رأس المال في البرتغال، ومن خلال نموذج الانحدار الخطي المتعدد المستعمل على عينة من 12 مؤسسة في الفترة الممتدة من 1997 إلى 2011، خلصت إلى أن هناك علاقة عكسية بين كل من النتيجة الصافية والديون مع نسبة توزيع الأرباح في هذه المؤسسات، بالإضافة إلى أنها أشارت إلى دورة حياة المؤسسة كمحدد مهم لهذه النسبة. يمكن اعتبار أن نتائج هذه الدراسة تتوافق مع دراستنا، من حيث أن النتيجة المحققة لا تعبر دائماً عن توزيع الأرباح، كمثال لمؤسسة (ROUIBA).

2/ Husam-Aldin Nizar Al-Malkawi et autre, **Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence**, Article, International Bulletin of Business Administration, 2010:

تهدف هذه الدراسة إلى مراجعة الأدبيات السابقة لسياسة توزيع الأرباح، بما في ذلك نظرية حيادية توزيعات الأرباح، والتفضيل الضريبي، وتأثيرات العملاء، والإشارات، وفرضيات تكاليف الوكالة. وحاولت أيضاً تقديم الدراسات التجريبية الرئيسية حول سياسة توزيع الأرباح.

3/ Steven A. Bank, **Rethinking Double Taxation's Role in Dividend Policy: Historical Approach**, Article, Florida State University, Florida, No.69, 2003:

قامت الدراسة بمناقشة أدبية، قانونية لإشكالية الازدواج الضريبي الذي يضم الضريبة على أرباح الشركات والضريبة على الدخل، وتأثيرها على سياسات توزيع الأرباح المنتهجة في المؤسسات باعتبار هذا المتغير كعامل ذو علاقة وطيدة بالانخفاض في نسبة توزيع الأرباح لدى المؤسسات. تعتبر الضريبة المفروضة على عينة الدراسة منخفضة نسبياً وذات تأثير ضعيف على المتغير التابع، بالإضافة إلى الضريبة على الدخل الإجمالي تتطلب دراسة أوسع، فيصعب استنتاج تأثير الازدواج الضريبي على توزيع الأرباح.

4/ Kerry Pattenden, Garry Twite, **Taxes and Dividend Policy under Alternative Tax Regimes**, Article, Australian National University, Canberra, Australia, 2007:

يدرس هذا المقال تأثير التغير الذي طرأ على النظام الضريبي الأسترالي سنة 1987 على سياسات توزيع الأرباح لمجموعة من 306 مؤسسة، خلال الفترة 1982 إلى 1997 بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وجاءت بنتيجة أنه بإدخال النظام الضريبي تغيرت كل من مستويات توزيع الأرباح والنسب المعاد استثمارها، بالإضافة إلى أن الأرباح الموزعة الكبيرة أكثر عرضة للتقلب، وذلك باختلاف من مؤسسة إلى أخرى. تختلف هذه الدراسة في أنها استعملت التغير في معدلات الضريبة المفروضة على توزيع الأرباح لدى المؤسسات، في حين لم يطرأ أي تغير في معدل الضريبة طوال فترة دراسة الباحث.

5/ Marcus Jacob, Martin Jacob, **Taxation, Dividends, and Share Repurchases: Taking Evidence Global**, Article, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Cambridge, United Kingdom, 2010:

هذه الدراسة ركزت على تفسير تأثير الضرائب على الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية، داخل مجال واسع يضم 6 035 مؤسسة عبر 25 دولة، في فترة امتدت من 1990 إلى 2008، ومن مخرجات نموذج الانحدار الخطي المتعدد، تم التوصل إلى أن الضرائب على الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية تعتبر كمحددات مهمة لسياسة توزيع الأرباح على المستوى الدولي، وأشارت إلى أن التغيرات في معدلات هذه الضرائب ينتج عنها رد فعل المؤسسات بتغيير سياساتها لتوزيع الأرباح.

اعتمدت هذه الدراسة على مستوى تداول الأوراق المالية في السوق لتحديد مدى تأثير الضريبة على الأرباح الرأسمالية، وهو ما يعد عنصر مفقود في المحيط الاقتصادي الجزائري.

6/ Martin Jacob, Roni Michaely, **Taxation and Dividend Policy: The Muting Effect of Agency Issues and Shareholder Conflicts**, Article, Journal of Review of Financial Studies, Oxford Academic, United Kingdom, 2017:

تميزت هذه الدراسة بتوضيح كيفية تأثير الضريبة على الأرباح الموزعة على نسب التوزيع لدى المؤسسات، باعتبار تأثير مشكلة الوكالة والنزاعات بين المساهمين، عبر 134 130 مؤسسة و 247 861 حامل للأسهم، وذلك خلال الفترة من 2000 إلى 2009، وكانت النتيجة التي خرجت بها أن تأثير الضرائب على مستوى الأرباح الموزعة له وقع كبير، إلا أن مشاكل الوكالة والنزاعات بين المساهمين تقلل من هذا التأثير بسبب الاختلافات في التفضيلات الضريبية بين المساهمين، استنادا إلى الانحدار الخطي المتعدد.

7/ Omerhodžić Sead, **Identification and Evaluation of Factors of Dividend Policy**, Article, Journal of Scientific Review, Tuzla University, Bosnia and Herzegovina, 2013:

عن طريق طرح استبيانات استهدفت مديري المؤسسات بشأن وضع سياسة توزيع الأرباح، حيث تضمنت هذه الاستبيانات العوامل التي تؤثر على قيمة المؤسسة وعلى نسب التوزيع لتوضيح مواقف المديرين من الأخذ بعين الاعتبار هذه المحددات، خلصت إلى أنهم يعتقدون في توزيعات الأرباح التأثير على قيمة الأسهم وأن المساهمين يستثمرون في المؤسسات التي تناسب تفضيلاتهم، وكذا صرحت بأنه لا بد من وجود حل وسطي للتفضيلات الضريبية لدى المساهمين.

خلاصة الفصل:

انطلاقاً مما سبق، فإن موضوع سياسة توزيع الأرباح يتمتع بمجال واسع ومعقد من النظريات التي حاولت تفسير ووضع صيغة مثالية تتناسب وجميع المتغيرات، مع جميع المؤسسات، خاصة بعد ظهور نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح التي تخص العالمان (Modigliani & Miller 1961)، حيث أصبحت كمنظية الأساس لتظهر نظريات أخرى مبنية على انتقادات لمفهومها، أين لوحظ أن تطور مفهوم سياسة توزيع الأرباح كان ملازماً لتطور المؤسسات، وإلى حد الآن لم يتم الوصول إلى توافق بين النتائج المتحصل عليها، وقد يرجع ذلك إلى تعلق سياسة توزيع الأرباح بعدة عوامل متداخلة فيما بينها، تتأثر وتؤثر على بعضها، بالإضافة إلى أنها ترتبط بسلوك الأطراف المتعاملين داخل محيط المؤسسة.

تتضمن مقولة للعالم (Fisher Black) عن سياسة توزيع الأرباح فيها أنه: "كلما نظرنا إلى صورة الأرباح بشكل أكبر، كلما بدا الأمر وكأنه لغز، مع قطع لا تتلاءم مع بعضها البعض".

الفصل الثاني:
الدراسة التطبيقية في
مؤسسات المساهمة
الجزائرية

تمهيد:

حاولت الكثير من النظريات والدراسات والبحوث في المجال المالي الإلمام بصيغة معينة تفسر من خلالها سلوك المؤسسات اتجاه وضع سياسة توزيع الأرباح، عن طريق إمعان النظر في محددات هذه السياسة التي يتداخل تأثيرها بين بعضها البعض لينتج منه مزيج معقد من التأثيرات المتفاوتة على سياسة توزيع الأرباح.

تسعى هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على أحد المحددات المهمة لسياسة توزيع الأرباح المتمثلة في الضريبة على أرباح الشركات التي تفرضها السياسة الضريبية للدول، باختبار تأثير هذا الأخير على توزيعات الأرباح في عينة من المؤسسات الكبرى الجزائرية، وذلك بهدف الوصول إلى تقديم محاولة للإجابة على الإشكالية المطروحة:

ما هو تأثير الضريبة على توزيع الأرباح في شركات المساهمة الجزائرية محل الدراسة؟

تم تقسيم الفصل الثاني إلى:

المبحث الأول: الطريقة والأدوات.

المبحث الثاني: النتائج والمناقشة.

المبحث الأول: الطريقة والأدواتالمطلب الأول: الطريقة المتبعة لدراسة الحالة:

1/ عينة الدراسة: تم اختيار أربع (04) مؤسسات جزائرية كبرى كعينة للدراسة، والتي يمكن اعتبارها كمتغير قيم للدراسة، نظرا لأنها تدرج في بورصة الجزائر، ومع الرغم من وجود نقص شديد في المعلومات المالية المتعلقة بنشاط المؤسسات في الجزائر، إلا أنه تم جمع بعض المعلومات التي يمكن أن تثري الدراسة عن طريق التقارير السنوية، بالإضافة إلى المنشورات المعلوماتية المعلن عنها في موقع البورصة عبر الانترنت. وتتمثل هذه المؤسسات في: مؤسسة بيوفارم (BIOPHARM)، مؤسسة صيدال (SAIDAL)، مؤسسة رويبة (NCA-ROUIBA)، مؤسسة جيكا (SCAEK) كالتالي³⁷:

أ/ مؤسسة بيوفارم (BIOPHARM): تدرج هذه المؤسسة ضمن مؤسسات المساهمة التي تنشط في عدة مهن متعلقة بالصناعة الصيدلانية، أين تم إنشائها عام 1991، حيث تم فتح رأس مالها في البورصة بحجم 20 بالمئة، وذلك في 2015.

ب/ مؤسسة صيدال (SAIDAL): أنشأت المؤسسة سنة 1969، تحت اسم (الصيدلية المركزية الجزائرية)، إلى أن تم تغييره إلى "صيدال" لتتنمي إلى مؤسسات المساهمة بعد طرح 20 بالمئة من رأس مالها كأسهام في بورصة الجزائر سنة 1999، حيث يتمثل نشاطها في مجال استيراد وتصنيع المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري.

ج/ مؤسسة رويبة (NCA-ROUIBA): تنشط المؤسسة في مجال إنتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفاكهة، تأسست سنة 1966، ثم أصبحت شركة مساهمة وأدرجت في البورصة الجزائرية سنة 2011 بإعلان 25 بالمئة من رأس مالها للبيع.

د/ مؤسسة جيكا (SCAEK): مؤسسة الاسمنت لـ "عين الكبيرة"، هي مؤسسة مساهمة لإنتاج وتسويق الاسمنت، تم إنشائها سنة 1998، مملوكة من طرف مجمع "جيكا" (GICA)، وأدرجت في البورصة بإصدار 35 بالمئة من رأس المال في ديسمبر 2016.

2/ متغيرات الدراسة: تتمثل متغيرات الدراسة في عنصرين، التابع والمستقل:³⁷ الموقع الرسمي لبورصة الجزائر.

- المتغير التابع: يعبر هذا المتغير عن قيمة الأرباح الموزعة السنوية التي تدفعها المؤسسات محل الدراسة إلى المساهمين، ضمن مجال الدراسة الزمني من سنة 2011 إلى 2017 حسب ما توفرت لدينا من معلومات، حيث تم التعبير عنها بالدينار الجزائري، تحت رمز (DIV).

- المتغير المستقل: يمثل المتغير حجم الضرائب المدفوع على أرباح الشركات لكل سنة، معبر عنه بالدينار الجزائري، وتم منحه الرمز (IS)، وهو عبارة عن نسبة معينة تفرضها السياسة الضريبية للدولة على الأرباح المحققة في المؤسسة.

المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة

1/ النموذج القياسي المستخدم: تم جمع بيانات الدراسة بواسطة السلاسل الزمنية المقطعية، أو تسمى باسم "Panel Model"، من خلال النماذج الأساسية المستخدمة في تقديرها وطرق المفاضلة فيما بينها. اكتسبت نماذج السلاسل الزمنية المقطعية اهتماما بالغا في الدراسات الاقتصادية والطبية، حيث أنها تجمع بين الدراسة الزمنية والمقطعية في نموذج واحد، ما يجعل دراستها الميدانية أكثر فعالية³⁸، كما أن لها العديد من المزايا القياسية. ويمكن كتابة هذا النموذج بالصيغة التالية³⁹:

$$y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} , i = 1, 2, \dots, N , t = 1, 2, \dots, T.$$

أين تمثل (y_{it}) قيمة المتغير التابع في المشاهدة (i) في الفترة t، $(\beta_{0(i)})$ تمثل قيمة نقطة التقاطع (i)، (β_j) هو ميل خط الانحدار، $(X_{j(it)})$ يعبر عن قيمة المتغير المستقل (j) في المشاهدة (i) في الفترة (t)، أما (ε_{it}) يمثل قيمة الخطأ في المشاهدة (i) عند الفترة الزمنية (t).

تأخذ نماذج PANEL ثلاث نماذج أساسية:

- نموذج الانحدار التجميعي: يتميز هذه النموذج بمعامل $(\beta_{0(i)})$ ثابت لجميع الفترات الزمنية، حسب المعادلة السابقة، ويقدر بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)؛

- نموذج التأثيرات الثابتة: يختلف عن النموذج السابق في أنه يمتلك معامل $(\beta_{0(i)})$ متفاوت القيمة من مجموعة إلى أخرى، ويقدر بواسطة المربعات الصغرى ذات المتغيرات الصورية (LSDV)⁴⁰؛

³⁸ زكريا يحيى الجمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 21، ص 268.

³⁹ عبد السلام عطية، أثر الصادرات النفطية على النمو الاقتصادي، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2016، ص 22. يتم استخدام طريقة السلاسل الزمنية المقطعية المنتهجة في هذه الدراسة، نظرا لقلّة المعلومات المجمعة.

⁴⁰ بدروي شهناز، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، الجزائر، 2015، ص 209.

-نموذج التأثيرات العشوائية: يعامل النموذج المعامل $(\beta_{0(i)})$ كمتغير عشوائي له معدل مقداره (μ) :

$$\beta_{0(i)} = \mu + V_i$$

V_i يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية (i)، حيث يُقدَّر هذا النموذج بطريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS).

لا بد من المفاضلة بين النماذج لاختيار أفضل تمثيل للمعادلة المقدرة، وذلك عبر اختبار (LM Breusch-pagan) لاغرانج الذي يفاضل بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، بمقارنة مستوى المعنوية مع قيمة احتمال لاغرانج، حيث يُفضَّل نموذج التأثيرات الثابتة في حالة $(Prob LM \leq 0.05)$ ، والعكس بالعكس. في هذه الحالة يتم الاختيار بينه وبين نموذج التأثيرات العشوائية عن طريق اختبار (Hausman)، أين يرفض النموذج الأخير في حالة $(Prob Hausman \leq 0.05)$.

2/ البرمجية القياسية المستخدمة: تم استعمال برنامج (Eviews10) لتطبيق عمليات التقدير لبيانات الدراسة، حيث من خلاله يمكن استخراج المعاملات المقدرة لمعادلة الانحدار الخطي لتأثير الضريبة (IS) على الأرباح الموزعة (DIV)، خلال الفترة من 2011 إلى 2017.

المبحث الثاني: النتائج والمناقشة

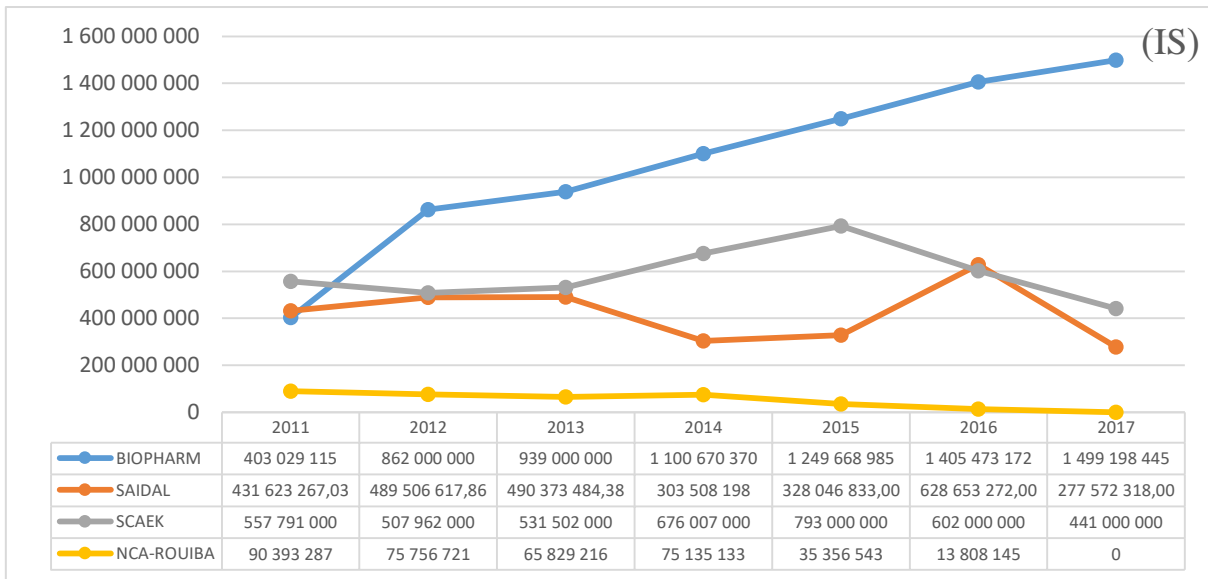
ينقسم هذا المبحث إلى جزئين، أولهما يتعلق بالنتائج التي يتم الوصول إليها عن طريق الدراسة حول المتغيرين، أما الثاني فيرتبط بمناقشة ما جاء في النتائج.

المطلب الأول: نتائج الدراسة

1/ تقديم نتائج متغيرات الدراسة:

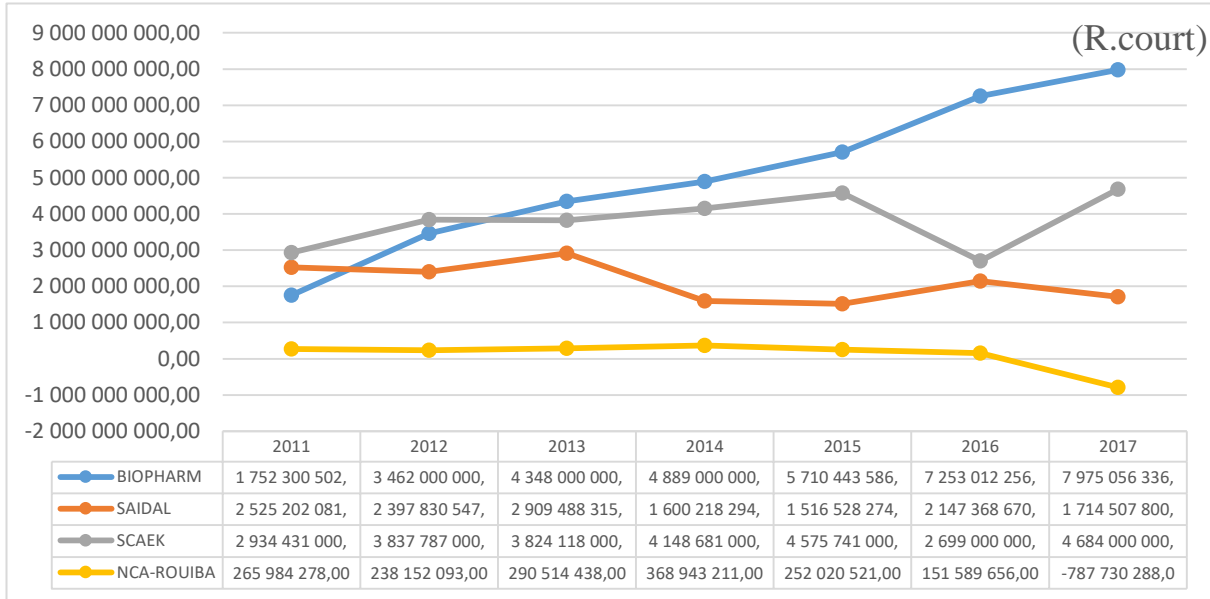
- المتغير المستقل (IS): يختلف المقدار الضريبي الذي تدفعه كل مؤسسة على أرباحها السنوية بحسب النتيجة المحققة من النشاط، حيث يلاحظ من الشكل أدناه التذبذب الواضح في الضريبة المدفوعة في كل من المؤسسات (SAIDAL)، (SCAEK)، على خلاف المؤسستين (ROUIBA)، (BIOPHARM)، حيث يلاحظ اتجاه المنحنى نحو الصفر لينعدم في السنة الأخيرة بالنسبة للمؤسسة الأولى، في المقابل يتجه نحو التزايد المستمر لمقدار الضريبة المدفوعة طوال سنوات الدراسة بالنسبة للثانية. ويمكن إضافة منحنى النتيجة قبل الضرائب (R.court) لمزيد من التوضيح كما يلي:

الشكل 1.2: يوضح التغيرات في مقدار الضريبة على أرباح الشركات



المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على برنامج Excel

الشكل 2.2: يوضح التغيرات في النتيجة الجارية (قبل الضرائب)

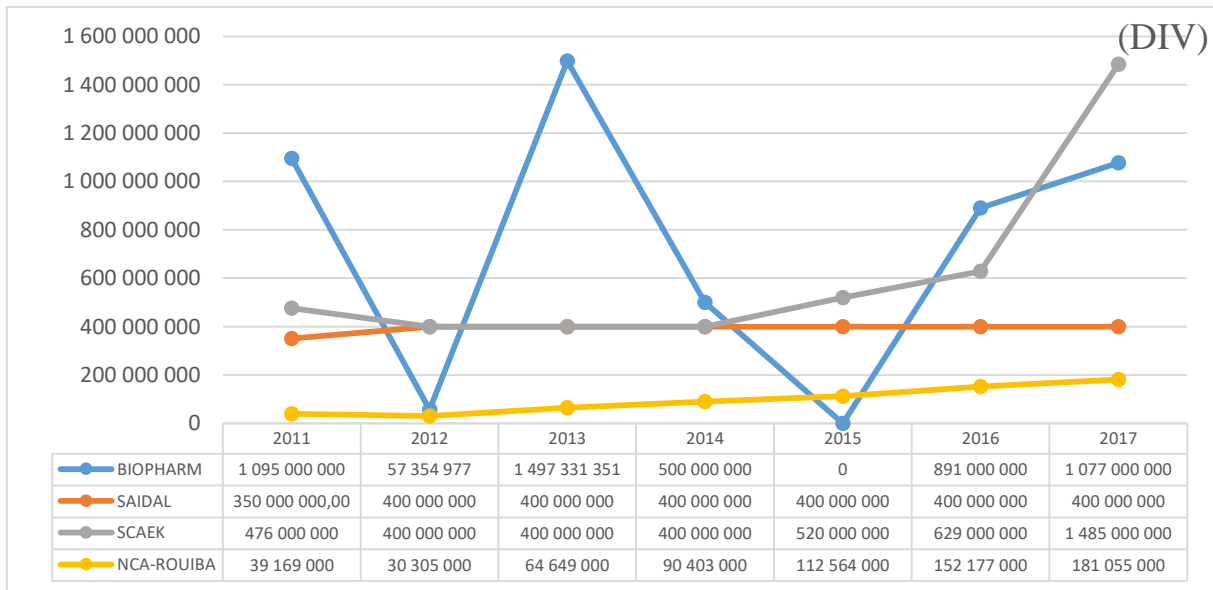


المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على برنامج Excel

يمكن ملاحظة الارتفاع البارز في النتيجة الجارية لمؤسسة (BIOPHARM) لتصل في السنة الأخيرة للدراسة إلى حوالي 8 000 000 000,00 دج، أما بالنسبة لكل من مؤسسة (SAIDAL) و (SCAEK)، فيظهر التذبذب المحصور بين 1,5 و 3 مليار دج في المؤسسة الأولى، أما الثانية فينحصر بين 2,5 و 4,7 مليار دج. وفيما يخص مؤسسة (ROUIBA) فيؤول منحني النتيجة إلى الثبات، إلى أن يصل إلى سنة 2016 لينخفض نحو نتيجة سالبة بحلول سنة 2017.

-المتغير التابع (DIV):

الشكل 3.2: يوضح التغيرات في الأرباح الموزعة



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج Excel

يظهر من النظرة الأولى للشكل أن المنحنى المتعلق بمؤسسة (BIOPHARM) يأخذ قيم ذات تشتت كبير خلال فترة الدراسة، حيث وصل أكبر توزيع للأرباح سنة 2013 بحوالي 1,5 مليار دج، ومن الجهة الأخرى، تتبع مؤسسة (SAIDAL) توزيع نسبة ثابتة من الأرباح، في حين تتزايد توزيعات أرباح مؤسسة (ROUIBA) بشكل طفيف ومنظم، أما مؤسسة (SCAEK) فخفضت التوزيعات سنة 2012 لتثبت طيلة ثلاث سنوات ثم ارتفعت بشكل سريع إلى ما يقارب 1,49 مليار.

2/ نتائج تقدير نماذج السلاسل الزمنية المقطعية

جدول 1.2: يوضح نتائج تقدير نماذج السلاسل الزمنية المقطعية

نماذج التقدير			معامل C	c
REM	FEM	PRM		
227 140 627,26	606 475 480,79	227 140 627,26	قيمة Prob	IS
0,0437	0,0047	0,0584	معامل IS	
0,4362	-0,2778	0,4362	قيمة Prob	معامل التحديد R ²
0,0110	0,4272	0,0168	احتمالية Fisher	
0,2005	0,3832	0,2005		
0,0168	0,0209	0,0168		

المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات Eviews 10 (الملحق رقم 1 و2 و3)

يبين الجدول (1.2) تقدير كل من نموذج الانحدار التجميعي (PRM)، نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)، نموذج التأثيرات العشوائية (REM)، حيث يمكن ملاحظة ما يلي:

– المعامل الثابت: يمثل قيمة الأرباح الموزعة في حالة انعدام الضريبة على أرباح الشركات. فالقيمة الاحتمالية للثابت تقل عن 5 بالمئة في كل من نموذجي التأثيرات الثابتة وكذا التأثيرات العشوائية، أي أنه يختلف عن الصفر، بخلاف نموذج الانحدار التجميعي.

– معامل المتغير المستقل: بالنسبة لنموذج التأثيرات الثابتة، فللمعامل إشارة سالبة، وتكون قيمته الاحتمالية مستوى المعنوية 5 بالمئة، أي أنه غير مقبول تبعاً لقواعد الاحصاء. أما بالنسبة للنموذجين الآخرين فيعتبران مقبولين إحصائياً.

– معامل التحديد: تفسر المعادلة المقدرة ما نسبته 20,05 بالمئة من التغيرات الاجمالية لتوزيعات الأرباح، وذلك في نموذجي التأثيرات العشوائية والانحدار التجميعي، أما في نموذج التأثيرات الثابتة فتصل إلى تفسير 38,32 بالمئة منها.

-احتمالية فيشر: مما يلاحظ بالمقارنة مع مستوى المعنوية 5 بالمئة، فإن المعادلة المقدرة تعتبر مقبولة احصائيا، وأن معامل التحديد له معنوية إحصائية، وذلك بالنسبة للنماذج الثلاثة.

3/ نتائج اختبار المفاضلة بين النماذج

يتم المفاضلة بين النماذج انطلاقا من المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، بواسطة اختبار مضاعف لاغرانج (LM) بمقارنة القيمة الاحتمالية له مع مستوى المعنوية في الدراسة (5 بالمئة):

جدول 2.2: يوضح نتائج اختبار لاغرانج

Prob LM	نوع الاختبار
0.5273	LM breusch-pagan

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10 (الملحق رقم 4)

بالاستناد إلى نتائج الجدول، فإن النموذج الأفضل لتمثيل المعادلة المقدرة هو نموذج الانحدار التجميعي، حيث يتم رفض نموذج التأثيرات الثابتة حسب العلاقة ($Prob LM > 0.05$). وعليه يمكن التغاضي عن اختبار (Hausman).

بما أن النموذج الأفضل للمعادلة المقدرة هو نموذج الانحدار التجميعي، واتضح من الجدول (1.2) أنه لا توجد دلالة إحصائية لتأثير الثابت على تغيرات الأرباح الموزعة كمتغير تابع، فوجب إعادة صياغة المعادلة بدون اعتبار المعامل الثابت، ومنه، حسب مخرجات برنامج Eviews 10، كانت النتائج كالتالي:

جدول 3.2: يوضح نتائج التقدير بدون ثابت

PRM		
0,7034	معامل IS	IS
0,0000	قيمة Prob	
0,0801	معامل التحديد R^2	
0,4478	معامل الارتباط r	
0,0168	احتمالية Fisher	

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10 (الملحق رقم 4)

من خلال الجدول (3.2) أعلاه يمكن القول أن المعادلة المقدرة بدون ثابت أصبحت من الشكل:

$$\widehat{DIV} = \sum_{i=1}^k \hat{\beta}_j IS_{j(it)} \quad , i = 1, 2, \dots, N \quad , t = 1, 2, \dots, T.$$

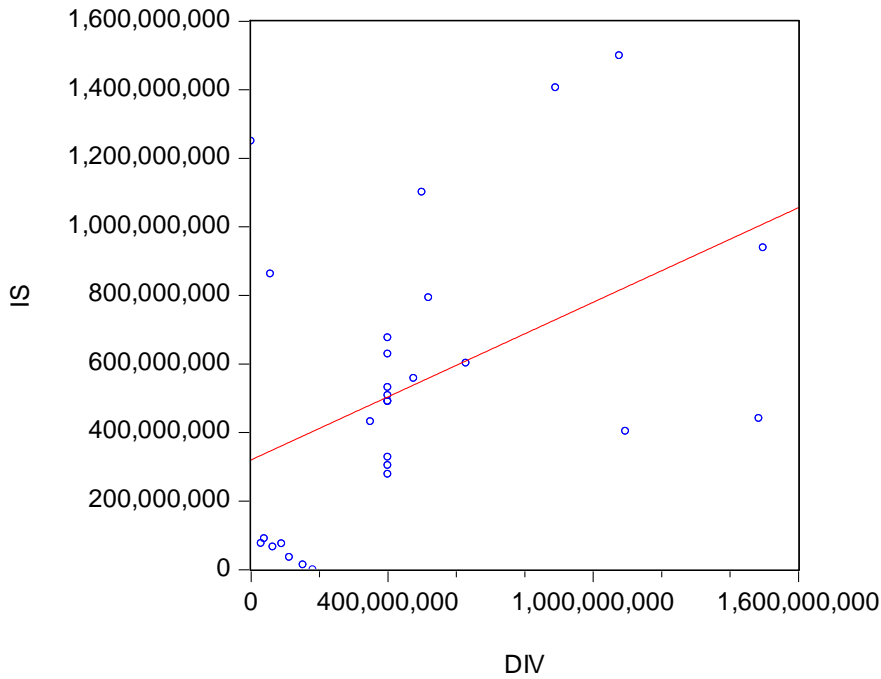
-معامل المتغير المستقل: يدل على مقدار الارتفاع في توزيع الأرباح إذا ارتفعت الضريبة على أرباح الشركات بدينار واحد، وحسب القيمة الاحتمالية، فإن للمتغير دلالة إحصائية لتأثير الضريبة على توزيع الأرباح.

-معامل التحديد: يعبر على أن للمعادلة درجة تفسير ضعيفة للتغيرات الإجمالية في توزيع الأرباح (8 بالمئة).

-معامل الارتباط: يبين هذا المعامل درجة الارتباط الخطي بين المتغيرين، وكذا طبيعة العلاقة بينهما، حيث توجد علاقة طردية بين الضريبة على أرباح الشركات وتوزيع الأرباح بنسبة (44,78 بالمئة).

-احتمالية فيشر: تستنتج أن للمعادلة المقدرة دلالة إحصائية في مستوى معنوية 5 بالمئة.

الشكل 4.2: يوضح منحنى الانحدار التجميعي لمتغيرات السلاسل الزمنية المقطعية



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

المطلب الثاني: تحليل النتائج ومناقشتها

1/ تحليل نتائج متغيرات الدراسة:

-المتغير المستقل: من خلال الشكلين (1.2) و (2.2)، يمكن القول أن التغير في مقدار الضريبة على أرباح الشركات المدفوع من طرف المؤسسات محل الدراسة يتماشى مع التغير الحاصل في مستوى النتيجة قبل الضرائب (النتيجة الجارية)، وبالنسبة لمؤسسة (SCAEK) فإن الارتفاع الذي حققته في النتيجة سنة 2017 صاحبه انخفاض في الضريبة، حيث يمكن تفسير ذلك بأن المؤسسة أدرجت في بورصة الجزائر سنة 2016، وابتداء من النصف الثاني لهذه السنة، تخضع إلى تخفيض في نسبة الضريبة على أرباح الشركات (19 بالمئة بالنسبة لنشاط المؤسسة) يساوي معدل فتح رأسمالها في البورصة (35 بالمئة) لمدة 5 سنوات، وذلك حسب المادة 66 من قانون المالية 2014.

-المتغير التابع: انطلاقا من الشكل (3.2) السابق والمتعلق بتوزيعات الأرباح، فإن الأرباح الموزعة لمؤسسة (BIOPHARM) ترتفع حسب قيامها بعمليات الرفع في رأس المال (2011، 2013، 2015، 2016، 2017) إلا أنه يمكن القول أن توزيع الأرباح لسنة 2015 كانت معدومة، لأنها سنة إدراج المؤسسة إلى بورصة الجزائر، حيث احتجرت سنة 2014 ما يقارب 6 000 مليون دج. في حين توزع مؤسسة (SAIDAL) نسب ثابتة والتي يتوقع أن ترتفع حسب ما جاء في التقارير المالية، حيث أنها تعتمد على الاستثمار المالي لرفع مردوديتها. أما بالنسبة لمؤسسة (SCAEK) فيمكن تفسير توزيعاتها حسب ما تحققه من نتيجة، أين نجد أنها تتبع سياسة توزيع نسب ثابتة وترفعها توقعاتها المستقبلية حول الوضعية المالية. وفيما يخص مؤسسة (ROUIBA) فرغم نتائجها المحققة ولو بشكل سالب سنة 2017، فإن توزيعاتها للأرباح يأخذ مسار التزايد، الذي قد يُفسَّر بأنها تحاول الحفاظ على سمعتها في ظل بروز منافسين ضمن نشاطها، حيث لا بد لها من الاعتماد على الديون في توزيع الأرباح.

2/ تحليل نتائج المفاضلة بين نماذج السلاسل الزمنية المقطعية:

بالاعتماد على الجدول (1.2)، فيبدو أن نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الأفضل انطلاقا من أن نتائجه تدل على وجود دلالة إحصائية لكل معاملات المعادلة، لكن الاختبار بين النموذجين الأولين أدى إلى اختيار نموذج الانحدار التجميعي، لأن معنوية المتغير المستقل في النموذج المقابل ليس له معنوية إحصائية، أي ليس له أي علاقة بتوزيع الأرباح، بالإضافة إلى أن قيمة معامل التحديد عشوائية (غير دال إحصائيا) ليس لها أي معنى.

يحتوي النموذج المعتمد في الدراسة على معامل ثابت يعتبر غير دال إحصائيا في مستوى معنوية (5 بالمئة)، وعليه تم صياغة المعادلة بدون اعتبار الثابت، حيث كان لمعامل الضريبة على أرباح الشركات دلالة إحصائية (Prob=0,0000) وإشارة موجبة (0,7034) توحي إلى علاقة طردية بين المتغيرين، أين يمكن تحليل هذه العلاقة في أن معدلات الضريبة على أرباح الشركات المتعلقة بعينة الدراسة لم تخضع لتغيير خلال فترة الدراسة، وبالتالي فإن تأثير الضريبة يكون ثابت وبطريقة غير مباشرة يتبع التغير في النتيجة، وبصيغة أخرى، فإن سياسة توزيع الأرباح في

هذه العينة لا تأخذ بعين الاعتبار وقع مقدار الضريبة على الأرباح، نظرا لأن النظام الضريبي في الجزائر يفرض نسبة منخفضة على المؤسسات المنتجة، بالإضافة إلى أن المؤسسات التي تدرج في البورصة تمنح تخفيضات متزايدة حسب مقدار فتح رأس المال، وذلك لأن السياسة الضريبية تسعى لتحفيز الإنتاج المحلي من خلال منح امتيازات ضريبية لهذه الفئة من المؤسسات. وهذا ما يعلل صغر قيمة معامل التحديد (8,01 بالمئة) في تفسير التغيرات الإجمالية لتوزيع الأرباح من خلال المعادلة المقدرة بدلالة الضريبة على أرباح الشركات، ولا يمكن تجاهل تأثير المحددات الأخرى التي تأخذ النصيب الأكبر في تفسير التغير في سياسة توزيع الأرباح.

في الواقع، يمكن استنتاج أن شركات المساهمة محل الدراسة لا تتأثر أرباحها الموزعة بالتغيرات في مقدار الضريبة على الأرباح، أي أن هذا الأخير لا يعد محددًا من محددات سياسة توزيع الأرباح.

خلاصة الفصل:

من المعروف أن المتغيرات المالية داخل المؤسسات الاقتصادية ترتبط ببعضها وتتداخل فيما بينها وبين العوامل والمحددات التي تؤثر عليها بعلاقات متشابهة وأخرى متناقضة، ولعل سياسة توزيع الأرباح تعتبر إحدى هذه المتغيرات المالية التي تم تناول دراستها في هذا الموضوع بتسليط الضوء على تأثير الضريبة على الأرباح، مع تثبيت العوامل الأخرى، وذلك داخل البيئة الاقتصادية الجزائرية.

فمن خلال نموذج السلاسل الزمنية المقطعية تم تحديد المعادلة التي من خلالها يمكن استنتاج أن هناك ارتباط بين المتغيرين يتجلى في التأثير غير المباشر للضريبة على الأرباح في مستوى الأرباح الموزعة.

خاتمة

يعتبر المحيط الاقتصادي الجزائري محيطة مازال في طور النمو، حيث تسعى الدولة إلى توفير الإمكانيات والحوافز التي تمكنها من المساهمة في القيام باقتصادها، أين يظهر أهم عنصر لتدخل الدولة عن طريق السياسة الضريبية التي تستهدف المستثمرين الطبيعيين والمعنويين، ما يعطي أهمية لهذه الدراسة التي تحاول تفسير الأثر الذي تخلفه الضريبة على الأرباح في وضع سياسة لتوزيع الأرباح.

يتجلى من المراجعة الأدبية للموضوع المتناول في الدراسة أن سلوك المستثمرين اتجاه الضريبة المفروضة عليهم يختلف باختلاف وجهات النظر، حول العبء الذي يتم تحمله لقاء دفع الضريبة أو حول قيمة النقود الزمنية، الآنية والمستقبلية، ومن جهة أخرى فإن المؤسسة تسعى إلى الرفع من قيمتها السوقية بالتوازي مع تعظيم ثروة المساهمين، حيث أنه لا توجد توليفة مثلى تحقق هذا الهدف. حاولت العديد من النظريات إعطاء صيغة مثلى لسياسة توزيع الأرباح تأخذ بعين الاعتبار كل المحددات المؤثرة في قيمة الأرباح الموزعة، لكن لم تتمكن من الخروج بتوافق شامل.

تشير دراستنا هذه إلى أن الوضع الاقتصادي الذي تمر به الدولة في فترة الدراسة له أهميته في تحديد تأثير الضريبة على توزيعات الأرباح، فالعلاقة الطردية المستنتجة من المعادلة المقدرة توحى بأن خضوع المؤسسات لضريبة منخفضة على الأرباح يعبر عن حافز لرفع التوزيعات، بمعنى آخر، دفع عجلة الإنتاج للتحرك بجهد أكبر يرفع من مستوى الاقتصاد داخل الدولة، في ظل أن منطق دفع ضرائب على الأرباح من المفترض أن يقود المستثمرين إلى احتجاز الأرباح كمصدر تمويل رخيص التكلفة.

يمكن استنتاج أن هناك اختلاف في تأثير الضريبة على سياسة توزيع الأرباح بين المؤسسات الإنتاجية وبين غيرها من الأنشطة الأخرى، حسب المحيط الاقتصادي في الجزائر، انطلاقاً من الاستنتاج في الدراسة السابقة (بريش عبد القادر، بدروني عيسى، 2013) الذي خلص إلى أن الضريبة على أرباح الشركات والمستوى الكلي للأرباح، يعتبران أهم عاملان محددان لسياسة توزيع الأرباح في الجزائر. ونظراً لصغر حجم التداول للأوراق المالية في الجزائر، فيصعب مطابقة النظريات والدراسات في هذه الظروف بشكل يولد نتائج دقيقة.

اختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى: مقبولة حسب نتائج تقدير نماذج السلاسل الزمنية المقطعية، حيث توجد علاقة بين الضريبة على أرباح الشركات وتوزيعات الأرباح، ضمن فترة الدراسة من 2011 إلى 2017، وهي ذات دلالة إحصائية في مستوى معنوية 5 بالمئة، وتفسر نسبة 8 بالمئة من التغيرات الإجمالية لتوزيعات الأرباح، كون نسبة الضريبة في المؤسسات الإنتاجية منخفض، بالإضافة إلى خضوع مؤسسات العينة إلى تخفيض في هذه النسبة كامتياز للدخول في البورصة.

الفرضية الثانية: مرفوضة، رغم مطابقتها للمنطق الاقتصادي، إلا أن هذه الدراسة استنتجت علاقة طردية بين المتغيرين تدل على وجهة نظر المؤسسات الإنتاجية في الجزائر حول معدل الضريبة على الأرباح الذي يعد منخفضا بالنسبة لهم وللنظام الضريبي وكحافز لتطوير وزيادة الإنتاج المحلي الوطني.

للإجابة على إشكالية الموضوع المتعلقة بتأثير الضريبة على أرباح الشركات في توزيع الأرباح في مؤسسات المساهمة، فيمكن القول أن مؤسسات المساهمة التي تنشط ضمن القطاع الصناعي في الجزائر، لا تتأثر توزيعاتها بمقدار الضريبة على الأرباح، في ظل ثبات معدل الضريبة المفروض من طرف السياسة الضريبية، أين يصبح التقلب في النتيجة قبل الضرائب هو المحدد الأكثر تأثيرا في هذه الحالة، أي أنه لا توجد علاقة حقيقية بين المتغيرين.

فمن وجهة نظر جبائية، لا بد من الدراسة الكافية لتأثيرات التغير في النظام الضريبي على النتائج المالية للمستثمرين، سواء كانوا طبيعيين أو معنويين، وذلك لتجنب تحميلهم ضغوط أخرى مع تلك الخاصة بالمساهمين تؤدي بهم إلى البحث عن حلول لما يسمى بالتهرب الضريبي (اختفاء توزيعات الأرباح في المؤسسات STEVEN A. BANK).

أما من وجهة نظر المؤسسة، فإن التغير في النظام الضريبي يحتم عليها دراسة سياستها لتوزيع الأرباح من أجل الإلمام بتفضيلات المساهمين والمستثمرين اتجاه هذا التغيير، وما إذا كانت سياسة المؤسسة تتناسب وهذا الأخير، بهدف المحافظة على المساهمين الحاليين، الذي قد يتعدى إلى جذب انتباه المستثمرين المهتمين.

التوصيات:

بالاستناد إلى نتائج الدراسة يمكن الإشارة إلى أن:

- الجهود التي تقوم بها الدولة من منح الإعفاءات الضريبية والتخفيضات، لها أثرها على القطاع الصناعي (على الأقل)، إذ ينبغي على المؤسسات الأخذ بعين الاعتبار هذه المزايا واستغلالها أفضل استغلال لقيادة الاقتصاد الوطني إلى النمو.

- من خلال التحفيز الضريبية، فإن المؤسسات المدرجة في البورصة تسعى للظهور بأحسن الوضعيات المالية لتحسين ظروف التداول، فمن واجب المستثمرين محاولة تطوير التعامل بالأوراق المالية، وإيصال هذه الثقافة إلى جميع الأفراد في المجتمع الجزائري.

آفاق الدراسة:

- يمكن توسيع مجال العينة ليشمل توضيح أثر الضريبة بشكل أكثر واقعية؛
- يمكن دراسة الضريبة على الدخل الإجمالي كمحدد للتفضيل الضريبي في الجزائر.

قائمة المراجع

المراجع العربية:

- 1/ هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة، أطروحة دكتوراه، جامعة الإسرائ، بغداد، 2008؛
- 2/ علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009؛
- 3/ سعود جايد مشكور، زهور عبد السلام صادق، العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها في تحديد قيمة الشركة، مجلة مركز دراسات الكوفة: مجلة فصيلة محكمة، جامعة المثنى، العراق، 2018؛
- 4/ إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد الدولي معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2010؛
- 5/ بريش عبد القادر، بدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 10، المسيلة، 2013؛
- 6/ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2012؛
- 7/ محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الباحث، العدد 8، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010؛
- 8/ الموقع الرسمي لبورصة الجزائر؛
- 9/ زكريا يحيى الجمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 21؛
- 10/ عبد السلام عطية، أثر الصادرات النفطية على النمو الاقتصادي، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2016؛
- 11/ بدرأوي شهبناز، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، الجزائر، 2015.

المراجع الأجنبية:

- 1/ Guglielmo Maisto, **Taxation of Intercompany Dividends Under Tax Treaties and EU Law**, International Bureau of Fiscal Documentation, Netherlands;
- 2/ De Eugene F. Brigham, **Financial Management**, Atlantic publishers and distributors, India;

- 3/ KHAN & JAIN, **BASIC FIN MGMT**, 2edition, Tata McGraw-Hill Publishing company limited, New Delhi, India;
- 4/ F. C. Sharma, **Financial Management: Latest Edition**, SBPD Publications, India, 2016;
- 5/ M.Y. Khan, P K Jaine, **Financial Management: Text, Problems And Cases**, Tata McGraw-Hill Education, 4ème edition, New Delhi, India, 2004;
- 6/ Prasanna Chandra, **Fund of Financial Management**, 5edition, Tata McGraw-Hill Education Private limited, New Delhi, India, 2010;
- 7/ Deniz Igan, Marcelo Pinheiro, Aureo de Paula, **Liquidity and Dividend Policy**, Article, Source: OAI, 2010;
- 8/ M. A. Olang, G. M. Akenga, **Effect of Liquidity on the Dividend Pay-out by Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange**, Article, Chuka University, Kenya, no.5, 2015;
- 9/ Arthur Dongo Apat, **The relationship between earnings volatility and dividend pay-out of firms quoted at the Nairobi Securities exchange**, research project of master, university of Nairobi, Kenya, 2014;
- 10/ Omerhodžić Sead, **Identification and Evaluation of Factors of Dividend Policy**, Article, Tuzla University, Bosnia and Herzegovina, 2013;
- 11/ Cheng-Shou Lu, **Management Ownership and Dividend Policy: The Role of Managerial Overconfidence**, Article, Kaohsiung University, Taiwan;
- 12/ Steven A. Bank, **Rethinking Double Taxation's Role in Dividend Policy: Historical Approach**, Article, Florida State University, Florida, No.69, 2003;
- 13/ Onwuka Okwara, **Impact of Corporate Taxation on Dividend Payments: Evidence from Nigerian Deposit Money Banks**, Article, Abia State University, Nigeria, No.1, 2019;
- 14/ Husam-Aldin N. Al-Malkawi, Rekha Pillai, Michael Rafferty, **Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence**, Article, International Bulletin of Business Administration, 2010;
- 15/ Eugene Brigham, Michael Ehrhardt, **Financial Management: Theory & Practice**, Thomson, 12ème edition, USA, 2008;
- 16/ Scott Besley, Eugene Brigham, **CFIN 2**, Cengage Learning, USA, 2011;
- 17/ **International Conference on E-Commerce and Contemporary Economic Development**, DEStech Publications, Pennsylvania, USA, 2014;

18/ Manos Ronny, **Capital Structure and Dividend Policy: Evidence from Emerging Markets**; A thesis of DOCTOR OF PHILOSOPHY, Article, Department of Accounting and Finance, University of Birmingham, 2001;

19/ Salah A. Al-Sharhan et autres, **Challenges and Opportunities in the Digital Era**, Springer, Kuwait city, Kuwait, 2018;

20/ Zeinab Karake-Shalhoub, **Trust and Loyalty in Electronic Commerce: An Agency Theory Perspective**, Greenwood Publishing Group, London, 2002;

21/ George Frankfurter et autre, **Dividend Policy: Theory and Practice**, Elsevier, USA, 2003;

الملاحق

الملحق رقم (1): نتائج نموذج الانحدار التجميعي (PRM)

Dependent Variable: DIV
Method: Panel Least Squares
Date: 05/27/19 Time: 14:38
Sample: 2011 2017
Periods included: 7
Cross-sections included: 4
Total panel (balanced) observations: 28

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
				0.0584462710219208
C	227140627.260574	114750029.8349627	1.979438502867975	9
	0.436206104557827			
IS	3	0.1707791762439982	2.554211316341076	0.0168477734900472
R-squared	0.200590221421295	6	Mean dependent var	458857440.2857143
Adjusted R-squared	0.169843691475960	9	S.D. dependent var	408088487.1167098
S.E. of regression	371821312.0344003		Akaike info criterion	42.37447414279625
Sum squared resid	3.594528290157555	e+18	Schwarz criterion	42.46963160780876
Log likelihood	591.2426379991474		Hannan-Quinn criter.	42.40356472851405
F-statistic	6.523995448524799		Durbin-Watson stat	2.06581247380709
Prob(F-statistic)	0.016847773490047	32		

الملحق رقم (2): نتائج نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)

Dependent Variable: DIV
Method: Panel Least Squares
Date: 05/27/19 Time: 15:11
Sample: 2011 2017
Periods included: 7
Cross-sections included: 4
Total panel (balanced) observations: 28

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
				0.004754935117298
C	606475480.7903932	194061049.446272	3.125178816258555	442
				0.427202648197963
IS	-0.2778904541726945	0.3437983493532521	-0.8082949051252212	2

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.3832290274265921	6	Mean dependent var	458857440.2857143
Adjusted R-squared	0.2759645104573038	9	S.D. dependent var	408088487.1167098
S.E. of regression	347243615.8314641		Akaike info criterion	42.32938393829642
Sum squared resid	2.773296960921316		Schwarz criterion	42.5672776008277
Log likelihood	-587.6113751361499		Hannan-Quinn criter.	42.40211040259095
F-statistic	3.572747430879843		Durbin-Watson stat	2.310380981535942
Prob(F-statistic)	0.02086374507380154			

الملحق رقم (3): نتائج نموذج التأثيرات العشوائية (REM)

Dependent Variable: DIV
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 05/27/19 Time: 15:19
 Sample: 2011 2017
 Periods included: 7
 Cross-sections included: 4
 Total panel (balanced) observations: 28
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	227140627.260574 0.436206104557827	107164957.9703874	2.119541980535643	0.04375217355256182
IS	3	0.159490531468509	2.734996871234047	0.01108415741261253
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0	0
Idiosyncratic random			347243615.8314641	1
Weighted Statistics				
R-squared	0.200590221421295	Mean dependent var	458857440.2857143	
Adjusted R-squared	0.169843691475960	S.D. dependent var	408088487.1167098	
S.E. of regression	371821312.0344003	Sum squared resid	3.594528290157555e+18	
F-statistic	6.523995448524799	Durbin-Watson stat	2.06581247380709	
Prob(F-statistic)	0.016847773490047 32			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.200590221421295	Mean dependent var	458857440.2857143	
	3.594528290157555			
Sum squared resid	e+18	Durbin-Watson stat	2.06581247380709	

الملحق رقم (4): نتائج اختبار لاغرانج (LM Breusch-pagan)

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
 Null hypotheses: No effects
 Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	0.3995005675591906 (0.5273)	0.03562792215965383 (0.8503)	0.4351284897188444 (0.5095)
Honda	-0.6320605726978945 (0.7363)	0.1887536017130635 (0.4251)	-0.313465365330642 (0.6230)
King-Wu	-0.6320605726978945 (0.7363)	0.1887536017130635 (0.4251)	-0.4070983537875027 (0.6580)
Standardized Honda	-0.02036448746909624 (0.5081)	0.3822794767786876 (0.3511)	-2.95085817377295 (0.9984)
Standardized King-Wu	-0.02036448746909624 (0.5081)	0.3822794767786876 (0.3511)	-2.994505438442565 (0.9986)
Gourieroux, et al.*	--	--	0.03562792215965383

الملحق رقم (5): نتائج نموذج الانحدار التجميعي بدون ثابت

Dependent Variable: DIV
 Method: Panel Least Squares
 Date: 05/28/19 Time: 13:59
 Sample: 1 28
 Periods included: 7
 Cross-sections included: 4
 Total panel (balanced) observations: 28

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IS	0.703460	0.110084	6.390233	0.0000
R-squared	0.080120	Mean dependent var		4.59E+08
Adjusted R-squared	0.080120	S.D. dependent var		4.08E+08
S.E. of regression	3.91E+08	Akaike info criterion		42.44342
Sum squared resid	4.14E+18	Schwarz criterion		42.49099
Log likelihood	-593.2078	Hannan-Quinn criter.		42.45796
Durbin-Watson stat	1.933784			