



جامعة بلحاج بوشعيب عين تموشنت  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسر  
قسم علوم المالية والمحاسبة



مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر في علوم المالية والمحاسبة  
تخصص: محاسبة وجباية  
بعنوان:

النتيجة الصافية بين الاحتجاز والتوزيع كإستراتيجية لتحقيق الاستمرارية  
دراسة تحليلية لمجموعة مؤسسات للفترة (2016-2020)

إشراف الدكتور  
د. محمد بوطوبة

من إعداد  
رمضان صديق

أعضاء لجنة المناقشة			
الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	التصنيف
جديدن لحسن	أستاذ التعليم العالي	جامعة عين تموشنت	رئيسا
محمد بوطوبة	أستاذ محاضراً	جامعة عين تموشنت	مشرفا و مقررا
درويش عمار	أستاذ محاضراً	جامعة عين تموشنت	ممتحنا

السنة الجامعية 2021/2020

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

﴿رَبِّ أَوْزَعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ﴾

سورة النمل: الآية 19

## شكر

الحمد لله الذي من علينا بعونه وتوفيقه أن نتم هذا العمل، الذي لم يكن ليرى النور لولا توفيقه سبحانه وتعالى، اعترافًا بالفضل والشكر الخالص والتقدير البالغ المقرون بالمحبة والاحترام إلى الأستاذ محمد بوطوبة" الذي منحنا ثقته لقبوله الإشراف على هذه الدراسة وعلى ما أسداه لنا من نصائح وتوجيهات سديدة،

كما لا يفوتنا أن نتوجه بالشكر الجزيل إلى الأساتذة. الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة المحترمة،

كما نتقدم بحسن الثناء والشكر وجزيل العرفان إلى كل من قدم لنا يد المساعدة والعون من قريب أو بعيد لإنجاز هذا العمل.



## الإهداء

مع نهاية صفحات هذه الدراسة لا يسعني إلا أن أتوجه إلى الله سبحانه وتعالى بالحمد والثناء، وأصلي وأسلم وأبارك على نبيه الكريم محمد الأمين المبعوث رحمة ونوراً ومعلماً للعالمين وعلى آله الطيبين الطاهرين.

يسرني أن أهدي هذه الدراسة،

إلى من تعجز الحروف عن وصفهم

إلى والدي الكريم

وإلى ملاكي الحارس والدتي العزيزة أطال الله في عمرها وأكرمها ورضي عنها،

إلى أخوتي الأعزاء رفقاء وشركاء هذا النجاح

إلى الكادر المهني والأكاديمي في جامعة عين تموشنت بالجزائر الذين تأطرت على يدهم

ووصلت إلى ما وصلت إليه بفضلهم

## الفهرس

	الشكر
	الإهداء
أ	المقدمة العامة
<b>الفصل الأول: إستراتيجية توزيع الأرباح</b>	
02	تمهيد
03	المبحث الأول: سياسة توزيع الأرباح
03	المطلب الأول: تعريف سياسة التوزيع الأرباح
03	المطلب الثاني: أشكال التوزيعات
05	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح
06	المبحث الثاني: سياسة إحتجاز الأرباح
07	المطلب الأول: التعريف بسياسة الأرباح المحتجزة
09	المطلب الثاني: النظريات المفسرة لسياسة إحتجاز الأرباح
12	المبحث الثالث: الدراسات السابقة
12	المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية
14	المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية
18	الخلاصة
<b>الفصل الثاني: الدراسة الميدانية</b>	
20	تمهيد
21	شركة أليانس للتأمينات

22	مجمع صيدال
22	بيوفارم BIOPHARM
23	تقديم مؤسسة تسيير فندق الأوراسي
33	الخلاصة
34	الخاتمة العامة
35	قائمة المصادر والمراجع
38	الفهرس

قائمة الجداول:

رقم	الجدول
24	الجدول رقم (1-2) يمثل نتائج والأرباح المتعلقة بشركة بيوفارم (2016-2020)
26	الجدول رقم (2-2) يمثل نتائج والأرباح المتعلقة بشركة أليانس (2016-2020)
28	الجدول رقم (3-2) يمثل نتائج والأرباح المتعلقة بشركة صيدال (2016-2020)
30	الجدول رقم (4-2) يمثل نتائج والأرباح المتعلقة بشركة صيدال (2016-2020)

## مقدمة عامة

## مقدمة عامة:

تهدف المؤسسات مهما كان شكلها وحجمها إلى تحقيق الربح والاستمرارية، ولتحسيد هذا الهدف تتبع عدة استراتيجيات منها ما يتعلق بالقدرة على التمويل الذاتي، فتسعى دائما إلى اللجوء لتخصيص جزء من أرباحها لدبجه مع تكلفة الاستثمار، ليتوسع عبر الزمن فتتمكن المؤسسة من فتح استثمارات جديدة.

تعتبر عملية تخصيص الأرباح قرار يرجع إلى مجلس الإدارة وذلك بعد تحقيق نتيجة السنة المالية موجبة. فهذا المجلس يتوقف على حالات منها توزيع الأرباح أو إحتجازها أو المزج بينهما بنسب متفاوتة وبحجج مقبولة يتفق عليها المجلس.

يعدّ مفهوم إحتجاز الأرباح من المفاهيم المهمة بما يتضمنه من عمليات وإجراءات مهمة لإتخاذ القرارات المتعلقة به، إذ يتطلّب إجراء دراسة لميزانية الشركة والنظر في الخطط الاستثمارية وتحديد الاحتياجات التمويلية اللازمة.

نظرا للجدل القائم بين الإحتجاز الأرباح وتوزيعها والمفاضلة بينهما وأهميتهما بالنسبة للمستثمر والمؤسسة بحد ذاتها سنحاول في هذا البحث تسليط الضوء على تأثير كل واحد منهما على قيمة المؤسسة ويمكن صياغة

## الإشكالية

ماهي أفضل سياسة من بين هذه السياستين "إحتجاز أرباح-توزيع الأرباح" التي تعنت استمرارية المؤسسة وتخدمها بشكل جيد.

## فرضيات الدراسة

- إحتجاز الأرباح تعتبر آلية فعالية تحقيق توسع في استثمارات المؤسسة.
- إحتجاز الأرباح يعتبر حرمان المساهمين من تنمية ثرواتهم والتحكم فيها.

## مبررات اختيار الموضوع:

- الرغبة الشخصية لتناول هذا الموضوع نظرا لتشوقي لمعرفة أي سياسيتين أفضل.
- معرفة أهم النظريات التي قام الكاتيون والمفكرون في طرحها.
- زيادة ثقافة العامة في مجال العلوم المالية.

### أهداف الدراسة:

- معرفة كلا من سياسة توزيع أرباح وسياسة احتجاز الأرباح ونظرياتها.
- معرفة عيوب ومزايا سياسة احتجاز الأرباح.
- التعرف على ماهي السياسة التي تم تداولها بكثرة من خلال دراسات سابقة.

### أهمية الدراسة:

نسعى من خلال هذا البحث عن السياسة الأفضل التي تخدم المؤسسة والوصول إلى الحد الأقصى من تعظيم الربحية وذلك من خلال الدراسات وأبحاث في مجال إدارة المالية لما لهذا السياستين من تأثير على سياسة المؤسسة وانعكاسها على ثروة الملاك.

### صعوبات الدراسة:

- ضيق الفترة الممنوحة للدراسة.
- قلة المراجع في هذا الموضوع
- الفترة التي تدخلت فيها وباء كورونا نساءً الله أن يرفعه علينا ويعافينا.

### هيكلية الدراسة:

بهدف إنجاز هذا البحث والتوصل إلى نتائج مطلوبة وفقاً لمنهجية عملية أصلية، قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى فصلين مسبقين بالمقدمة عامة وتنتهي بالخاتمة للدراسة وتوصيات للأبحاث الأخرى، وتمثل فصول الدراسة في:

الفصل الأول: يدرس هذا الأخير الأدبيات النظرية والتطبيقية لسياسة توزيع الأرباح وسياسة احتجاز الأرباح وتناول هذا الفصل أهم النظريات الخاصة بالسياسة والدراسات سابقة للموضوع.

الفصل الثاني: يدرس الدراسة السابقة لتأثير سياسة توزيع الأرباح واحتجازها في مختلف الشركات حيث يتم تقديم النتائج ومناقشتها.

# الفصل الأول

## إستراتيجية توزيع الأرباح

## مقدمة الفصل

تعدّ سياسة توزيع الأرباح من بين القرارات المالية الإستراتيجية الهامة في المؤسسة وتخضع إلى عدّة إعتبارات في تحديدها من الضروري عدم تجاهلها ومراعاتها كتكلفة الوكالة، الضرائب، البعد المعلوماتي لهذه السياسة، مدى توفر السيولة الكافية لتغطية توزيع الأرباح، وهناك العديد من النظريات التي حاولت تغيير سلوك المسيرين اتجاه سياسة توزيع الأرباح حيث اختلفت هذه الأخيرة من مؤيدة وحيادية تجاه أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

## المبحث الأول: سياسة توزيع الأرباح

سنستطرق في هذا المبحث إلى تعريف سياسة توزيع الأرباح، وكذا أشكال التوزيعات والعوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح .

## المطلب الأول: تعريف سياسة التوزيع الأرباح

توجد تعاريف عديدة تطرقت إلى سياسة توزيع الأرباح، ومن بين هذه التعاريف نذكر منها:

تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها: "مضمون لاتخاذ القرار بتوزيع الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها في المؤسسة وتمثل السياسات المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على موازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية والتي ينتج عنها تعظيم السهم<sup>1</sup> .

وتعرف أيضا على أنها: "جزء من الأرباح الذي يقوم المسير بتوزيعها على حملة الأسهم بعد موافقة الجمعية العامة في شكل نقدي أو عيني، هذه الأرباح ناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو السابقة لتلبية احتياجات الملاك أو إرسال إشارة للسوق عن وضعية معنية وتكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الخارجية للمؤسسة"<sup>2</sup> .

## المطلب الثاني: أشكال التوزيعات

يوجد ثلاث أنواع من سياسات التوزيع حيث تطرقنا إليها بالشرح المبسط ونذكر منها:

## 1. سياسة التوزيع المتبقي أو الفائض:

تنتهج المؤسسة من خلال سياسة التوزيع المتبقي أو الفائض على الأرباح المحتجزة في تمويلها للمشاريع الاستثمارية الجديدة، ويكون هدفها هو تفادي إصدار وبيع أسهم جديدة وتعمل هذه السياسة على مواجهة التقلبات في أرباح المؤسسة الدورية ومحاولة بناء الثقة بمستقبلها.

ونلجأ إلى هذه الطريقة بالمقارنة بين العائد المتوقع من الفرص الإستثمارية والعائد المطلوب من المالكين، ففي حال كون العائد المتوقع (من الفرص الاستثمارية) أكبر فإن المؤسسة والمستثمرين يفضلون احتجاز الأرباح بأكبر قدر من أجل تمويل الفرص الإستثمارية التي ينتج عنها عائد أكبر، والعكس صحيح. وهكذا يمكن القول

<sup>1</sup> زرقون محمد، أثر اكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في مؤسسات إقتصادية المسعرة في البورصة - دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر، مجلة البحث، جامعة ورقلة، العدد 08، 2010، ص 85.

<sup>2</sup> علي بن صب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2008-2006، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2008-2009، ص 122.

أن سياسة احتجاز الأرباح لا تتم إلا بعد نفاذ كل الفرص الإستثمارية المرحة، فهي إذن سياسة تتميز بعدم الإستقرار<sup>1</sup>.

**2- سياسة التوزيع المستقرة:** تعني بسياسة التوزيع المستقرة ذلك السياسة التي تعتمد على اختيار نسبة التوزيعات تكون محددة سلفاً، ولا يتم الزيادة في هذه النسبة إلا إذا وافقتها زيادة في الأرباح، فهذه الطريقة تقوم على هدف عدم التخفيض من نسبة التوزيعات حتى في حين أوقات الأزمات المالية، فهي تقوم على نسبة مستهدفة من التوزيعات دون السماح بتقلبها وتذبذباها. ونجد معظم الباحثين الماليين اجتمعوا على أن سياسة التوزيعات المستقرة هي الأفضل بالنسبة للمؤسسات، من خلال مجموعة أسباب نذكر منها:<sup>2</sup>

- تؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهمها؛
- المعرفة التامة بأن التوقعات النقدية من التوزيعات عكس سياسة توزيع الفائض؛
- لا تميل إلى تخفيض التوزيعات، فإن خفضها فتنخفض المكاسب في المستقبل وفي حالة زيادة التوزيعات سوف ترتفع أسعار أسهمها.

### 3- سياسة التوزيعات ذات النسبة الثابتة:

تعتبر سياسة التوزيعات ذات النسبة الثابتة من أبسط أنواع سياسة التوزيع حيث يتم إعتقاد نسبة دفع ثابتة، ولكن في ظلّ ظروف عدم استقرار الأرباح قد تنعكس هذه السياسة على مبلغ التوزيعات. فحالة عدم الاستقرار تؤدي إلى وجود تقلبات من فترة إلى أخرى، وهذا قد يؤثر على أسعار الأسهم<sup>3</sup>. لذلك تسعى المؤسسة من خلال إعتقادها على هذه السياسة إلى بلوغ مجموعة من الأهداف نذكر أهمها فيما يلي:<sup>4</sup>

\* تجنب انخفاض في القدرة التمويلية للمشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة، وهذا من أجل الحفاظ على قدرة المؤسسة في دفع التوزيعات مستقبلاً؛

\* تجنب حجب التوزيعات وهذا لتجنب الأثر السلبي المترتب عن احتجاز الأرباح؛

<sup>1</sup> محمد علي ابراهيم، الإدارة المالية المتقدمة، إثناء، الأردن، ط1، 2010، ص 435.

<sup>2</sup> عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص ص 399-400.

<sup>3</sup> عدنان تايه النعيمي و رشاد فؤاد التميمياً - الإدارة المالية المتقدمة، البازوري، الأردن، 2009، ص ص 483-484.

<sup>4</sup> محمد علي ابراهيم، الإدارة المالية المتقدمة، المرجع السابق، ص 436.

\* تجنب الحاجة لبيع الأسهم بمعنى التخلي عن بعض الأصول المالية وهذا في نظر المهتمين بالمؤسسة من مستثمرين ومحللين مالية دلالة على أن المؤسسة تعاني من عسر مالي، وبالمحافظة على هذا الهدف تكون المؤسسة تعتمد على نسبة الديون إلى الملكية وتستمر في دفع التوزيعات.

### المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح

عندما ترغب إدارة في إتخاذ قرارها بتوزيع الأرباح فإنها تضع أمامها مجموعة من العوامل التي قد تؤثر بشكل أو بآخر في سياسة توزيع الأرباح.

**1- العوامل القانونية:** تخضع المؤسسة لقوانين وأنظمة البلد الذي قد تعمل فيه مثل قانون المؤسسات، وقيمه يخص توزيع الأرباح، فمعظم الدول لا تسمح للمؤسسات بدفع أرباح من رأسمالها القانوني والذي يُقاس بالقيمة الإسمية للأسهم العادية، كذلك لا يصح للمؤسسات عادة بأن توزع الأرباح إذا كانت مفلسة قانونيا.<sup>1</sup>

**2-العوامل التعاقدية:** قد تتضمن العقود المبرمة بين المؤسسة والدائنين، أو أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط، التي قد تحد من تصرف المؤسسات بأرباح حماية للدائنين بحيث قد يشترط الدائنين أن لا يتم إجراء التوزيعات النقدية على أصحاب أسهم العادية إلا بعد الوفاء بالشروط وقد يشترط حملة الأسهم الممتازة أن لا يتم إجراء أو دفع أي توزيعات لحملة الأسهم العادية إلا بعد دفع التوزيعات الممتازة المستحقة حاليا أو عن سنوات سابقة.<sup>2</sup>

**3- المحددات الداخلية:** إن قدرة المؤسسة على دفع توزيعات أرباح مقيدة بكمية الأموال المتوفرة لديها على شكل نقد وأوراق مالية قابلة للتسويق. ومع أنه يمكن للمؤسسة الاقتراض من أجل دفع توزيعات أرباح للمساهمين فيها، إلا أن المقرضين يكونون مترددين في إقراض المؤسسة لهذه الغاية، باعتبار أن هذه الأموال لن تنتج فوائد ملموسة أو تشغيلية تساعد المؤسسة على دفع ديونها.

**4- فرص النمو:** إن حاجة المؤسسة للتمويل متعلقة مباشرة بتوقعاتها للنمو مستقبليا وأي أصول هي بحاجة إلى امتلاكها، ويجب على المؤسسة تقييم العائد والمخاطرة لمشاريع استثمارية من أجل أن تمددها بالقدرة على الحصول على التمويل الخارجي. كذلك يجب على المؤسسة تحديد تكلفة وسرعة الحصول على التمويل. وبشكل

<sup>1</sup> إكرام سحي، تحليل أثر توزيع الأرباح على الأسهم، مذكرة لنيل شهادة الماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، ص 9.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية زكي، قريبا قص، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2004، ص 405.

عام، فإن المؤسسات الكبيرة تستطيع بسهولة دخول الأسواق أو الاقتراض من المؤسسات المالية والحصول على التمويل.

**5- رغبات المساهمين:** على المؤسسة إتباع سياسة توزيعات أرباح لما لها من تأثير إيجابي على ثروة المساهمين فيها. ونظرا لتضارب المصالح بين المساهمين، قد يكون من الصعب إتباع أرباح تخدم الجميع، ويعود هذا الاختلاف في رغبات المستثمرين لعدة عوامل:

\* عائد فرص استثمارية المتاحة أمام المؤسسة؛

\* حاجة المساهمين للدخل الجاري مقابل حاجتهم للدخل المستقبلي؛

\* الموقف الضريبي للمساهم.

**6- إعتبارات السوق:** إن محتوى المعلومات لسياسة توزيع الأرباح تؤخذ بعين الإعتبار من قبل السوق المالي، حيث أن المساهمين غالبا ما ينظرون إلى دفع الأرباح كإشارة عن أداء المؤسسة المستقبلية خاصة توزيع الأرباح مستقرة وثابتة تعتبر إشارة إيجابية تدل على قوة المركز المالي للمؤسسة، وبالتالي ارتفاع سعر سهم المؤسسة في السوق، أما توزيع الأرباح المنخفضة أو عدم توزيع الأرباح فتعتبر إشارة سلبية تدل على انخفاض أرباح المؤسسة المستقبلية، وبالتالي انخفاض سعر سهم المؤسسة في السوق.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> إكرام سجي، تحليل أثر توزيع الأرباح على الأسهم، المرجع السابق، ص 9-10.

## المبحث الثاني: سياسة إحتجاز الأرباح

منذ ظهور النظرية المالية تطورت الكثير من الأفكار على المستوى المالي، فقد كان من الأهداف الأساسية للنظرية المالية البحث في قضايا المؤسسات والأوراق المالية من خلال البحث في مختلف القرارات المالية (الإستثمار، التمويل، التوزيع)، والتي تعكس استراتيجيات المؤسسات لما لها من تأثير على القيمة السوقية وتحقيق الأهداف المرجوة والمسيطرة من طرف المؤسسة.

وتعتبر سياسة إحتجاز الأرباح من القرارات المالية الإستراتيجية الهامة في المؤسسة، حيث حظيت بقسط كبير من الدراسات ضمن النظرية المالية والتي حاولت دراسة تأثير هذه السياسة على قيمة أسهم وقيمة المؤسسة.

ونظرا للجدل القائم حول هذه السياسة سنحاول في هذا المبحث تسليط الضوء على هذه السياسة بإبراز أهميتها ودورها بداخل المؤسسة.

## المطلب الأول: التعريف بسياسة الأرباح المحتجزة

توجد عدّة تعريفات التي تطرقت إلى تعريف الأرباح المحتجز، ومن بين هذه التعاريف نذكر منها:<sup>1</sup>

تعرف الأرباح المحتجزة على أنها: "ذلك الجزء منها في الدخل، الذي لم يتمّ دفعه كعمسوم وتم استثمارها من قبل الشركة أو استخدامها لبعض الأغراض:

\* وتمثل رأس مال ممتلك والطويل الأجل المتاح داخليا للشركة كاحتياطي للشركة؛

\* وهي جزء من حقوق المساهمين ناتج من احتفاظ الشركة بأرباحها للاستخدام عوضا على توزيعها على مساهمين في شكل مقسوم.

وهي بذلك مصدر تمويل ممتلك داخلي رئيسي يجعل أمواله متاحة للاستثمار من قبل الشركة، وكلفتها أقل بكثير من كلفة زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة.

<sup>1</sup> حسام علي حسين فياض الغانمي، أثر إحتجاز الأرباح على عوائد الأسهم العادية (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية)، أطروحة ماجستير، جامعة كربلاء، 2015، ص 02.

**1- مزايا وعيوب الأرباح المحتجزة:** يمكن تلخيص أهم مزايا وعيوب الأرباح المحتجزة من وجهة نظر الشركة على النحو التالي:

### 1/1- مزايا الأرباح المحتجزة:

☞ تعتبر تكلفة استخدام هذه الأرباح قليلة نسبياً وتعادل تكلفة الفرصة البديلة لاستثمار هذه الأموال في مجالات أخرى؛

☞ لا يتطلب الحصول على هذا التمويل (أرباح محتجزة) معاملات وتكاليف كثيرة بالمقارنة مع تكاليف إصدار الأسهم والسندات؛

☞ لا يترتب على استعماله هذه الأرباح إضافة أي حقوق على الشركة بما فيها حقوق الملكية أو حقوق الدين، كما لا يترتب عليها أي خسارة أو رهن لأصول الشركة.

### 2/1- عيوب الأرباح المحتجزة:

☞ لا تعتبر الأرباح المحتجزة خياراً متوفراً دائماً أمام الشركة في العديد من الحالات خاصة إذا كانت الشركة ناشئة وفي بداية حياتها؛

☞ لا تستطيع الشركة استخدام الأرباح المحتجزة بشكل متكرر، كما ان ارتفاع حجم التمويل المطلوب يجعل من كفاية تلك الأرباح موضوع تساؤل؛

☞ لا تحقق الأرباح المحتجزة أي وفورات ضريبية.<sup>1</sup>

### 2- أسباب لجوء المؤسسة لاحتجاز الأموال

#### 1/2- الأسباب الخاصة بالمؤسسة:

— احتجاز الأرباح أوفر على الشركة من إصدار أسهم عادية جديدة وهذا يوفر المصاريف المدفوعة لبنك الإستثمار مثل مصاريف الإعلان؛

— توفير الأموال الكافية في الشركة ولازمة للنمو بمعدلات عالية؛

— توفير الأموال اللازمة للتوسع والنمو عند عدم إمكانية الحصول على قروض إضافية من المصاريف لوصول تلك الشركات إلى سقف إئتمان المسموح به؛<sup>2</sup>

<sup>1</sup> إيهاب مقابلة، خالد الزعبي، حسام خدّاش، الأرباح المحتجزة، محاسب عربي قانوني معتمد الاقتصاد والتمويل، 2018، ص 271-272.

<sup>2</sup> قيس أديب الكيلاني و نائر عدنان قدومي ، أثر القيمة الدفترية للأسهم على قيمتها السوقية - حالة احتجاز الأرباح - دراسة تحليلية على البنوك الأردنية - للفترة (1999 - 2003)، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة - عمان 11931، الأردن ص 11.

- تلجأ الشركات لاحتجاز الأرباح في حالة رغبة الشركات باتباع سياسة توزيع الأرباح مستقرة على المساهمين وذلك عند وجود أرباح متقلبة ومتغيرة من سنة لأخرى ؛
- ارتفاع عدد الإستثمارات الأموال في الشركات التي تحتجز الأرباح بسبب التوسع والنمو، وهذا سوف يؤدي إلى ارتفاع عائدات الأسهم مستقبلا وارتفاع سعره في السوق المالي.

## 2/2- الأسباب التي تجعل المساهمين يفضلون إحتجاز الأرباح:

- احتجاز الأرباح يعتبر أوفر من إصدار أسهم عادية جديدة بسبب الضريبة المفروضة على الأرباح الموزعة والغير مفروضة عند احتجاز الأرباح؛
- إذا كان العائد من إعادة استثمار الأرباح المحتجزة في الشركة أعلى من العائد الذي يحققه المساهم عن طريق استثماره للأرباح في حالة توزيعها في أدوات استثمار أخرى من نفس درجة المخاطرة؛
- رغبة المساهمين الحاليين في الشركات بعدم دخول مساهمين جدد على الشركة حتى لا يخسروا سيطرتهم على الشركة وذلك في حالة رغبة الشركة بزيادة رأسمالها وبالتالي إصدار أسهم جديدة الذي يؤدي بدوره إلى زيادة عدد الأسهم المكتتب بها من قبل الشركة ودخول مساهمين جدد.
- إذا كانت سياسة احتجاز الأرباح في الشركات المساهمة تؤدي إلى رفع القيمة السوقية للأسهم فإن المساهمين سيحصلون على أرباح رأسمالية من خلال حصولهم على أسهم مجانية وبيعها في سوق رأس المال بسعر مرتفع بدلاً من توزيع أرباح عليهم.<sup>1</sup>

## المطلب الثاني: النظريات المفسرة لسياسة إحتجاز الأرباح

- نجد العديد من النظريات والمقاربات التي قدّمت تفسير حول إشكالية توزيع الأرباح، منها ما أوصت باحتجازها وفتح استثمارات جديدة بهدف توسيع نشاط الشركة، ومنها من إنتقدت هذا الإجراء وأوصت بتوزيع الأرباح وإعطاء حرية للمساهم إما بتوظيف ماله في شركة أخرى وبعائد أكبر أو أنه يكتنزه ويضيفه إلى ثروته.

<sup>1</sup> قيس أديب الكيلاني و ثائر عدنان قدومي ، أثر القيمة الدفترية للأسهم على قيمتها السوقية - حالة احتجاز الأرباح - دراسة تحليلية على البنوك الأردنية - للفترة (1999 - 2003)، المرجع السابق، ص 12.

**1. نظرية الفائض للتوزيعات:**

تعتبر نظرية الفائض للتوزيعات الأولى التي اهتمت بمقارنة بين العائد الناتج عند احتجاز الأرباح وفتح استثمار جديد بهدف توسيع نشاط الشركة، كما أن المؤسسة تعمل على توزيع الأرباح على المستثمرين بهدف إعادة استثمارها بأنفسهم من خلال الإكتتاب، وهذا ما يحفز عادة المستثمرين نحو المؤسسات ذات توزيعات كبيرة. وفي حالة أن الشركة تحقق إيرادات قليلة فإن الخيارات المتاحة تكون إما بتوزيع الأرباح ولكن بنسب ضئيلة أو إحتجازها، وفي حالة إيرادات كثيرة ترتفع قيمة أسهم الشركة نتيجة تأجيل التوزيعات والتي يفعلها كأرباح رأس مالية<sup>1</sup>.

على حسب هذه النظرية فإن المستثمر لا يمانع سياسة إحتجاز الأرباح، مادام أن العائد المتوقع من استثمارها ثانية أكبر من العائد المطلوب الأولى، ومنه إذا توفرت فرصة استثمارية بعوائد مُغرية فإن الشركة تستخدم أرباح محتجزة في تمويلها، والفائض المتبقي من الأرباح لا يخصص لتوزيعه على المساهمين، وفي حالة عدم تحقيق الفائض في الأرباح فلا يكون هناك توزيعات، فهذه السياسة تلجأ إلى توزيع الفائض وذلك بعد تمويل استثماراتها.

**2- نموذج والتر:**

يوضح نموذج والتر الدور الذي يمثله كل من المعدّل العائد الداخلي وتكلفة التمويل في سياسة الأرباح، ومن ثم رفع من القيمة السوقية للسهم، ومن افتراضات النموذج هي توزيع كلّ الأرباح أو احتجازها كلّها في تمويلها في الإستثمار، فاعتماد الشركة في تمويل استثماراتها من الأرباح المحتجزة فقط لا يسمح من زيادة ثروة الملاك.

**3- نظرية عدم ملائمة التوزيعات لموديجلياني وميلر سنة 1961:**

يرى أصحاب هذه النظرية أن قيمة الشركة تتحدّد من قدرة أصولها على تحقيق الربحية وليس من احتجازها أو توزيع الأرباح، ففي حالة قرار الشركة بتوزيع الأرباح فإن قيمة أسهم تنخفض بنفس قيمة التوزيعات التي يحصل عليها المستثمرين، وفي حالة عدم وجود توزيعات تزيد ثروة الملاك بنفس مقدار الأرباح المحتجزة، فالتوزيعات إذن تؤثر على ثروة الملاك وليس على قيمة المؤسسة من الباحثين المؤيدين لهذه النتيجة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> محمد بوطوبة، الشركة بين حتمية توسيع نشاطاتها وتآكل ثروة مساهميها بالركّاء، ملتقى وطني حول ركّاء الشركات، المركز الجامعي عين تموشنت، 2019، ص 123.

<sup>2</sup> محمد بوطوبة، الشركة بين حتمية توسيع نشاطاتها وتآكل ثروة مساهميها بالركّاء، المرجع السابق، ص 127-128.

**4- أعمال جوردن:**

عمل "جوردن" على النماذج المفسرة لتأثير سياسة التوزيعات على قيمة الأسهم، فهو يختلف مع مودigliاني وميلر في أن لسياسة التوزيع أثر واضح على قيمة الأسهم، ومن افتراضاته نجد اعتماد الشركة على حقوق الملكية فقط في تمويل استثماراتها وفي تفسيره لحالة وجود معدّل عائد المطلوب أكبر من معدّل العائد المتوقع على الاستثمار، فإن عملية احتجاز الأرباح لا تكون في مصلحة الملاك، لأن ذلك يُفقد لهم فرص استثمارية خارج الشركة لتحقيق عائد أكبر. وفي حالة وجود معدّل العائد المتوقع أعلى من تكلفة التمويل، فإنه من مصلحة الشركة احتجاز الأرباح لإعادة استثمارها ولكن بدون مبالغة في هذه العملية حتى لا تؤثر على قيمة الأوراق المالية.<sup>1</sup>

**5- روبرت صامويلسون وفكرته في توزيع الأسواق:** يؤكد "روبرت" من خلال مقالات كتبه حول شروط نجاح رأسماليته، أن هذا النجاح يرتبط بالأسواق الواسعة للاستثمار التي تتفاوت حظوظ الشركات العاملة فيها ما بين النجاح والفشل ولكن السؤال المطروح كيف العمل لتوسيع الأسواق؟ الجواب على هذا السؤال له عدّة جوانب منها الانفتاح العالمي وإلغاء الحواجز الجمركية ولكن مبدئياً حتى تتوسع المؤسسة وينفتح على العالم لا بدّ عليها أولاً اعتماد على ما يعرف بتخفيض جزء من أرباحها على الاستثمارات الجديدة والابتعاد عن الاحتياطات الزائدة عن الحاجة.

**6- نظرية الإشارة:** هذه النظرية تنص على أن المعلومات التي يمتلكها أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي ليست مماثلة، فأصحاب الفائض،<sup>2</sup> الفئة الأولى تجلّت عن مصادر تمويل مثلى فيقومون بإرسال إشارة نوعية وكمية تدلّ على حسن مركزهم مما يفسّر قدرتهم على التسديد في المستقبل، وفي المقابل الفئة الثانية تبحث عن أحسن استثمار لفوائضها المالية. كما نصّت هذه النظرية على إهتمام المستثمرين لتوزيعات الأرباح على احتجازها، بل تغيير سعر السهم سواء بالزيادة أو بالنقصان ليس بالضرورة ترجمة لتفعيل هؤلاء المستثمرين لتوزيع الأرباح على

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص ص 129-130.

<sup>2</sup> بريش عبد القادر، بدروي عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في مؤسسات خاصة الجزائرية، الأكاديمية لدراسات إجتماعية وإنسانية، العدد 10، الشلف، جوان

2013، ص 14.

احتجازها بل تغيير سعر السهم، إنما هو نتيجة لانعكاس المعلومات المهنية التي يحملها إعلان توزيع الأرباح، حيث يستدل منها مضمون هذه التوزيعات.<sup>1</sup>

ترى هذه النظرية أن المستثمرون ينظرون لأي تغيرات في سياسة التوزيع عن طريق المؤسسة كإشارة لتوقع الأرباح بواسطة إدارة المؤسسة، فالتوزيع الأعلى سوف يعطي إشارة للمستثمرين بأن تنبؤ المؤسسة للأرباح المستقبلية يكون إيجابيا، وبالتالي يؤثر على قيمة المؤسسة بالارتفاع.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> بريش عبد القادر، بدروي عيسى، المرجع السابق، ص 14.

<sup>2</sup> آمنة بنت مهنا السندي، توزيع الأرباح في شركة المساهمة، دراسة مقارنة، دار الكتاب الجامع للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2017، ص 187.

## المبحث الثالث: الدراسات السابقة

توجد العديد من الدراسات التي تطرقت إلى موضوع البحث وفيما يلي بعض الدراسات التي اهتمت بالموضوع والتي تمّ الإطلاع عليها وإعتمادها كدراسات سابقة في موضوعنا هذا.

## المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية

**1\* دراسة الحسيني (1994)** بعنوان سياسة توزيع الأرباح ودورها على القيمة السوقية للأسهم، اهتمت هذه الدراسة الموسومة بـ"أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم" وإن مشكلة الدراسة تكمن في الجدل القائم حول مدى إمكانية تأثير سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة على القيمة السوقية لأسهمها لذا سعى الباحث من خلال هذه الدراسة تحقيق أهداف أساسية تتمثل في إثبات علاقة معنوية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية لأسهم الشركات من خلال تحديد فرضية أساسية واحدة تفرّعت بدورها إلى خمسة وثلاثين فرضية فرعية، أثبتت نتائج إختبار صحة الفرضية الأساسية وتوافر إمكانية الفعلية لاستخدام مجموعة من المتغيرات والمؤشرات الكمية والوصفية لقياس العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية لأسهم الشركات العراقية.

**2\* دراسة عبد الله (1995):** ضمن عنوان "العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية"، كان هدف من هذه الدراسة قد تمحور حول التعرف على أهم العوامل المحددة لأسعار الشركات مساهمة في سوق الأسهم العمودي في كل من القطاع الصناعي وقطاع الاسمنت وقطاع الخدمات.

استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي المقدمة من أجل تحديد أهم العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم، شمل النموذج عددا من المتغيرات المستقلة هي ربحية السهم الواحد، الأرباح الموزعة، العائد على حق الملكية، العائد على إجمالي الموجودات الراجعة المالية، الراجعة التشغيلية، المؤشر العام لأسعار الأسهم والمشاركة الحكومية في ملكية أسهم الشركات المساهمة. غطت الدراسة مدة زمنية أمدها خمسة سنوات من (1987-1991)، وضعت العينة تسع شركات من قطاع الصناعة وجميع الشركات قطاع الإسمنت وعددها ثمان شركات، بالإضافة إلى ثمان شركات من قطاع الخدمات، أوضحت نتائج الدراسة أن ربحية السهم الواحد والعائد على حق الملكية والمؤشر العام لأسعار الأسهم تعدّ من أهم العوامل التي تحدّد أسعار أسهم الشركات المساهمة بغض النظر عن طبيعة نشاط القطاع فضلا عن علاقة إيجابية للمشاركة الحكومية مع سعر السهم في قطاعي الصناعي والخدمات.

**3\* دراسة التميمي (1998)**، حاولت هذه الدراسة فيما إذا كان هناك لتغير مقسوم أرباح في كلفة التمويل وأسعار الأسهم، وإختبار عددا من نماذج تقييم الأسهم العادية والتحقق من مدى كفاءة سوق بغداد للأوراق المالية بالشكل شبه القوي، إعتمدت الدراسة على ثلاث فرضيات رئيسية حاولت الفصل بين أثر المقسوم في كلفة التمويل عنه في إشعار أسهم تطبيقيا، إذ أثارت نتائج اختبار فرضيات الدراسة إلى ضعف القابلية التفسيرية لمقسوم أرباح أكان ذلك في إطار مدخل بينا أم **SMP**، وإمكانية استخدام نماذج في عملية تقييم الأرباح العادية في ظل ظروف مستقبلية أكثر استقرارا مشيرا إلى عدم كفاءة سوق بغداد للأوراق المالية بالشكل شبه القوي.

**4\* دراسة خديجة خوخي (2008)** مذكرة ماجستير بعنوان: " دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة -دراسة عينة من شركات المدرجة بسوق دبي المالي لفترة 2007-2008، جامعة ورقلة.

هدفت هذه الدراسة إلى قياس تأثير قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بسوق دبي المالي، حيث تمثلت الدراسة في شركة مدرجة بسوق دبي للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2008 موزعة على عدّة قطاعات مختلفة ما عدا القطاع الماليين، حيث توصلت الدراسة إلى أن سوق دبي للأوراق المالية يعدّ من بين أهم الأسواق العربية، و أن سياسة توزيع الأرباح تفسر بشكل متوسط قيمة السهم، حيث أن سياسة توزيع الأرباح ذو تأثير معنوية إيجابية عند مستوى الدلالة 0.05 على قيمة المؤسسة؛...

**5\* دراسة عبد الحق قنون:** مذكرة ماستر في علوم التسيير بعنوان: "أثر توزيع الأرباح على قيمة البورصة للمؤسسة الاقتصادية -دراسة عينة من مؤسسات مدرجة في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة (2011-2012)؛ جامعة ورقلة، الجزائر، 2013.

هدفت هذه الدراسة إلى تبيان وقياس تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة البورصة للمؤسسة الاقتصادية، من خلال تقدير نموذج يفسر تأثير هذه السياسات على التغيرات إجمالية الأسعار السوقية للأسهم قيمة المؤسسة، تطلبت هذه الدراسة اختيار عينة مكونة من 25 مؤسسة مدرجة في سوق قطر للأوراق المالية موزعة على عدّة قطاعات بالاستثناء القطاع المالي في فترة ما بين 2011-2012، إضافة إلى تبيان أكثر أشكال سياسة توزيع الأرباح تأثيرا على الهيئة البورصية للمؤسسة، وهذا من خلال استعمال الإنحدار الخطي المتعدد والبسيط لإجراء هذه الاختبارات.

وخلصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة عند مستوى دلالة معنوية 0.05، كما توصلت الدراسة إلى أن التوزيعات النقدية تعتبر من أكثر التوزيعات الأرباح تأثير على قيمة المؤسسة البورصية.

6\* دراسة محمد بوطوبة وخالدي خديجة، (2015) في مقال بعنوان المال العام بين إشكالية الملكية ووجوب الزكاة عليه (الجزائر نموذجاً): في أحد أجزائه تطرق إلى إمكانية توسيع نشاط المؤسسة من خلال احتجاز الأرباح لأن ذلك يوفر للمؤسسة تدفقات نقدية خارجية مثل مخصصات الضريبة والزكاة. وفي هذا المضمار نجد دراسة ل عبد الكريم بوحادة في رسالة ماجستير التي تأخذ العنوان التالي: أثر اختبار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، دور سياسة توزيعات أرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم (2011-2012). تطرق فيها إلى أن في حالة أرباح محتجزة لا يتم فرض عليها ضريبة.

#### المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية

1\* دراسة **Modigliani And Miller (1961)** بعنوان "سياسة توزيع الأرباح، نمو الأسهم وتقييمها"، حيث قام الباحثان بإثبات أن التغيير في سياسة توزيع الأرباح لم يؤثر على القيمة السوقية للأسهم وذلك من خلال دراسة عينة من الشركات التي تعتمد نسب متفاوتة لتوزيع الأرباح.

2\* دراسة **Asquith And Mullins (1983)** بعنوان "أثر توزيع الأرباح على ثروة الملاك" في هذه الدراسة قام الباحثان بدراسة عملية لحركة الأسعار السوقية لمجموعة من الشركات عن نسب توزيع الأرباح أما في السنة الأولى من تأسيس الشركة أو بعد مرور 10 سنوات على بدأ أعمالها.

فكانت النتيجة أن أنصار الأسهم السوقية ترتفع عندما تعلن الشركات عن التوزيعات المالية فقط، وتستقر الأسعار عند عدم الإعلان عن التوزيعات.

3\* دراسة **Kalay And Shimart (1988)** بعنوان " سداد ودفع التوزيعات المالية للأسهم"، حيث قام الباحثان بدراسة سلوك مجموعة شركات المساهمة العامة من حيث قيامهم بتوزيع أو احتجاز الأرباح فتبين أن نسبة ضئيلة جدا من الشركات توزع أرباحا على مساهميها أما باقي الشركات فتحجز هذه الأرباح لغايات النمو وإعادة استثمارها من أجل التوسع.

4\* دراسة **larry lang and robert litzenger (1989)** بعنوان "إعلان عن التوزيعات المالية"، حيث درس الباحثان مجموعة من الشركات المساهمة العامة من حيث مدى تأثير القيمة السوقية لأسهمها بالإعلان عن التوزيعات المالية بسبب الأرباح الموزعة فحسب سبب المعلومات التي توجد وراء قيام الشركات بتوزيع الأرباح مثل قوة الشركة وزيادة سيولتها والتوسع... الخ.

#### 5- دراسة **Killion otieon Amollo**، 2016

« the Effect of Dividend Policy On Firm Value For commercial Banks in Kenu »

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة تأثير توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة البنوك التجارية في كينيا، وذلك من خلال فهم العوامل التي تؤثر على قيمة المؤسسات، حيث أخذت عيني من 11 مصرفاً تجارياً المدرجة في بورصة نيروبي (NSE) خلال الفترة من 2011 إلى 2015، كما صم استخدام الأساليب الكمية والنقد والارتباط المتعدد لتحليل البيانات الثانوية التي تم جمعها من البنوك التجارية المتداولة في NSE، كذلك توصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير قوي على قيمة البنوك التجارية الكينية، كما أن سياسة العائد تؤثر على قيمة المؤسسة وأسعار الأسهم في سوق أوارق المالية وبالتالي يمكن لبنوك التجارية في كينيا زيادة من قيمتها عن طريق أرباح الأسهم<sup>1</sup>.

#### 6- دراسة **Egbeonu liver & others**، 2016

Effect of dividend policy on the value of firms (Emperical study of Quated firms in nigerian stock exchange)

الهدف من هذه الدراسة القيام بدراسة تجريبية على تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة نيجيريا، حيث تم اختبار الفرضيات التالي:

لا توجد علاقة هامة بين الربحية السهم وسعر سوق المؤسسة، لا توجد علاقة بين التوزيعات الأرباح وقيمة سهم المؤسسة، لا توجد علاقة عامة ذات دلالة احصائية بين معدل العائد الداخلي وقيمة الأسهم المؤسسة.

<sup>1</sup> Killion otieon Amollo, « the Effect of Dividend Policy On Firm Value For commercial Banks in Kenu », october 2016.

شملت عينة الدراسة على 12 مؤسسة مدرجة في بورصة نيجيريا NSE لمدة 05 سنوات من مختلف القطاعات في الاقتصاد، كما تم استخدام وحدة الجذر الثابت وانحدار المتعدد في تحليل البيانات المالية المستخرجة من التقارير السنوية وتوصلت الدراسة إلى أن ربحية هنا تأثير للربحية على قيمة الأرباح كما كشفت النتائج على أن توزيعات الأرباح لها علاقة عكسية مع سعر السهم.

#### 7- دراسة Ozuomba chidinma Nvuamaka، 2017

« Effect of dividene plocies on firm value evidence from quoted firms in negeria »

تهدف هذه الدراسة إلى فصل وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات العامة في نيجيريا، من خلال القيام بدراسة تجريبية لمحددات العائد، كما سمعت الدراسة إلى اختبار الفروض التالية: تحدد معلومات توزيع الأرباح عن طريقة المؤسسات، تؤثر تكلفة الوكالة بين المساهمين والإدارة على نمط توزيع الأرباح المؤسسات، هناك تأثير مختلف لسياسات توزيع الأرباح على أرباح المساهمين، حيث تكونت عينة الدراسة من 10 مؤسسات خلال فترة 1995-2015 المدرجة في بورصة نيجيريا، حيث تم جمع البيانات من التقارير المالية السنوية، وذلك باستخدام الإنحدار المرجعي العادي في تحليل البيانات الأولية وانحدار المتعدد في تحليل البيانات الثانوية، كما توصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح تحافظ على دفعات الأرباح الثابتة ومتنامية، كما يمكن استخدام سياسة مشتركة من قبل جميع المؤسسات لتحديد قيمة المؤسسة، وأظهرت النتائج أن هناك علاقة كبيرة مترابطة بين سياسة توزيع أرباح وقيمة المؤسسة، مما يدل على أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير كبير على قيمة مؤسسات العامة<sup>1</sup>.

#### المطلب الثالث: التعقيب على الدراسات السابقة:

من خلال هذه الدراسات المقدمة نلاحظ أنها تختلف من حيث النتائج، وهذا بسبب اختلاف المعطيات وخصائص الأسواق التي أجريت هذه الدراسات، ومن أهم أوجه التشابه واختلاف في هذه الدراسة والدراسات السابقة هي كالتالي:

<sup>1</sup> Ozuomba chidinma Nvuamaka, « Effect of dividene plocies on firm value evidence from quoted firms in negeria », volume 8 no, 02 februaru 2017.

**من حيث الهدف:**

اشتركت هذه الدراسة مع معظم الدراسات السابقة في الهدف والذي يتعلق بمدى معرفة تأثير سياسة أرباح ومدى تأثير احتجازها على قيمة المؤسسة.

**من حيث طريقة احصائية المستخدمة والعينة:**

اشتركت هذه الدراسة مع الدراسات السابقة حيث طبقت هذه الدراسة على مجموعة من مؤسسات وكذلك الدراسات السابقة طبقت على أسواق البورصات.

**من حيث النتائج:**

إنقضت أغلب الدراسات السابقة في النتائج المتوصل عليها، حيث توصلت أغلب الدراسات إلى أن نسبة توزيع الأرباح أسهم تمؤشر إيجابيا على قيمة المؤسسة.

**وهكذا تتميز درستنا عن الدراسات السابقة بمايلي:**

- الإعتماد على نسبة الإحتجاز بدلا من نسبة التوزيع كمؤشر يعول عليه في تحديد مسار الشركة؛
- الزيادة في نسبة الاحتجاز يعني الزيادة في نسبة الاستثمار، يعني دوام الاستمرارية وزيادة التوسع.

## خلاصة الفصل

قدمنا في هذا الفصل وبشكل موجز إطار النظري لكل من سياسة توزيع الأرباح وسياسة احتجاز الأرباح بالنسبة للمؤسسة وذلك بالتطرق إلى أهم المفاهيم العامة حول هذه السياسة وكل ما يرتبط بهما من أشكال وعوامل وإجراءات وكذلك تطرقنا إلى أهم النظريات مفسرة لهما.

وبما أن هذا الموضوع أثار اهتمام مفكري إدارة المالية المعاصرة وجدت الكثير من التيارات التي نظمتها مجموعة من النظريات تباين في الآراء فبعض هذه النظريات ينظر إلى عملية توزيع الأرباح مسألة لا بد منها وينمى اعتقاده على أن عملية توزيع الأرباح دون احتجازها يؤثر ويشكل مباشر على قيمة المؤسسة وفي حين يرى فريق آخر أن توزيع الأرباح ليس له علاقة بالقيمة السوقية للمؤسسة والسهم العادي، وفي الأخير تطرقنا إلى أهم الدراسات التي تم اطلاع عليها والتي تمت عليها مستوى هذا الموضوع من خلال ما تطرقنا إليه في الجانب النظري يبقى أن نقوم بدراسة حالة حول سياسة توزيع أرباح واحتجازها وتأثيرها على قيمة المؤسسة من خلال الفصل الثاني والذي يعتبر دراسة تطبيقية للموضوع.

## الفصل الثاني

تقييم سياسة احتجاز الارباح في الشركات المدرجة في

بورصة الجزائر

## مقدمة الفصل الثاني

سنتطرق في هذا الفصل التطبيقي للدراسة لمجموعة من الشركات (صيدال- بيوفارم- أليانس- الأوراسي)، حيث سنقوم بإثبات نتائجها وأرباحها المتعلقة بالخمسة سنوات الأخيرة لكل شركة، ومن ثم نستخلص نتائجها ونضع دراستنا مقارنة مع الدراسات في الجانب النظري بحيث نتوصل إلى النتائج المرجوة التي نبحث عنها والتي تتمثل في أهمية كلا من سياسة إحتجاز وتوزيعها والسياسة الأمثل التي تخدم المؤسسة والتي سنقدمها كالآتي:

## المبحث الأول: تقديم مؤسسات الدراسة

لدينا مجموعة من الشركات (أليانس، صيدال، بيوفارم، الأوراسي) التي سنعتبرها عينة للدراسة حيث سنقوم بتقديمها وتعريفها وشرح مهامها ونشاطاتها.

## أولاً: شركة أليانس للتأمينات

تعتبر شركة أليانس للتأمينات شركة خاصة ذات أسهم أنشأت في ديسمبر سنة 2004 من طرف مستثمرين محليين بموجب الأمر رقم 95-07 المؤرخ في جانفي 1995، والصادر عن وزارة المالية والمتعلق بفتح سوق التأمينات، وهي شركة 100% جزائرية إنطلق نشاطها 12 جانفي 2006، وهذا بعد حصولها على الإعتماد من طرف وزارة المالية رقم 05-122 بتاريخ 30 جويلية 2005 والصادر في الجريدة الرسمية رقم 80 الصادرة في 11 ديسمبر 2005، وهذا بممارسة الأعمال التجارية المتعلقة بعمليات التأمين وإعادة التأمين (1). قدر رأسمالها الاجتماعي ب 500 مليون دينار جزائري مقسم إلى 100 ألف سهم بقيمة اسمية تقدر ب 5000 دج للسهم الواحد موزع على 10 مساهمين.

سنة 2006 أجريت عدة تغييرات في النظام الأساسي للشركة الموضوع في 2004 تعلقت هذه التغييرات بنسبة المساهمة في رأسمال الشركة مع الحفاظ على نفس المساهمين، نفس الشيء في سنة 2007 و 2008، حيث نلاحظ أن السنوات السابقة 2006، 2007 و 2008 رغم التغيير في حصة كل مساهم في الشركة إلا أن رأسمال الاجتماعي بقي نفسه 500 مليون دج<sup>1</sup>..

يجب الإشارة إلى أنه طبقاً للمادة رقم 7 المتعلقة بالقوانين الأساسية للشركة، يمكن لرأسمال الاجتماع أن يزداد وذلك بإصدار جديد للأسهم أو الزيادة في القيمة الاسمية للسهم الموجود، ويكون ذلك بقرار من الجمعية العامة، وكل زيادة رأسمال الشركة يجب أن توافق التعليمات القانونية للأمر 95/07 المؤرخ 25 جانفي 2005 الخاص بالتأمينات والمعدل والمكمل بالقانون 06-4 المؤرخ في 20 فيفري 2006. وعليه سنة 2009 أعلنت شركة أليانس للتأمينات عن رفع رأسمالها من 500 مليون دج إلى 800 مليون دج بقرار من الجمعية العامة غير العادية للمؤسسة عقب انعقاد الاجتماع الذي ضم مجلس الإدارة بتاريخ 16 جويلية 2009، ويندرج هذا القرار ضمن سياسة المؤسسة لتفعيل خدماتها التأمينية وضمانا الجوده لزبائنها. و 21 جوان 2010 و بقرار من الجمعية العامة غير العادية للشركة تم تقسيم القيمة الاسمية المقدرة ب 5000 دج للسهم الواحد إلى 5 أسهم بقيمة 1000 دج لسهم الواحد، و 29 جويلية 2010 ثم أيضا تم تقسيم القيمة الاسمية المقدرة ب

<sup>1</sup> سعدي حنان، أهمية بورصة الأوراق المالية الجزائرية في تمويل شركة أليانس للتأمينات، المدرسة التحضيرية في العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيري - فليعة، العدد 4، جوان، 2017،

1000 دج للسهم الواحد إلى 5 أسهم بقيمة 200 دج لسهم الواحد، وبذلك أصبح الرأسمال الاجتماعي للشركة المقدر بـ 800 مليون دج ، مقسم إلى 4000000 سهم (4 مليون) بقيمة 200 دج لسهم الواحد موزع على ثمانية مساهمين<sup>1</sup>.

### ثانيا: مجمع صيدال

يعتبر مجمع صيدال من بين المؤسسات الصناعية الدوائية الجزائرية التي تأقلمت مع التحولات الاقتصادية والتطورات التي عرفها المحيط العالمي، وذلك بتبنيه لإستراتيجية التحالف مع أكبر المخابر ذات الشهرة العالمية والتي تنوعت بين الشراكة المختلطة والتحالفات المتكاملة، وهذا من أجل مواجهة المنافسة الشديدة المفروضة عليه وتنوع تشكيلة منتجاته، ورفع كفاءته وتنافسيته على المستوى المحلي والإقليمي والعالمي.

يعتبر مجمع صيدال من الناحية القانونية شركة مساهمة برأس مال قدره 2.5 مليار دينار جزائري و يشغل حوالي 3400 عامل، 15 و هو متخصص في صناعة المنتجات الصيدلانية ويعتبر من الرواد في ميدان الأدوية على الصعيد الوطني وقطباً هاماً للصناعة الصيدلانية على مستوى البحر الأبيض المتوسط، يتمتع بخبرة تفوق ثلاثين سنة في ميدان الصناعة الصيدلانية<sup>2</sup>.

### ثالثا: بيوفارم BIOPHARM

بيوفارم BIOPHARM هو مختبر صيدلاني جزائري، و هو مجموعة صناعية وتجارية استثمرت في أوائل التسعينات 1990، في قطاع الأدوية حيث لديه وحدة إنتاج بمعايير دولية وشبكة توزيع لتجار الجملة والتجزئة والصيدليات، بعد ما يقرب من عقدين من النشاط المكثف، وصلت بيوفارم إلى مرحلة مهمة في تطور ها والتي تتطلب إعادة الهيكلة، بدأت بيوفارم

من خلال تكييف هيكلها التنظيمي تدريجي كمجموعة حول أعمالها المختلفة:<sup>3</sup>

- إنتاج الأدوية من خلال BIOPHARM، التي لا تزال النواة المركزية للمجموعة؛

- التوزيع بالجملة للمنتجات الصيدلانية من خلال بيوفارم للتوزيع؛

- التوزيع على الصيدليات من خلال بيو بير BIOPURE؛

- الترويج والمعلومات الطبية، من خلال (HHI) معلومات صحة الإنسان؛

<sup>1</sup> سعدي حنان، أهمية بورصة الأوراق المالية الجزائرية في تمويل شركة أليانس للتأمينات، المرجع السابق، ص 11.

<sup>2</sup> محبوب فاطمة، سنوسي أسامة ، تحليل الأداء التنافسي لمجمع صيدال في ظل التحالفات الاستراتيجية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 5، جوان، 2017، ص 11.

<sup>3</sup> تجانية حمزة، العيسى علي، دور مقاييس التدفقات النقدية التشغيلية في تقييم الأداء المالي: دراسة حالة شركة بيوفارم للأدوية في الجزائر للفترة (2015-2018)، مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد: 11 / العدد: 01 جانفي 2021، ص 313.

– الخدمات اللوجستية لصناعة الأدوية من خلال بيوفارم لوجستيك LOGISTIC BIOPH<sup>1</sup>

#### رابعا: مؤسسة تسيير فندق الأوراسي

تعتبر مؤسسة تسيير فندق الأوراسي من المؤسسات الرائدة في قطاع الخدمات السياحية، وهي مؤسسة فندقية من خمسة نجوم، تم تدشينها وفتح أبوابها للزبائن بتاريخ 2 ماي 1975، وتمثل جزءا من تراث مؤسسات وطنية وهي صوناتور ثم ألتور، وأخيرا الديوان الوطني للمؤتمرات والمحاضرات (once).

وفي ظل إعادة الهيكلة التنظيمية للفندق سنة 1983 تم تحويله إلى شركة اشتراكية، وفي سنة 1991 تم تغيير وضعيته القانونية ليتحول إلى مؤسسة عمومية اقتصادية أي مؤسسة ذات أسهم برأس مال اجتماعي يقدر ب 40 مليون دينار جزائري.

وبموجب المرسوم 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية تم تحويل ملكية المؤسسة إلى الشركة القابضة للخدمات، كما قامت هذه الأخيرة برفع رأسمالها إلى 1.5 مليار دينار جزائري في إطار دعم قدراتها المالية، ولتنفيذ برنامج الخوصصة المسطرة من طرف الدولة والرامي لتنشيط بورصة الجزائر تقرر في 1999 طرح جزء من رأسمال المؤسسة (بنسبة 20%) للاكتتاب العام، وهو ما يعادل مليون سهم بقيمة اسمية 250 دج، وتمت خوصصتها سنة 2000 أي أنها من أوائل المؤسسات التي خضعت للخوصصة، 41 لذلك وقع اختيارنا عليها لتحليل أدائها المالي قبل وعد الخوصصة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> تجانية حمزة، العيسى علي، المرجع السابق، ص 313.

<sup>2</sup> قومية دوفيا، ثر الخوصصة على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية - حالة فندق الأوراسي، مجلة اقتصاديات الاعمال والتجارة المجلد: 04 / العدد: 02 (2019)، ص 125.

**المبحث الثاني: حساب النتيجة لمؤسسات الدراسة وكيفية تخصيصها**

لدينا مجموعة من الجداول التي تمثل الشركات المذكورة سابقا والتي سنقوم بتقديم نتائجها التي حققتها في الخمس (05) سنوات الأخيرة (2016-2020).

**المطلب الأول: جمع بيانات المتعلقة بالنتيجة لشركة بيوفارم**

سوف نقدم نتائج لشركة بيوفارم المتمثلة في نتيجة الدورة والإحتياطات ورأس المال، ومن ثم سنقوم بحساب الأرباح المتبقية والأرباح الموزعة وحقوق المساهمين، ومن ثم نقوم بتحليل النتائج عبر السنوات الخمس الأخيرة.

الجدول رقم (1-2) يمثل نتائج والأرباح المتعلقة بشركة بيوفارم (2016-2020)

السنوات	نتيجة	احتياطات	أرباح متبقية	أرباح موزعة	رأس المال	حقوق المساهمين	نسبة الارتفاع حقوق المساهمين %
2016	5552092789	5721193070	692096727	؟	5104375000	13931338746	/
2017	6498667964	8242335959	8266008377	؟	5104375000	20871517889	33
2018	752525000000	7194000000	13246000000	؟	5104375000	17302039041	20
2019	75507000000	9521000000	15507000000	2935015625	5104375000	22872375000	24
2020	5570000000	9874000000	19867000000	2935015625	5104375000	29331375000	22

يوضح الجدول رقم (1-2) مجموعة حسابات متعلقة بمصير حساب النتيجة بعد تاريخ 31 ديسمبر لما يجتمع مجلس الإدارة ويفصل في حساب النتيجة (نتيجة السنة المالية) المستخرجة من قائمة الدخل. وفيما يلي نعرض هذه الحسابات:

**1- النتيجة:** تظهر النتيجة السنة المالية للفترة المدروسة (2016-2020) لشركة بيوفارم موجبة وهي متزايدة من سنة إلى أخرى، بحيث إرتفعت في سنة 2017/2016 بنسبة 14.56%، لترتفع أكثر في السنة 2018/2017 بنسبة تقترن من 100%، لتتخفف في سنة 2019/2018 بنسبة كبيرة نتيجة ربما يعود للنشاط الذي تقوم به. ليستمر هذا الانخفاض في السنة الموالية 2020/2019 نتيجة ربما يعود إلى المضطبات التي فرضتها جائحة كورونا.

**2- الإحتياطات:** تعتبر الإحتياطات التي تظهر في الجدول رقم (1-2) هي إحتياطات تراكمية بحيث نلاحظ من الجدول أنها أكبر من قيمة النتيجة ويرجع ذلك إلى تراكمها من سنة إلى أخرى.

تمثل. وما نلاحظه

ما يمكن ملاحظته في هذه الإحتياطات أنها تزايدت في السنة 2017/2016 بنسبة 30.58%، لتتخفف في السنة الموالية 2018/2017 بنسبة 14.57%، ليعود الارتفاع مرة أخرى في سنة 2019/2018 بنسبة 24.4%، وأيضا إرتفعت في سنة 2020/2019 بنسبة 3.57%.

سنويا يتم تخصيص ما نسبته 5% من قيمة النتيجة، إلى أن نصل من هذه المخصصات ما يساوي 50% من رأس المال المصدر للشركة فتتوقف هذه الأخيرة عن التخصيص. ولكن ما يمكن ملاحظته بالنسبة لهذه الشركة أن احتياطياتها تمثل مرتين رأس المال بالنسبة لسنة 2020. هذه المخصصات الزائدة (ما فوق 50% من رأس المال) وهي: 2552187500 دج، وما تبقى والذي يساوي 7321812500 (9874000000-2552187500) فيعتبر مبلغ لا يفرض عليه ضريبة، في هذه الحالة قد نعتبر هذه العملية تهرب ضريبي.

**3- الأرباح الموزعة:** تعتبر شركة بيوفارم أنها شركة تقوم بتوزيعات سنوية تقريبا<sup>28</sup>، فعلى حسب النشرة الرسمية للتسعيرة والتي تصدرها بورصة الجزائر فإن هذه الشركة توزع 115 دج لكل سهم، وبما ان عدد أسهم هذه الشركة هي 25521875 فإن الرباح الموزعة خاصة في سنة 2019 و 2020 هي 2935015625 دج.

**4- الأرباح المتبقية:** بعد تخصيص الإحتياطات وتحديد نسبة التوزيع السنوي يصبح معلوم حساب الأرباح المتبقية (أو الخسائر المرحلة) من خلال القاعدة التالية: ح/النتيجة - (ح/الإحتياطات+ح/الأرباح الموزعة).

<sup>28</sup> -<https://www.sgbv.dz/commons/ar/boc/boc1347997317.pdf>

نلاحظ من هذا الحساب أن قيمها موجبة وهذا يدل على أنها أرباح متبقية وليست خسائر مرحلة، وهي تتزايد من سنة إلى أخرى بحيث زادت في السنة 2017/2016 بنسبة 91.62%، لترتفع بعدها سنة 2018/2017 بنسبة 37.59%، ثم إرتفعت مرة أخرى في سنة 2019/2018 بنسبة 14.58%، ليستمر الارتفاع في سنة 2020/2019 بنسبة 21.94%. وهذا الارتفاع يشير إلى أن للشركة استراتيجية في تخصيص من أرباحها السنوية لفائدة فتح استثمارات جديدة للتوسع أكثر مثل فتح ورشات جديدة أو تجديد أو تحديث الآلات والتجهيزات.

**5- رأس المال المصدر:** يمثل رأسمال المصدر ما تم إكتتابه في السوق المالي من اوراق مالية (أسهم) لفائدة المساهمين. فرأس المال المصدر يساوي عدد الأسهم في سعر السهم.

ما نلاحظه في هذه الشركة أن رأس مالها هو ثابت من سنة 2016 إلى غاية سنة 2020، وهذا ما يدل على أن الشركة لم تقم بإصدارات جديدة أي أنها لم يكن لديها حاجة لتمويل إضافي.

**6- حقوق المساهمين:** يمثل حساب حقوق المساهمين أو يسمى أيضا حساب الملاك حصة أو مساهمة المساهمين في الشركة. ويحسب إنطلاقا من ح/ رأس المال + ح/ الاحتياطات + ح/ الأرباح المتبقية.

نلاحظ من الجدول رقم (2-1) أن حساب حقوق المساهمين في تزايد مستمر من سنة إلى أخرى بحيث تزايد في سنة 2016 إلى سنة 2017 بنسبة 33%، ليرتفع مرة أخرى في سنة 2018/2017 بنسبة 20% ويرجع سبب التراجع في نسبة الزيادة إلى تراجع في حساب الاحتياطات. ثم إرتفع في سنة 2019/2018 بنسبة 24% ويرجع هذا التزايد إلى تزايد نسبة كل من حساب الاحتياطات وحساب الأرباح المتبقية، ويتواصل الارتفاع في سنة 2020/2019 بنسبة 22%.

يتضح من هذا الحساب أن الشركة حدث لها نمو في كل السنوات (2016-2020) فهي بذلك تقف على قاعدة مالية صلبة بمعنى أنها ذات مناعة مالية، والسبب يرجع في ذلك إلى تزايد الأرباح المتبقية في سنوات الدراسة. هذا النمو يعني أن الشركة من خلال الأرباح المتبقية سوف تخصصها لإستثمارات جديدة بهدف التوسع في النشاط (فتح ورشات أو تجديد المعدات والآلات) لتحقيق هدف الاستمرارية.

**المطلب الثاني: جمع بيانات المتعلقة بالنتيجة لشركة أليانس**

سوف نقدم نتائج لشركة أليانس المتمثلة في نتيجة الدورة والإحتياطات ورأس المال، ومن ثم سنقوم بحساب الأرباح المتبقية والأرباح الموزعة وحقوق المساهمين، ومن ثم نقوم بتحليل النتائج عبر السنوات الخمس الأخيرة.

الجدول رقم (2-2) يمثل نتائج والأرباح المتعلقة بشركة أليانس (2016-2020)

السنوات	نتيجة	احتياطات	أرباح متبقية	أرباح موزعة	رأس المال	حقوق المساهمين	نسبة الارتفاع حقوق المساهمين %
2016	421931678	177517036	280316725	؟	2205714180	2522333033	/
2017	432140992	219710205	383852240	؟	2205714180	2631759589	4
2018	462355810	262924304	496576138	؟	2205714180	2745504417	4
2019	482089560	309159884	636493372	2426285598	2205714180	2888443132	4
2020	481034583	211340286	351583611	2426285598	3529142460	3595816310	19

يوضح الجدول رقم (2-2) مجموعة حسابات متعلقة بمصير حساب النتيجة بعد تاريخ 31 ديسمبر لما يجتمع مجلس الإدارة ويفصل في حساب النتيجة (نتيجة السنة المالية) المستخرجة من قائمة الدخل. وفيما يلي نعرض هذه الحسابات:

**1- النتيجة:** تظهر النتيجة السنة المالية للفترة المدروسة (2016-2020) لشركة أليانس موجبة وهي متزايدة من سنة إلى أخرى، بحيث إرتفعت في سنة 2017/2016 بنسبة 23%، لترتفع أكثر في السنة 2018/2017 بنسبة تقدر بـ 19%، لترتفع في سنة 2019/2018 بنسبة 17%، ربما يعود للنشاط الذي تقوم به. ثم تقوم بالانخفاض في السنة الموالية 2020/2019 بـ 31% نتيجة ربما يعود إلى المضطبات التي فرضتها جائحة كورونا.

**2- الإحتياطات:** تعتبر الإحتياطات التي تظهر في الجدول رقم (2-2) هي إحتياطات تراكمية بحيث نلاحظ من الجدول أنها أكبر من قيمة النتيجة ويرجع ذلك إلى تراكمها من سنة إلى أخرى.

ما يمكن ملاحظته في هذه الإحتياطات أنها تزايدت في السنة 2017/2016 بنسبة 2%، لترتفع في السنة الموالية 2018/2017 بنسبة 6%، ويستمر الارتفاع في سنة 2019/2018 بنسبة 4%، لتخف في سنة 2020/2019 بنسبة 2%.

سنويا يتم تخصيص ما نسبته 5% من قيمة النتيجة، إلى أن نصل من هذه المخصصات ما يساوي 50% من رأس المال المصدر للشركة فتتوقف هذه الأخيرة عن التخصيص. ولكن ما يمكن ملاحظته بالنسبة لهذه الشركة أن احتياطاتها تمثل مرتين رأس المال بالنسبة لسنة 2020. هذه المخصصات الزائدة (ما فوق 50% من رأس المال) فيعتبر مبلغ لا يفرض عليه ضريبة، في هذه الحالة قد نعتبر هذه العملية تهرب ضريبي.

**3- الأرباح الموزعة:** تعتبر شركة أليانس أنها شركة تقوم بتوزيعات سنوية تقريبا<sup>29</sup>، فعلى حسب النشرة الرسمية للتسعيرة والتي تصدرها بورصة الجزائر فإن هذه الشركة توزع 418 دج لكل سهم، الأرباح الموزعة خاصة في سنة 2019 و 2020 هي 2426285598 دج.

**4- الأرباح المتبقية:** بعد تخصيص الإحتياطات وتحديد نسبة التوزيع السنوي يصبح معلوم حساب الأرباح المتبقية (أو الخسائر المرحلة) من خلال القاعدة التالية: ح/النتيجة - (ح/الإحتياطات+ح/الأرباح الموزعة).

نلاحظ من هذا الحساب أن قيمها موجبة وهذا يدل على أنها أرباح متبقية وليست خسائر مرحلة، وهي تتزايد من سنة إلى أخرى بحيث زادت في السنة 2017/2016 بنسبة 36%، لترتفع بعدها سنة 2018/2017 بنسبة 83%، ثم إرتفعت مرة أخرى في سنة 2019/2018 بنسبة 28%، لتتخف في سنة 2020/2019 بنسبة 44%. وهذا الارتفاع يشير إلى أن للشركة استراتيجية في تخصيص من أرباحها السنوية لفائدة فتح استثمارات جديدة للتوسع أكثر مثل فتح ورشات جديدة أو تجديد أو تحديث الآلات والتجهيزات.

تم زيارة الموقع يوم 2021/07/07 على الساعة 15.08 - <https://www.sgbv.dz/commons/ar/boc/boc1347997317.pdf> -<sup>29</sup>

5- رأس المال المصدر: يمثل رأسمال المصدر ما تم إكتسابه في السوق المالي من اوراق مالية (أسهم) لفائدة المساهمين. فرأس المال المصدر يساوي عدد الأسهم في سعر السهم.

ما نلاحظه في هذه الشركة أن رأس مالها هو ثابت من سنة 2016 إلى غاية سنة 2020، وهذا ما يدل على أن الشركة لم تقم بإصدارات جديدة أي أنها لم يكن لديها حاجة لتمويل إضافي.

6- حقوق المساهمين: يمثل حساب حقوق المساهمين أو يسمى أيضا حساب الملاك حصة أو مساهمة المساهمين في الشركة. ويحسب إنطلاقا من ح/ رأس المال + ح/ الاحتياطات + ح/ الأرباح المتبقية.

نلاحظ من الجدول رقم (2-2) أن حساب حقوق المساهمين في تزايد مستمر من سنة إلى أخرى بحيث تزايد في سنة 2016 إلى سنة 2017 بنسبة 04%، ليرتفع مرة أخرى في سنة 2018/2017 بنسبة 04% ويرجع سبب التراجع في نسبة الزيادة إلى تراجع في حساب الاحتياطات. ثم إرتفع في سنة 2019/2018 بنسبة 04% ويرجع هذا التزايد إلى تزايد نسبة كل من حساب الاحتياطات وحساب الأرباح المتبقية، ويتواصل الارتفاع في سنة 2020/2019 بنسبة 19%.

يتضح من هذا الحساب أن الشركة حدث لها نمو في كل السنوات (2016-2020) فهي بذلك تقف على قاعدة مالية صلبة بمعنى أنها ذات مناعة مالية، والسبب يرجع في ذلك إلى تزايد الأرباح المتبقية في سنوات الدراسة. هذا النمو يعني أن الشركة من خلال الأرباح المتبقية سوف تخصصها لإستثمارات جديدة بهدف التوسع في النشاط (فتح ورشات أو تحديد المعدات والآلات) لتحقيق هدف الاستمرارية.

### المطلب الثالث: جمع بيانات المتعلقة بالنتيجة لشركة صيدال

سوف نقدم نتائج لشركة بيوفارم المتمثلة في نتيجة الدورة والإحتياطات ورأس المال، ومن ثم سنقوم بحساب الأرباح المتبقية والأرباح الموزعة وحقوق المساهمين، ومن ثم نقوم بتحليل النتائج عبر السنوات الخمس الأخيرة.

الجدول رقم (2-3) يمثل نتائج والأرباح المتعلقة بشركة صيدال (2016-2020)

السنوات	نتيجة	احتياطات	أرباح متبقية	أرباح موزعة	رأس المال	حقوق المساهمين	نسبة الارتفاع حقوق المساهمين %
2015	114381799089	12251816341	-166052299	؟	2500000000	1053098115	/
2016	150916150506	12861813853	-1766796831	؟	2500000000	1343200681	13
2017	137629564788	12991033164	-1080714611	؟	2500000000	1548504700	13
2018	117421439098	13461406696	-866679031	5510000000	2500000000	2103694501	26
2019	79351400408	14047153641	-1178074235	5510000000	2500000000	1907672710	16

يوضح الجدول رقم (2-3) مجموعة حسابات متعلقة بمصير حساب النتيجة بعد تاريخ 31 ديسمبر لما يجتمع مجلس الإدارة ويفصل في حساب النتيجة (نتيجة السنة المالية) المستخرجة من قائمة الدخل. وفيما يلي عرض هذه الحسابات:

**1- النتيجة:** تظهر النتيجة السنة المالية للفترة المدروسة (2016-2020) لشركة صيدال موجبة وهي متزايدة من سنة إلى أخرى، بحيث إرتفعت في سنة 2017/2016 بنسبة 31%، لتتخفف في السنة 2018/2017 بنسبة تقدر بـ 80%، ولتواصل الانخفاض في سنة 2019/2018 بنسبة 14%، ربما يعود للنشاط الذي تقوم به. ثم تقوم بالانخفاض في السنة الموالية 2020/2019 بـ 32% نتيجة ربما يعود إلى المضطبات التي فرضتها جائحة كورونا.

**2- الإحتياطات:** تعتبر الإحتياطات التي تظهر في الجدول رقم (2-3) هي إحتياطات تراكمية بحيث نلاحظ من الجدول أنها أكبر من قيمة النتيجة ويرجع ذلك إلى تراكمها من سنة إلى أخرى.

ما يمكن ملاحظته في هذه الإحتياطات أنها تزايدت في السنة 2017/2016 بنسبة 9%، لترتفع في السنة الموالية 2018/2017 بنسبة 1%، ويستمر الارتفاع في سنة 2019/2018 بنسبة 3%، لترتفع في سنة 2020/2019 بنسبة 89%.

سنويا يتم تخصيص ما نسبته 5% من قيمة النتيجة، إلى أن نصل من هذه المخصصات ما يساوي 50% من رأس المال المصدر للشركة فتتوقف هذه الأخيرة عن التخصيص. ولكن ما يمكن ملاحظته بالنسبة لهذه الشركة أن احتياطياتها تمثل مرتين رأس المال بالنسبة لسنة 2020. هذه المخصصات الزائدة (ما فوق 50% من رأس المال) فيعتبر مبلغ لا يفرض عليه ضريبة، في هذه الحالة قد نعتبر هذه العملية تهرب ضريبي.

**3- الأرباح الموزعة:** تعتبر شركة صيدال أنها شركة تقوم بتوزيعات سنوية تقريبا<sup>30</sup>، فعلى حسب النشرة الرسمية للتسعيرة والتي تصدرها بورصة الجزائر فإن هذه الشركة توزع 551 دج لكل سهم، الأرباح الموزعة خاصة في سنة 2019 و 2020 هي 5510000000 دج.

**4- الأرباح المتبقية:** بعد تخصيص الإحتياطات وتحديد نسبة التوزيع السنوي يصبح معلوم حساب الأرباح المتبقية (أو الخسائر المرحلة) من خلال القاعدة التالية: ح/النتيجة - (ح/الإحتياطات + ح/الأرباح الموزعة).

نلاحظ من هذا الحساب أن قيمها سالبة وهذا يدل على أنها خسائر مرحلة وليست أرباح متبقية، وهي متذبذبة بحيث تتزايد وتتناقص من سنة إلى أخرى بحيث زادت في السنة 2016/2015 بنسبة 9% لتتخفف سنة 2017/ 2016 بنسبة 38%، وتستمر في الانخفاض في سنة 2018/2017 بنسبة 19%، ثم إرتفعت مرة أخرى في سنة 2019/2018 بنسبة 35%. وهذه الخسائر المرحلة ترجع إلى أن للشركة تم استغلال أرباحها لتدعيم النتيجة وجعلها موجبة.

تم زيارة الموقع يوم 2021/07/07 على الساعة 15.08 - <https://www.sgbv.dz/commons/ar/boc/boc1347997317.pdf>

5- رأس المال المصدر: يمثل رأسمال المصدر ما تم إكتسابه في السوق المالي من اوراق مالية (أسهم) لفائدة المساهمين. فرأس المال المصدر يساوي عدد الأسهم في سعر السهم.

ما نلاحظه في هذه الشركة أن رأس مالها هو ثابت من سنة 2016 إلى غاية سنة 2020، وهذا ما يدل على أن الشركة لم تقم بإصدارات جديدة أي أنها لم يكن لديها حاجة لتمويل إضافي.

6- حقوق المساهمين: يمثل حساب حقوق المساهمين أو يسمى أيضا حساب الملاك حصة أو مساهمة المساهمين في الشركة. ويحسب إنطلاقا من ح/ رأس المال + ح/ الاحتياطات + ح/ الأرباح المتبقية.

نلاحظ من الجدول رقم (2-3) أن حساب حقوق المساهمين في تزايد مستمر من سنة إلى أخرى بحيث تزايد في سنة 2016 إلى سنة 2017 بنسبة 13%، ليرتفع مرة أخرى في سنة 2018/2017 بنسبة 13% ويرجع سبب التراجع في نسبة الزيادة إلى تراجع في حساب الاحتياطات. ثم إرتفع في سنة 2019/2018 بنسبة 26% ويرجع هذا التزايد إلى تزايد نسبة كل من حساب الاحتياطات وحساب الأرباح المتبقية، لينخفض في سنة 2020/2019 بنسبة 16%.

يتضح من هذا الحساب أن الشركة حدث لها نمو في كل السنوات (2016-2020) فهي بذلك تقف على قاعدة مالية صلبة بمعنى أنها ذات مناعة مالية، والسبب يرجع في ذلك إلى تزايد الأرباح المتبقية في سنوات الدراسة. هذا النمو يعني أن الشركة من خلال الأرباح المتبقية سوف تخصصها لإستثمارات جديدة بهدف التوسع في النشاط (فتح ورشات أو تحديد المعدات والآلات) لتحقيق هدف الاستمرارية.

#### المطلب الرابع: جمع بيانات المتعلقة بالنتيجة لمجمع الأوراسي

سوف نقدم نتائج لمجمع الأوراسي المتمثلة في نتيجة الدورة والإحتياطات ورأس المال، ومن ثم سنقوم بحساب الأرباح المتبقية والأرباح الموزعة وحقوق المساهمين، ومن ثم نقوم بتحليل النتائج عبر السنوات الخمس الأخيرة.

الجدول رقم (2-4) يمثل نتائج والأرباح المتعلقة بمجمع الأوراسي (2016-2020)

السنوات	نتيجة	احتياطات	أرباح متبقية	أرباح موزعة	رأس المال	حقوق المساهمين	نسبة الارتفاع حقوق المساهمين %
2015	609333774	2163602621	330808860		1500000000	1764996624	/
2016	331873991	2413602621	355689283		1500000000	2105689283	16
2017	549187994	2413602621	384292732		1500000000	2013292732	12
2018	439611183	2413602621	331811207	3300000000	1500000000	2031811207	1
2019	225120524	2413602621	472314437	3300000000	1500000000	2142341437	5

يوضح الجدول رقم (2-4) مجموعة حسابات متعلقة بمصير حساب النتيجة بعد تاريخ 31 ديسمبر لما يجتمع مجلس الإدارة ويفصل في حساب النتيجة (نتيجة السنة المالية) المستخرجة من قائمة الدخل. وفيما يلي عرض هذه الحسابات:

**1- النتيجة:** تظهر النتيجة السنة المالية للفترة المدروسة (2016-2020) لمجمع الأوراسي موجبة وهي متذبذبة من سنة إلى أخرى، بحيث إنخفضت في سنة 2016/2017 بنسبة 83% نتيجة لعدم مزاولة نشاطها، لترتفع أكثر في السنة 2017/2018 بنسبة تقدر بـ 39%، لتتخف في سنة 2018/2019 بنسبة 19%، ربما يعود للنشاط الذي تقوم به. ثم تقوم بالانخفاض في السنة الموالية 2019/2020 بـ 94% نتيجة للأوضاع التي خلفتها وفرضتها جائحة كورونا وذلك لغلق الحدود البرية والجوية.

**2- الإحتياطات:** تعتبر الإحتياطات التي تظهر في الجدول رقم (2-4) هي إحتياطات تراكمية بحيث نلاحظ من الجدول أنها أكبر من قيمة النتيجة ويرجع ذلك إلى تراكمها من سنة إلى أخرى.

ما يمكن ملاحظته في هذه الإحتياطات أنها تزايدت في السنة 2016/2018 بنسبة 15%، لترتفع في السنة الموالية 2018/2019 بنسبة 19%، ويستمر الارتفاع في سنة 2019/2020 بنسبة 6%.

سنويا يتم تخصيص ما نسبته 5% من قيمة النتيجة، إلى أن نصل من هذه المخصصات ما يساوي 50% من رأس المال المصدر للشركة فتتوقف هذه الأخيرة عن التخصيص. ولكن ما يمكن ملاحظته بالنسبة لهذه الشركة أن إحتياطاتها تمثل مرتين رأس المال بالنسبة لسنة 2020. هذه المخصصات الزائدة (ما فوق 50% من رأس المال) فيعتبر مبلغ لا يفرض عليه ضريبة، في هذه الحالة قد نعتبر هذه العملية تهرب ضريبي.

**3- الأرباح الموزعة:** تعتبر شركة أليانس أنها شركة تقوم بتوزيعات سنوية تقريبا<sup>31</sup>، فعلى حسب النشرة الرسمية للتسعيرة والتي تصدرها بورصة الجزائر فإن هذه الشركة توزع 550 دج لكل سهم، الأرباح الموزعة خاصة في سنة 2019 و 2020 هي 3300000000 دج.

**4- الأرباح المتبقية:** بعد تخصيص الإحتياطات وتحديد نسبة التوزيع السنوي يصبح معلوم حساب الأرباح المتبقية (أو الخسائر المرحلة) من خلال القاعدة التالية: ح/النتيجة - (ح/الإحتياطات + ح/الأرباح الموزعة).

نلاحظ من هذا الحساب أن قيمها موجبة وهذا يدل على أنها أرباح متبقية وليست خسائر مرحلة، وهي تتزايد من سنة إلى أخرى بحيث زادت في السنة 2016/2017 بنسبة 7%، لتتخف بعدها سنة 2017/2018 بنسبة 2%، وتواصل الانخفاض مرة أخرى في سنة 2018/2019 بنسبة 4%، لترتفع في سنة 2019/2020 بنسبة 42%. وهذا الارتفاع يشير إلى

تم زيارة الموقع يوم 2021/07/07 على الساعة 15.08 <https://www.sgbv.dz/commons/ar/boc/boc1347997317.pdf> -31

أن للشركة استراتيجية في تخصيص من أرباحها السنوية لفائدة فتح استثمارات جديدة للتوسع أكثر مثل زيادة نسبة العمال من أجل زيادة الربحية أو تحديد أو تحديث الآلات والتجهيزات.

**5- رأس المال المصدر:** يمثل رأسمال المصدر ما تم إكتسابه في السوق المالي من اوراق مالية (أسهم) لفائدة المساهمين. فرأس المال المصدر يساوي عدد الأسهم في سعر السهم.

ما نلاحظه في هذه الشركة أن رأس مالها هو ثابت من سنة 2016 إلى غاية سنة 2020، وهذا ما يدل على أن الشركة لم تقم بإصدارات جديدة أي أنها لم يكن لديها حاجة لتمويل إضافي.

**6- حقوق المساهمين:** يمثل حساب حقوق المساهمين أو يسمى أيضا حساب الملاك حصة أو مساهمة المساهمين في الشركة. ويحسب إنطلاقا من ح/ رأس المال + ح/ الاحتياطات + ح/ الأرباح المتبقية.

نلاحظ من الجدول رقم (2-4) أن حساب حقوق المساهمين في تزايد مستمر من سنة إلى أخرى بحيث تزايد في سنة 2016 إلى سنة 2017 بنسبة 16%، لينخفض في سنة 2017/2018 بنسبة 12% ويرجع سبب التراجع في نسبة الزيادة إلى تراجع في حساب الاحتياطات. ثم ينخفض في سنة 2018/2019 بنسبة 01% ويرجع هذا التزايد إلى تزايد نسبة كل من حساب الاحتياطات وحساب الأرباح المتبقية، و يرتفع في سنة 2019/2020 بنسبة 05%.

يتضح من هذا الحساب أن الشركة حدث لها نمو في كل السنوات (2016-2020) فهي بذلك تقف على قاعدة مالية صلبة بمعنى أنها ذات مناعة مالية، والسبب يرجع في ذلك إلى تزايد الأرباح المتبقية في سنوات الدراسة. هذا النمو يعني أن الشركة من خلال الأرباح المتبقية سوف تخصصها لإستثمارات جديدة بهدف التوسع في النشاط (زيادة العمال أو تحديد المعدات والآلات) لتحقيق هدف الاستمرارية.

## خلاصة الفصل الثاني

لقد تطرقنا في هذا الفصل إلى دراسة أرباح الشركات (بيوفارم، أليانس، صيدال، الأوراسي)، قد قمنا بالتوصل إلى أن الشركة تقوم باستعمال سياسة إحتجاز الأرباح على حساب سياسة توزيع الأرباح كما هو موضح في نتائج جدول كلّ شرك بحيث تمارس الشركة كِلا من السياستين لكن بنسب متفاوتة، بحيث تقوم باعتماد على سياسة إحتجاز الأرباح أكثر من توزيعها، بهذا نرى بأن من 04 شركات تسعى الى الاستثمار وخدمة الشركة ودوام الاستمرارية.

الخاتمة العامة

## الخاتمة العامة

حاولنا في هذا البحث معالجة موضوع سياسة توزيع الأرباح وإحتجازها وتأثيرها على قيمة المؤسسة، باعتبار أنهما يعتبران من أهم القرارات الاستراتيجية المؤثرة على قيمة المؤسسة.

وقد قمنا بالاجابة على الاشكالية الرئيسية ما هي أفضل سياسة من بين هذه السياسة إحتجاز الأرباح وتوزيعها التي تضمن إستمرار المؤسسة و تقدّمها بشكل جيّد، حيث قمنا بمعالجة هذه الاشكالية عبر فصلين.

وقد استخلصنا مجموعة من النتائج التالية:

✓ حيث نرى بأنّها تحقق نتائج موجبة وهذا ما يوضح أهمية هذه الشركات في السوق وأنّها لديها طلب في منتوجها ويجعلها تحقق أرباحا.

✓ أما الاحتياطات فهي قانونية حيث تمثل 5% من النتيجة ، وهنا نرى بأنّها فاقت 50% من النتيجة بحيث نرى بأنّها تراكمية وربما يرجع إلى تقليل التكاليف المخصصة كالضرائب التي تدفعها للمؤسسات.

✓ نرى أن سياسات إحتجاز الأرباح وتوزيعها كلها تخدم مصير الشركة ولكن بنسب متفاوتة بحيث رأينا في هذه الدراسة التي قمنا بها على أربع مؤسسات بان سياسة الإحتجاز لديها تأثير أكبر من حيث دوام الاستمرارية.

حيث توافقت دراستنا مع نظرية أعمال "جوردن" بحيث يجب على الشركة إحتجاز الأموال واستثمارها داخل الشركة.

✓ إن المؤسسة تقوم بتخصيص نسبة كبيرة للأرباح المتبقية من أجل احتجازها.

✓ المؤسسة تسعى إلى إستثمار أرباحها لتحقيق الدوام والاستمرارية، وهذا ما أثبتته الجانب التطبيقي للدراسة.

## الجواب عن فرضيات الدراسة

- يعتبر إحتجاز الأرباح آلية فعالة لتحقيق التوسع في إستثمارات المؤسسة وهي فرضية صحيحة؛

- بالعكس يعتبر إحتجاز الأرباح زيادة في ثروة الملاك وذلك من خلال زيادة التوسع وزيادة الإستثمار وبالتالي زيادة الربحية .

# قائمة المصادر والمراجع

## قائمة المراجع

أولاً: باللغة العربية

### 1- الكتب

1. محمد علي ابراهيم، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء، الأردن، ط1، 2010، ص 435.
2. عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص 399-400.
3. عدنان تايه النعيمي و رشد فؤاد التميمياً - الإدارة المالية المتقدمة ، اليازوري ، الأردن ، 2009
4. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي، قريبا قص، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر ، 2004،
5. آمنة بنت مهنا السنيدي، توزيع الأرباح في شركة المساهمة، دراسة مقارنة، دار الكتاب الجامع للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2017،

### الرسائل والأطروحات الجامعية

- 6- علي بن ضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2008-2006، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2008-2009،
- 7- إكرام سحي، تحليل أثر توزيع الأرباح على الأسهم، مذكرة لنيل شهادة الماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر
- 8- حسام علي حسين فياض الغانمي، أثر إحتجاز الأرباح على عوائد الأسهم العادية (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية)، أطروحة ماجستير، جامعة كربلاء، 2015

9- قيس أديب الكيلاني و ثائر عدنان قدومي ، أثر القيمة الدفترية للأسهم على قيمتها السوقية - حالة احتجاز الأرباح - دراسة تحليلية على البنوك الأردنية - للفترة (1999 - 2003)، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة - عمان 11931، الأردن

## المجلات

10. زرقون محمد، أثر اكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في مؤسسات إقتصادية المسعرة في البورصة - دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر، مجلة البحث، جامعة ورقلة، العدد 08، 2010

11. بريش عبد القادر، بدروي عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في مؤسسات خاصة الجزائرية، الأكاديمية لدراسات إجتماعية وانسانية، العدد 10، الشلف، جوان 2013.

12. تجانية حمزة، العبسي علي، دور مقاييس التدفقات النقدية التشغيلية في تقييم الأداء المالي: دراسة حالة شركة بيوفارم للأدوية في الجزائر للفترة (2015-2018)، مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد: 11 / العدد: 01) جانفي 2021 .

13. قرمية دوفيا، ثر الخوصصة على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية - حالة فندق الأوراسي، مجلة اقتصاديات الاعمال والتجارة المجلد: 04 / العدد: 02 (2019).

## \* الملتقيات

14. محمد بوطوبة، الشركة بين حتمية توسيع نشاطاتها وتآكل ثروة مساهميها بالزكاة، ملتقى وطني حول زكاة الشركات، المركز الجامعي عين تموشنت، 201

ثانيا المراجع باللغات الأجنبية

15. Killion otieon Amollo, « the Eeffect of Dividend Policy On Firm Vzalue For commercial Banks in Kenu » ,october 2016.
16. Ozuomba chidinma Nvuamaka,« Effect of dividene plocies on firm value evidence from quoted firms in negeria » , volume 8 no, 02 fubruaru 2017.