

المحور السابع:
سياسة توزيع الأرباح في
المؤسسة

مقدمة

تحقيق الأرباح هو أحد أهم أهداف المؤسسة ومؤشر من مؤشرات النجاح. تختلف طرق التصرف في هذه الأرباح من مؤسسة إلى أخرى أو حتى في المؤسسة نفسها من سنة لأخرى تبعا لسياسة التوزيع المتبعة. تحدد سياسة توزيع الأرباح ذلك الجزء من الأرباح الذي يوزع على المساهمين وذلك الجزء الذي يتم احتجازه، حيث أن الأرباح المحتجزة تعتبر مصدرا رئيسيا لتمويل الاستثمار والنمو، وعلى الرغم من أن التوسع مرغوب فيه فإن توزيع الأرباح مرغوب فيه أيضا وهذا يعني أن الهدفين متناقضين.

فالمؤسسة التي لا تحتجز أرباح تحقق معدلات نمو منخفضة مستقبلا، والمؤسسات التي لا توزع أرباح ينفر منها المستثمرون، وكلا الحالتين تؤثران سلبا على سعر سهم المؤسسة وعلى قيمتها. مما يتطلب من المؤسسة صياغة سياسة توزيع مثلى تحقق التوفيق بين الهدفين المتناقضين، وتحقيق الهدف الرئيسي للمؤسسة والمتمثل في تعظيم القيمة.

1. مفهوم سياسة توزيع الأرباح:

تتتم سياسة توزيع الأرباح بتحديد الجزء من الأرباح الذي يوزع على حملة الأسهم (الملاك) في المؤسسة والجزء الذي يتم احتجازه، ويؤثر هذا التصرف في الأرباح المحققة على قرارات الاستثمار والتمويل، حيث تمثل الأرباح المحتجزة مصدرا رئيسيا لتمويل النمو والتوسع في استثمارات المؤسسة، كما تعتبر توزيعات الأرباح مصدرا لإقناع ملاك المؤسسة الحاليين والمستقبليين للاستثمار في أسهم المؤسسة، لذلك لا بد من دراسة التأثيرات المحتملة لقرار توزيع الأرباح أو احتجازها على المؤسسة، ومنه فإن صياغة سياسة لتوزيع الأرباح تعد ضرورية للتحكم في تلك الآثار.

1.1. تعريف سياسة توزيع الأرباح:

يعرف توزيع الأرباح على أنه مكافأة رأس المال للمساهمين مقابل استثمار أموالهم في شراء أسهم المؤسسة. أيضا تعرف التوزيعات بأنها الصورة العكسية للأرباح المحتجزة. ومن ثم فإن سياسة التوزيعات ما هي إلا المفاضلة بين توزيع الأرباح واحتجازها بغرض استثمارها. وعادة ما تشير سياسة توزيع الأرباح إلى النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة.

كما تعرف بأنها " مجموعة من الأدلة المرشدة التي تسترشد بها الإدارة المالية عند اتخاذ قرارات توزيع الأرباح، وتكون هذه السياسة ملائمة لأهدافها".

سياسة التوزيع المثلى: هي تلك السياسة التي تضع توازنا بين التوزيعات الحالية والتوزيعات المستقبلية لتعظيم قيمة السهم في السوق.

يعد قرار توزيع الأرباح من أهم القرارات التي يتم اتخاذها من قبل المؤسسة، وهو يتخذ من قبل الجمعية العامة للمؤسسة بعد إقرار الميزانية في جمعية عادية باقتراح من مجلس الإدارة. يتم اتخاذه بعد جمع المعلومات المتوفرة عن القدرة المالية للمؤسسة إضافة إلى الطموحات التي تتطلع لتحقيقها مستقبلا، وكذا رغبات المستثمرين وتفضيلاتهم بين الحصول على التوزيعات أو الأرباح الرأسمالية، وهذا في ظل الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة. مع مراعاة الهيكل المالي المستهدف الذي تعمل المؤسسة على تحقيقه، والذي غالبا تكون تكلفة التمويل الخارجي من بين أهم محدداته. وبالتالي فقرار التوزيع ليس مستقلا تماما، وإنما يشترك ويرتبط بشكل كبير بقرار التمويل وقرار الاستثمار.

وبالتالي فإن قرار الإدارة بشأن توزيع الأرباح يبعث إشارات إيجابية توحى بالتحكم في القرارات التمويلية في المؤسسة، فالقرارات المتخذة من المؤسسة بشأن التوزيعات تكون مرهونة بشكل كبير بالقرارات المتخذة في الماضي والسياسات المنتهجة من قبل والآفاق والتطلعات المستقبلية لها. ومع ذلك فإن قرار التوزيعات يتم ممارسته بطرق شكلية فقط، بحيث لا يمكن اعتبارها كقرارات تبنى على أسس رياضية دقيقة.

2.1. خطوات توزيع الأرباح

تتمثل الأرباح القابلة للتوزيع في الربح الصافي المحقق خلال السنة الماضية مطروحا منه خسائر السنوات السابقة المرحلة والاحتياطات القانونية النظامية. وتحدد التشريعات في بعض الدول الفترات التي يمكن فيها توزيع الأرباح،

سنوياً، فصلياً أو غيرها. ويعتبر قرار التوزيع التزاماً من قبل المؤسسة لا يمكن التراجع عنه بسهولة. ويمر تنفيذ قرار توزيع الأرباح بجدول زمني يتضمن ما يلي:

- **تاريخ الإعلان عن التوزيعات:** وهو التاريخ الذي يقوم فيه مجلس الإدارة بالتعريف بقيمة التوزيعات التي ستدفع، ويكون الإعلان للمساهمين والسوق ككل عن هذا القرار، ولهذا الإعلان تأثيره على سعر السهم في السوق سلباً أو إيجاباً بناءً على جودة هذه التوزيعات وتوقعات المساهمين.
- **تاريخ التسجيل:** وهو اليوم الذي تقفل فيه قوائم المساهمين الذين يحق لهم استلام الأرباح الموزعة، فكل من يشتري الأسهم بعد ذلك التاريخ لا يحق له استلام الأرباح بل تكون من نصيب حامل السهم السابق؛
- **تاريخ فقدان حق المطالبة بالأرباح:** تمنح لحملة الأسهم الذين اشتروا الأسهم خلال الأيام الأخيرة من فترة التسجيل ولم تتم تسوية إجراءات القيد بصفة نهائية مدة معينة للمطالبة لتسجيل أسمائهم والمطالبة بالأرباح (عادة 3 أيام)؛
- **تاريخ الدفع:** وهو التاريخ الذي يتم فيه تحويل الأرباح الموزعة إلى حسابات المساهمين وعادة ما يكون 15 يوماً من تاريخ التسجيل.

2. أنواع سياسات توزيع الأرباح:

يتمثل الجانب الأساسي في سياسة توزيع الأرباح في تحديد مبلغ ونسبة التوزيع وفي تحديد كيفية التوزيع، هناك العديد من أشكال سياسة التوزيع، وعلى الإدارة اختيار السياسة التي تلائم ظروفها وتحقق أهدافها، تتمثل في:

- ✓ **سياسة توزيع مبالغ ثابتة:** هذه السياسة مبنية على دفع توزيعات أرباح بمبالغ نقدية ثابتة وتتم مراجعة هذه المبالغ من فترة لأخرى حسب التغير في حجم الأرباح. تتبع المؤسسات هذه السياسة لرغبة المساهمين في الحصول على أرباح سنوياً. كما أن هذه السياسة تعطي الانطباع بأن المؤسسة تحقق أرباح بشكل مستمر.
- ✓ **سياسة توزيع نسب ثابتة من الأرباح:** تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح نقدية للمساهمين كنسبة من الأرباح، وبالتالي تكون المبالغ المستلمة متغيرة من سنة لأخرى حسب تغير الأرباح. وهذه السياسة تخلص المؤسسة من عبء دفع أرباح ثابتة وخاصة عندما تنخفض الأرباح.
- ✓ **سياسة توزيع أرباح منخفضة ومتزايدة:** تقوم هذه السياسة على تقسيم الأرباح الموزعة إلى جزأين: جزء بمبالغ ثابتة لكنها منخفضة وجزء متغير حسب حجم الأرباح المحققة. توفر هذه الطريقة للمؤسسة مرونة أكبر في توزيع الأرباح من جهة وتضمن للمساهمين الحصول على حد أدنى من الأرباح سنوياً.
- ✓ **سياسة عدم توزيع أرباح على المدى القصير:** تلجأ المؤسسات إلى هذا الأسلوب إذا كانت بحاجة إلى الأموال خاصة المؤسسات حديثة النشأة أو في حالة صعوبة الحصول على القروض.
- ✓ **سياسة توزيع الفائض:** تقوم هذه السياسة على إعطاء الأولوية لتمويل الاستثمارات، حيث تقوم المؤسسة باحتجاز الأرباح التي تغطي تمويل برامجها الاستثمارية، وفي حالة وجود فائض يتم توزيعه على المساهمين.

يبرر انتهاج المؤسسة لهذه السياسة بأنها تكون ذات اعتماد كبير على المصادر التمويلية الداخلية في تمويل المشاريع الاستثمارية الجديدة. وتتميز الأرباح الموزعة وفق هذه الطريقة بعدم الاستقرار.

3. العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح

لا يمكن الحكم على سياسة توزيع الأرباح من دون النظر إلى العوامل التي تتحكم في قرارات المؤسسة وقدرتها على التوزيع أو عدم التوزيع، في كثير من الحالات تجد إدارة المؤسسة نفسها تحت ضغوط عوامل مختلفة تحد من حريتها في اتخاذ قرار توزيع الأرباح. من هذه العوامل:

أ. **العوامل القانونية والتعاقدية:** قد تؤثر بعض الاشتراطات القانونية في اتخاذ قرار التوزيع، ففي أغلب الدول تمنع التشريعات توزيع الأرباح من رأس المال واقتصرها فقط على الأرباح المحتجزة حماية للمقرضين. كما تمنع بعض التشريعات الضريبية احتجاز الأرباح لفترات طويلة مما يدفع بالمؤسسة إلى توزيعها تحت طائلة العقوبات الجبائية. كما يتوجب على المؤسسة مراعاة ما التزمت به اتجاه المقرضين كعدم توزيع الأرباح لسنوات معينة أو توزيع نسبة محددة من الأرباح حتى تتمكن من الوفاء بالديون.

ب. **متطلبات السيولة:** عادة ما تمتنع المؤسسات التي تواجه عسرا ماليا نتيجة نقص السيولة لأسباب مختلفة عن توزيع الأرباح لدعم السيولة والوفاء بالتزاماتها في مواعيدها.

ج. **الهيكل المالي:** إذا كانت نسبة الديون في هيكل التمويل في حدودها القصوى يتوجب على المؤسسة اللجوء إلى التمويل الذاتي وبالتالي عدم توزيع الأرباح. كما أن الاعتماد على التمويل الذاتي من شأنه أن يخل بتوازن الهيكل المستهدف مما يتوجب توزيع الأرباح.

ح. **الفرص الاستثمارية:** عادة ما ينخفض حجم التوزيعات مع زيادة حجم الاستثمارات المتاحة والعكس صحيح.

4. أشكال توزيع الأرباح:

تعدد أشكال توزيع الأرباح على المساهمين إلا أن الشكل الشائع في توزيع الأرباح هو التوزيع النقدي، ويمكن تقديم أهمها فيما يلي:

أ. التوزيعات النقدية: Cash dividend

تشير التوزيعات إلى النقد المدفوع من صافي الدخل، وبالتالي فهو يمثل أي دفع مباشر من قبل المؤسسة لحملة الأسهم، إذ يمكن اعتبارها كتوزيعات أو كجزء من سياسة التوزيعات، فالتوزيعات النقدية تعتبر أكثر الأشكال شيوعا، فغالبا ما تقوم مؤسسات المساهمة بدفعها بشكل مباشر ومنتظم للمساهمين، وفق مراحل منتظمة من الأعمال، وتتم هذه التوزيعات في الغالب أربع مرات في السنة لدى شركات المساهمة.

ب. التوزيع على شكل أسهم: Stock dividend

يعتمد هذا الشكل غير النقدي لتوزيع الأرباح على دفع أسهم المساهمين حسب ما يمتلكه كل مساهم من أسهم المؤسسة. يشكل هذا النوع عملية إحداث تغيير في هيكل رأس المال مع إبقاء السيطرة على حالها بين المساهمين

الحاليين وتجنب تكاليف الإصدار أيضا قد تلجأ المؤسسة إلى هذه الطريقة عند سعر تقديرها أن السهم مرتفع، فهذا الإجراء يؤدي إلى زيادة عدد أسهم المؤسسة وانخفاض حصة السهم من الأرباح وبالتالي انخفاض سعره.

مثال: تتكون الأموال الخاصة لمؤسسة من العناصر التالية:

أسهم عادية	5.000.000	(500.000 سهم قيمة السهم 10 دج)
علاوة إصدار	2.000.000	
أرباح محتجزة	9.000.000	
المجموع	16.000.000	

ترغب المؤسسة في توزيع أرباح على شكل أسهم بنسبة 5%، سعر السهم السوقي 50 دج ما هو تأثير ذلك على قيمة المؤسسة؟

الحل:

عدد الأسهم الجديدة: $25.000 = 0.05 \times 500.000$ دج
 قيمة الأسهم الجديدة: $1.250.000 = 50 \times 25.000$ دج
 يوزع هذا المبلغ على:

$250.000 = 10 \times 25.000$ دج تضاف إلى قيمة الأسهم
 الباقي 1.000.000 هو علاوة إصدار يمثل الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة السوقية.
 تركيب الأموال الخاصة بعد توزيع الأرباح تصبح كما يلي:

أسهم عادية	5.250.000	(525.000 سهم قيمة السهم 10 دج)
علاوة إصدار	3.000.000	
أرباح محتجزة	7.750.000	
المجموع	16.000.000	

تأثير توزيع الأرباح على سعر السهم وقيمة المؤسسة.
 ينخفض سعر السهم وفق المعادلة التالية:

$$P' = \frac{P}{1+d}$$

حيث:

P: سعر السهم قبل التوزيع؛

P': سعر السهم بعد التوزيع؛

d: نسبة التوزيع.

$$P' = \frac{50}{1+0.05} = 47.619$$

ومنه:

وبالتالي سينخفض سعر السهم من 50 دج إلى 47.62 دج.
كما تنخفض حصة السهم من الأرباح القابلة للتوزيع من 18 دج إلى 14.76 دج.
أما قيمة المؤسسة فتبقى ثابتة: $525.000 \times 47.619 = 2.500.000$ دج

ت. إعادة شراء الأسهم: Stock Repurchase

تلجأ المؤسسات إلى إعادة شراء أسهمها التي سبق إصدارها، ف شراء الأسهم باستخدام الأرباح يخفض من عدد الأسهم في السوق ويرفع من حصة السهم الواحد من الأرباح مما يؤثر على سعر السهم بالارتفاع. كما أن عملية إعادة الشراء تتم بدفع مبالغ أعلى من السعر الحالي، وهو ما يعتبر إشارة من إدارة المؤسسة بأن السهم يتداول بأقل من قيمته الحقيقية توسع استخدام هذه السياسة في العقود الثلاث الماضية، وهو في تزايد ويتوقع أن يصبح الأسلوب الأوسع استخداما في مجال سياسة توزيع الأرباح، لما لها من تأثير إيجابي على قيمة الأسهم المهدف المعاصر للإدارة المالية.

كما تستخدم هذه السياسة بهدف الحفاظ على مستوى معين من التوزيعات في المستقبل، ففي حالة ثبات الأرباح المتوقعة تؤدي هذه السياسة إلى تخفيض عدد الأسهم وبالتالي ارتفاع حصة السهم من الأرباح مما يؤدي إلى استقرار في التوزيعات المستقبلية وبالنتيجة استقرار سعر السهم. أما في حالة التوزيع النقدي فإن سعر السهم سيعرف تذبذب قبيل وبعد توزيع الأرباح، فسيرتفع عند الإعلان عن الأرباح المحققة ثم ينخفض بعد توزيع الأرباح. تستخدم أيضا عمليات شراء الأسهم لأغراض أخرى، كإعادة هيكلة رأس المال من خلال الحصول على قروض واستخدام حصيلتها في إعادة شراء الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة الأموال الخاصة. وتستخدم لتخفيض عدد الأسهم بهدف منع المضاربات على السهم أو لتجنب عمليات الاستحواذ غير المرغوب فيها.

مثال: توفرت لديك البيانات التالية:

عدد الأسهم: 400.000 سهم؛
الأرباح الصافية السنوية: 1.000.000 دج؛
سعر السهم: 50 دج؛
مضاعف سعر السهم: 20 مرة.

قررت المؤسسة توزيع أرباح قدرها 800.000 دج، وأمامها خياران:

- توزيع أرباح نقدية وبالتالي دفع 2 دج لكل سهم، وبالضرورة يرتفع سعر السهم إلى 52 دج.
 - توزيع أرباح من خلال إعادة شراء الأسهم بتقديم عرض يرضي المساهمين 52 دج.
- عند الإعلان عن قرار توزيع الأرباح من خلال إعادة شراء الأسهم فإن السعر سيرتفع مباشرة إلى 52 دج، قبل إتمام العملية، ومنه عدد الأسهم الممكن شرائها: $800.000 / 52 = 15.368$ سهم
عدد الأسهم المتبقية: $400.000 - 15.368 = 384.615$ سهم.

في السنة القادمة ستحقق المؤسسة أرباح قدرها 1.000.000 دج وبالتالي ستكون حصة السهم:

$$384615 / 1.000.000 = 2.6 \text{ دج.}$$

$$\text{وبالنتيجة سعر السهم } 52 = 2.6 \times 20 \text{ دج}$$

الخلاصة:

- حصل المساهمون الذين باعوا أسهمهم للمؤسسة على 2 دج إضافية نقدا عن قيمة السهم السابقة.
- حصل المساهمون المحتفظون بأسهمهم على 2 دج إضافية في قسمة السهم (مكاسب رأسمالية) وبالتالي في كلا الحالتين يرتفع سعر السهم إلى 52 دج.

ث. اشتقاق الأسهم: Stock split

وهي عملية تجزئة السهم الواحد إلى عدة أسهم، وبالتالي يرتفع عدد الأسهم المتداولة وتنخفض حصة السهم من الأرباح مما يؤثر سلبا على سعره. تلجأ المؤسسة إلى هذه الطريقة إذا قدرت أن سهمها يتداول بسعر مرتفع مما يؤثر على تداوله. وتتشابه هذه السياسة مع سياسة توزيع الأرباح على شكل أسهم من حيث تأثيرها على سعر السهم.

مثال: لنفرض أن إحدى المؤسسات لديها 100 سهم عادي وأن القيمة الاسمية والسوقية للسهم الواحد يبلغ 100 دج، وأعلنت المؤسسة قبل التجزئة عن توزيع أرباح بنسبة 20 % من القيمة الاسمية، فإذا قامت المؤسسة بتجزئة السهم إلى مائة سعم (100)، وكان سعر الإغلاق للسهم في البورصة قبل التجزئة هو 100 دج. المطلوب: ما هو أثر قيام المؤسسة بالتجزئة على كل من :

- عدد الأسهم العادية، سعر السهم السوقي، القيمة السوقية الاجمالية وسعر الافتتاح للسهم بعد التجزئة.
- توزيعات الأرباح وحقوق الملكية للمؤسسة (إذا كانت علاوة الإصدار هي 6000 دج والارباح المحتجزة هي 7000 دج).

الحل:

يمكن توضيح أثر التجزئة على عدد الأسهم العادية، سعر السهم السوقي، القيمة السوقية الاجمالية لاسهم في الجدول التالي:

البيان	قبل التجزئة	بعد التجزئة
عدد الأسهم العادية	100 سهم	10.000 سهم
سعر السهم السوقي الواحد	100 دج	01 دج
القيمة الاجمالية للأسهم	10.000 دج	10.000 دج

أثر التجزئة على سعر الافتتاح للسهم بعد التجزئة:

لدينا: سعر الافتتاح للسهم بعد التجزئة = سعر الإغلاق للسهم / عدد الأجزاء

$$= 100 / 100 = 01 \text{ دج}$$

أثر التجزئة على توزيعات الأرباح:

البيان	قبل التجزئة	بعد التجزئة
عدد الأسهم العادية	100 سهم	10.000 سهم
القيمة الاسمية للسهم الواحد	100 دج	01 دج
توزيعات الأرباح للسهم الواحد	20 دج	0.2 دج
مجموع الأرباح الموزعة	2.000 دج	2.000 دج

أثر التجزئة على حقوق الملكية للمؤسسة:

البيان	قبل التجزئة	بعد التجزئة
عدد الأسهم العادية	100 سهم	10.000 سهم
القيمة الاسمية للسهم الواحد	100 دج	01 دج
حقوق الملكية للمؤسسة	23.000 دج	23.000 دج
القيمة الدفترية للسهم الواحد	230 دج	2.3 دج

ج. معكوس الاشتقاق: Reverse stock splits

تمثل هذه العملية في تخفيض عدد الأسهم المكونة لرأس المال من خلال استبدال عدد الأسهم من بسهم واحد، وبهذا ينخفض عدد الأسهم وترتفع القيمة الاسمية للسهم الواحد كما ترتفع حصة السهم من الأرباح مما يؤدي إلى التأثير على سعر السهم بالارتفاع.

5. نماذج توزيع الأرباح:

تضمن الجدال الحاصل حول توزيع الأرباح وجوب تعظيم قيمة السهم (قيمة المؤسسة) عن طريق تسديد الأرباح وبالمقابل اللجوء إلى زيادة رأسمال المؤسسة عند الحاجة إلى موارد. حيث يمكن أن تتأثر ثروة المساهم بتوزيع الأرباح وبنفس الأهمية بزيادة قيمة الأسهم) نتيجة عدم توزيع الربح). ليجد المسير نفسه أمام قرارين متناقضين. كانت العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة موضوع جدل فكري بين المفكرين خلال النصف الثاني من القرن العشرين، فبينما ذهب البعض إلى عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة يرى آخرون أنه لسياسة توزيع الأرباح تأثير على قيمة المؤسسة. وفيما يلي أهم هذه المدارس الفكرية والنماذج المقدمة لتفسير تلك العلاقة.

1.5. نموذج والتر (Walter 1962)

يعتبر والتر قرار توزيع الأرباح قرارا ثانويا يأتي بعد قرار الاستثمار، ففي هذا النموذج تتحدد قيمة الأرباح بدلالة فرص الاستثمار فالمساهمون يفضلون الحفاظ عن ربحية المؤسسة في حالة ما إذا كانت ربحية الأموال المعاد استثمارها تفوق ربحية الاستثمارات الأخرى ذات نفس المخاطرة. ويعتمد نموذج والتر على تفسير تأثير سياسة توزيع الأرباح

على قيمة المؤسسة من خلال تأثير كل من معدل العائد الداخلي وتكلفة التمويل، وهذا في ظل الافتراضات التي بني عليها النموذج وهي:

- اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها على الأرباح المحتجزة فقط؛
- ثبات كل من معدل العائد الداخلي وتكلفة التمويل؛
- يتم اعتماد سياسة توزيعات أرباح واحدة، وهي إما توزيع كل الأرباح أو احتجازها كلها؛
- ثبات مستوى كل من الأرباح والتوزيعات واستمرارية المؤسسة.

وقد صاغ والتر معادلة يحدد فيها القيمة السوقية في ظل هذه الافتراضات كالتالي:

$$P = \frac{D}{WACC} + \frac{r(B-D)/WACC}{WACC}$$

P: سعر السهم؛

D: حصة السهم من التوزيعات؛

B: حصة السهم من الأرباح؛

WACC: متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال؛

r: معدل العائد الداخلي.

يشير نموذج والتر إلى أن قيمة السهم تتكون من عنصرين القيمة الحالية لتوزيعات لانهاية والقيمة الحالية للأرباح الرأسمالية.

وبالتالي يمكن التمييز بين ثلاث حالات:

- معدل العائد الداخلي أكبر من تكلفة التمويل: وهي حالة المؤسسات ذات معدلات نمو مرتفعة، في هذه الحالة كلما ارتفعت نسبة الاحتجاز كلما كان التأثير على قيمة السهم أكبر.
- معدل العائد الداخلي معادل لتكلفة التمويل: وهي حالة المؤسسات العادية، لا تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة السهم؛
- معدل العائد الداخلي أقل من تكلفة التمويل: وهي حالة المؤسسات ذات معدلات نمو منخفضة، في هذه الحالة فالسياسة المثلى هي توزيع أكبر قدر من الأرباح.

مثال: يبين الجدول التالي سعر سهم ثلاث مؤسسات (أ، ب، ج) تعرف مستويات مختلفة من النمو وفقا لنموذج

والتر.

					سعر السهم عند معدل التوزيع			
	مستوى النمو	معدل العائد الداخلي	تكلفة التمويل	ربحية السهم	25%	50%	75%	100%
أ	مرتفع	15%	8%	10	231,64	228,91	226,17	223,44
ب	عادي	8%	8%	10	125	125	125	125
ج	منخفض	5%	8%	10	79,30	80,47	81,64	82,81

يبين الجدول أعلاه أن سعر سهم المؤسسة التي تحقق معدل نمو مرتفع ينخفض كلما ارتفعت نسبة التوزيع، والعكس بالنسبة للمؤسسة ذات معدل النمو المنخفض، بينما يبقى سعر السهم ثابتاً بالنسبة للمؤسسة ذات معدل النمو المعتدل.

لقد قدم نموذج والتر تفسيراً لعلاقة التوزيعات بالقيمة السوقية للسهم، إلا أن بعض الافتراضات التي أسس عليها نظريته غير واقعية ومن أهمها اعتماد المؤسسة على الأرباح المحتجزة فقط، وثبات كل من معدل العائد وتكلفة التمويل.

2.5. نموذج قوردن Gordon:

عارض آخرون وفي مقدمتهم John Linter & Myron Gordon رؤية M&M، وقد زعم هؤلاء أن المستثمرين يعتبرون الأرباح الرأسمالية المتمثلة في ارتفاع قيمة السهم نتيجة احتجاز الأرباح مصدراً للدخل ينطوي على مخاطر لأنه يتوقف على الأداء المستقبلي للمؤسسة، عكس التوزيعات النقدية المضمونة نسبياً. ولهذا يرى أصحاب هذه النظرية أن زيادة المبالغ الموزعة تؤدي إلى ارتفاع سعر سهم المؤسسة وانخفاض تكلفة رأسمالها.

وقد أقام قوردن نموذجاً على مجموعة افتراضات تمثلت فيما يلي:

- اعتماد المؤسسة على حقوق الملكية فقط في تمويل استثماراتها؛
- ثبات معدل العائد المتوقع على استثمارات المؤسسة؛
- عدم خضوع كل من دخل المؤسسة ودخل المستثمر للضرائب.
- ثبات معدل النمو g مع: $g = EBX R$
- حيث EB نسبة احتجاز الأرباح و R معدل العائد على السهم (المردودية المالية)
- معدل العائد المطلوب على الاستثمار أكبر من معدل النمو؛
- ثبات نسبة الأرباح الموزعة.

انطلق قوردن في بناء نموذج على سعر السهم المبين سابقاً في الفصل السابق والذي يحدد قيمة السهم من خلال القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة للسهم حيث:

$$P = \frac{D_1}{(1+K)} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+K)^n} = \sum \frac{D_n}{(1+K)^n}$$

$$D_n = D_0 \times (1+g)^n$$

مع:

بافتراض معدل النمو g ثابت يمكن تحويل المعادلة السابقة لتصبح:

$$P = \frac{D_1}{(k-g)}$$

وبما أن حيث EB نسبة احتجاز الأرباح و R معدل العائد على السهم (المردودية المالية) يصبح:

$$D_1 = r \times (1 - EB)$$

أي إن حصة السهم تساوي ربحية السهم في نسبة التوزيع وعليه تصبح المعادلة السابقة كما يلي:

$$P = \frac{r(1-EB)}{(k-EB.k)}$$

وبالتالي نجد ثلاث حالات:

- إذا كان معدل العائد المطلوب على الاستثمار مساوٍ لمعدل العائد المتوقع تصبح المعادلة السابقة كما يلي:

$$P = \frac{r}{k}$$

فتكون سياسة التوزيعات ذات أثر حيادي على قيمة السهم، وتتوافق مع نظرية $M\&M$ ، مما يعني أن قيمة السهم في هذا الحالة إنما تخضع للتغيرات في قرارات الاستثمار لا لقرارات التمويل.

- إذا كان معدل العائد المتوقع أدنى من معدل العائد المطلوب يكون احتجاز الأرباح غير مرغوب فيه تماماً من طرف الملاك، وذلك لكونها ستضيع عليهم فرصاً استثمارية خارج المؤسسة تعود عليهم بعوائد أفضل، فتكون المؤسسة أمام حتمية توزيع كافة الأرباح.

- أما إذا كان معدل العائد على الاستثمار أعلى من تكلفة التمويل فيكون من صالح المساهمين احتجاز المؤسسة لأكثر قدر من الأرباح لإعادة استثمارها وتحقيق النمو، وترتفع القيمة السوقية للأسهم بزيادة الأرباح المحتجزة.

يعتبر نموذج جوردن من أهم النماذج المفسرة لتأثير سياسة التوزيعات على القيمة السوقية للسهم، فاختلافه مع نظرية $M\&M$ جوهري إذ يعتقد بأن لسياسة التوزيعات أثر واضح على القيمة السوقية للسهم.

3.5. نموذج لينتير Lintner

قام جون لينتير (John Lintner 1956) بإجراء سلسلة من مقابلات مع 28 مسيراً لعدة مؤسسات، حيث تركزت المقابلات حول سياسة توزيع أرباح السهم الخاصة بهم.

من خلال تلك المقابلات، توصل لينتير إلى أن المسيرين يفضلون ثبات توزيعات أرباح السهم، ولا يتم تغيير سياسة التوزيع إلا إذا كان من الضروري القيام بذلك، كما توصل كذلك إلى أن أرباح المؤسسة تعتبر محدداً رئيسياً لأرباح السهم، والمسير يقوم بالتعديل الجزئي لأرباح السهم تماشياً مع أرباح المؤسسة وأرباح السهم السابقة.

بافتراض أن المؤسسة تستهدف نسبة توزيع أرباح d ، ففي العام المقبل ستكون أرباح السهم الموزعة DIV_1 تساوي نسبة ثابتة من الأرباح لكل سهم MPA_1 ومنه، فإن DIV_1 تعطي كما يلي:

$$DIV_1 = d \times MPA_1$$

يكون التغير في أرباح السهم في العام المقبل DIV_1 مقارنة بأرباح السهم في العام الحالي DIV_0 كما يلي:

$$DIV_1 - DIV_0 = (d \times MPA_1) - DIV_0$$

كما يوضح النموذج الموالي تعديلا جزئيا للنموذج السابق، فهو يبين وجود معامل التعديل C وثابت a بالصيغة

$$DIV_1 - DIV_0 = a + c (d \times MPA_1 - DIV_0)$$

إذا كان الثابت a موجبا، فإن ذلك يعني أن المؤسسة متحفظة ومتردة في تغيير توزيع الأرباح، وإذا كانت قيمة التعديل، صغيرة فإن ذلك يعني أن قيمة الأرباح الموزعة لا تتغير مباشرة بعد تغير أرباح المؤسسة إلا بعدما يستمر هذا التغير.

6. نظريات سياسة توزيع أرباح السهم

ظهرت العديد من النظريات التي قامت بتفسير سياسة توزيع أرباح السهم، فمنها من أكدت على تأثير سياسة توزيع أرباح السهم على القيمة السوقية للمؤسسة.

1.6. نظرية موديقلياني وميلر 1961

من أبرز المؤيدين لنظرية عدم تأثير سياسة توزيع أرباح السهم على القيمة السوقية للمؤسسة وعلى تكلفة رأس المال موديقلياني وميلر Miller&Modigliani، ففي مقال لهما نشر سنة 1961، وتحت بعض الفرضيات، أكدوا بأن ثروة المساهمين لن تتأثر بسياسة توزيع أرباح السهم، بل ستتأثر بقوة ربحها الأساسية ومخاطرة أعمالها فقط. وبعبارة أخرى، فقد أكدوا موديقلياني وميلر بأن القيمة السوقية للمؤسسة تعتمد على الدخل الناتج من أصولها فقط، وليس على كيفية تجزئة هذا الدخل بين حصص الأرباح أو الأرباح المحتجزة. حسب منطق موديقلياني وميلر، فإنه كلما زادت فاعلية قرارات الاستثمار، كلما انعكست إيجابيا على القيمة السوقية للمؤسسة وبالتالي على القيمة السوقية للسهم الواحد.

قامت نظرية موديقلياني وميلر على عدة فرضيات، وهي:

- سياسة الاستثمار للمؤسسة ثابتة ومعروفة لدى المستثمرين.
- لا توجد ضرائب شخصية أو ضرائب على المؤسسات.
- لا يوجد عدم تماثل المعلومات، فالمعلومات متوفرة للجميع.
- لا توجد تكاليف الوكالة بين المديرين والمستثمرين الخارجيين.
- لا وجود لتكاليف الإفلاس ولا تكاليف الصفقات.
- تتميز السوق المالية بالمنافسة التامة ويتميز الأعوان بالرشادة والعقلانية.

2.6. نظرية التفضيل الضريبي

أحد الافتراضات التي قامت عليها نظرية موديقلياني وميلر هي أنه لا توجد ضريبة شخصية ولا ضريبة على دخل المؤسسة، إلا أن هذا الافتراض غير واقعي، فالمستثمرون يدفعون ضرائب، كما أن المؤسسات تدفع هي الأخرى ضرائب على الدخل الذي تحصل عليه وعلى هذا الأساس، تقوم نظرية التفضيل الضريبي Tax Preference Theory.

توجد ثلاث أسباب ترتبط بالضريبة وتؤثر على تفضيل المستثمر لتوزيعات أرباح سهم منخفضة عن توزيعات مرتفعة. فإذا كانت الضريبة على العوائد الرأسمالية أقل من الضريبة على توزيعات الأرباح، فإن المستثمرين الذين يملكون معظم الأسهم وبالتالي يحصلون على أغلب توزيعات أرباح السهم قد يفضلون عدم توزيع الأرباح وإعادة استثمارها في المؤسسة، حيث يعمل نمو العوائد على ارتفاع أسعار الأسهم أما السبب الثاني، فهو أن الضريبة على العوائد الرأسمالية لا تدفع بعد أن تم بيع السهم. ووفقاً لمفهوم القيمة الزمنية، فإن قيمة ما يدفع في شكل ضريبة في المستقبل له أثر أقل على التكلفة الضرائب من التي تدفع اليوم. والسبب الأخير، هو أنه إذا احتفظ المستثمر بالأسهم حتى وفاته، فلن تكون هناك ضرائب مستحقة، لذا فإن المستفيدين الورثة الذي يأخذون تلك الأسهم يحصلون على الأسهم بقيمتها في تاريخ الوفاة دون أن يدفعوا ضرائب رأسمالية.

وبسبب تلك المميزات الضريبية، فإن المستثمرين قد يفضلون قيام المؤسسات باحتجاز الأرباح أو جزء كبير منها، كما أن المستثمرين يقومون بدفع سعر أعلى في شراء أسهم المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة صغيرة من أرباحها، مقارنة بالسعر الذي تدفعه في شراء المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة كبيرة من أرباحها.

3.6. أثر الزبائن

تفضل مجموعات من الزبائن سياسات مختلفة اتجاه نسب توزيعات أرباح السهم، وهو ما يطلق عليه أثر الزبائن Clientle Effect. يعرف أثر الزبائن من جانب المستثمرين على أنه مجموعة من المستثمرين الذين ينجذبون إلى أسهم المؤسسات التي لديها سياسة توزيع أرباح السهم التي يفضلونها. أما من جانب المؤسسات، فيقصد بأثر الزبائن قيام هذه المؤسسات بتبني سياسة توزيع أرباح معينة تجتذب فئة من الزبائن تتكون من مجموعة من مستثمرين تعجبهم تلك السياسة، وتتماشى مع تفضيلاتهم فيما يتعلق بالاستثمار أو الاستهلاك.

فالأفراد المتقاعدون وصناديق التقاعد وصناديق منح الجامعات يفضلون الدخل النقدي. لذلك، فهم يفضلون أن تدفع المؤسسات نسبة مرتفعة من أرباحها كأرباح السهم. إضافة إلى أنه في العادة، تكون الضرائب المفروضة على هؤلاء المستثمرون منخفضة أو صفرية، فلا تهمهم الضرائب. من ناحية أخرى، يمكن أن يفضل حملة الأسهم إعادة الاستثمار في سنوات الازدهار في المؤسسة، لأن لديهم حاجة أقل لدخل الاستثمار الحالي، ويعيدوا استثمار حصص أرباح السهم التي يحصلون عليها بعد دفع ضرائب الدخل على حصص الأرباح أولاً.

4.6. نظرية الإشارة وعدم تماثل المعلومات

تكون المؤسسة التي تبحث عن تمويل مجبرة على التصريح بكفاءتها في عدة أمور، كالمكانة المالية التي تتمتع بها والتي تسمح لها بتسديد ما عليها من التزامات في الوقت وبالمبلغ المناسب للمؤسسة عدة وسائل للوصول إلى كسب ثقة الممولين، وذلك من خلال الإشارة إلى السوق المالية. ومن بين هذه الوسائل، توجد سياسة توزيع الأرباح التي تعتبر كإشارة Signal على وضعية المؤسسة. وهذه الفكرة مبنية على أساس عدم تماثل المعلومات Asymmetric Information بين عناصر السوق المالية، وبالأخص بين المسيرين والمساهمين.

تؤثر المعلومات المتاحة لدى المستثمرين حول ما يتعلق بسياسة توزيعات أرباح السهم المتوقعة للمؤسسة على سعر السهم. فإذا توقع المستثمرون زيادة نسبة توزيعات أرباح السهم بالنسبة للمؤسسة ما، وبعد فترة قامت المؤسسة بتوزيع نفس النسبة المتوقعة، فإن المعلومات في هذه الحالة لن تحدث تغيراً ملموساً في سعر السهم نظراً لتماثل المعلومات. أما إذا زادت نسبة التوزيعات عن النسبة المتوقعة، فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع سعر السهم، والعكس. يرجع السبب في ذلك إلى أن معظم المستثمرين يفضلون الحصول على توزيعات أكثر من تحقيق زيادة في الأرباح الرأسمالية.

5.6. نظرية الوكالة

تنشأ نظرية الوكالة نتيجة الفصل بين ملكية الشركة وتسييرها فمن المعروف أنه بزيادة حجم الشركات واتساع نطاقها انفصلت الملكية عن التسيير ومن ثم ظهر ما يسمى ببطقة الميسيرين، ومن هنا بدأت علاقات الوكالة. تعرف الوكالة بأنها ارتباط بين شخصين أو أكثر الرؤساء أو المالكين والوكيل أو المدير. حيث يمنح الرؤساء سلطة للوكيل لأداء الخدمات نيابة عنهم ليقوم باتخاذ القرارات الخاصة بالمؤسسة مقابل الحصول على الأجر المناسب، من هنا ينشأ تضارب المصالح بين الملاك والمدراء.

يتمتع المسيريون بمعلومات أكثر من المساهمين عن وضع المؤسسة، ومن الممكن أن يهتموا بتحقيق أهدافهم الشخصية بدل تحقيق أهداف المساهمين. وفي هذه الحالة فالأمر يتطلب نوعاً من التكاليف التي يتحملها المساهمون لضمان أهدافهم وبهذا تنشأ تكلفة الوكالة لضمان الرقابة على الميسيرين تسمح بتحقيق أهدافهم. وفقاً لهذه النظرية فعندما يمتلك المساهمون حقوقاً أكبر فإنهم يستطيعون استخدام قوتهم للتأثير في سياسة توزيع الأرباح، ويستطيع المساهمون تلقي حقوق أكبر حيث تفترض نظرية الوكالة أن المساهمين يفضلون خيار توزيع الأرباح على احتجازها. فتوزيع الأرباح يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة خلال من تخفيض حجم التدفقات النقدية المتاحة لدى المدراء.