

المحور الرابع: سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة.

تسعى المؤسسة من خلال العمليات المحققة أثناء الدورة السنوية إلى تحقيق أهدافها، إذ يكون تحقيق الأرباح أحد أهم أهدافها ومؤشر من مؤشرات نجاحها، وتختلف عملية التصرف في هذه الأرباح من مؤسسة لأخرى أو حتى في المؤسسة ذاتها خلال دوراتها المتعاقبة، الذي يرجع أساسا إلى إختلاف سياسة توزيع الأرباح المنتهجة من قبلها، حيث يعتبر قرار توزيع الأرباح أحد أهم القرارات المالية في المؤسسة نظرا لعلاقته المباشرة بالمساهمين وإنعكاسه على سعر السهم في سوق الأوراق المالية أي على القيمة السوقية للمؤسسة، وتخضع هذه السياسة إلى عدة اعتبارات في تحديدها من الضروري عدم تجاهلها ومراعاتها كتكلفة الوكالة، الضرائب، البعد المعلوماتي لها، مدى توفر السيولة الكافية لتغطية توزيع الأرباح، وهناك العديد من النظريات التي حاولت تفسير سلوك المسيرين اتجاه سياسة توزيع الأرباح حيث اختلفت هذه النظريات بين مؤيدة وحيادية تجاه أثر سياسة توزيعات أرباح السهم على قيمة المؤسسة.

1- مفهوم سياسة توزيع أرباح السهم: التوزيعات هي جزء من الأرباح التي يقوم المسير بتوزيعه على المساهمين بعد موافقة الجمعية العامة في شكل نقدي أو عيني (أسهم)، تنتج هذه الأرباح عن نشاط الدورة الحالية أو دورات سابقة لتلبية إحتياجات المساهمين، أو لإرسال إشارة للسوق عن وضعية المؤسسة، وتكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الخارجية (الإقتراض)، وتمثل سياسة توزيع أرباح السهم في قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على حملة الأسهم العادية وبين إحتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة إستثمارها، وعادة ما تشير إلى النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة بأي شكل من أشكال التوزيعات المختلفة (نقدي أو عن طريق الأسهم) وعلى ضوءها تتحدد النسبة التي ينبغي إحتجازها، وعليه يلاحظ أن سياسة توزيع الأرباح تنقسم إلى جانبين هما:

- الإحتجاز (عدم التوزيع): لأن الأرباح المحتجزة هي أحد مصدري التمويل بالملكية وهي أقل تكلفة بكثير من إصدار السهم العادية، كذلك فإنها قد تكون مصدر التمويل الوحيد بالملكية إذا كانت المؤسسة تعمل في إقتصاد لا يوجد فيه أسواق مالية، أو أن المؤسسة مملوكة من عدد قليل من المساهمين ولا توجد لديهم رغبة بإدخال مساهمين جدد في المؤسسة، أو أن المؤسسة صغيرة وجديدة وإمكانات دخولها للأسواق المالية للتمويل مازالت محدودة. ويعني التمويل بالأرباح المحتجزة ضمنا ان لدى المؤسسة إستثمارات ذات مردودية، أي توجد لديها آفاق للنمو الذي تموله بإحتجاز الأرباح، الأمر تلذي ينعكس إيجابا على سعر السهم في السوق، ويمكن تلخيص أهم مزايا وعيوب الأرباح المحتجزة من وجهة نظر المؤسسة في الجدول أدناه:

المزايا	العيوب
- تعتبر تكلفة هذه الأرباح قليلة نسبيا وتعادل تكلفة الفرصة البديلة لإستثمار هذه الأموال في مجالات أخرى .	- قد لا تكون هذه الأرباح متاحة أمام المؤسسة خاصة في بداية حياتها الإنتاجية.
- لا يتطلب الحصول على هذه الأرباح معاملات وتكاليف كثيرة.	- زيادة نفقات استخدام هذه الأرباح إذا تتطلب ذلك إصدار أسهم مجانية للمساهمين.

- لا تستطيع المؤسسة استخدام هذه الأرباح بشكل متكرر.	- لا يترتب على استعمال هذه الأرباح أي ضمان أو رهن لأصول المؤسسة.
---	--

أما من وجهة نظر المساهمين فقد ينعكس تراكم هذه الأرباح على السعر السوقي للسهم إذا ما زادت هذه الأرباح ، كما أنه عند رسملة هذه الأرباح ، فإن المساهمين يحصلون على أسهم مجانية مما يزيد من عدد الأسهم التي يملكونها، هذا علاوة على احتمال انخفاض هذه الأرباح في المستقبل بسبب زيادة عدد الأسهم.

- التوزيع: تمثل الأرباح الموزعة تدفق نقدي يحصل عليه المساهمين كمرودود ملموس على إستثماراتهم في أسهم المؤسسة، وهذه الأرباح الموزعة تمثل عائدا جاريا ينتظره ويتوقعه المساهمين، لذا فإن مستوى الأرباح وتغيرها لها تأثير مباشر على سعر السهم في السوق.

2- **علاقة سياسة توزيع الأرباح بسياسة الاستثمار والتمويل:** أوضحنا في المحور الأول أن أحد الأهداف الأساسية للسياسة المالية هي تعظيم ثروة الملاك (المساهمين) أو تعظيم القيمة السوقية للسهم من خلال:

- الاستثمار في مشاريع يكون فيها معدل المرودودية أعلى من تكلفة الموارد المستعملة (سياسة استثمار)؛
- تخفيض تكاليف الموارد المالية (تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة المديونية وهيكل التمويل) (سياسة تمويل)؛
- قرار توزيع الأرباح الذي يتضمن جميع أو كافة الأنشطة التي تبين أو تحدد مآل الأرباح المحققة من طرف المؤسسة، معدل توزيع الأرباح، وقت وكيفية توزيع هذه الأرباح، باعتبار أن ملكية الأموال الخاصة في المؤسسة تعود للمساهمين (المالكين) (سياسة توزيع الأرباح).

ويتضح أن العلاقة التي تربط السياسات الثلاثة هي علاقة ترابطية تكاملية حيث أن السياسة الإستثمارية والتمويلية في المؤسسة تحددان التدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع المساهمون الحصول عليها جراء إستثماراتهم في الأسهم العادية للمؤسسة والمخاطرة المصاحبة لهذه التدفقات النقدية، هذه الأخيرة تمثل صافي الدخل الذي تحققه المؤسسة ويعود بأكمله للمساهمين وهنا يأتي دور سياسة توزيع أرباح السهم من حيث الإحتجاز أو التوزيع التي لا أثر واضح على سعر السهم في السوق المالية، وتظهر العلاقة بينهم أيضا باعتبار قرار إحتجاز الأرباح المنبثق عن سياسة توزيع الأرباح يرتبط بقرارات التمويل والإستثمار، لأن الأرباح المحتجزة تمثل مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل الذي يتصف بتكلفة أموال منخفضة تؤدي حتما إلى تخفيض متوسط التكلفة المرجحة للأموال في الهيكل المالي للمؤسسة، وإذا ما وجهت أموال هذا المصدر في مشاريع يكون فيها معدل المرودودية أعلى من تكلفة الموارد المستعملة، سينعكس ذلك على زيادة التدفقات النقدية الصافية وإرتفاع القيمة السوقية للمؤسسة.

3- **دلالات سياسة توزيع أرباح السهم:** لسياسة توزيع الأرباح دلالات مهمة يمكن إستنباطها منها تلخص في:

- إن توزيع الأرباح إستنادا إلى مخطط التمويل يعني استعمال جزء من الأموال المتاحة والذي كان من الممكن استعمالها في إطار آخر كالأستثمار، الأمر الذي يؤدي بالمؤسسات التي ترغب في استمرار نموها وتطورها إلى البحث عن مصادر تمويلية أخرى كرفع رأسمالها أو الاقتراض، إلا أن هذين المصدرين غير متاحين في أي وقت بالنسبة للمؤسسة كما أن مبلغ التمويل يمكن أن يكون أقل من الإحتياجات المالية لها، بالإضافة إلى أن تكلفة الحصول على

هذه الموارد المالية يمكن أن تكون عالية؛

- إن توزيع أو عدم توزيع الأرباح من جانب الاتصال يعطي إشارة يتم ترجمتها من طرف المساهمين، ففي حالة توزيع الأرباح يعني ذلك أن المؤسسة لها وضعية مالية جيدة ومتفائلون بتحقيق أرباح مستقبلية مقبولة، وإلا كان من الأجدر بها إحتجاز تلك الأرباح وعدم توزيعها، وكذلك تفسر عملية توزيع الأرباح أن المؤسسة ليست بحاجة لتمويل ذاتي بسبب نقص الفرص الاستثمارية المتاحة، وعلى العكس من ذلك فإن عدم توزيع الأرباح (أو توزيع أرباح قليلة)، يمكن أن يبين ذلك أنها بحاجة إلى تمويل ذاتي لكي تستمر في التطور والنمو، ويمكن أن يبين أنها قامت بإحتجاز أرباحها نتيجة لصعوبة التحديات المقبلة التي ستواجهها.

4- خصائص سياسة توزيع الأرباح: تتميز سياسة توزيع الأرباح بمجموعة من الخصائص التي تتقاطع في معظم السياسات المنتهجة من قبل العديد من المؤسسات، يمكن الإشارة إلى أهمها في الآتي:

4-1- التوزيعات لها نفس ميل الأرباح: حيث يوجد هناك علاقة تربط بين توزيعات الأرباح والأرباح، حيث بين جون لنتنر (J. Lintner) أن المؤسسة تحدد نسبة مستهدفة من التوزيعات بالإعتماد على مستوى الأرباح المحققة، ويحتمل أن تشهد تغيرات في قيمتها بفعل التغير في تطور مستوى الأرباح، أما فاما وبابياك (Famma & Babiak) فقد لاحظا تأخر بين الأرباح والتوزيعات مع تقلص في التغيرات على مستوى التوزيعات مقارنة بالأرباح على عدة مراحل، وهو ما يدعم ما توصل إليه لنتنر.

4-2- التوزيعات مستقرة: يقصد بإستقرار التوزيعات إستقرار نمط تلك التوزيعات (فالتوزيعات التي تزداد أو تنخفض من سنة لأخرى بإنتظام يمكن أن توصف بأنها مستقرة وليس فقط التي تتميز بالثبات)، ولا تحبذ المؤسسات غالبا فكرة إجراء تعديلات على قيمة التوزيعات، ويعود سبب ذلك إلى مجموعة من العوامل أبرزها تخوف المؤسسة من عدم قدرتها على تغطية توزيعات أعلى في المستقبل، إلى جانب تخوفها من رد فعل السوق نتيجة الإعلان عن تخفيض نسبة التوزيعات، وبفضل المساهمون سياسة التوزيع التي تتميز بالإستقرار لأنها تقلل من مخاطر عدم التأكد، كما تعد أهم العوامل التي تساعد على جذبهم خاصة في حالة ما إذا كانت التوزيعات تمثل مصدر أساسي لدخلهم، وخلاصة القول فإن مفهوم إستقرار التوزيعات يأخذ أحد ثلاثة صور هي:

- إستقرار نسبة الأرباح الموزعة: تكون نسبة التوزيعات إلى إجمالي الأرباح المتولدة ثابتة من سنة لأخرى، ويعني هذا تذبذب نصيب السهم من التوزيعات نتيجة التذبذب الذي يطرأ على الأرباح المتولدة؛

- إستقرار نصيب السهم من التوزيعات: يقصد بذلك إستقرار المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم، ويدل هذا على ثبات القيمة المطلقة لنصيب السهم من التوزيعات، كما قد يعني زيادة أو نقص مضطرد ومنتظم من سنة لأخرى؛

- إستقرار نصيب السهم من التوزيعات مع إجراء توزيعات إضافية: يعني ثبات المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم من التوزيعات الدورية، مع إجراء توزيعات إضافية في السنوات التي تحقق فيها المؤسسة مستوى مرتفع من الأرباح.

4-3- التوزيعات ترتبط بدورة حياة المؤسسة: نظرا لأن التوزيعات لها نفس ميل الأرباح، وهذه الأخيرة تتحدد تبعا للمرحلة التي تمر بها المؤسسة (إنطلاق، نمون نضج، إنحدار)، يعني هذا الارتباط الوثيق بين التوزيعات ودورة حياة المؤسسة.

4-4- التوزيعات أكثر تطورا من الأرباح: بينت العديد من الدراسات أن التوزيعات أقل تغيرا من الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، لأن هذه الأخيرة أكثر تحكما في التوزيعات من الأرباح.

5- القيود المفروضة على سياسة توزيع الأرباح: تخضع عملية توزيع الأرباح إلى مجموعة من القيود التي تتحكم في السياسة المنتهجة، من خلال تحديد نسبة الأرباح الموزعة والمحتجزة والشكل الذي يفضل إنتهاجه، تتمثل هذه القيود في التالي:

5-1- القيود العامة: تتركز القيود في:

- عقود الحماية: يفرض دائني المؤسسة عادة عليها شرط عدم إجراء التوزيعات ما لم تتمكن المؤسسة من تغطية إلتزاماتها، حتى تحفظ مصالحهم ويضمنون إسترداد أموالهم التي استثمروها في المؤسسة؛
- السيولة: يتعين توفير قدر كافي من السيولة لتغطية توزيعات الأرباح بالمؤسسة؛
- إستقرار الأرباح: ينجم عن عدم إستقرار أرباح المؤسسة تعرض المؤسسة إلى عدم قدرتها على مواجهة إلتزاماتها، إضافة إلى الإشارات المالية السلبية التي ترسلها إلى الأسواق المالية؛
- إستقرار التوزيعات: يعكس إستقرار التوزيعات حالة التأكد المرتفعة التي تؤدي تحسين صورة المؤسسة وجذب المستثمرين نحوها؛

5-2- القيود الخارجية: تتمثل هذه القيود في ما يلي:

- التضخم: يستدعي مرور الاقتصاد بالضغوط التضخمية المؤسسة إلى إحتجاز المزيد من الأرباح من أجل المحافظة على القدرة الإيرادية للمؤسسة، فالإحتياطات لا تغطي تكلفة إحلل الأصول الثابتة التي انتهى عمرها الإفتراضي، وهذا ما يدعو إلى إحتجاز المزيد من الأرباح تساعد في عملية الإحلل والمحافظة على القوة الإيرادية لها، وما يطبق على الأصول الثابتة يطبق أيضا على الإستثمار في المخزون والذمم وغيرها؛
- سياسات المؤسسات المشيلة: تقضي ظروف المنافسة ضرورة معرفة توجهات المؤسسات المنافسة في نفس القطاع أو الصناعة، والتوزيعات إحدى أهم الأمور التي تميل المؤسسة لمعرفتها كونها تعطي إشارات ودلالات على تبنيتها؛
- القيود القانونية: تضع النظام القانونية قيودا على سياسة توزيع الأرباح ومنها عدم التوزيع إذا كانت تؤدي إلى تآكل رأس مال المؤسسة، إضافة إلى حماية المقرضين من خلال ضرورة تحقيق أرباح لإجراء توزيعات ضمانا لتغطية أصول المؤسسة لكافة إلتزاماتها؛

- الفرص الإستثمارية المتاحة: تعد هذه الفرض دافعا قويا لإحتجاز الأرباح من قبل المؤسسة، من أجل إعادة إستثمارها وتحقيق معدلات نمو معتبرة تسمح بزيادة العوائد المتوقعة مستقبلا؛

- الإعتمادات الضريبية: تؤثر الضرائب بشكل مباشر على سياسة التوزيعات المنتهجة، لاسيما في ظل إرتفاعها على التوزيعات النقدية مقارنة بالأرباح الرأسمالية؛

3-5- القيود الداخلية: تنحصر هذه القيود في الآتي:

- تكلفة الإصدار والمعاملات: عن تكلفة إصدار الأسهم كتكلفة ثابتة تؤثر على قرار التمويل بالأسهم العادية، لأن ارتفاع هذه التكلفة يؤدي إلى ارتفاع تكلفة أموال الملكية إضافة ارتفاع تكلفة المعاملات المتضمنة تكلفة السمسرة، هذه التكاليف تعتبر كمحفز للمؤسسة على إحتجاز الأرباح من أجل تعويض التمويل عن طريق الأسهم العادية وتمويل عملياتها الإستثمارية؛

- معدل النمو: إن المؤسسات التي تكون في طور النمو تعاني بشكل كبير اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية لاسيما في ظل ارتفاع تكلفتها وصعوبة الحصول عليها، مما يحتم عليها إحتجاز جزء معتبر من الأرباح لتمويل عمليات النمو؛

- محتوى المعلومات: ينطوي إعلان المؤسسة عن إجراء توزيعات على الأرباح للمساهمين في طياته نتائج إيجابية على قيمتها السوقية، حيث يعني ذلك أن لها وضعية مالية جيدة ولها قدرة معتبرة لتحقيق أرباح مستقبلية مقبولة؛

- الرغبة في السيطرة: يفضل المساهمون الحاليون الراغبون في السيطرة على إدارة المؤسسة عدم الإعتماد على إصدار أسهم عادية جديدة في تمويل المؤسسة لإستثماراتها لأن ذلك يفقدتهم مكانتهم نتيجة زيادة عدد المساهمين، لذا يفضلون إحتجاز الأرباح رغبة في تحقيق هدفهم.

6- اختيار سياسة توزيع الأرباح: تتعدد السياسات التي يمكن للمؤسسات اتباعها عند توزيع الأرباح، وتختلف هذه السياسات من مؤسسة لأخرى نتيجة للقيود المشار إليها آنفا، كما تختلف تفضيلات المستثمرين لسياسات توزيع الأرباح من مستثمر لأخر، والجدول التالي يوضح السياسات المتبعة في توزيع الأرباح من طرف المؤسسات:

سياسة مباشرة	معدل التوزيع ثابت مع مرور الزمن، وتوزيعات الأرباح تتبع تغيرات الأرباح.
سياسة حذرة	تتطور الأرباح الموزعة بصورة مستمرة، تكون مستقلة عن مستوى الأرباح.
سياسة غير مستقرة	تتقلب الأرباح الموزعة بدون سبب مقنع.

6-1- سياسة مباشرة: حسب هذه السياسة فإن المؤسسات تتبع سياسة توزيع الأرباح بمعدل ثابت كتوزيع 50% من الربح الصافي وإحتجاز ما نسبته 50% من الربح لأغراض الاستثمار، كما يلاحظ أنه عندما تنخفض الأرباح فإن التوزيعات النقدية تنخفض والعكس صحيح وهذا يعني أن درجة التقلب في ربحية المؤسسة تساوي درجة التقلب في الأرباح الموزعة من طرفها.

6-2- سياسة حذرة: إستنادا إلى هذه السياسة فإن المؤسسات توزع مبلغ محدد وثابتا لكل سهم من سنة إلى أخرى

ويمكن لمبلغ التوزيعات أن يزيد أو يقل فقط إذا اقتنعت إدارة المؤسسة بأنه لا يمكن المحافظة على المستوى الحالي للتوزيعات في ظل التوقعات القائمة.

6-3- سياسة غير مستقرة: تهدف هذه السياسة لإنشاء انطباع لدى المستثمر (المساهمين) بأن التوزيعات ليست متكررة أو منتظمة.

7- محددات إختيار قيمة الأرباح الموزعة: تخضع عملية إختيار مبلغ توزيع الأرباح لجملة من الاعتبارات أو المحددات التطبيقية في المؤسسات، والجدول التالي يوضح المبادئ الأساسية لإختيار قيمة الأرباح الموزعة والآثار المترتبة عن توزيعها وواقعها التطبيقي.

البيان	توزيع اجمالي الأرباح	سياسة توزيع الأرباح المتبقية	غياب توزيعات الأرباح
المبدأ الأساسي	يفضل المساهمون الحصول "أكثر" على الأرباح كبيرة عوض الحصول على أرباح صغيرة.	كل فائض من الأرباح (في حالة ما إذا كانت المؤسسات لا تقبل إلا المشاريع التي تكون لديها القيمة الحالية الصافية VAN إيجابية) يجب توزيعه على شكل أرباح موزعة.	الأرباح الموزعة لا تستطيع المؤسسات أو حملة الأسهم الاستغناء عنه.
الآثار	- توزيع الأرباح يؤثر على التمويل الذاتي في المؤسسة. - معدلات الضريبة المفروضة على فائض القيمة في الغالب تكون أعلى من تلك المفروضة على الأرباح الموزعة.	ترتفع الأرباح الموزعة بتأخير مقارنة بالارتفاع في الأرباح المحققة، والمؤسسة لا تقوم برفع الأرباح الموزعة إلا بعد تحقيقها لأرباح عالية، يسمح هذا النمط من المعلومات للسوق المالي بالتنبؤ بالأرباح المستقبلية للمؤسسة.	-
في الواقع	-	هذه السياسة غير متوقع اتباعها من طرف المسيرين.	من النادر أن تقوم المؤسسات بإحتجاز اجمالي الأرباح كاحتياطات وعدم توزيعها الأرباح.

نلاحظ من الجدول المقدم أعلاه أن فهناك من يفضل توزيع اجمالي الأرباح وهي نادرة الحدوث، ومنهم من يفضل توزيع الباقي من الأرباح، حيث تهدف المؤسسات التي تتمتع بفرص استثمارية عديدة أن تدفع نسبة صغيرة من أرباحها، في مقابل ذلك فإن المؤسسة التي لها فرص استثمارية أقل تدفع نسبة عالية من أرباحها، كما تجدر الإشارة إلى أن هناك بعض من المؤسسات تفضل عدم توزيع الأرباح وإعادة استثمار كل أرباحها وذلك من أجل تطورها ونموها.

8- تحديد الأرباح الموزعة: يتم ذلك عن طريق تحديد الأرباح القابلة للتوزيع ثم الأرباح الموزعة كما هو موضح أدناه:

8-1- الأرباح القابلة للتوزيع: يحسب المبلغ القابل للتوزيع من خلال نتيجة السنة المالية مع خصم كل من الاحتياطات الاجبارية والاختيارية، مع إضافة أو تخفيض القيمة الموجودة في حساب ترحيل من جديد، حيث يتم

تحديد وحساب الأرباح القابلة للتوزيع كما يلي:

الربح القابل للتوزيع = نتيجة السنة المالية - مبالغ الاحتياطات +/- - ترحيل من جديد.

8-2- الأرباح الموزعة: يسمح امتلاك السهم لحامله الحصول على جزء من النتائج المحققة من طرف المؤسسة، حيث يحقق الأسهم عائدتين بالنسبة لحاملها، عوائد رأسمالية ناتجة أساساً عن الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، وأرباح جارية (الأرباح الموزعة) تعرف بأنها ذلك الجزء من أرباح المؤسسة الذي يوزع في كل سنة على المساهمين، كما أن تاريخ دفع الأرباح الموزعة لا ينبغي أن يتعدى تسعة أشهر بعد إغلاق السنة المالية، وعلى العموم يتم دفعهم مرة واحدة في السنة المالية.

العائد الكلي = العائد الجاري + العائد الرأسمالي.

وعليه فإن: العائد الجاري = العائد الكلي - العائد الرأسمالي.

- مثال 01: لنفرض أن مستثمر ما قام بشراء سهم لإحدى المؤسسات بتاريخ 2019/01/01 بسعر 430 دج للسهم الواحد و بتاريخ 2019/12/31 بالتنازل عن السهم (بيعه) بسعر سوقي قدره 480 دج، فإذا علمت أن العائد الكلي الذي حصل عليه هذا المستثمر من جراء إمتلاك السهم هو 06 دج، فكم تقدر الأرباح الموزعة على السهم الواحد؟.

- الحل: لدينا:

العائد الجاري = العائد الكلي - العائد الرأسمالي.

$$06 = (430 - 480) - 01 \text{ دج للسهم الواحد.}$$

- مثال 02: إذا علمت أن معدل العائد الكلي السنوي يبلغ 10 %، بينما سعر بيع وشراء السهم A هو 1.080 و 1.000 دج على التوالي، فكم يقدر معدل العائد الجاري وتوزيعات الأرباح للسهم A؟.

- الحل: لدينا:

معدل العائد الجاري = معدل العائد الكلي - معدل العائد الرأسمالي.

$$0,02 = \left(\frac{1.000 - 1.080}{1.000} \right) - 0,1 =$$

كما نعلم أن: معدل العائد الجاري = $\frac{\text{توزيعات أرباح السهم}}{\text{سعر شراء السهم}}$

وعليه: توزيعات أرباح السهم = معدل العائد الجاري × سعر شراء السهم.

$$= 1.000 \times 0,02 = 20 \text{ دج للسهم الواحد.}$$

9-مقاييس الأرباح الموزعة: هناك مقياسين لسياسة توزيع الأرباح في المؤسسات يتمثلان في:

9-1- معدل التوزيع: يتم حساب هذا المقياس من خلال المعادلة التالية:

$$\frac{\text{الأرباح الموزعة}}{\text{النتيجة الصافية}} = \text{معدل توزيع الأرباح}$$

- مثال 03: إستنادا إلى نتائج المثال رقم 02 وإذا كانت المؤسسة تمتلك 20.000 سهم عادي وحققت نتيجة صافية قدرها 2 مليون دج، فكم يقدر معدل التوزيع؟.

- الحل: لدينا:

$$\begin{aligned} \text{معدل توزيع الأرباح} &= \frac{\text{الأرباح الموزعة}}{\text{النتيجة الصافية}} \\ &= \frac{20.000 \times 20}{2.000.000} \\ &= 0,2 \end{aligned}$$

9-2- مردودية الأسهم: تقاس مردودية الأسهم بالصيغة الآتية:

$$\text{مردودية السهم} = \frac{\text{الأرباح الموزعة}}{\text{السعر السوقي للسهم}}$$

- مثال 04: إستنادا إلى نتائج المثال رقم 02 و03، فكم تقدر مردودية السهم؟.

- الحل: لدينا:

$$\begin{aligned} \text{مردودية السهم} &= \frac{\text{الأرباح الموزعة}}{\text{السعر السوقي للسهم}} \\ &= \frac{20}{1.080} \\ &= 0,02 \text{ دج للسهم الواحد.} \end{aligned}$$

وإذا كان معدل المردودية عالي جدا فان ذلك يفسر شيئين: الأول أن الأرباح مهمة والمؤسسة ذي كفاءة عالية، والثاني السعر السوقي للأسهم منخفض جدا.

10- آلية دفع توزيعات الأرباح: إن قرار توزيع الأرباح وقيمتها في المؤسسات يتخذ ويتحدد من طرف المساهمون في الجمعية العامة بعد الاقتراح الذي يقدمه مجلس الإدارة، وقد تدفع توزيعات الأرباح للمساهمين بعد أسابيع قليلة من انعقاد الجمعية العامة ويشتمل هذا الإجراء على عدة تواريخ، كم هو مبين في النقاط الآتية:

10-1- تاريخ الإعلان: يمثل التاريخ الذي يقوم فيه مجلس الادارة بالتعريف بقيمة التوزيعات التي ستدفع، ويكون الاعلان للمساهمين والسوق ككل عن هذا القرار، ولهذا الاعلان تأثيره على سعر السهم في السوق سلبا أو ايجابا بناء على جودة هذه التوزيعات وتوقعات المساهمين.

10-2- التاريخ الذي يسبق المقسوم: هذا التاريخ هو يومين من الأعمال قبل تاريخ التسجيل، حيث إذا تم شراء السهم قبل هذا التاريخ عندها يكون المساهم مستحقا للحصول على تويجات الأرباح، أما إذا اشتري في هذا التاريخ أو بعده فغن المساهم السابق هو الذي يحصل على توزيعات الأرباح، ويتوقع أن تنخفض قيمة السهم بحوالي مبلغ توزيع الأرباح (للسهم الواحد) عندما يصبح للسهم توزيعات أرباح مستحقة، أي يتم ادراج السهم في سوق الأوراق

المالية كسهم جديد، أي غير محمل بالأرباح ليبدأ السهم دورته الجديدة ويبدأ التفاعل من جديد ويبدأ مع عوامل العرض والطلب في السوق مدفوعاً بالأداء الفعلي للبنك خلال السنة الجديدة.

10-3- تاريخ التسجيل: تقوم المؤسسة بالإعتماد على سجلاتها بإعداد سجل في تاريخ محدد (تاريخ التسجيل في السجل) عن كل المساهمين الذي يعتقد أنهم حاملو الأسهم، فإذا تم شراء السهم قبل تاريخ التسجيل فإن سجلات المؤسسة قد لا تعكس المساهمين المناسبين، لذا يتعين هنا إجراء بعض التعديلات عن طريق تحديد التاريخ الذي يسبق المقسوم وإلا سترسل إيصالات توزيع الأرباح إلى المساهمين غير المناسبين.

10-4- تاريخ الدفع: يشكل التاريخ الذي يتم فيه بالفعل البدء بتوزيع الأرباح على المساهمين المسجلين في سجلات مساهمي المؤسسة بتاريخ التسجيل.

11- أشكال توزيعات الأرباح: تختلف أشكال التوزيعات المنتهجة من قبل المؤسسة حسب ما تمليه ظروفها، ويمكن على العموم رصد الأشكال التالي ذكرها:

11-1- التوزيع النقدي: يشير مصطلح توزيعات الأرباح النقدية إلى النقد المدفوع من صافي الدخل إلى المساهمين، وتعد التوزيعات النقدية الأكثر شيوعاً لتوزيع الأرباح، حيث يقع قرار دفع توزيعات الأرباح من عدمه على عاتق المساهمين الذين يقومون بالتصويت عند انعقاد الجمعية العامة، ويتم توزيعه لجميع حملة الأسهم في تاريخ محدد.

11-2- التوزيع في صورة أسهم: تعرف أيضاً بالأسهم المجانية كما يطلق على إصدار الأسهم المجانية بالإصدار المرسم (زيادة رأس مال المؤسسة بالقيمة الإسمية لأسهم الزيادة الجديدة مقابل تخفيض في الأرباح المحتجزة أو الإحتياطات الأخرى) ويعبر التوزيع في صورة أسهم عن دفع أسهم للمساهمين بدلاً من التوزيع النقدي وبالتالي لا يكون لهذا الشكل من التوزيعات قيمة حقيقية، ولعل من بين النتائج المرجوة من إنتهاج هذه السياسة هو إحداث تغيير في الهيكل المالي للمؤسسة، عبر إحداث تغيير في حجم ونوع الأدوات المالية المصدرة من قبل المؤسسة، إضافة إلى أثر جوهري يشمل في إنخفاض القيمة السوقية لأسهمها المتداولة في السوق المالية، وللمؤسسة منفعتين أساسيتين من جراء لجوئها إلى هذا الشكل من التوزيعات هما:

- المحافظة على السيولة وتوفير الأموال لإستخدامها في تمويل إستثماراتها من خلال أرباحها المحتجزة وتعظيم الأرباح المستقبلية، وإجتئاب الأثر النفسي السلبي الذي سيحصل للمساهمين في حال عدم إجراء توزيعات أرباح، ففي ظل هذه السياسة يتوقع المساهمين بتحسن الآفاق المستقبلية للمؤسسة، وتوسع إمكانية المشاركة في الأرباح المستقبلية من خلال زيادة عدد الأسهم التي يمتلكونها؛

- زيادة رأس المال المدفوع دون مساهمات جديدة من المساهمين، وإنخفاض القيمة السوقية للأسهم بما يكفل تنشيط عملية تداول أسهم المؤسسة في السوق المالية.

وقد أوضح Aswath Damodaran أن هذا الشكل من التوزيعات إنما تستعمله المؤسسات لثلاثة أسباب

هي:

- أداة تضليل للمساهمين خاصة في الحالات التي تواجه فيها المؤسسة صعوبات مالية معتبرة، والتي تحول دون قدرتها

على إجراء توزيعات نقدية في ظل تميز توزيعاتها السابقة بالإستقرار، ما يحتم عليها إجراء توزيعات على شكل أسهم لتغطية عجزها عن إجراء توزيعات نقدية؛

- إستخدامها كتوزيعات إضافية مع التوزيعات النقدية المستقرة مما يعني نيتها في رفع قيمة التوزيعات مستقبلا خاصة في الفترات التي تحقق فيها المؤسسة أرباحا مهمة، وبذلك تحاول المؤسسة إرسال إشارات قوية وإيجابية حول وضعيتها في السوق المالية؛

- إحتواء المؤسسة على صنفين من الأسهم، الصنف الأول تدفع عليه توزيعات نقدية أما الصنف الآخر فتوزع عليه أسهم إضافية.

ويمكن حصر الآثار المالية المترتبة على توزيعات الأرباح في صورة أسهم مجانية في الجدول التالي:

العنصر	الأثر
أداء المؤسسة	لا تؤثر تأثيرا مباشرا على أداء المؤسسة.
رأس المال المصدر والمدفوع وعدد الأسهم المصدرة.	تزيد قيمة رأس المال المصدر والمدفوع بقيمة الأسهم الإضافية المجانية التي يتم إصدارها ومن ثم تتأثر المؤشرات المرتبطة برأس المال المدفوع وعدد الأسهم المصدرة.
سيولة السهم	تزيد سيولة السهم نتيجة لزيادة كمية الأسهم المتاحة للتداول وإنخفاض القيمة السوقية للسهم الأمر الذي يجذب عدد إضافي من المستثمرين للتعامل في السهم.
ربحية السهم	ينخفض نصيب السهم الواحد في صافي الأرباح السنوية في العادة نتيجة لزيادة عدد الأسهم المصدرة دون زيادة مقابلة في الأصول المستثمرة.
الكوبون النقدي	ينخفض نصيب السهم من توزيعات الأرباح النقدية نتيجة لزيادة عدد الأسهم وتوزيع الأرباح على عدد أكبر من الأسهم بإفتراض ثبات نشاط المؤسسة وأرباحها.
قيمة حقوق المساهمين	لا تتأثر بالأسهم المجانية حيث أن التعديل يكون داخل حقوق المساهمين بإنخفاض قيمة الإحتياطات والأرباح المرحلة أو أرباح السنة وزيادة رأس المال المصدر والمدفوع.
القيمة الدفترية للسهم	تنخفض نتيجة ثبات حقوق المساهمين وزيادة عدد الأسهم المصدرة في نفس الوقت.
سعر السهم السوقى	ينخفض سعر السهم السوقى نتيجة زيادة عدد الأسهم المصدرة مع زيادة القيمة الإجمالية لحقوق المساهمين.
مضاعف ربحية السهم	لا يتأثر نظرا لأن الإنخفاض في سعر السهم السوقى بعد التوزيع في صورة أسهم يقابله إنخفاض في ربحية السهم نتيجة لزيادة عدد الأسهم.
هيكل رأس المال	لا تتغير نسبة أو درجة الرفع المالى.

- مثال 05: لتكن لديك البيانات المالية التالية التي تخص إحدى المؤسسات:

المبلغ (دج)	البيان
1.000.000	رأس مال المؤسسة (أسهم عادية، القيمة الإسمية السهم 10 دج)
2.000.000	علاوة الإصدار
2.000.000	أرباح محتجزة
40	السعر السوقي للسهم
200.000	صافي الربح
20	توزيع في صورة أسهم (%)

المطلوب: بين أثر هذا التوزيع على كل من:

- الهيكل المالي للمؤسسة؛
- سعر السهم في السوق المالية؛
- المنفعة التي يحصل عليها المساهم على إفتراض أنه يملك 10.000 سهم عادي.

- الحل:

- التأثير على الهيكل المالي للمؤسسة في حالة توزيع أرباح في صورة أسهم بنسبة 20 %:
عدد الأسهم قبل التوزيع = رأس المال ÷ القيمة الإسمية = $1.000.000 \div 10 = 100.000$ سهم عادي.
مقدار الزيادة في رأس المال = نسبة التوزيع في صورة أسهم × رأس المال = $1.000.000 \times 0,2 = 200.000$ دج.
مقدار الزيادة في عدد الأسهم = مقدار الزيادة في رأس المال ÷ القيمة الإسمية.
 $200.000 \div 10 = 20.000$ سهم عادي.
القيمة السوقية للأسهم الإضافية = عدد الأسهم الإضافية × السعر السوقي للسهم.
 $20.000 \times 40 = 800.000$ دج.

من خلال ما تقدم فإن الهيكل المالي الجديد لا يتغير من جانب مجموع حقوق الملكية (المساهمين) حيث أن التعديل يكون داخل حقوق المساهمين بإنخفاض قيمة الإحتياطيات والأرباح المرحلة أو أرباح السنة وزيادة رأس المال المصدر والمدفوع، وعليه يكون الهيكل المالي الجديد كما يلي:

المبلغ (دج)	البيان
1.200.000	رأس مال المؤسسة (أسهم عادية، القيمة الإسمية السهم 10 دج)
2.600.000	علاوة الإصدار
1.200.000	أرباح محتجزة
5.000.000	مجموع حقوق الملكية

- التأثير على سعر السهم في السوق المالية:

ربحية السهم الواحد (EPS) قبل التوزيع = صافي الربح ÷ عدد الأسهم.

$$= 100.000 \div 200.000 = 02 \text{ دج/ للسهم.}$$

ربحية السهم الواحد (EPS) بعد التوزيع = $120.000 \div 200.000 = 1,6667$ دج/ للسهم.

$$\text{سعر السهم السوقي بعد التوزيع} = \frac{\text{سعر السهم السوقي قبل التوزيع}}{(1 + \text{نسبة التوزيع})} = \frac{40}{(0,2+1)} = 33,3333 \text{ دج.}$$

نلاحظ إنخفاض سعر السهم في السوق المالية من 40 دج إلى 33,3333 دج.

- المنفعة التي يحصل عليها المساهم على إفتراض أنه يملك 10.000 سهم عادي:

لا تتغير منفعة المساهم قبل وبعد توزيع الأرباح في صورة أسهم كم يبينه الجدول الآتي:

المنفعة بعد التوزيع (دج)	المنفعة قبل التوزيع (دج)
$0,1 = 120.000 \div 12.000$	حصة المساهم في الملكية = $100.000 \div 10.000 = 0,1$
$20.000 = 12.000 \times 1,6667$ دج	الحصة من الأرباح = $10.000 \times 2 = 20.000$ دج.
$400.000 = 12.000 \times 33,3333$ دج	القيمة السوقية للأسهم = $10.000 \times 40 = 400.000$ دج

11-3- تجزئة السهم: يقصد بتجزئة السهم قيام المؤسسة بتقسيم أسهمها الحالية ذات قيمة إسمية معينة إلى عدد أكبر من الأسهم بقيمة إسمية أقل دون التأثير على أي من رأس المال المصدر أو رأس المال المدفوع، ودون أن تتأثر قيمة رأس المال السوقي وبالتالي عدم تأثر ثروة المساهمين، وهناك عدة أسباب تدعو المؤسسة إلى تجزئة أسهمها نشير إليها في التالي:

- تخفيض القيمة السوقية للسهم ليصبح سعره مقبولا وفي متناول أكبر عدد ممكن من صغار المساهمين، وإمكانية تحديد سعر الإغلاق عند على أساس وحدة التعامل 100 سهم عند قيمة إجمالية منخفضة؛

- الرغبة في زيادة عدد الأسهم الحالية في حالة ضالة عدد الأسهم الموزع عليها رأس المال بالرغم من ضخامة رأس المال المصدر للمؤسسة؛

- الرغبة في زيادة عدد المساهمين الذين يجذبون التعامل في الأسهم منخفضة السعر لتوسيع قاعدة الملكية لزيادة معدلات التداول على السهم؛

- زيادة درجة سيولة أسهم المؤسسة عن طريق مضاعفة عدد الأسهم المتاحة للتداول بالسوق؛

- الرغبة في تخفيض سعر الإكتتاب في أسهم الزيادة المزمع إصدارها حتى تضمن المؤسسة الحصول على التمويل المطلوب نقدا سواء للمساهمين الحاليين أو لإستقطاب مساهمين جدد من خلال الإكتتاب العام دون إغفال حقوق الملكية؛

- تفيد النظرية المالية أن تخفيض القيمة الإسمية للسهم إلى أدنى وحدة للتعامل يخفض التكلفة الحدية لرأس المال، وفي ذات الوقت يمكن لإدارة المؤسسة من تحديد الهيكل المالي الأمثل.

وهناك مجموعة من الآثار المالية المترتبة على تجزئة المؤسسة المصدرة للقيمة الاسمية لأسهمها نوضحها في

الجدول أسفله:

العنصر	الأثر
القيمة الاسمية للسهم	تنخفض وفقا لعدد الأجزاء التي يتم القسمة عليها.
القيمة السوقية للسهم	تنخفض وفقا لعدد الأجزاء التي يتم القسمة عليها.
عدد أسهم المؤسسة	يزيد نتيجة لإنقسام كل سهم لعدد أكبر ليقابل التخفيض في القيمة الاسمية.
رأس المال المصدر والمدفوع	يظل كما هو ولا يتأثر بتجزئة السهم.
حقوق الملكية	تظل كما هي ولا تتأثر بتجزئة السهم.
القيمة الدفترية للسهم	تنخفض نتيجة لزيادة عدد الأسهم بعد التجزئة ويتم حسابها بقسمة صافي الربح على عدد الأسهم بعد التجزئة.
صافي الأرباح السنوية	تظل كما هي ولا تتأثر بتجزئة السهم.
ربحية السهم الواحد	تنخفض نتيجة لزيادة عدد الأسهم بعد التجزئة وفقا لعدد الأجزاء التي القسمة عليها.
كوبون السهم الواحد	ينخفض نتيجة لزيادة عدد الأسهم بعد التجزئة وفقا لعدد الأجزاء التي القسمة عليها.

- مثال 06: لنفرض أن إحدى المؤسسات لديها 100 سهم عادي وأن القيمة الاسمية والسعر السوقي للسهم الواحد يبلغ 100 دج، وأعلنت المؤسسة قبل التجزئة عن توزيع أرباح بنسبة 20 % من القيمة الاسمية، فإذا قامت المؤسسة بتجزئة السهم إلى مائة سهم (1:100)، 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 الإجمالية للأسهم وسعر الإفتتاح للسهم بعد التجزئة؛
- توزيعات الأرباح وحقوق الملكية للمؤسسة (إذا كانت علاوة الإصدار هي 6.000 دج والأرباح المحتجزة: 7.000 دج؛

- الحل:

- يمكن توضيح أثر التجزئة على عدد الأسهم العادية، سعر السهم السوقي والقيمة السوقية الإجمالي للأسهم 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 السوقية الإجمالية للأسهم	10.000 دج	10.000 دج

- أثر التجزئة على سعر الإفتتاح للسهم بعد التجزئة:

لدينا: سعر الإفتتاح للسهم بعد التجزئة = سعر الإغلاق للسهم ÷ عدد الأجزاء.

$$= 100 \div 100 = 01 \text{ دج.}$$

- أثر التجزئة على توزيعات الأرباح:

البيان	قبل التجزئة	بعد التجزئة
عدد الأسهم العادية	100 سهم	10.000 سهم
القيمة الإسمية السهم 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 الإسمية السهم الواحد	100 دج	01 دج
حقوق الملكية للمؤسسة	23.000 دج	23.000 دج
القيمة الدفترية للسهم الواحد	230 دج	2,3 دج

11-4- إعادة شراء الأسهم: تمثل تلك السياسة التي تقوم المؤسسة بمقتضاه بشراء جزء من أسهمها التي سبق وأن أصدرتها، وذلك بتحويل جزء أو كل التدفقات المتاحة إلى المساهمين، على أن يتم الإحتفاظ بهذه الأسهم على مستوى المؤسسة على شكل أسهم الخزينة، بغية إعادة بيعها في حال حاجة المؤسسة إلى تمويل إضافي، مع وجود إمكانية لشطبها (حذفها) نهائيا إذا ما أرادت المؤسسة تخفيض رأس مالها، وعند قيام المؤسسة بشراء أسهمها فإنما تقوم بتحويل السيولة إلى المساهمين وبذلك فهي تحمل نفس معنى التوزيعات النقدية، وسينجم في حالة إنتهاج المؤسسة هذه السياسة من التوزيعات (التوزيعات النقدية) إنخفاض قيمة السهم بمقدار حصته من التوزيعات، أما في حالة تخصيص السيولة لشراء الأسهم بدلا من التوزيعات النقدية فإن الأسهم تبقى بنفس قيمتها، وفي كلتا الحالتين لا تتأثر ثروة المساهمين بسياسة التوزيع، لكن من الملاحظ أن حصة السهم من الربح سترتفع بعد التخفيض في عدد الأسهم المتداولة مع بقاء مستوى الأرباح ثابت، مما يكون له أثر إيجابي على قيمة السهم تحت فرضية عدم وجود الضرائب والعوامل الأخرى المؤثرة.

ومن بين الدوافع التي تؤدي بالمؤسسة إلى إنتهاج هذه السياسة هي محاولة مواجهة عمليات الإستحواذ على المؤسسة من قبل مؤسسات أخرى، إضافة إلى قيام المؤسسة بتعديل الهيكل المالي والعمل على الإستفادة قدر المستطاع مزاياء الرفع المالي عن طريق زيادة نسبة الإقتراض مقارنة بأموال الملكية لأجل تعظيم قيمة الأسهم.

وعندما تريد المؤسسة إعادة شراء أسهمها ينبغي أن تقوم بإعلام حملة أسهمها بذلك، خاصة فيما يتعلق بالمبلغ المخصص لهذه العملية إضافة إلى مدتها، ويمكن للمؤسسة أن تحقق ذلك بإتباع إحدى الطرق التالية:

- أسلوب العطاءات: تعلن ضمن هذه الطريقة من خلال وسائل الإعلام المختلفة وفق كمية وسعر محددتين، وتكون مدة العرض عادة بين أسبوعين وثلاثة أسابيع أما السعر فيكون أعلى من القيمة السوقية للسهم عند الإعلان؛

- أسلوب السوق المفتوحة: تقوم المؤسسة وفق هذا الأسلوب بالشراء مباشرة من بيوت السمسرة، والهدف من وراء ذلك هو توزيع الفائض من التدفقات النقدية على المساهمين، ويتميز هذا الأسلوب بالمرونة لاسيما فيما يتعلق بوقت التنفيذ، إذ تكون المؤسسة أكثر حرية في إتخاذ قرارات إعادة الشراء، إضافة إلى تكلفتها المنخفضة مقارنة بأسلوب العطاءات، كما أسلوب السوق المفتوحة يتم إعادة شراء الأسهم وفق القيمة السوقية لها.

ولعل من بين الآثار التي تعكسها سياسة إعادة شراء الأسهم نجد زيادة العائد الرأسمالي للمساهمين، من خلال الميزة الضريبية التي تتمتع بها الأرباح الرأسمالية (يكون معدل الضريبة المفروض على الأرباح الرأسمالية أقل منه في حالة التوزيعات النقدية، كما أن الضريبة على الأرباح الرأسمالية لا تتحقق إلا بعد بيع السهم، مما يعطي للمساهم إمكانية تأجيلها الأمر الذي يسهم في تخفيض قيمتها الفعلية، ومن جهة أخرى فإن هذه السياسة يكون فيها نوع من المرونة حيث لا تمنح إلا لمن يحتاج للسيولة، وهذا بعرضهم للأسهم على المؤسسة قصد شرائها منهم. أما عن الآثار التي تعكسها على المؤسسة فتتلخص في أثرها على الهيكل المالي للمؤسسة بإرتفاع نسبة المديونية إلى الملكية مما يعزز الإستفادة من مزايا الرفع المالي إذا كان الهيكل المالي السابق يتميز بإرتفاع نسبة أموال الملكية فيه وبالتالي زيادة ربحية السهم، أما إذا كان الهيكل المالي السابق يتميز بإرتفاع نسبة المديونية إلى الملكية فيه فإن ذلك ينجر عنه زيادة المخاطرة المالية والتي يمكن أن تؤثر سلبا على القيمة السوقية لأسهمها.

- مثال 07: لنفرض أن إحدى المؤسسات لديها هيكل مالي ممول بالكامل من أموال الملكية متضمن 100.000 سهم في التداول، ولديها زيادة في النقد تبلغ 300.000 دج، وقد بلغ صافي الربح للسنة المنتهية 50.000 دج وكانت الميزانية العمومية بالقيمة السوقية في نهاية السنة معطاة كما يلي:

الأصول	المبالغ (دج)	الخصوم	المبالغ (دج)
نقد زائد	300.000	ديون	0
أصول أخرى	700.000	أموال ملكية	1.000.000
المجموع	1.000.000	المجموع	1.000.000

المطلوب:

- أحسب كل من القيمة السوقية للسهم وربحية السهم الواحد ونسبة السعر إلى الأرباح (P/E) ؟.
- لدى المؤسسة خيارين القيام بالتوزيع النقدي أو إعادة شراء الأسهم بالنقد الزائد، فما هو الخيار الأفضل للمساهمين؟.

- الحل:

- حساب كل من القيمة السوقية للسهم وربحية السهم الواحد ونسبة السعر إلى الأرباح (P/E):

$$\text{القيمة السوقية للسهم} = \frac{\text{إجمالي القيمة السوقية لأموال الملكية}}{\text{عدد الأسهم المتداولة}} = \frac{1.000.000}{100.000} = 10 \text{ دج.}$$

$$\text{ربحية السهم الواحد (EPS)} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{50.000}{100.000} = 0,5 \text{ دج/ للسهم.}$$

$$\text{نسبة السعر إلى الأرباح (P/E)} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{ربحية السهم الواحد}} = \frac{10}{0,5} = 20 \text{ مرة (يعني أن سعر السهم يباع في السوق المالية}$$

بعشرين ضعف ربحيته، وتدعى هذه النسبة بالمضاعف).

- تقييم أفضل الخيارين وهذا من منظور القيمة السوقية للسهم وربحية السهم الواحد ونسبة السعر إلى الأرباح (P/E):

الخيار الأول: توزيع نقدي للنقد الزائد المقدر بـ 300.000 دج، تصبح الميزانية العمومية بعد التوزيع النقدي كما يأتي:

الأصول	المبالغ (دج)	الخصوم	المبالغ (دج)
نقد زائد	0	ديون	0
أصول أخرى	700.000	أموال ملكية	700.000
المجموع	700.000	المجموع	700.000

وبما أن عدد الأسهم وفق هذا الخيار لا يتغير أي تبقى 100.000 سهم عادي في التداول تصبح:

$$\text{القيمة السوقية للسهم} = \frac{700.000}{100.000} = 07 \text{ دج.}$$

$$\text{ربحية السهم الواحد (EPS)} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{50.000}{100.000} = 0,5 \text{ دج/ للسهم.}$$

$$\text{نسبة السعر إلى الأرباح (P/E)} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{ربحية السهم الواحد}} = \frac{07}{0,5} = 14 \text{ مرة}$$

نلاحظ أن القيمة السوقية للسهم إنخفضت من 10 دج إلى 07 دج، وبقيت ربحية السهم الواحد ثابتة،

وبالتالي فإن التوزيع النقدي يؤدي إلى إنخفاض القيمة السوقية للسهم بـ 03 دج (التوزيع النقدي = $\frac{300.000}{100.000}$ عدد الأسهم)

دج)، أما نسبة السعر إلى الأرباح (P/E) فتنخفض من 20 مرة إلى 14 مرة.

الخيار الثاني: إعادة شراء الأسهم بـ 300.000 دج، تصبح الميزانية العمومية بعد ذلك كما يأتي:

الأصول	المبالغ (دج)	الخصوم	المبالغ (دج)
نقد زائد	0	ديون	0
أصول أخرى	700.000	أموال ملكية	700.000
المجموع	700.000	المجموع	700.000

وتنخفض عدد الأسهم وفق هذا الخيار بـ $\frac{\text{النقد الزائد}}{\text{القيمة السوقية للسهم}} = \frac{300.000}{10} = 30.000$ سهم، وسيظل 70.000 سهم في التداول، وعليه تصبح:

$$\text{القيمة السوقية للسهم} = \frac{700.000}{70.000} = 10 \text{ دج.}$$

$$\text{ربحية السهم الواحد (EPS)} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{50.000}{70.000} = 0,7143 \text{ دج/ للسهم.}$$

$$\text{نسبة السعر إلى الأرباح (P/E)} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{ربحية السهم الواحد}} = \frac{10}{0,7143} = 14 \text{ مرة.}$$

نلاحظ أن القيمة السوقية للسهم بقيت ثابتة دون تغيير (10 دج)، بينما ربحية السهم الواحد إرتفعت من 0,5 إلى 0,7143، أما نسبة السعر إلى الأرباح (P/E) فتنخفض من 20 مرة إلى 14 مرة. ويمكن تلخيص نتائج الخيارين في الجدول التالي:

الخيار الثاني	الخيار الأول	البيان
10	07	القيمة السوقية للسهم
0,7143	0,5	ربحية السهم الواحد (EPS)
14	14	نسبة السعر على الأرباح (P/E)

وعليه يتضح أن كلا الخيارين هما تقريبا نفس الشيء في ظل عدم وجود ضرائب وعوامل أخرى مؤثرة، حيث مثلا إذا فرضنا أن مساهم يملك 100 سهم فإنه في:

- الخيار الأول: قبل قيام المؤسسة بالتوزيع النقدي كانت إجمالي القيمة السوقية له 1.000 دج (100 سهم × 10 دج)، وبعد قيام المؤسسة بالتوزيع النقدي وحصول المساهم على 03 دج لكل سهم فإن يحصل على 300 دج (100 سهم × 03 دج) كتوزيع نقدي وتصبح إجمالي القيمة السوقية له 700 دج (100 سهم × 07 دج) أي يصبح له إجمالي مركب قدره 1.000 دج وهي نفس القيمة قبل قيام المؤسسة بالتوزيع النقدي؛

- الخيار الثاني: قبل قيام المؤسسة بإعادة شراء الأسهم كانت إجمالي القيمة السوقية له 1.000 دج (100 سهم × 10 دج)، وبعد قيام المؤسسة بإعادة الشراء وإذا فرضنا أن المساهم يقوم ببيع 30 سهم بسعر 10 دج لكل سهم فإنه يحصل على 300 دج (30 سهم × 10 دج) ويتبقى له 70 سهم بسعر 10 دج لكل سهم، أي يتبقى له إجمالي قيمة سوقية تبلغ 700 دج (70 سهم × 10 دج) ومن ثم يصبح له إجمالي مركب قدره 1.000 دج وهي نفس القيمة قبل وبعد قيام المؤسسة بالتوزيع النقدي؛

12- أرباح الأسهم في الواقع العملي: إن الإحاطة بسياسة توزيع أرباح الأسهم في المؤسسة يأتي بعد معرفة تطبيقية حول مختلف نماذج حساب المبالغ الموزعة، الجباية المرتبطة بها والشروط العملية للدفع.

12-1- حساب المبالغ الموزعة: حساب الربح الموزع يتم عن طريق الربح الصافي السنوي مطروحا منه التخصيصات الأولية مع إضافة رصيد المبالغ قيد التخصيص إذا كان هذا الأخير موجب (يقصد بالتخصيصات الأولية تلك المعرفة

بالنصوص القانونية التي تجعل كل مؤسسة أموال ملزمة بتخصيص جزء من الأرباح على شكل إحتياطات قانونية بعد تحديد قيمتها باقتطاع نسبة 5% على الأرباح و في حدود 10% من رأس المال الاجتماعي؛ إلى جانب القيود المحددة من طرف المساهمين المدججة في القانون الأساسي للمؤسسة، المتمثلة في الإحتياطات القانونية ذات الأولوية التي يمكن للمساهم التنبؤ بها وريح السهم التأسيسي (عبارة عن دفع ربح أولي على السهم))، ومن جهة أخرى فإن المشرع فرض إطفاء مصاريف التأسيس قبل أية عملية توزيع للأرباح، وريح السهم يتم حسابه على مستوى المؤسسة في مرحلتين:

- المرحلة الأولى حساب ربح السهم التأسيسي؛

-المرحلة الثانية حساب ربح السهم الإضافي بعد تخصيص إحتياطات قانونية.

ومن منظور خارج المؤسسة فإن ربح السهم لا يظهر إلا على شكل مبلغ واحد (ربح السهم التأسيسي + ربح إضافي للسهم) وأحيانا تنص القوانين الأساسية بنسبة محددة محسوبة على أساس الربح الموزع الذي يضمن ربح سهم أدنى. ويمكن الجمعية العامة العادية أن تقرر توزيع مبالغ مقتطعة على أساس الإحتياطات الإختيارية في حالة عدم كفاية الربح الموزع بالنسبة للتسديدات المنصوص عليها من طرف مجلس الإدارة، وقبل إتخاذ أي قرار فإن الجمعية العامة ملزمة بضمان وجود إحتياطات كافية من أجل خصم مصاريف البحث والتطوير الباقية في الميزانية.

12-2-الضريبة: تعتبر مشكلة الضريبة من أحد العناصر الهامة في سياسة أرباح الأسهم من الوجهة النظرية مما عليها من الوجهة التطبيقية (مثلا في فرنسا فإن حساب الضريبة على دخل الأسهم المملوكة من طرف أشخاص طبيعيين تأخذ بعين الإعتبار الرصيد الجبائي ونظام منعدم (حيادي) بالنسبة للأشخاص المعنوية)، وكما هو معلوم فإن أرباح السهم خاضعة لإقتطاع من الأرباح الصافية المشتركة، فهذه الأخيرة تكون قد خضعت للضريبة على أرباح المؤسسات، وعندما يصرح المساهم بدوره على الدخل الذي تحصل عليه على شكل أرباح السهم يجب أن يقتطع منه ضريبة على الدخل، و بالتالي يوجد هنا حالة إزدواجية الضريبة، ولتفادي ذلك إتخذت إجراءات قانونية تسمح للمساهم بحذف مبلغ من الضريبة نسبتها 50% من ربح السهم المدفوع، وعلى العموم فإن حساب الضريبة بالنسبة للمساهم شخص طبيعي تكون على أساس ربح السهم المحصل عليه مضافا له الرصيد الجبائي (المبلغ المحذوف من الضريبة)، وعليه فإن الضريبة الواجب دفعها تحسب بتطبيق نسبة تتوافق مع السلم المحدد للضريبة، ثم يقتطع بعدها المبلغ المحذوف من الضريبة من المبلغ المحصل عليه.

- مثال 08: لنفرض أن أحد المساهمين حصل على ربح قدره 150 دج ويقدر الرصيد الجبائي 75 دج، فإذا كان المساهم معرض هامشيا ل 40%، فكم تبلغ الضريبة المدفوعة من قبل هذا المساهم؟.

- الحل:

الدخل الخاضع للضريبة (الدخل المصرح) = دخل المساهم + الرصيد الجبائي.

$$.225 = 75+150 =$$

مبلغ الضريبة = (الدخل الخاضع للضريبة × معدل الضريبة) - الرصيد الجبائي = (0,4 × 225) - 75 = 15 دج.

ويمكن حساب نسبة عتبة الجباية (الضريبة) التي فوقها نبدأ بحساب ما يتم دفعه من ضرائب على الأرباح من قبل المساهم (للحصول على مخرجات الصندوق معدومة)، لا بد أن تكون الضريبة المحسوبة مساوية للرصيد الجبائي (المبلغ المحذوف من الضريبة).

مثال 09: إذا أخذنا نفس معطيات المثال رقم 08، فكم يقدر المعدل الحدي للضريبة؟.

- الحل:

$$\text{المعدل الحدي للضريبة} = \text{الرصيد الجبائي} \div \text{الدخل الخاضع للضريبة} = 225 \div 75 = 0,3333.$$

ومنه كل شخص طبيعي هامش ضريته يفوق 33,33% يدفع ضريبة على أرباح الأسهم عليها، أي أن الإنعدام الضريبي يكون عند نسبة 33,33% (إن الإنعدام الضريبي لا يوجد إلا في حالة ما إذا كان جزء من المساهمين يدفعون ضريبة فعلية رغم الرصيد الجبائي).

مثال 10: إذا أخذنا نفس معطيات المثال رقم 08، مع كون المساهم معرض هامشياً لـ 30%، ماذا يحدث في هذه الحالة؟.

- الحل:

الدخل الخاضع للضريبة (الدخل المصرح) = دخل المساهم + الرصيد الجبائي.

$$.225 = 75 + 150 =$$

$$\text{الضريبة المستحقة} = \text{الدخل الخاضع للضريبة} \times \text{معدل الضريبة} = 0,3 \times 225 = 67,5 \text{ دج.}$$

نلاحظ أن الضريبة المستحقة أقل من الرصيد الجبائي بـ 7,5 دج وعليه تمثل القيمة الأخيرة ضريبة دائنة وتعوض للمساهم من قبل الخزينة العمومية.

ويمكن إستناداً على ما تقدم حساب عتبة الضريبة لأجل تفضيل الضريبة على فائض القيمة المضافة الناتجة عن القيم المالية على ضريبة أرباح الأسهم (تمثل عتبة الضريبة عتبة الإختلاف في المجال الضريبي بين ربح السهم وفائض القيمة).

مثال 11: إذا أخذنا نفس معطيات المثال رقم 08، وكانت نسبة الضريبة على القيم الفائضة (فائض القيمة) تساوي 19,4%، أحسب عتبة الإختلاف في المجال الضريبي بين ربح السهم وفائض القيمة؟.

- الحل:

الضريبة المدفوعة على القيمة المحاسبية الخاضعة للضريبة على فائض القيمة = دخل المساهم \times نسبة الضريبة.

$$.29,1 = 0,194 \times 150 = \text{دج.}$$

عتبة الإختلاف في المجال الضريبي بين ربح السهم وفائض القيمة = (الضريبة المدفوعة على القيمة المحاسبية الخاضعة للضريبة على فائض القيمة + الرصيد الجبائي) \div الدخل الخاضع للضريبة (الدخل المصرح).

$$.0,4627 = 225 \div (75 + 29,1) =$$

يتبين من النتيجة الأخيرة المحصل عليها أنه إنطلاقاً من هذه العتبة الهامشية والمستقلة عن مصاريف السمسرة

الواجب أخذها بعين الاعتبار فإن للمساهم عليه أن يفضل فوائض القيم على أرباح الأسهم.

12-3-الشروط العملية للدفع: لا تتعدى مهلة دفع أرباح الأسهم تسعة أشهر من إنتهاء السنة المالية، وإذا كانت أرباح السهم تدفع دائما مرة واحدة فإنه تعطى للمؤسسات إمكانية الدفع بأقساط على الحساب قبل هذه المرة، وتتلخص شروط دفع أرباح الأسهم بأقساط على الحساب في الآتي:

- أن تظهر في الميزانية الختامية للسنة المالية نتائج مساوية على الأقل للأقساط على الحساب؛

- أن لا تدمج الإحتياطيات مع القيمة الموزعة على شكل قسط على الحساب؛

- إذا كانت المؤسسة مسعرة (مقيمة) في البورصة فإن القسط على الحساب يجب ألا يقل عن مبلغ محدد.

13- نظريات سياسة توزيع الأرباح: تعددت النظريات التي بحثت أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة التي يمكن تقسيمها كما يلي:

13-1- أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في إطار السوق الكفاء: تعالج النظريات التي تدخل

ضمن هذه المقاربة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة تحت فرضية تحقق إفتراضات السوق الكفؤة أين تغيب الجباية، تكلفة المعلومات وعدم تماثلها وتكاليف الصفقات (حيث تتصف السوق الكفؤة بكون كل المعلومات الخاصة بالسوق متاحة للجميع وفي أي الوقت ودون تكاليف)، هذه النظريات تختلف في وجهة النظر التي تعالج بها هذه المسألة حتى وإن كانت تدخل ضمن مقاربة واحدة، لذا سنتطرق لهاته النظريات وفق مايلي:

13-1-1- النظريات الأولى المفسرة: تعتبر نظرية الفائض للتوزيعات ونموذج والتر من أولى الدراسات والأبحاث التي تناولت سياسة توزيع الأرباح:

13-1-1-1- نظرية الفائض للتوزيعات: تقضي هذه النظرية بأن المستثمر لا يمانع في إحتجاز الأرباح إذا كان معدل العائد على استثمارها من طرف المؤسسة يفوق معدل العائد الذي يمكن للمستثمر تحقيقه لو أنه حصل على حصته من توزيعات الأرباح واستثمرها بنفسه، وعليه حسب هذه النظرية فإن المؤسسة في حالة ما إذا كانت لديها فرص استثمارية يزيد فيها معدل العائد المتوقع على الإستثمار على معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين، فإنه على المؤسسة القيام بإحتجاز ما تحتاجه من الأرباح للاستثمار وما يتبقى بعد ذلك يمكن توزيعه، أما إذا لم يتبقى شيء فلن تكون هناك توزيعات أرباح، وبالتالي فإن سياسة توزيع أرباح السهم وفق هذه النظرية تعتمد على نقاط أساسية هي:

- العمل على تحديد المستوى الأمثل للإنفاق الإستثماري الذي يتحدد من خلال التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال والفرص الإستثمارية المتاحة؛

- تحديد الهيكل المالي الأمثل عن طريق تحديد النسب المثلى لأموال الملكية المكونة له لتغطية النفقات الإستثمارية؛

- إنخفاض تكلفة الأرباح المحتجزة بالمقارنة بالأسهم ما يزيد من إستخدامها في تغطية نسب التمويل الممتلك الداخلة في الهيكل المالي.

ونظرا لتغير الفرص الإستثمارية والأرباح المحققة من سنة لأخرى فإن ذلك ينتج عنه بالضرورة تغير الأرباح الموزعة لكن المستثمر يرغب في إستقرار التوزيعات، لذا تسعى المؤسسة لتحقيق هذه الغاية إلى تقدير كل من أرباحها والفرص الإستثمارية المتاحة خلال الخمس سنوات اللاحقة أو أكثر، إستنادا إلى هذا تعمل المؤسسة على إيجاد نسبة التوزيعات وقيمتها خلال هذه المدة، ثم تحدد بعد ذلك نسبة التوزيعات المستهدفة. وعليه فإن قيمة السهم وفق هذه النظرية لا تتعلق بقرارات توزيعات الأرباح إنما تعتمد على القرارات الاستثمارية المولدة للربحية التي تؤدي إلى زيادة ثروة الملاك وتحقق مستوى نمو للمؤسسة.

وقد فتحت هذه النظرية نقاشا واسعا يدور حول إمكانية وجود مغزى آخر لتوزيعات الأرباح غير كونها وسيلة لتوزيع الفائض من الأرباح، أو بعبارة أخرى إمكانية وجود علاقة بين الأرباح الموزعة والقيمة السوقية للمؤسسة. 13-1-1-1-1 نموذج والتر (Walter): يعتبر نموذج والتر أول النماذج التي حللت وناقشت العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة، ضمن أساس فكري يبحث في العلاقة بين معدل العائد المتوقع على الاستثمار في المؤسسة أو معدل العائد الداخلي ومعدل العائد المطلوب من طرف المساهمين أو التكلفة المرجحة للأموال، إذ يمكن للمؤسسة أن تحقق سياسة توزيع أرباح مثلى وفق العلاقة بين معدل العائد المتوقع على الاستثمار في المؤسسة وبين معدل العائد المطلوب، حيث في حالة ما إذا كان معدل العائد المتوقع على الاستثمار يزيد عن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين فإن إدارة المؤسسة تلجأ إلى إحتجاز الأرباح وعدم توزيعها لتمويل استثماراتها، بينما في حالة العكس تلجأ إدارة المؤسسة إلى توزيع الأرباح.

لذا يقترح والتر في إطار بحثه عن تعظيم قيمة السهم نموذجا يعتبر قرار توزيع الأرباح قرارا ثانويا فهو يأتي بعد قرار الاستثمار، ففي هذا النموذج تتعين 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. ويقول والتر في نموذجه أن للإستثمار دورا رئيسيا في تحديد ثروة المؤسسة، ففي ظل إفتراض أنه عند نفس درجة المخاطرة لا يمكن للمساهمين إيجاد عوائد أكبر من العوائد التي تمنحها المؤسسة، أما في حالة عدم توفر فرصة إستثمار امام المؤسسة فهذه الأخيرة تقوم بتوزيع أرباحها، ومنه فإن والتر يعترف بوجود سياسة توزيع أرباح بما أن قرار التوزيع ينجم من عوامل خارجية لأن المساهمين لا يفاضلون بين العائد وفائض القيمة، وقد بنى والتر هذا النموذج على مجموعة من الافتراضات التالية:

- جميع الاستثمارات في المؤسسة يتم تمويلها من الأرباح المحتجزة؛
- ثبات كل من معدل العائد الداخلي (معدل العائد المتوقع على الاستثمار) ومعدل العائد المطلوب من طرف المساهمين؛
- ثبات كل من الأرباح المحققة والأرباح الموزعة من طرف المؤسسة؛
- استمرارية المؤسسة في نشاطها؛
- إعتداد سياسة توزيع أرباح واحدة إما توزيع كل (100%) الأرباح أو إحتجازها كلها.

وفي ظل الفرضيات المعطاة أعلاه تمكن والتر من صياغة نموذج يبين أثر قرار توزيع الأرباح على أساس نموذج تقييم الأسهم مثلما تبينه المعادلة الموضحة في الصفحة الموالية.

$$P = \frac{D}{WACC} + \frac{rs(R-D)/WACC}{WACC}$$

حيث أن: P : سعر السهم السوقي؛ D : توزيعات السهم؛ $WACC$: متوسط التكلفة المرجحة للأموال (معدل العائد الذي يطلبه المساهمون)؛ rs : معدل العائد المطلوب على الإستثمار؛ R : ربحية السهم.

يتضح من خلال المعادلة أعلاه أن سعر السهم السوقي هو عبارة عن مجموع القيمة الحالية لمصدرين من الدخل هما القيمة الحالية لعدد لا نهائي من التوزيعات الثابتة $\frac{D}{WACC}$ بالإضافة إلى القيمة الحالية لعدد لا نهائي من الأرباح الرأسمالية $\frac{rs(R-D)/WACC}{WACC}$ ، ويمكن إعادة صياغة المعادلة السابقة على الشكل التالي:

$$P = \frac{D + \left(\frac{rs}{WACC}\right)(R-D)}{WACC}$$

توضح المعادلة الأخيرة تأثير قرار المفاضلة بين توزيع الأرباح أو إحتجازها على القيمة السوقية للمؤسسة، ومع أن النموذج قدم تفسيراً للعلاقة في ظل الإفتراضات السابقة المعطاة إلا أن بعضهما غير واقعي، لأن إعتقاد المؤسسة على الأرباح المحتجزة فقط في تمويل إستثماراتها لا يمكن المؤسسة من تعظيم قيمة ثروة المساهمين، كما أنه دليل على عدم أمثلة كل من السياسة الإستثمارية وتوزيعات الأرباح للمؤسسة أو إحداها، إلى جانب أن إفتراض ثبات معدل العائد وتكلفة التمويل غير واقعي أيضاً، لأن إعتبار تكلفة التمويل ثابتة يعني عدم الأخذ بأهمية عنصر المخاطرة في التأثير على القيمة السوقية للمؤسسة.

مثال 12: لنفرض أنه لدينا ثلاث مؤسسات A، B، و C معدل العائد المطلوب على الإستثمار (rs) هو: 15 %، 10 %، 08 %، فإذا علمت أن متوسط التكلفة المرجحة للأموال ($WACC$) و ربحية السهم (R) ثابتة وتساوي كليهما 10 %، حدد سياسة التوزيع المثلى لكل مؤسسة من المؤسسات الثلاثة؟.

- **الحل:** نستعين بالجدول التالي لتبسيط الحل:

P%				R	WACC	rs	مستوى النمو	المؤسسة
D = 100%	D = 80%	D = 40%	D = 0%					
100	110	130	150	0,1	0,1	0,15	مرتفع	A
100	100	100	100	0,1	0,1	0,1	عادي	B
100	96	88	80	0,1	0,1	0,08	منخفض	C

وبناء على نتائج الجدول ووجهة نظر والتر فإن:

- المؤسسة A هي من نوع المؤسسات عالية النمو، وهي تلك المؤسسات التي يكون فيها معدل العائد الداخلي (rs) أكبر من متوسط التكلفة المرجحة للأموال ($WACC$)، ما يعني أن هذه المؤسسات لديها فرص استثمارية مربحة تمكنها من تعظيم قيمة أسهمها من خلال إحتجاز كل الأرباح (100 %) بغرض إعادة استثمارها، لينتج

معدل عائد أعلى مما هو مطلوب من قبل من المساهمين والتي تمثل حسب والتر سياسة التوزيع المثلى لمؤسسات النمو (المؤسسة A)؛

- المؤسسة B تشمل صنف المؤسسات العادية التي يقصد بها تلك المؤسسات التي تستطيع استثمار أموالها بمعدل عائد يعادل متوسط التكلفة المرجحة للأموال، الأمر الذي يستبعد تأثير سياسة الأرباح على القيمة السوقية للسهم، مما يعني حسب والتر عدم وجود سياسة توزيعات مثلى لهذا النوع من المؤسسات؛

- المؤسسة C تدخل ضمن المؤسسات منخفضة النمو التي تعبر عن المؤسسات التي ليس لديها أي فرص استثمارية مرجحة، كون أن متوسط التكلفة المرجحة للأموال (WACC) أكبر من معدل العائد الداخلي (rs)، فتكون سياسة التوزيعات المثلى في هذه المؤسسات تقضي بتوزيع كل الأرباح على المساهمين لئتم إعادة استثمارها من قبلهم أي بأنفسهم.

مثال 13: يتكون رأسمال إحدى المؤسسات من 100.000 سهم، وقدر ربح السنة المنقضية بـ 1.500.000 دج، يطلب المساهمون نسبة تساوي 12 %، علما أن فرص استثمار الأرباح المحققة مبينة في الجدول التالي:

الاستثمار	معدل العائد (%)	التكلفة (دج)	التكلفة المتراكمة (دج)
1	18	450.000	450.000
2	15	250.000	700.000
3	13	300.000	1.000.000
4	11	500.000	1.500.000

المطلوب: يتساءل مسيرو المؤسسة عن إتخاذ قرار إعادة استثمار الأرباح أو توزيعها، فما هو أفضل قرار حسب كل من نظرية الفائض للتوزيعات ونموذج والتر؟.

- الحل:

- حسب نظرية الفائض للتوزيعات فإن المؤسسة في حالة ما إذا كانت لديها فرص استثمارية يزيد فيها معدل العائد المتوقع على الإستثمار على معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين، فإنه على المؤسسة القيام بإحتجاز ما تحتاجه من الأرباح للاستثمار وما يتبقى بعد ذلك يمكن توزيعه، أما إذا لم يتبقى شيء فلن تكون هناك توزيعات أرباح، وعليه وبالإستناد إلى الجدول أعلاه نجد أن أفضل قرار عند المقارنة بين العائد المطلوب من المساهمين (12 %) ومعدل عائد الإستثمار للإستثمارات الأربعة هو الإستثمار في المشاريع 01، 02 و03 فقط مما يؤدي إلى حجم إستثمار متراكم يقدر بـ 100.000 دج التي تمول من ربح السنة الماضية والباقي 500.000 دج ستوزع على المساهمين؛

- القرار الأفضل حسب نموذج والتر هو نفس القرار حسب نظرية الفائض للتوزيعات لأنهما يستندان لنفس الفكرة التي تقوم على المقارنة بين معدل العائد المتوقع على الإستثمار ومعدل العائد المطلوب من طرف المساهمين، وللتأكد نحسب سعر السهم السوقي للمشروعين 03 و04 حسب نموذج والتر:

$$P = \frac{D + \left(\frac{rs}{WACC}\right)(R - D)}{WACC}$$

وعليه قيمة السعر السوقي لسهم المؤسسة عند تبني المشروع 03 علما أن ربحية السهم (R) عند الإستثمار تبلغ 03 دج يقدر بـ:

$$P = \frac{0 + \left(\frac{0,13}{0,12}\right)(3 - 0)}{0,12} = 27,0833$$

أي أن الإستثمار في المشروع 03 سوف يزيد في قيمة السهم لتصبح 27,08 دج بعدما كانت 26,0416 عند تبني المشروع رقم 02 ومنه ينبغي الإستثمار في هذا المشروع.

أما قيمة السعر السوقي لسهم المؤسسة عند تبني المشروع 04 علما أن ربحية السهم (R) عند الإستثمار تبلغ 05 دج تقدر بـ:

$$P = \frac{0 + \left(\frac{0,11}{0,12}\right)(5 - 0)}{0,12} = 38,1944$$

لكن في حالة عدم تبنيه وتوزيع 500.000 دج على المساهمين فإن السعر السوقي لسهم المؤسسة يصبح:

$$P = \frac{5 + \left(\frac{0,11}{0,12}\right)(5 - 5)}{0,12} = 41,6667$$

أي أن توزيع الأرباح بمقدار 5 دج لكل سهم هو أفضل لأن سعر السهم السوقي يرتفع إلى 41,67 دج بينما إذا تم الإستثمار في المشروع 04 فإن السعر السوقي للسهم يرتفع إلى 38,19 دج لذا من الأفضل عدم الإستثمار في المشروع 04 وتوزيع الباقي المقدر بـ 500.000 على المساهمين.

13-1-2- النظريات المفسرة في ظل التأكد التام: نقصد بحالة التام أو المطلق أن الإستثمارات والأرباح المستقبلية معروفة ومحددة مسبقا مع عدم وجود مخاطرة، مع تساوي معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين مع معدل العائد المتوقع على الإستثمار إلى جانب توفر كل المعلومات للمؤسسة، ويعتبر كل من نموذج موديقلياني وميلر ونموذج غوردون من أهم النماذج والنظريات التي تناولت موضوع أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة بافتراض سوق مالي كفاء في ظل التأكد التام.

13-1-2-1- نموذج موديقلياني وميلر (MM) 1961: يرى موديقلياني وميلر أن قيمة السهم هي دالة تابعة لقرار الإستثمار حيث تتحدد عن طريق كفاءة وفعالية إستخدام الأصول ومقدرتها على توليد التدفقات وليس عن طريق التقسيم أو التصرف في التدفقات المتولدة، أي ان قيمة المؤسسة تتحدد بقدرتها أصولها على توليد الأرباح بالإضافة إلى مخاطر الأعمال، ومن أهم الفرضيات التي قامت عليها هذه النظرية نجد:

- تعمل المؤسسة في ظل سوق مالي كفاء، حيث لا يستطيع أي مستثمر بأي حال من الأحوال التأثير على سعر السوقي للسهم، وكل المعلومات المؤثرة على سعر السهم متاحة بالجمان لكل المستثمرين، كما لا يوجد أي تكاليف خاصة بالمعاملات عند شراء أو بيع الأسهم ولا توجد ضرائب؛
- المستثمر رشيد حيث يفضل تعظيم ثروته ولا يبالي بطبيعة العوائد (توزيعات الأرباح أو الأرباح الرأسمالية)؛
- التأكد التام فالإستثمارات والأرباح المستقبلية معروفة مستقبلا.

ويخلص كل من موديقلياني وميلر إلى أن قيمة الأسهم في السوق تعكس الأرباح المحققة خلال الدورة، من خلال العائد المطلوب من المساهمين الذي يتميز بالثبات، وبالتالي ففي حالة قرار المؤسسة القاضي بإجراء توزيعات أرباح فإن القيمة السوقية لأسهمها تنخفض بنفس قيمة التوزيعات التي حصل عليها المساهم، أما في حالة عد إجراء توزيعات فهذا يعني زيادة ثروة المساهمين بمقدار الأرباح المحتجزة، وما دام المساهم لا يتأثر بسياسة توزيع الأرباح المنتهجة من قبل المؤسسة (إذ لا يكون لديهم تفضيلات لتوزيعات الأرباح الحالية على المكاسب الرأسمالية المستقبلية) يكون بإمكانها (المؤسسة) إختيار سياسة التوزيعات التي تلائمها.

ويعود أساس إفتراض كل من موديقلياني وميلر ثبات معدل العائد المطلوب من المساهمين، إلى أنه في حالة ما إذا اختلف معدل العائد المطلوب فإن المساهمين سيبيعون الأسهم ذات العائد المنخفض ويشترون الأسهم ذات العائد المرتفع مما يؤدي إلى انخفاض سعر الأسهم ذات العائد المنخفض لزيادة المعروض منها وارتفاع سعر السهم ذات العائد المرتفع لإرتفاع الطلب عليها، وتستمر هذه العملية إلى غاية إختفاء الإختلافات بين العوائد إذا علمنا أنه لا توجد إختلاف لدرجة المخاطرة بين المؤسسات.

ولإثبات فرضية موديقلياني وميلر أن قيمة السهم تنخفض بمقدار التوزيعات التي حصل عليها المساهم، نفترض أنه لدينا مؤسسة هيكلها المالي مكون فقط من أموال الملكية وقررت إجراء توزيعات على أن يتم تمويلها عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة تباع بسعر (P^*) وعليه يكون:

$$N \times D = \Delta N \times P^*$$

حيث أن: N : عدد الأسهم الجديدة؛ D : توزيعات السهم الواحد.

وبما أننا في حالة التأكد التام والأرباح ثابتة وبنفس درجة المخاطرة، تساوي قيمة الأموال الخاصة (قيمة

$$N \times P_0 = (N + \Delta N) \times P^* \quad \text{المؤسسة) ما يلي:}$$

نلاحظ أن سعر السهم السوقى تغير دون أن تتغير قيمة المؤسسة كون أن الأرباح ثابتة مع تغير عدد الأسهم

$$N \times P_0 = N \times P^* + \Delta N \times P^* \quad \text{وعليه فإن:}$$

$$\Rightarrow N \times P_0 = N \times P^* + N \times D$$

$$\Rightarrow N \times P_0 - N \times P^* = N \times D$$

$$\Rightarrow N(P_0 - P^*) = N \times D$$

$$\Rightarrow (P_0 - P^*) = D$$

يتضح من خلال المعادلة الأخيرة أن التوزيعات مساوية تماما للتغير في سعر السهم السوقى وهو ما يعني أن التوزيعات لا تؤثر على قيمة المؤسسة، وباعتبار أن القيمة السوقية للسهم في بداية الفترة تمثل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة عنها خلال الفترة والمتمثلة في التوزيعات التي يمكن تمثيلها بالمعادلة أدناه:

$$P_0 = \frac{(D_1 + P_1)}{(1 + K_C)}$$

وإذا أخذنا بعين الإعتبار أن المؤسسة تقوم في تمويل هيكلها المالي على أموال الملكية فقط وقررت إصدار

أسهم عادية جديدة قدرها n تصبح المعادلة الأخيرة كما يلي:

$$N \times P_0 = \frac{[(N \times D_1 + (N + n) \times P_1) - n \times P_1]}{(1 + K_C)}$$

يعني ذلك أن قيمة الأسهم القديمة في بداية الفترة تساوي القيمة الحالية لكل من التوزيعات التي يحصل عليها المساهمين القدامى في نهاية الفترة $(N \times D_1)$ والقيمة الحالية للأسهم القديمة في نهاية الفترة $(((N + n) \times P_1) - n \times P_1)$ ، أما بالنسبة للأسهم الجديدة فقيمتها تعمل على إحداث توازن بين التمويل المتاح للمؤسسة والفرص الإستثمارية، ما يعني أنه في ظل اعتماد المؤسسة في تمويلها على أرباحها المحققة وبيع الأسهم العادية فإن قيمة الأسهم الجديدة تصبح كالآتي:

$$N \times P_0 = I - (B - N \times D_1)$$

إذ أن: I : قيمة الإستثمارات المقرر تمويلها؛ B : الأرباح المحققة خلال الفترة.

يتبين أن قيمة الأسهم القديمة في بداية الفترة إنما تمثل القيمة الحالية للقيمة السوقية لكل من الأسهم القديمة والجديدة بالإضافة إلى الأرباح المحققة خلال الفترة، مع خصم قيمة الإستثمارات التي تم تنفيذها كم هو موضح في المعادلة أدناه:

$$N \times P_0 = \frac{[(N + n) \times P_1 - I + B]}{(1 + K_C)}$$

هذه المعادلة المعطاة أعلاه تبين بوضوح غياب التوزيعات كأحد العوامل المؤثرة على قيمة السهم ومن ثم القيمة الكلية للمؤسسة، وبالتالي فإنه لتغطية التوزيعات النقدية تلجأ المؤسسة إلى إصدار وبيع أسهم جديدة الأمر الذي يؤثر على القيمة السوقية للسهم بعد إجراء التوزيعات على عكس القيمة السوقية للمؤسسة التي تبقى ثابتة، ويلاحظ أن طرح موديقلياني وميلر يتقطاع مع طرح نظرية الفائض للتوزيعات بالتركيز على أفضل الأسس لإلتخاذ القرارات الإستثمارية التي تعظم من قيمة السهم بمنأى عن سياسة التوزيعات المنتهجة من قبل المؤسسة.

13-1-2-2-2- نموذج قوردن (Gordon): يختلف قوردن إختلافًا جوهريًا عن وجهة نظر موديقلياني وميلر، إذ يعتقد

أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر في القيمة السوقية للمؤسسة ضمن مجموعة الافتراضات هي:

- لا يوجد تمويل خارجي أي أن المؤسسة تعتمد بالكامل على حقوق الملكية لتمويل إستثماراتها وتستخدم الأرباح المحتجزة لتمويل أي توسع متوقع؛

- ثبات معدل العائد المتوقع على إستثمارات المؤسسة (\hat{k}) ؛

- ثبات معدل العائد المطلوب على الإستثمار (K) (تكلفة التمويل)؛

- لا يخضع دخل المؤسسة أو المستثمر للضرائب؛

- معدل نمو المؤسسة ثابت (g) حيث أن معدل النمو يساوي نسبة الأرباح المحتجزة لكل دينار من الربح المتولد

(b) مضروبًا في معدل العائد المتوقع على إستثمارات المؤسسة (\hat{k}) ، أي أن: $g = b \times \hat{k}$ ؛

- معدل العائد المطلوب على الإستثمار أكبر من معدل نمو المؤسسة؛

- نسبة الأرباح التي توزع على حملة الأسهم العادية ثابتة لا تتغير.

ويستند نموذج جوردن على فكرة أن القيمة السوقية للسهم تساوي أو تعادل القيمة الحالية لعدد لا نهائي من التوزيعات، ويمكن تحديد القيمة السوقية للسهم (P) كما يلي:

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

ويمكن تحويل المعادلة أعلاه للقيمة السوقية السهم إختصاراً إلى:

$$P = \frac{D}{K-g}$$

وبما أن توزيعات الأرباح (D) تمثل ربحية السهم (r) مضروبة في النسبة المئوية للتوزيعات ($(1-b)$)، أي: $D = r(1-b)$ ، وبتعويض توزيعات الأرباح في المعادلة المختصرة نجد:

$$P = \frac{r(1-b)}{K-g}$$

وبما أن $g = b \times \hat{k}$ فإن:

$$P = \frac{r(1-b)}{K-b \times \hat{k}}$$

وعليه عند تساوي معدل العائد المتوقع على إستثمارات المؤسسة (\hat{k}) مع معدل العائد المطلوب على

الإستثمار (K) تصبح القيمة السوقية للسهم (P) معطاة كالتالي:

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

وبما أن قيمة (b) لم تظهر في المعادلة الأخيرة وهي متغير الذي يعكس سياسة توزيع الأرباح، بينما ظهرت في هذه المعادلة قيمة كل من (r) و (K)، فهذا يعني أن قيمة المؤسسة لا تتأثر بسياسة توزيع الأرباح، وفي هذه الحالة تلاقت وجهة نظر جوردن مع وجهة نظر موديقلياني وميلر، بكون أن سياسة توزيع الأرباح هي ذات أثر حيادي على قيمة السهم، ما يعني أن هذه الأخيرة تخضع للتغيرات في قرارات الإستثمار وفعالية الإستغلال ولا تخضع لقرارات التمويل تحت شرط واحد فقط هو تساوي معدل العائد المتوقع على إستثمارات المؤسسة (\hat{k}) مع معدل العائد المطلوب على الإستثمار (K)، أما في حالة غير ذلك يكون هناك أثر لقرار توزيع أرباح السهم على قيمة المؤسسة، فإذا كان معدل العائد المتوقع على إستثمارات المؤسسة (\hat{k}) أقل من معدل العائد المطلوب على الإستثمار (K) فإن القيمة ستنخفض مع الزيادة في الأرباح المحتجزة، أي تعبر عن المؤسسات المنخفضة في نسب النمو التي يكون فيها إحتجاز الأرباح غير مرغوب فيه تماماً من طرف المساهمين، لأنها ستضيع عليهم فرصاً إستثمارية خارج المؤسسة تعود عليهم بعوائد أعلى، وبالتالي تكون المؤسسة أمام حتمية توزيع كافة الأرباح. أما في حالة العكس التي تميز المؤسسات ذات المستويات العالية من نسب النمو التي تزيد فيها القيمة السوقية لأسهمها بزيادة الأرباح المحتجزة، فيكون من منفعة المساهم والمؤسسة إحتجاز نسب معتبرة من الربح لإعادة إستثمارها في المؤسسة، إلا أن المبالغة في إحتجاز الأرباح قد تؤثر سلباً على القيمة السوقية للسهم وبالتالي على قيمة المؤسسة.

13-1-3- النظريات المفسرة في ظل عدم التأكد: تدرس هذه النظريات أثر سياسة توزيع الأرباح في ظل عدم

التأكد مع بقاء فرضية التحليل ضمن السوق الكفؤة، يمكن رصد نظريتين مهمتين في ظل هذه المقاربة هما:

1-3-1-13- نظرية سياسة التوزيعات الشخصية لموديقلياني وميلر: لم تتغير وجهة نظر موديقلياني وميلر بالرغم من الانتقال من حالة التأكد المطلق إلى حالة عدم التأكد إزاء سياسة التوزيعات التي ليس لها تأثير على قيمة المؤسسة، حيث يعتبر أن المستثمر بإمكانه تشكيل سياسة توزيع الأرباح التي يفضلها وفقا لإحتياجاته من الدخل باعتبار أنه لا يراعي سياسة توزيع الأرباح المنتهجة من طرف المؤسسة، فعندما تقرر المؤسسة إجراء توزيعات تزيد حاجته فإن حتما سيترجمه نحو إقتناء أسهم المؤسسة بإستعمال هذا الفائض من الدخل، وفي حالة عدم تغطية هذه التوزيعات لإحتياجاته من السيولة فيمكنه بيع جزء من الأسهم التي يمتلكها لتغطية احتياجاته من السيولة، وهذا في ظل إفتراضات السوق الكفؤة كالمنافسة التامة وغياب الضرائب وتكلفة المعاملات. وعليه فإن المؤسسة يمكنها إختيار سياسة التوزيع التي تلائمها دون التقييد برغبات مساهميها، وقد توصل موديقلياني وميلر أن المؤسسة عليها أن تنتهج سياسة توزيعات محددة تجذب المستثمرين (المساهمين) بينما يتنازل الآخرون الذين لا تروقهم هذه السياسة عن الأسهم التي يمتلكونها، ومن ثم فإنه حتى في حالة عدم التأكد لا تتأثر ثروة المساهمين بالقرارات التمويلية وإنما بالقرارات الإستثمارية، وعليه كما توصلنا إلى أن قيمة المؤسسة مستقلة لا تتأثر بسياسة توزيع الأرباح في حالة ثبات سياسة الاستثمار وهي نفس نتائج مقاربتهم في حالة التأكد التام.

ولكن في الواقع التطبيقي أو العملي فإن الافتراضات التي بني عليها النموذج غير واقعية وصعبة التحقق فتوفر سوق رأس المال تام إنما هو في واقع الأمر فرض نظري بحت، إضافة إلى باقي الجوانب التي سنوجزها فيما يلي:

- وجود الضرائب في الواقع العملي؛
- عادة ترتبط عملية إصدار أوراق مالية جديدة بتكاليف معاملات، تكون مكلفة خاصة بالنسبة للعمليات الصغيرة؛
- يميل المستثمرون إلى تنوع محافظهم المالية مما يجعلهم يفضلون التوزيعات من أجل استثمارها في مؤسسات أخرى؛
- سياسة التوزيعات في ظل ظروف التأكد قد تكون بمثابة حل لمشكل عدم التأكد بالنسبة للمستثمرين، الأمر الذي يجعلهم يفضلون التوزيعات الحالية على انتظار الأرباح الرأسمالية المستقبلية غير الأكيدة.

1-3-1-13-2- نظرية عصفور في اليد لقوردن ولنتنر: اقترح قوردن ولنتنر بعد الإنتقادات الموجهة لنظرية موديقلياني وميلر، أن هناك علاقة مباشرة بين سياسة المؤسسة في توزيع الأرباح وقيمتها السوقية، وقد وصفا الأساس لهذه النظرية كمثال عصفور باليد، حيث أن المستثمرين يرون توزيعات الأرباح الحالية أقل مخاطرة من توزيعات الأرباح المستقبلية أو الأرباح الرأسمالية، فتوزيعات الأرباح الحالية تخفض درجة عدم التأكد عند المستثمرين مما يجعلهم يخضمون أرباح المؤسسة بمعدل خصم أقل وبالتالي زيادة سعر سهم المؤسسة في السوق، وبالعكس إذا خفضت توزيعات الأرباح أو لم تدفع فإن درجة عدم التأكد ستزيد مما يرفع من العائد المطلوب وبالتالي انخفاض سعر سهم المؤسسة في السوق، ولقد بنيت أفكار هذه النظرية على الافتراضات التالية:

- عدم خضوع ربحية أو عائد المستثمرين في أسهم المؤسسة للضريبة سواء كانت هذه العوائد في شكل أرباح رأسمالية المتحققة من بيع الأرباح أو من خلال توزيعات الأرباح؛

- معدل العائد على الاستثمارات معدل العائد المطلوب ثابتين ويمثل كلفة التمويل الممتلك أي تكلفة الفرصة البديلة لحقوق المساهمين؛

- اعتماد إدارة المؤسسة في تمويل استثماراتها على حقوق الملكية أي لا يوجد تمويل مقترض خارجي؛

- معدل نمو المؤسسة ثابت ويمثل نسبة الأرباح المحتجزة من الإيرادات مضروبا في معدل العائد المتوقع على الاستثمار؛

- معدل العائد المطلوب على الاستثمار يكون أكبر من معدل النمو؛

- نسبة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم ثابتة لا تتغير.

وعليه فإن المستثمر (المساهم) يطلب معدل عائد من أجل تجنب المخاطرة نظرا لزيادة درجة عدم التأكد، لذا يمكن القول أن معدل العائد المطلوب من المستثمرين يتناسب طرديا مع الأرباح المحتجزة، أي أن معدل خصم هذه التوزيعات ينبغي أن يتزايد من سنة لأخرى، ومن ثم فإن القيمة السوقية للسهم وفق هذا المنظور تساوي:

$$P = \frac{D_1}{(1 + K_1)} + \frac{D_2}{(1 + K_2)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + K_n)^n} = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1 + K)^i}$$

هذا تحت فرض أن سياسة توزيع الأرباح تقضي بتوزيع كل الأرباح (الأرباح المحتجزة معدومة) إلى جانب أن معدل الخصم متزايد من فترة لأخرى ($K_1 < K_2 < \dots < K_n$).

فإذا ما قامت المؤسسة بانتهاج سياسة توزيع الأرباح تقضي بإحتجاز نسبة معينة وتوزيع الباقي فيكون من المتوقع أن تنمو التوزيعات بمعدل نمو يعادل الأرباح المحتجزة مضروبة في معدل العائد وذلك في حال إعادة استثمارها، مما يعني أن التوزيعات في السنة n تكون: $D_n = D(1 + g)^n$

ومنه ونخصم التوزيعات بمعدل خصم (K_1, K_2, \dots, K_n) لأجل تحديد قيم السهم، تصبح معادلة القيمة السوقية السهم كما يلي:

$$P = \frac{D}{(1 + K_1)} + \frac{D(1 + g)^2}{(1 + K_2)^2} + \dots + \frac{D(1 + g)^{n-1}}{(1 + K_n)^{n-1}}$$

وقد إستنتج قوردن ولينتنر من خلال النموذج القائد على العلاقة التي تربط بين درجة التأكد والزمن بشأن التوزيعات، أنه كلما طال تاريخ استحقاق التوزيعات زادت درجة عدم التأكد، ولكن في حال تجاهل هذه العلاقة نصح أمام نموذج جوردن في حال التأكد التام (ثبات معدل خصم التدفقات)، الذي توصل إلى حيادية أثر التوزيعات على قيمة السهم (عدم وجود أثر لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة).

13-2-2- أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في إطار عدم كفاءة السوق: تناولت العديد من المقاربات أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة بإسقاط إفتراضات السوق الكفؤة غير الواقعية حيث انتقدوا النظريات التي بحثت في هذا الإتجاه، ونظرا لتعدد هذه المقاربات سنقتصر فقط على ما يلي:

13-2-1- سياسة توزيع الأرباح في حالة الضرائب: تحقق الأسهم مملكيها (المستثمرين أو المساهمون) نوعان من العوائد، عوائد جارية (توزيعات الأرباح) وعوائد رأسمالية، هذه العوائد تفرض عليها نوعان من الضريبة، ضريبة على توزيعات الأرباح وضريبة على العوائد الرأسمالية (فائض القيمة)، وعادة ما تكون الضرائب المفروضة على الأرباح

الموزعة أعلى من الضرائب المفروضة على العوائد الرأسمالية، ولذلك فإن قرار توزيع الأرباح يؤثر على قيمة المؤسسة باعتبار أنه في حالة ما إذا كان معدل الضريبة المفروض على الأرباح الموزعة عالي مقارنة بالعوائد الرأسمالية، فإن الأرباح الموزعة ليس لها أهمية كبيرة وعلى المؤسسة الاقتصادية عدم القيام بتوزيع الأرباح حتى لا يتم التنازل عن أسهمهم من طرف المساهمون في السوق المالي حتى لا ينجر عنه انخفاض في القيمة السوقية للأسهم، وعلى عكس ذلك في حالة ما إذا كان معدل الضريبة على العوائد الرأسمالية عالي مقارنة بالأرباح الموزعة ففي هذه الحالة لا بد على المؤسسة دفع أو توزيع أرباح عالية. ويمكن بيان أثر سياسة التوزيعات في ظل الضرائب ضمن حالتين هما:

13-2-1-1- أثر التوزيعات في حال تباين الضريبة: توجد العديد من النظريات والدراسات سنشير إلى بعضها في الآتي:

أ- نظرية التفضيل الضريبي: طبقاً لهذه النظرية يفضل المستثمرون الإستثمار في تلك المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة أقل من الأرباح، نتيجة وجود ضرائب بنسبة أعلى على الأرباح الموزعة مقارنة بالأرباح الرأسمالية، فحسب كل من ويستون وبرقهام أنه في حالة وجود الضرائب فإن المستثمر يفضل إعادة استثمار الأرباح بدلا من الحصول عليها، وبالتالي يفضل المؤسسات التي توزع أقل نسبة من الأرباح لتخفيض قيمة الضرائب التي يدفعها، وتوزيع نسبة أقل من الأرباح يعني إعادة استثمار نسبة كبيرة منها في أنشطة المؤسسة مما يؤدي إلى زيادة معدل نمو أرباحها، وطبقاً لنموذج قوردن فهذا يؤدي إلى ارتفاع ثروة المستثمر. فالضرائب المستحقة على الأرباح الرأسمالية لا تدفع إلا مرة واحدة وهي عند بيع السهم، فبأخذ القيمة الزمنية للنقود والتي تتناقص قيمتها مع مرور الوقت فإن قيمة الدينار الحالي أكبر من قيمة نفس الدينار في المستقبل هذا يجعل الأرباح الرأسمالية أقل تكلفة من أرباح السهم، كما أنه في حالة الإحتفاظ بالسهم حتى وفاة المساهم فإن الورثة لا يدفعون ضريبة على الأرباح الرأسمالية في حالة ما إذا قاموا ببيع السهم ذلك أن سعره السوقى عند وفات المساهم يعد كتكلفة شرائه وبالتالي لا يوجد فرق القيمة.

وبناء على هذه الأسباب، فإن المساهمين يفضلون المؤسسات التي تقوم باحتجاز الأرباح بدلا من توزيعها ويكونون مستعدين لدفع سعر أعلى لشراء أسهم تلك المؤسسات التي لا توزع الأرباح. إلى هنا فإن المؤسسة إذا أرادت توزيع الأرباح على المساهمين، فإنها سوف تلجأ إلى إعادة شراء الأسهم تجنباً لتحميل المساهمين تكلفة زائدة في حالة ما قامت بتوزيع أرباح السهم نتيجة الضريبة الزائدة، وكصورة واقعية لهذا فقد لوحظ زيادة في شراء الأسهم بدلا من توزيع الأرباح ابتداء من سنوات الثمانينات من القرن العشرين الماضي، وعليه كحوصلة لمضمون هذه النظرية أن تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة إنما يكون عن طريق إحتجاز الأرباح والتي تمثل السياسة المثلى الواجب إتباعها من طرف المؤسسة.

ب- مقارنة فارار وسالوين: أكد فارار وسالوين في تحليلهما أن التباين أو الإختلاف في معدلات الضريبة المفروضة على الأرباح الرأسمالية وتوزيعات السهم ينتج عنها ظاهرة تدعى (Dividend Tilt)، تعني أن السهم الذي يحصل على التوزيعات ينبغي أن يحقق عائد قبل الضريبة يزيد عنه في حالة سهم مؤسسة أخرى تقوم على إحتجاز أرباحها، بحيث تنتمي إلى نفس درجة المخاطرة لتعويض الفرق الناتج عن معدلي الضريبة على الأرباح الرأسمالية وأرباح السهم،

فالضريبة المفروضة على دخل المساهم والضريبة على أرباح المؤسسة تؤدي على حجم الأموال المخصصة للمساهمين، الأمر الذي ينعكس سلبا على قيمة المؤسسة، لكن في حالة إحتجاز الأرباح فإنه يتم تأجيل الضريبة على الأرباح الرأسمالية إلى غاية التنازل عنها ببيعها، مما يخفف من معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية، ومن ثم تظهر أسهم المؤسسة أكثر جاذبية مما يؤدي إلى حدوث ارتفاع في قيمتها السوقية.

مثال 14: يتكون الهيكل المالي لإحدى المؤسسات من أموال الملكية فقط، و كانت الضريبة على أرباح المؤسسة تبلغ 46 %، بينما الضريبة على دخل المساهم (المستثمر) تقدر بـ 35 %، وبلغ صافي ربح العمليات 100.000 دج.

المطلوب: ما هو أثر النظام الضريبي على سياسة توزيعات الأرباح في حالة توزيع كل الأرباح وإحتجاز كل الأرباح؟.

- الحل: نستعين بالجدول التالي لتوضح أثر النظام الضريبي على سياسة توزيع الأرباح:

البيان	توزيع كل الأرباح	إحتجاز كل الأرباح
صافي ربح العمليات (دج)	100.000	100.000
الضريبة على أرباح المؤسسة (46 %)	46.000	46.000
صافي الربح بعد الضريبة (دج)	44.000	44.000
التوزيعات الإجمالية (دج)	44.000	0
الضريبة على التوزيعات (35 %)	15.400	0
التوزيعات الصافية	28.600	44.000

نلاحظ أن النظام الضريبي المتمثل في فرض ضريبة على أرباح المؤسسات وضريبة على دخل المساهمين يؤثر على التوزيعات الصافية في المؤسسات التي تجري توزيعات الأرباح، من خلال تقليص حجم الأموال المخصصة للمساهمين، لذا حسب فارار وسالوين ينبغي أن يتحقق لديها صافي ربح عمليات أكبر من المؤسسات التي تقوم بإحتجاز الأرباح وتنتمي لنفس درجة المخاطرة حيث يتعين على المؤسسة التي تقوم بتوزيع الأرباح تحقيق صافي ربح عمليات يقدر بـ: 125.365,13 دج حتى تحيد أثر الضرائب.

ج- مقارنة برنان: تمثل هذه المقاربة إمتدادا لمقاربة فارار وسالوين ضمن مجموعة الافتراضات التالية:

- تغير القيمة السوقية للسهم بطريقة يكون من شأنها أن يتساوى معدل العائد بعد الضريبة الذي يولده للسهم للمؤسسة مع المؤسسات الأخرى، بغض النظر عن سياسة التوزيع المنتهجة من قبل المؤسسة لأن المستثمر يهتم بالعائد بعد الضريبة الذي سيتم إنفاقه لا العائد قبل الضريبة؛

- معدل العائد المطلوب بعد الضريبة من قبل المستثمر ينبغي أن يكون واحد دون الأخذ بعين الإعتبار لسياسة

التوزيع المنتهجة في ظل تماثل المؤسسات إضافة إلى تعرضها إلى نفس المخاطر؛

- ستعرف القيمة السوقية للسهم إنخفاضا في حالة توزيع المؤسسة لكل أرباحها وهذا راجع إلى قيمة الضريبة المرتفعة التي تترتب عنها على عكس المؤسسات المثيلة التي تحتجز جزء من أرباحها.

وعليه وإستنادا إلى الفروض المقدمة من قبل برنان فإن معدل العائد للمؤسسات متساوي في ظل تماثل كل الظروف مع أن سياسة التوزيع المنتهجة من قبلها مختلفة، فالإختلاف في هذه السياسة إنما ينتج عنه إختلاف في القيمة السوقية لأسهم المؤسسات، الذي يعود أساسا إلى القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة من قبل حامل سهم المؤسسة الأكثر إحتجازا للأرباح، وحسب برنان يعد هذا أمرا ضروريا من أجل إحلال حالة التوازن التي تستدعي إنخفاض قيمة سهم المؤسسات الأكثر إحتجازا لأجل مساواة معدل العائد بعد الضريبة المتولد عنه لمثيلتها في المؤسسات التي تجري توزيعات أرباح.

مثال 15: إذا كانت لديك معلومات عن إحدى المؤسسات مبينة في الجدول التالي:

البيان	القيمة
ربحية السهم الواحد	12,5 دج / للسهم
القيمة السوقية الحالية (لا تجري توزيعات)	100 دج
القيمة السوقية الحالية (توزع كل الأرباح)	71,43
الضريبة على التوزيعات	40 %
ضريبة على الأرباح الرأسمالية	16 %

المطلوب: ما هو أثر سياسة التوزيع على القيمة السوقية للسهم إذا قامت المؤسسة بتوزيع كل أرباحها أو قامت بإحتجاز كل أرباحها (لا تجري أي توزيعات)؟.

- الحل: نستعين بالجدول التالي لتوضح أثر النظام الضريبي على سياسة توزيع الأرباح:

البيان	توزيع كل الأرباح	إحتجاز كل الأرباح
ربحية السهم الواحد	12,5	12,5
القيمة السوقية الحالية	71,43	100
القيمة السوقية المستقبلية	71,43	112,5
توزيعات متوقعة (للسهم الواحد)	12,5	0
الضريبة على التوزيعات (40 %)	5	0
أرباح رأسمالية (دج)	0	12,5
ضريبة على الأرباح الرأسمالية (16 %)	0	2
صافي الدخل بعد الضريبة (دج)	7,5	10,5
معدل العائد بعد الضريبة (%)	$\%10,5 = \%100 \times \frac{7,5}{71,43}$	$\%10,5 = \%100 \times \frac{10,5}{100}$

يلاحظ من النتائج المبينة في الجدول أعلاه أن معدل العائد بعد الضريبة للمؤسستين متساوي في ظل تماثل كل الظروف مع أن سياسة التوزيع المنتهجة من قبلهما مختلفة، فالإختلاف في هذه السياسة إنما ينتج عنه إختلاف في القيمة السوقية لسهم المؤسستين، الذي يعود أساسا إلى القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة من قبل حامل

سهم المؤسسة الأكثر إحتجازاً للأرباح، حيث أن حامل سهم المؤسسة التي نوزع كل أرباحها يدفع ضريبة تقدر بـ 05 دج بينما حامل سهم المؤسسة التي تحتجز كل أرباحها يدفع فقط 02 دج.

13-2-1-2- أثر التوزيعات في حال تساوي الضريبة: يمكن للمستثمر تفضيل إحتجاز الأرباح حتى في ظل تساوي معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية مع التوزيعات نظراً للأثر الإيجابي، ويعود سبب هذا إلى الميزة الضريبية الناتجة عن دفع الضرائب، إضافة إلى أن تأجيل عملية دفع الضريبة نتيجة إحتجاز الأرباح يقلل من معدلها الفعلي كلما طالت فترة الإحتفاظ بالسهم، بسبب الإنخفاض في قيمتها الحالية الأمر الذي سيرفع حتماً من القيمة السوقية للسهم، هذه المحصلة ستكون بمثابة عامل جذب للمستثمرين، وعليه فإنه حتى في تساوي معدلات الضريبة فإن فرضية معدلات الضريبة المتباينة يبقى ساري المفعول مع فرق جوهري هو إنخفاض بسيط في مزايا إحتجاز الأرباح.

13-2-2- سياسة توزيع الأرباح في ظل نظرية تأثير الزبون: جاءت هذه النظرية كرد على أصحاب نظرية التأثير الضريبي، وتقوم هذه النظرية على أساس ان المستثمرين يخضعون لمعدل ضريبة منخفضة ومن ثم يفضلون الإستثمار في أسهم المؤسسات التي تدفع نسبة توزيعات منخفضة، ويفضلون الحصول على دخلهم في صورة أرباح رأسمالية تخضع لمعدل ضريبة أقل من المعدل المفروض على توزيع الأرباح النقدية، حيث أن كل مستثمر يقوم بإجراء مجموعة من الحسابات الضمنية الخاصة به فيما يتعلق بالمفاضلة بين فوائد التوزيعات النقدية المرتفعة أو إحتجازها، في ظل ظروفه الخاصة التي يعيشها، ومنها الشريحة الضريبية التي يخضع لها بشكل عام، وبالنتيجة فإن بعض المستثمرين سيفضلون المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة أرباح نقدية مرتفعة بينما يفضل البعض الآخر المؤسسات التي توزع نسبة أرباح نقدية منخفضة أو لا توزع أرباحاً نقدية وتحتجزها للإستثمار، بعبارة أخرى فإن المستثمرين لن يستثمروا إلا في المؤسسات التي تتفق سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها مع رغباتهم وإحتياجاتهم وظروفهم الخاصة وهذا ما يعرف بتأثير الزبون، وقد أيد كل من أسوات دامودارا (Damodara & Aswath) نظرية تأثير العميل على سياسة توزيع الأرباح عندما قاما بتحليل 914 محفظة إستثمارية، توصلوا إلى أن كبار السن من المستثمرين والمستثمرين الأقل دخلاً يميلون إلى إقتناء أسهم المؤسسات ذات نسبة توزيع أرباح نقدية مرتفعة أكثر من المستثمرين الأصغر سناً والكثير دخلاً، والسبب أن كبار السن والمستثمرين الأقل دخلاً يخضعون لشرائح ضريبية منخفضة أو يتمتعون بإعفاء ضريبي، كما تشكل الأرباح النقدية مصدراً هاماً للدخل ليستخدموه في سد إحتياجاتهم الإستهلاكية، أو لأنهم يريدون أن يستمتعوا بثروتهم قبل الوفاة، لذلك يميلون إلى الإستثمار في مؤسسات ذات نسبة توزيع أرباح نقدية مرتفعة، في حين أن صغار السن والأكثر ثراءً يقعون في شرائح ضريبية مرتفعة، ولذلك وفي سبيل تجنب دفع الضرائب على الأرباح النقدية فإنهم يفضلون الإستثمار في المؤسسات ذات نسبة توزيع أرباح منخفضة، ومن ثم فإن الأرباح النقدية في كثير من الأحيان لا تشكل مصدراً للإحتياجات الإستهلاكية لهم، بالإضافة إلى أنهم أكثر قابلية لتحمل مخاطر عدم التأكد المرتبطة بالأرباح الرأسمالية.

إذا حسب نظرية تأثير الزبون سيستثمر المستثمر أمواله في المؤسسات التي تتبع سياسة توزيع أرباح نقدية تتفق مع رغباته، ومن ثم لا تؤثر سياسة توزيع الأرباح في قيمة المؤسسة، وبناء على ذلك فالمؤسسات التي لا تقوم

بتوزيع أرباح نقدية أو توزيع أرباح نقدية منخفضة لا تتأثر قيمة أسهمها في السوق سلباً لأنها تجذب المستثمرين الذين يرغبون في ذلك، فتصبح غالبية مالكي الأسهم لا يرغبون في التوزيعات النقدية المرتفعة، وبنفس المنطق فإن المؤسسات التي توزع أرباحاً نقدية مرتفعة ينبغي أن لا تنخفض قيمة أسهمها السوقية بسبب التأثير السلبي للضرائب، لأنها تجذب المستثمرين الذين يرغبون في التوزيعات النقدية المرتفعة.

13-2-3- سياسة توزيع الأرباح في إطار نظرية الإشارة: تعرف نظرية الإشارة بأنها تلك النظرية التي تستخدم فيها المؤسسة الرفع المالي، الأرباح الموزعة أو الاستثمارات من أجل توضيح وضعيتها المالية للمتعاملين في السوق، فالمسيرون في المؤسسة يمتلكون معلومات بنوعية جيدة ومهمة حول وضعية المؤسسة عكس المستثمرين (مشكلة عدم تماثل المعلومات)، لذلك يقومون بتوزيع الأرباح لإعطاء إشارة للسوق حول الوضعية المالية للمؤسسة. وقامت نظرية الإشارة بتبرير عملية توزيع الأرباح بأنها من بين وسائل الاتصال بين المؤسسة أو المؤسسة والمستثمرين، حيث تقوم المؤسسات بنشر القوائم المالية وتقارير النشاط حتى تسمح للمسيرين بتوضيح الوضعية المالية لمختلف الجهات والأطراف، هذه المعلومات في الغالب تكون قليلة لأنها تتضمن معلومات حول الوضعية المالية للمؤسسة في السنوات السابقة.

ويقوم السوق المالي والمستثمرين بصفة عامة بتفسير كل المعلومات المتاحة، بغرض التمييز ما بين المؤسسات ذات معدل الربحية العالي مقارنة بالمؤسسات الأخرى، وعليه فإن المحتوى المعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح يتضمن ما يلي:

- كمية المعلومات: يقوم المسيرون بتقديم الكثير من المعلومات لأغراض تجارية مفهومة؛
- نوعية المعلومات: بعض المعلومات المقدمة من طرف المؤسسة ليست ذات مصداقية بالنظر لبعض المعطيات منها السرية والرغبة في تحسين النتائج وإمكانية التلاعبات المحاسبية.

كما تسعى المؤسسة إلى تحقيق الاستقرار في مستوى الأرباح الموزعة وذلك لما تحمله من دلالات جيدة للمستثمرين عن مستقبل المؤسسة (كونها تعكس نوع من الاستقرار في تحقيق الأرباح)، كما لا يعبر تخفيض مستوى الأرباح الموزعة بالضرورة على إشارة أو معلومة غير جيدة، نظراً لأن عملية التخفيض في قيمة الأرباح الموزعة قد تكون نتيجة الحاجة للتمويل من أجل استثمارات أو مشاريع جديدة.

وحسب نظرية الإشارة، فسياسة توزيع الأرباح تؤثر على قيمة المؤسسة بغض النظر عن السياسة المتبعة من طرف المؤسسة عند تعاملها مع الأرباح (إحتجاز أو توزيع الأرباح)، فالأرباح الموزعة والتغيرات التي تحدث في سياسة توزيع الأرباح هي عبارة عن إشارة أو عبارة عن وسيلة اتصال بين المؤسسة والمستثمرين (المساهمين) حول وضعيتها المالية، فنظرية الإشارة تميل نحو الأرباح الموزعة بصورة كبيرة، فارتفاع الأرباح الموزعة تبعث إشارة إيجابية للسوق وترجم توقعات المسيرين اتجاه التحديات المالية للمؤسسة وتبين كذلك أن لديهم ثقة في مستقبل المؤسسة، وينتج في حالة حدوث تغيرات في حجم الأرباح الموزعة من طرف المؤسسة مع كونها غير منتظرة من طرف المتعاملين في السوق مايلي:

- ارتفاع الأرباح الموزعة يؤثر في السوق على ارتفاع متوقع في الأرباح المستقبلية للمؤسسة ما ينتج عنه ارتفاع في السعر السوقي للسهم وبالتالي زيادة ثروة المساهمين.

- انخفاض حجم توزيعات الأرباح يعطي عادة إشارة للسوق مفادها إنخفاض الأرباح المستقبلية للمؤسسة وبالتالي الانخفاض في السعر السوقي للسهم.

أما في حالة كون التغيرات التي تحدث في الأرباح الموزعة تكون متوقعة من طرف السوق فإن السعر السوقي للسهم لا يتأثر بذلك، ويوجد العديد من الدراسات التي تناولت سياسة توزيع الأرباح في ظل نظرية الإشارة نجد من بينها:

13-2-3-1- نموذج بهاتاشاريا (Bhattacharya) 1979: يفترض هذا النموذج أن الإعلان عن توزيع الأرباح يسمح للمستثمرين بتثبيت قيمة المؤسسة $V(D)$ في وقت الإعلان عن توزيع الأرباح، وفي حالة ما إذا كان التدفقات النقدية للسنة المالية X أكبر من توزيع الأرباح المعلن عنه D ، تستطيع المؤسسة إعادة استثمار $X-D$ والمساهمون يتحصلون على $(1-t)D$ نظرا لدفع المساهمين للضريبة tD التي تعبر عن تكلفة نشاط الإشارة كما أن الأرباح الرأسمالية غير خاضعة للضريبة، وعكس ذلك في حالة ما إذا كانت التدفقات النقدية أقل من الأرباح الموزعة، حيث ينبغي على المؤسسة القيام بتمويل ذاتي يمثل الفرق ما بين $D-X$ الذي يواجه تكاليف عالية، تعتبر كغرامة أو كتكلفة ناتجة عن إصدار إشارة خاطئة في السوق تتمثل في توزيع أرباح أعلى من النتائج المحققة.

كما قام هذا النموذج بتفسير دور سياسة توزيع الأرباح في التقليل من مشكلة عدم تماثل المعلومات، فهذا النموذج لديه العديد من نقاط القوة، من بينها أنه يستطيع تفسير الانطباع الإيجابي للسوق عند زيادة الأرباح الموزعة، لكون أن الأرباح الموزعة تخبر السوق عن الأفاق والتوقعات المستقبلية للمؤسسة.

13-2-3-2- نموذج جون وويليامز (John & Williams) 1985: قاما باقتراح نموذج خلال فترة واحدة، حيث يفرض المساهمون لتلبية احتياجاتهم من السيولة على المسيرين توزيع الأرباح في بداية الفترة، كما قام هذا النموذج بتفسير لماذا تقوم المؤسسات بتوزيع أرباح نقدية عوض إعادة شراء الأسهم، حيث لا تقوم المؤسسات بإعادة شراء الأسهم لأنها لا تسمح لهم بإصدار إشارة قوية حول وضعيتها المالية، ومن بين النقاط السلبية لهذا النموذج، أنه على المساهمين القيام ببيع أسهم لتلبية احتياجاتهم من السيولة على الرغم من قدرتهم للجوء إلى الاستدانة الخارجية.

13-2-3-3- نموذج ميلر وروك (Miller & Rock) 1985: قام كل من روك وميلر بتعميم نموذج موديقلياني وميلر في ظل ظروف عدم التأكد مع مشكلة عدم تماثل المعلومات، حيث تظهر مشكلة عدم تماثل المعلومات نتيجة معرفة المسيرين لمبلغ الاستثمار المحقق في t_0 ، مبلغ الأرباح الموزعة، التمويل الخارجي، الأرباح الصافية والاستثمارات المحققة في t_1 ، عكس المستثمرين (المساهمين) الذين يعلمون بمبلغ الاستثمارات في t_0 ومبلغ الأرباح الموزعة والتمويل الخارجي في t_1 ، حيث يقوم المسيرين بتوزيع الأرباح حتى يتمكنوا من الإشارة للمساهمين حول مبلغ الأرباح الصافية في السنة الحالية، وقد أوضحنا وجود توازن في محتوى المعلومات أو الإشارة تفرض أنه توجد بعض المشاريع الاستثمارية ذات قيمة عالية صافية إيجابية سيتم رفضها، وبالتالي فتكلفة الإشارة هي نفسها تكلفة المشاريع

الاستثمارية المستقبلية المرفوضة بسبب عدم التأكد حول النتائج المستقبلية، لذلك فالإعلان عن توزيع الأرباح لا يضبط السعر السوقي للأسهم.

13-2-4- سياسة توزيع الأرباح في إطار نظرية الوكالة: تركز نظرية الوكالة حول ترشيد سلوك المسيرين حيث عرفها جنسن وماكلينغ (Jensen et Meckling) بأنها عقد بموجبه يقوم شخص أو عدة أشخاص هم الموكل باللجوء إلى شخص أو عدة أشخاص آخرين (الوكيل) من أجل القيام بمهام وخدمات معينة نيابة عنهم وبإسمهم، فنظرية الوكالة تهتم بدراسة سلوك طرفان يوصفان بأنهما من بين أهم الأطراف التعاقدية في المؤسسة وهما الإدارة (المسيرين) وحملة الأسهم (المالكين)، فدور الإدارة يتمثل في كونها مفوضة من قبل حملة الأسهم لإدارة الموارد المتاحة في المؤسسة والتفاوض نيابة عنهم مع كل الأطراف المهمة بالمؤسسة، أما حملة الأسهم فبوصفهم الطرف الأكثر تحملاً لمخاطر القرارات غير الرشيدة للإدارة والتي ينعكس أثرها بشكل أو بآخر على معدل العائد على الاستثمار، ومن ثم القيمة السوقية لأسهم المؤسسة. ومن خلال التباعد الجزئي بين مصالح الإدارة (المسيرين) ومصالح حملة الأسهم (الملاك)، كان من الواجب وجود أداة لتضبط عمل المسيرين وتخفيض تضارب في المصالح ما بين المسيرين والمساهمين، تنشأ عن هذه الأداة تكاليف الوكالة والتي يمكن تصنيفها إلى:

- تكاليف المراقبة: يتحملها الموكل من أجل التحقق من أن تسيير الوكيل منسجم مع هدف تعظيم منفعته، أي التكاليف التي تنجم عن تتبع ورصد الوكيل لدفعه أن يعمل لمصلحة موكله؛
- تكلفة البرهنة: مجسدة في المصاريف التي يتحملها الوكيل من أجل التدليل على نوعية سلوكه للموكل من خلال المؤشرات التي يظهرها الوكيل للموكل والتي يعبر له من خلالها على حسن التسيير؛
- التكاليف الباقية: تظهر عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لهذا التوكيل أي التي تنجم عن استحالة ممارسة مراقبة شاملة لتسيير الوكيل.

من الجانب النظري، فالمؤسسة هي عبارة عن عقد يربط بصورة أساسية كل من المسيرين، المساهمين والدائنين، وعليه فإن سياسة توزيع الأرباح تتأثر هي الأخرى بمشاكل الوكالة ما بين الأطراف السابقة، وكمثال عن ذلك فان بعض النظريات بينت أنه في حالة وجود صعوبات في التمويل فتوزيع الأرباح يمكن أن يتم من خلال تحويل الأموال من الدائنين إلى المساهمين. ويقوم المساهمون بإنشاء تكاليف الوكالة على المسيرين لضمان أن السياسة المتبعة من طرف المسيرين تتوافق مع مصالحهم، فسياسة توزيع الأرباح تعتبر أداة ذات كفاءة كبيرة لتخفيض تكاليف الوكالة، فالدائنون والمسيرون يفضلون التمويل الداخلي كونه يمكنهم من الاحتفاظ بالأموال (النقدية أو السيولة) في المؤسسة، فانخفاض التمويل الذاتي يجبر المسيرين عندئذ على تمويل الاستثمارات الجديدة باللجوء إلى الاستدانة مما ينتج عنها:

- زيادة الرقابة من قبل البنك لنشاط تسيير الوكيل؛
- تسديد أقساط عالية، وبالتالي سياسة استثمارية دنيا.

إن توزيع الأرباح يسمح بتخفيض تكاليف الوكالة من خلال تخفيض التمويل الذاتي، ويلزم ذلك المؤسسة بطرح أسهم جديدة في السوق المالي كما تلزم المسيرين باحترام مصالح المساهمين. وبالتالي كلما قامت المؤسسة بتوزيع

الأرباح كلما كان لها الحاجة إلى تمويل احتياجاتها المالية من خلال السوق المالي، فعملية التمويل هذه تعتبر ذات تكلفة عالية بالنسبة للمؤسسة، وفي الغالب الضرائب المفروضة على توزيعات الأرباح عالية مقارنة بالضرائب على الأرباح الرأسمالية، كذلك تتحمل المؤسسة تكلفة إصدار الأوراق المالية (نتيجة للبحث عم مصادر تمويل جديدة)، فقد بين روزاف سنة 1982 (rozeff 1982) أنه على الرغم من التكاليف السابقة، فإن توزيع الأرباح من طرف المؤسسة والبحث عن مصادر تمويل جديدة في السوق تكون مقبولة من طرف المساهمين في حالة ما إذا سياسة توزيع الأرباح أداة فعالة لمراقبة أنشطة المسيرين. وفي نفس السياق أكد سانفورد وآخرون سنة 1980 (Sanford et al) أنه في حالة ما إذا قام المساهمون بتخفيض السيولة إلى الحد الأدنى لدى المسيرين من خلال توزيع الأرباح كلما مكنتهم ذلك من مراقبتهم، كما أنه كلما كان تحت تصرف المسيرين تدفقات نقدية متاحة، كلما كان من الصعب بالنسبة لهم الاستثمار في مشاريع ذات قيمة عالية صافية موجبة، وبالتالي فالطريقة المثلى لتخفيض الأموال الزائدة عن حاجة المؤسسة هي الرفع من توزيعات الأرباح. كما بينت نتائج كروتشلاي وآخرون سنة 1989 (Crutchley et al) أنه كلما كان معدل توزيع الأرباح ضعيف كلما كانت التكاليف الخاصة بإصدار أسهم جديدة كبيرة، كما بينوا أن المسيرين عند تحديد مبلغ الأرباح الموزعة يأخذون بعين الاعتبار التكلفة التي سيتحملونها عند إعادة تمويلهم في السوق المالي.

ومما سبق نستنتج أن سياسة توزيع أرباح السهم قد تشكل طريقة تسمح للمساهمين بمراقبة قرارات المسيرين وأداء المؤسسة، ففي حالات رفع رأس المال وإجراء التوزيعات يكون على المسيرين مواجهة سوق رأس المال وخاصة عند الإقتراض، التي يتم فيها مراجعة وتدقيق القرارات المالية والتشغيلية المتخذة من قبل المستثمرين من طرف خبراء بنوك الإستثمار، وهذا لتغطية الإستثمار وبعد ذلك دراسة الوضع المالي للمؤسسة وإتجاهاتها المستقبلية، مما يفرض أثر بالغ للمستثمرين في قرارات الإدارة، سواء بافمتناع عن شراء إصدارات المؤسسة أو بيع أسهمها في حال عدم موافقة القرارات المتخذة لتطلعاتهم أو من خلال التصويت.

المراجع المعتمدة في المحور الرابع:

- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
- حمزة محمود الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، عمان، 2004.
- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الادارة المالية مدخل للقيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، 2006.
- الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي الادارة المالية دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، 2006.

- سليم فايز حداد، الادارة المالية Corporate Finance، الطبعة الثالثة، دارالحامد، عمان، 2010.
- محمد على ابراهيم العامري، الادارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، داروائل، عمان، الأردن، 2013.
- علي كساب، محاضرات في مقياس المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر.
- زين الدين شروقي، محددات سياسة توزيع الأرباح في البنوك التجارية دراسة تطبيقية على البنوك العاملة في الجزائر باستخدام نماذج بنال (Panel Data) خلال الفترة (2009-2013)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس، المدية، 2017.
- علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.
- مضر محمود حيدر، تأثير المحتوى الإعلامي لسياسات توزيع الأرباح غير النقدية على أسعار الأسهم العادية (دراسة تطبيقية على سوق عمان للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، اللاذقية، 2014.
- عبد القادر بريش، عيسى بدروني، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 10، جوان 2013.
- عبد الكريم بوحادرة، أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم – مع دراسة حالة-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012.

- Bazet, J., L., Faucher, P., Finance D'entreprise Manuel Et Applications, 2^{eme} Edition, Nathan, 2009.
- Bangneris, J., C Et Al, Introduction A La Finance D'entreprise, 2^{eme} Edition, Vuibert, 2010.
- Quiry, P., Le Fur, Y., Finance D'entreprise, Daloz, Paris, 2010.
- Berck, J., Demarzo, P., Finance D'entreprise, 2^{eme} Edition, Pearson France, 2011
- Degos , J., G., Griffiths, S., Gestion Financière De L'analyse A La Stratégie, Editions D'organisation, 2011.
- Thomas, P., Ingénierie Financière, 2^{eme} Edition, Rb Edition, 2014.
- Barneto, P., Gregorio, G., Dscg2 Finance Manuel Et Applications, 5^{eme} Edition, Dunod, 2015.
- Recroix, P., Finance 3 Fiches De Cours, 4^{eme} Edition Gualino Editeur, 2016
- Miller, M., H., Modigliani, F., Dividend Policy, Growth, And The Valuation Of Shares, The Journal Of Business, Vol Xxxiv, Octobre 1961.
- Jensen, M., Meckling, W., Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Capital Structure, Journal Of Financial Economics, 1976.
- Bhattacharya, S., Imperfect Information, Dividend Policy, And « The Bird In The Hand » Fallacy, The Bell Journal Of Economics, Vol 10, N° 01, 1979.
- Rozeff, M., S., Growth, Beta And Agency Costs As Determinants Of Dividend Payout Ratios, The Journal Of Financial Research, Vol 4, N° 3, 1982.
- Kose, J., Williams, J., Dividends, Dilution, And Taxes: A Signalling Equilibrium, The Journal Of Finance, Vol 40, N° 4, 1985.
- Merton H, Miller And Kevin Rock, Dividend Policy Under Asymmetric Information, The Journal Of Finance, Vol Xi, N° 4, Septembre 1985.

- Charreaux, G., La Théorie Positive De L'agence : Positionnement Et Support, Revue D'économie Industrielle, N° 92, 2^{eme} Et 3^{eme} Trimestres 2000.
- Turki, A., Le Rôle De La Politique De Dividendes Dans Le Cadre Des Opérations De Fusions-Acquisition, Thèse De Doctorat, Université Du Droit Et De La Santé, Lille 2, 2013.