

نظريات عدم حياد سياسة توزيع أرباح السهم وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة

د. عبد النور بوزيد ، جامعة المنار ، تونس

د. محمد عبيلة ، جامعة الجزائر 3

samad.boudi@gmail.com

الملخص

تعمل المؤسسات حاليا في بيئة متغيرة مضطربة تمتاز بعدم التأكد، و التي تفرضها المعطيات الاقتصادية، الاجتماعية و الثقافية و التطور السريع للمعرفة و التكنولوجيا و ازدياد الطلب على الخدمات و المطالبة بتقديمها بأساليب أكثر كفاءة و أقل تعقيد، مما فرض الحاجة إلى الإبداع حتى تتمكن من البقاء و الاستمرار في عالم تتسارع فيه خطى التغيير، و الذي يعتبر الآن الأداة الأساسية لتطور و نمو المؤسسة. و لا شك في أن خلق و تطوير الإبداع التنظيمي لا بد له من مناخ ملائم لتعزيزه، و الذي يتجسد من خلال ثقافة المؤسسة، التي تعد عاملا مهما في تشكيل عادات الفرد و قيمه و اتجاهاته و طرق تعامله مع غيره، فتعمل المؤسسة على غرس الإبداع كقيم ثقافية أساسية لخلق ثقافة مؤسسية تؤدي إلى اقتناع و مشاركة جميع العاملين في العملية الإبداعية بالمؤسسة، و الحد من المعوقات الثقافية التي تحول دون تقديم الأفكار الإبداعية.

Abstract:

Institutions are currently operating in a volatile and uncertain environment, imposed by economic, social and cultural data, the rapid development of knowledge and technology, and the increasing demand for services and demanding services in more efficient and less complex ways, imposing the need for creativity to survive. And continue in a world where the pace of change is accelerating, which is now the main tool for the development and growth of the institution. There is no doubt that the creation

and development of organizational creativity must have a favorable climate to promote it, which is the institution, which is an important factor in shaping the habits of the embodied through the culture of individual and its values and attitudes and ways of dealing with others, the Foundation works to instill creativity as cultural values It is essential to create an institutional culture that leads to the conviction and participation of all employees in the creative process of the institution, and reduce cultural barriers to the presentation of creative ideas.

- تمهيد :

عندما يتوفر لدى المؤسسة فائض من التدفقات النقدية، يمكنها تخصيص هذا الفائض نحو توزيعه على المساهمين وإما على النقيض من ذلك، احتجازه لغرض إعادة ضخه في مشاريع استثمارية أو لسد حاجة المؤسسة إلى النقدية¹.

حالة احتجاز الأرباح : عادة ما تفضل المؤسسات التي تتمتع بفرض نمو سريعة ولديها استثمارات مربحة ، احتجاز الفائض من الأرباح المحققة توجيهه نحو تمويل المشاريع التي تساهم في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة . وتمثل هذه الحالة في معظم الأحيان البديل الذي تعتمد عليه معظم المؤسسات الصغيرة التي تطمح إلى النمو والتوسع، وقد تميل المؤسسات أيضا على احتجاز النقدية الفائضة ليس لإعادة استثمارها ، وإنما لغرض الحيلة في مواجهة ظروف عدم التأكد من المستقبل .

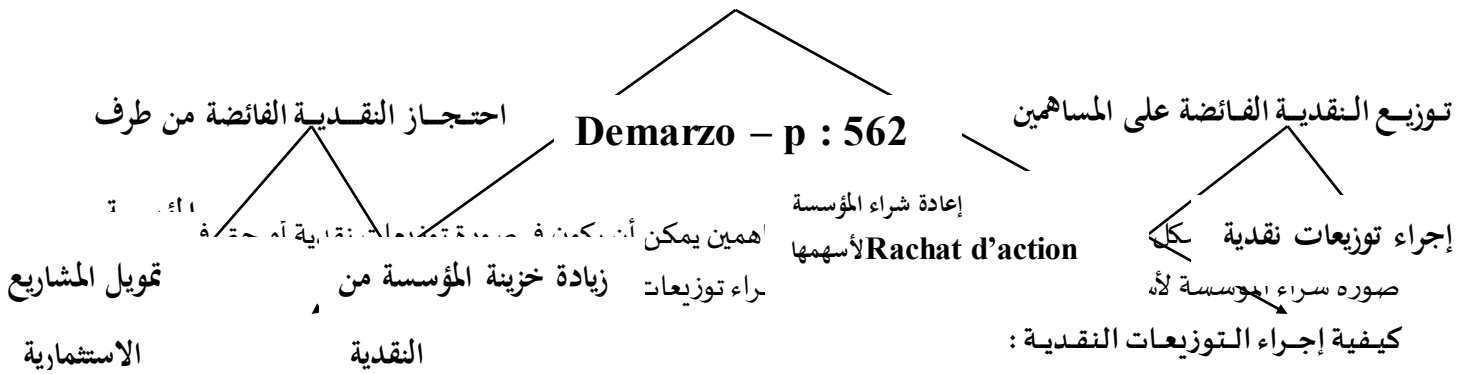
حالة توزيع الأرباح : إذا لم تتح للمؤسسة استثمارات مربحة أو كانت فرص النمو المتاحة قليلة وهامشية يمكنها في هذه الحالة استخدام الفائض من الأرباح لإجراء توزيعات على المساهمين وعادة ما تمثل هذه الحالة البديل الذي تعتمد عليه معظم المؤسسات الكبيرة والتي بلغت درجة متقدمة من التشبع أو ولا تخشى من المستقبل .

إن القرار الذي تتخذه المؤسسة حول النسبة التي ينبغي توزيعها في النسبة التي ينبغي احتجازها من الأرباح المحققة أو النقدية الفائضة (او الأصول سريعة التحول إلى نقدية) تسمى بـ : سياسة توزيع أرباح السهم ، والشكل رقم (.) يلخص البدائل الممكنة لسياسة توزيع أرباح السهم :

عنوان الشكل : البدائل الممكنة لسياسة توزيع أرباح السهم .

¹- يمكن أن تقوم المؤسسة بتوزيع جزء من فائض النقدية على المساهمين وفي الوقت نفسه احتجاز الجزء الآخر دون ان يخل ذلك بسلامة التحليل.

التدفقات النقدية الفائضة



في نهاية كل سنة مالية ، يقترح مجلس الإدارة على الجمعية العامة للمساهمين تخصيص نسبة معينة من النتيجة المحققة خلال السنة ، لتوزيعها على المساهمين ، إذا صادقت الجمعية العامة على التقسيم المقترح فإنها تحدد مقدار هذه التوزيعات وكذا تاريخ دفعها (9 أشهر بعد تاريخ انتهاء السنة المالية كأقصى تقدير) .

ويتم دفع التوزيعات المقررة على المساهمين المدون أسماؤهم قبل يوم معين يطلق عليه تاريخ السجل d'enregistrement la date وعلى هذا الأساس فلن يستفيد المساهمون الذين حصلوا على سهم المؤسسة بعد هذا التاريخ ، من التوزيعات ، ويسمى السهم الذي يشتري مباشرة بعد تاريخ السجل بـ : سهم بعد تاريخ التوزيعات action ex- dividence ويسمى التاريخ الذي تدفع فيه E التوزيعات إلى المساهمين بـ : تاريخ دفع التوزيعات la date de paiement du dividende والجدول التالي يعيد تلخيص كل تلك التواريخ التي تمر عبرها التوزيعات المقررة من طرف مؤسسة Vivendi Universel لسنة 2006 :

- نشير إلى أن لها كامل الحرية في إجراء توزيعات على المساهمين وبالمبلغ الذي تريده ، لكن في إطار القيود الآتية .
- 1- قيود على رأس المال : لا يمكن للمؤسسات إجراء توزيعات على المساهمين ، إلا إذا كانت تلك التوزيعات لن تؤثر بأية حال على قيمة رأس المال الاجتماعي للمؤسسة .
- 2- قيود على الأرباح : لا يمكن للمؤسسات إجراء توزيعات نقدية على المساهمين إلا إذا كان مستوى الاحتياطي القانوني المحدد من طرف سلطات البلد الذي ينتمي إليه تلك E

- 3- قيود على الملاءة المالية la Solvabilité financière : لا يمكن للمؤسسات إجراء توزيعات ، إذا كانت قيمة ديونها تفوق قيمة أموالها الخاصة والغرض من ذلك هو حماية الدائنين .

عنوان الجدول : مراحل دفع التوزيعات لسنة 2006 من طرف مؤسسة Vivendi Universal .

تاريخ التصريح	تاريخ السجل	تاريخ بعد التوزيعات date ex-dividende	تاريخ دفع التوزيعات
في هذا التاريخ ، تطلق الجمعية العامة للمساهمين على مقترح إجراء توزيعات بقيمة 1.2 أورو لكل سهم.	كل المساهمين المسجلين قبل هذا التاريخ يمكنهم الاستفادة من التوزيعات المقررة .	المساهمين الذين حصلوا على سهم المؤسسة في هذا التاريخ وما بعده لن يستفيدوا من التوزيعات .	كل المساهمين المسجلين يتلقون فعليا توزيعات بـ 1.2 أورو لكل سهم .
19 أبريل 2007	25 أبريل 2007	26 أبريل 2007	26 أبريل 2007

Demarzo ; p 563.

ومما تجدر الإشارة في الأخير هو ان القيمة السوقية للسهم تتوقف على تاريخ السجل ، فالسهم المباع يوم 20 أفريل مثلا يتوقع أن يكون سعره أعلى من سعر السهم المباع في 26 أفريل (أو أي يوم آخر بعد تاريخ السجل 25 أفريل 2007) وذلك بما يعادل قيمة التوزيعات المقررة لكل سهم أي 1.2 أورو $Div =$ هذا إذا كانت السوق المالية تتسم بالكفاءات وتشير الدراسات التطبيقية (elton Rass 628) إلى أنه إذا كان $TP > 0$ فإن انخفاض السهم يكون بقيمة أقل من $Div = 1.2$

كيفية إعداد شراء المؤسسة لأسهمها Rachat d'actions

ظهرت هذه التقنية في الولايات المتحدة الأمريكية منذ عقود ، وفي فرنسا ظلت القوانين الحكومية تمنع مثل هذه المعاملات إلى غاية سنة 1998 ، وهو التاريخ الذي تلقت فيه المؤسسات الفرنسية المسعرة في بورصة باريس الضوء الأخضر لممارسة هذه التقنية تحت شروط وقيود محددة ، وتوجد عدد من الدوافع التي تقف وراء قيام المؤسسات بإعادة شراء جزء من أسهمها لعل من أبرزها :

- تحويل المؤسسة من مؤسسة تتداول أسهمها بين الجمهور ، إلى مؤسسة يتداول أسهمها عدد محدود من المستثمرين .
- الرغبة في تعديل هيكل رأس مال المؤسسة بإحلال أموال مقترضة محل أسهم ، وذلك الاستفادة من الوفورات الضريبية للديون .
- التقليل من عرض الأسهم ، ويحدث هذا عندما تعتقد الإدارة بأن القيمة .
- إذا كان $\tau_{pv} < \tau_{div}$ تفضل E في هذه الحالة إعادة شراء أسهمها بدل إجراء توزيعات نقدية لتحقيق وفوراتضريبية السوقية للسهم أقل من القيمة العادلة فإذا قلّ المعروض منه ارتفعت قيمته السوقية بالتبعية .
- إذا تقدم أحد المساهمين الكبار بخطة للسيطرة على المؤسسة ، فيمكن أن يكون إعادة شراء المؤسسة لأسهمها استراتيجية ملائمة لإبطال محاولة السيطرة ويكون ذلك بإغراء بقية المساهمين بسعر أكبر من سعر السوق .
- ومما تجدر الإشارة إليه ، هو أن المؤسسات لن تباشر عملية شراء أسهمها إلا بعد موافقة الجمعية العامة للمساهمين على ذلك ، وعهن الكيفية التي يعاد بها شراء الأسهم فهناك أسلوبين شائعين :
- يتمثل الأسلوب الأول في قيام المؤسسة بطرح مناقصة في السوق تحت ما يسمى ب: العرض العام لشراء الأسهم (OPRA) d'actions offre publique de rachat ، وفيه تعلن المؤسسة من خلال الصحف أو أي وسيلة أخرى عن وسائل الاتصال - عن رغبتها في شراء عدد محدد من الأسهم وبسعر محدد مسبقا ويدوم هذا الإعلان لفترة قصيرة (10 أيام في فرنسا) ويتضمن السعر المقترح لإعادة الشراء علاوة تتراوح ما بين 10% إلى 20% تضاف إلى سعر السوق المتداول نه وقت الإعلان وذلك لجذب أكبر عدد من المساهمين الراغبين في التنازل عن أسهمهم لصالح المؤسسة ، وإذا كان المعروض للبيع أقل مما تخطط المؤسسة لشرائه ، فإن كل الأسهم المعروضة للبيع يتم شرائها .

- أما الأسلوب الثاني يمكن أن تستخدمه المؤسسات لإعادة شراء أسهمها فهو أسلوب الشراء من السوق المفتوح مع ملاحظة أن هذا الأسلوب لن يسمح باستخدامه إلا للمؤسسات المسعرة في البورصة ، وتسمح هذه الطريقة للمؤسسة بإعادة شراء أسهمها مباشرة من السوق (من خلال بيوت السمسرة) وبصفة تدريجية كما يفعل أي مستثمر في السوق ، وتلجأ المؤسسة إلى استعمال هذه الطريقة بصفة عامة عندما ترغب في الحفاظ على استقرار سعر أسهمها في حدود معينة . Nguéma :P:487

الأسلوب الثالث : استهداف فئة خاصة من المساهمين offre de rachat ciblée

- يمكن أن تتفاوض E بشكل مباشر مع فئة خاصة من المساهمين الذين يستحوذون على الجانب الأكبر من أسهم E وتهدف إدارة E من وراء استخدام لإحباط أي مبادرة للسيطرة على E من طرف هؤلاء المساهمين .
- وقد أثبت كل من Dann $\propto$ De angelo (1983) بأن الأسلوب الثالث يدفع بسعر السهم نحو الانخفاض ولو بشكل طفيف ، بينما يتجه سعر السهم نحو الارتفاع كنتيجة لاستخدام الأسلوب (1) و (2) في شراء E لأسهمها .
- حالة خاصة للتوزيعات : التوزيعات في صورة أسهم وتجزئة الأسهم .
- على العكس من التوزيعات النقدية لأرباح السهم ، فإن التوزيعات التي تكون في صورة أسهم لا تخضع لأي ضريبة ، ويقصد بالتوزيعات في صورة أسهم وتجزئة الأسهم ، إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلا من إعطاءه توزيعات نقدية ، هندي ص 369 .
- فإذا قررت مؤسسة ما إجراء توزيعات في صورة أسهم les dividendes en actions تتفوق 50% (أي 50 سهم جديد لكل مساهم يمتلك 100 أسهم قبل تاريخ السجل) فنسعى هذه العملية ب: تجزئة الأسهم division d'actions فإذا كانت القيمة الإسمية لسهم إحدى المؤسسات تساوي 12 دج مثلا ، وقررت الإدارة تخفيضه إلى الثلث $\frac{1}{3}$ ليصبح 4 دج بدل 12 دج ، فسوف يقتضي الأمر استبدال الأسهم القديمة بالأسهم الجديدة على أن يحصل المساهم على 3 أسهم جديدة في مقابل كل سهم قديم وهو ما يوافق نسبة 200 % من التوزيعات في صورة أسهم وطالما أن النسبة تتفوق 50% فنحن بصدد توزيعات بتجزئة الأسهم division d'actions وبصفة عامة فإن الهدف من إجراء التوزيعات في صورة أسهم وتجزئة الأسهم هو تخفيض القيمة السوقية للسهم ، وهنا نؤكد على القيمة السوقية للسهم وليس للأسهم ككل لأن الانخفاض في القيمة السوقية للسهم يعوضه الارتفاع في عدد الأسهم ، وعلى الرغم من أن حصة المساهم في ملكية المؤسسة لن تتأثر بقرار التوزيعات في صورة أسهم وتجزئة الأسهم ، فقد يكون لذلك وفي مقابل تخفيض قيمة السهم ، فقد تلجأ المؤسسات أيضا إلى رفع قيمة أسهمها لعدد من الأسباب لعل من أبرزها أن لانخفاض قيمة السهم يزيد من تكاليف المعاملات ومن بينها عمولة السمسرة وقد يؤدي الانخفاض الشديد والمستعمر في سعر السهم إلى الإضرار بسمعة المؤسسة³ . ويتم رفع قيمة السهم بتخفيض عدد الأسهم وهو معكوس قرار التجزئة، ويكون هذا التخفيض بتجميع عدد من الأسهم ودمجها في سهم واحد Regroupement d'actions كأن تتخذ المؤسسة قرارا باستبدال إشارات مالية سارة عن مستقبل المؤسسة كما ذكرنا ، فإن العكس هو الصحيح في حال أقدمت المؤسسة على رفع قيمة أسهمها .
- يعد هذا العرض الذي انصب حول كيفية إجراء التوزيعات النقدية والتوزيعات بالأسهم وعن كيفية إعادة شراء المؤسسة لأسهمها ، تتعرض فيما يلي إلى الكيفية التي تحدد على أساسها النسبة من الأرباح الموزعة ونسبة الأرباح المحتجزة .

التخصيص الامثل للنقدية الفائضة حسب نظرية Waltex .

- 2- لا بد من التنبيه إلى أن المنطق الذي يقوم عليه إجراء التوزيعات في بريطانيا يختلف عن غيره من الدول ، ففي الولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا يشير تقسيم السهم إلى $3/1$ أي تعويض كل سهم قديم ب 3 أسهم جديدة ، أما في المنطق البريطاني فيشار إلى نفس الحالة (تعويض كل سهم قديم ب 3 أسهم جديدين) ب $1/2$ وليس $3/1$ على اعتبار أن المستثمر تحصل على سهمين جديدين يضافان إلى السهم القديم الذي كان بحوزته .
- القرار تأثير إيجابي على القيمة السوقية السهم وذلك إذا نظر المتعاملون في السوق إلى قرار المؤسسة على أنه إشارة مالية لمستقبل مباشر للمؤسسة .
- 3- إذا انخفض سعر السهم عن \$ 1 في بورصة NYSE و NASDAQ على نحو مستمر فقد يؤدي ذلك إلى شطبه من قائمة الأسهم المسعرة في البورصة .

تعتبر نظرية الفائض لـ J.E Walter (1956) من أولى النظريات التي قدمت تفسيراً لاختلاف نسبة الأرباح الموزعة من مؤسسة لأخرى وفي إطار البحوث التي قام بها حول العوامل التي تساهم في تعظيم القيمة السوقية للسهم ، خلص Walter إلى أن توزيع أرباح السهم هو قرار ثانوي يتفرع عن القرار الرئيسي وهو " قرار الاستثمار " بعبارة أخرى فإن قرار توزيع أرباح السهم هو قرار تابع لقرار الاستثمار لأن نسبة الأرباح الموزعة تتحدد بمدى وجود فرص استثمارية معدل عائدها يفوق معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين ، فإن وجدت تلك الفرص الاستثمارية ، تحتجز المؤسسة ما تحتاجه من أرباح أو نقدية فائضة لتمويلها وما تبقى بعد ذلك يتم توزيعه ، أما إذا لم يتبقى شيء ، فلن تجرى توزيعات بالمرة ، وسميت هذه النظرية بـ: نظرية الفائض لأن التوزيعات التي تجرئها $\frac{B}{k_e}$ مصدرها فائض الأرباح التي بقيت بعد أن تم تغطية كل التكاليف الأولية اللازمة لتحقيق المشاريع المربحة .

و حسب نموذج walter ، فإن القيمة السوقية P_0 لسهم المؤسسة تساوي :

$$P_0 = \frac{Div + \frac{r}{k_e} (BPA - DIV)}{k_e}$$

حيث : Div : نصيب كل سهم من التوزيع

BPA : نصيب كل سهم من الأرباح المحققة .

R : معدل العائد الاستثمارات .

K2 : معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين .

إذا كان :

$r > k_2$ نسبة الأرباح الموزعة تساوي 00 قيمة السهم p_0 تصل إلى أقصى حد لها.

$r < k_2$ نسبة الأرباح الموزعة تساوي 100% قيمة السهم p_0 تصل إلى أدنى حد لها.

مثال : يبين الجدول الموالي معطيات حول المؤسسة xyz التي يتكون رأسمالها من 100.000 سهم أما الأرباح المحققة في

نهاية السنة الحالية فهي $B = 1.500.000$ DA معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين $k_2 = 12\%$

المطلوب : على ضوء معدلات العائد الاستثمارات المبينة في الجدول ، ما هي السياسة المثلى لتوزيع الأرباح على المساهمين ؟

الوحدة : دج

المشاريع	معدل عائد كل مشروع r	التكلفة الأولية I_0	الوحدة دج الأولوية التراكمية
A	18%	450.000	450.000
B	15%	250.000	700.000
C	13%	300.000	1000.000
D	11%	500.000	1.500.000

عند مقارنة معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين $k_e = 12\%$ مع مردودية المشاريع المقترحة ، نخلص إلى قبول كل

المشاريع A, B, C, ورفض المشروع D لأن معدل عائده $r_0 = 11\%$ أقل من 12% .

وعليه تقدر مبلغ الأرباح المحتجزة بـ 1000.000 دج وهي تمثل مجموع التكلفة الأولية للمشاريع المقبولة (أنظر العمود

الأخير من الجدول) وما تبقى بعد ذلك من الأرباح المحققة أي 500000 دج سيتم توزيعها على المساهمين .

باستخدام نموذج walter ، يمكن اختيار مدى ملائمة تلك السياسة المنتهجة في توزيع الأرباح ، نطبق نموذج walter على المشروع D وعلى أي مشروع من المشاريع المقبولة وليكن المشروع C .
حالة المشروع C : مبلغ الأرباح المحتجزة لغرض تمويل المشروع c هي : 300000 دج ، أما مبلغ الأرباح المحتجزة لغرض تمويل المشروع ، لكن على مستوى كل سهم فتساوي 3 DA $BPA = \frac{300.000}{100.000} = 3$ ، إذن يمكن حساب التأثير الجدي لقرار احتجاز (أو عدم توزيع) 3 دج من الربح المحقق حتى تمكن من إعادة استثمارها بمعدل عائد 13% على القيمة السوقية للسهم P_0 كما يلي :

$$P_0 = \frac{0 + \frac{\%13}{\%12} (3-0)}{\%12} = 27.08 \text{ DA}$$

إذا رفض المشروع C معناه إجراء توزيعات بـ 3 دج لكل سهم الأثر الذي يحدثه هذا القرار على P_0 هو :

$$P_0 = \frac{3 + \frac{\%13}{\%12} (3-3)}{\%12} = 25 \text{ DA}$$

القرار الملاءم إذن هو قبول المشروع C .

حالة المشروع D : إذا تم قبول المشروع D واتباع نفس الخطوات السابقة فإن القيمة السوقية للسهم تساوي $P_0 = 38.2$ DA ، أما إذا رفض المشروع D تصبح القيمة $P_0 = 41.67$ DA ، لذا يبدو واضحاً بأن القرار المناسب هو رفض المشروع Δ وتوزيع الأرباح الموافقة على المساهمين .

نستنتج بأن العوامل التي تحدد سياسة توزيع الأرباح في E عند Walter هي في المقام الأول عوامل خارجية (مردودية الفرص الاستثمارية المتاحة) وينطوي هذا النموذج على اعتراف ضمني بأن E تنوب عن المساهمين في إعادة استثمار الفائض من الأرباح المحققة ولن يأخذ هؤلاء أي المساهمون نصيبهم من تلك الأرباح إلا إذا كان معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المقترحة أكبر من عائدها المتوقع وذلك عند نفس الدرجة من المخاطر .

مبررات حياد سياسة توزيع الأرباح عند $M \propto$

قبل أن نتطرق إلى وجهة نظر $M \propto$ فيما يخص سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة ، من المهم أن نشير إلى أن نظرية $M \propto$ تقوم على فرضيات السوق المالية الكاملة التي خصائصها باختصار :

- المعلومات والتعاملات مجانية ومتاحة لكل المستثمرين آنياً ، كما لا يوجد تكاليف الإصدار ولا الضرائب مهما كان نوعها ، كل عون هوزرة في محيط وبالتالي فلا يستطيع التأثير على الأسعار لوحده ، بالإضافة إلى ذلك فقد افترض $M \propto$ بأن سياسة الاستثمار وسياسة التمويل ثابتتين وأن التدفقات النقدية للمشاريع للاستثمارية مؤكدة .
نظرية عدم ملائمة التوزيعات لـ $M \propto$ (1961) في ظل التأكد التام :

يعتقد $M \propto$ بأن قرار توزيع الأرباح لا أثر له على قيمة المؤسسة وهو ما يطلق عليه بـ : نظرية عدم ملائمة التوزيعات فقيمة E تتحدد بكفاءة قرارات الاستثمار ، أي تتحدد بقدرة الأصول على توليد الأرباح ، أما كيفية التصرف في هذه الأرباح باحتجازها أو توزيعها فلا تأثير له على قيمة المؤسسة .

ولتوضيح وجهة نظر $M \propto$ نعتبر جدول الموارد والاستعدادات الذي يكشف عن كل المصادر المالية المتاحة للمؤسسة من جهة ، ومجالات استخدام هاته الأموال من جهة ثانية خلال فترة زمنية معينة وفقاً للمنطق المحاسبي والاقتصادي ، لا يمكن بأي حال من الأحوال بأن تفوق قيمة الاستخدامات قيمة ما هو متاح من موارد أو العكس وحتى لا يحتل هذا

التوازن بين الجانبين لا يمكن للمؤسسة زيادة حجم التوزيعات إلا إذا صاحبها انخفاض بنفس المقدار في حجم الاستثمارات لأن كلاهما يقع في جانب الاستخدامات بتعبير أكثر وضوحاً.

المؤسسة التي لا زالت في مرحلة النمو والتوسع : وتريد تحقيق مزيد من الاستثمارات عليها معالجة الإشكال الآتي :

- احتجاز الأرباح : إما أن تعتمد على الأرباح المحققة سابقاً (موارد ذاتية) في تمويل استثماراتها ، وهو ما يترتب عنه عدم إجراء توزيعات على المساهمين .

- توزيع الأرباح : وغما أن تستخدم الموارد الذاتية في إجراء توزيعات على المساهمين ، غير أن ذلك يكون على حساب اللجوء إلى مصادر خارجية (إصدار أسهم جديدة ، إصدار سندات) لتمويل الاستثمارات المزمع تحقيقها .

حسب MM $\propto$ ، لن تتأثر القيمة السوقية للسهم وللمؤسسة ككل مهما كانت سياسة التوزيع المنتهجة (احتجاز أو توزيع الأرباح) وتفسير ذلك ، وفقاً ل MM $\propto$ أنه :

في حالة احتجاز الأرباح : معناه أن $\bar{E}$ لن تجري توزيعات على المساهمين فهو ما يؤدي وفقاً لنظرية الإشارات المالية والمحتوى المعلوماتي للتوزيعات (La Théorie du signal) إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم ، هذا الأثر السلبي ، أما الأثر الإيجابي لعدم إجراء توزيعات على المساهمين فهو اعتماد $\bar{E}$ على مواردها الذاتية في تمويل الاستثمارات ، مما يؤدي إلى انخفاض المخاطر وبالتالي انخفاض معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين k_2 ، وهو ما يؤدي في النهاية إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم بنفس المقدار الذي انخفضت به سابقاً .

وفي حالة توزيع الأرباح : سيؤدي ذلك إلى زيادة ثروة المساهمين فهو ما يدفع بالقيمة السوقية للسهم نحو الارتفاع ، هذا الأثر الإيجابي ، من ناحية أخرى ، يتمثل الأثر السلبي لإجراء التوزيعات على المساهمين في اعتماد المخاطر وبالتالي ارتفاع معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين k_2 ، وهو ما يؤدي في النهاية إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم بنفس المقدار الذي ارتفعت به سابقاً .

ونستنتج بأن الأثر السلبي الذي بقيه السهم نحو الانخفاض ، يعوضه بالتمام والكمال الأثر الإيجابي الذي يدفع بقيمة السهم نحو الارتفاع ، والنتيجة هي بقاء قيمة السهم نحو الارتفاع والنتيجة هي بقاء قيمة السهم دون تغيير ، هنا ما تقوله نظرية MM $\propto$ ، و فيما يلي تقديم البرهان على النموذج الذي وضعه MM $\propto$ لتدعيم نظريتهما .

البرهان 1 :

لتكن المؤسسة (M) الممولة 100% أموال ذاتية ، قررت هذه $\bar{E}$ إجراء توزيعات على ان يتم تمويلها بإصدار أسهم عادية جديدة ، تباع بسعر P_1 دج للسهم ، يمكن التعبير عن هذه العملية بالمعادلة الآتية :

$$N_0 \times Div = n_1 \times p_1 \dots \dots \dots (1)$$

قيمة متحصلات بيع الأسهم الجديدة قيمة التوزيعات على المساهمين القدامى
 حيث : n_0 : عدد الأسهم القديمة .
 Div : نصيب كل سهم من التوزيعات .
 N_1 : عدد الأسهم الجديدة .

P_1 : سعر بين السهم بعد إجراء التوزيعات .

وبما أن من بين الفرضيات التي يقوم عليها نموذج MM $\propto$ ، هو أن سياسة الاستثمار ثابتة لن تتغير فإن الأرباح السنوية ستظل ثابتة أيضاً سواء قبل أو بعد إجراء التوزيعات ، وبما أن الأرباح هي التي تؤثر على قيمة $\bar{E}$ وليس إجراء توزيعات من عدمه ، وبما أن الأرباح هي التي تؤثر على قيمة $\bar{E}$ وليس إجراء توزيعات من عدمه ، وبما أن هذه الأرباح ثابتة كما

ذكرنا فإن القيمة السوقية لـ E تبقى ثابتة أيضا سواء قبل إجراء التوزيعات أو بعدها وعليه نكتب :

$$n_0 p_0 = (n_0 + n_1) p_1 \quad (2)$$

القيمة السوقية لـ E القيمة السوقية لـ E

بعد إجراء التوزيعات قبل إجراء التوزيعات

حيث: p_0 : سعر بيع السهم قبل إجراء التوزيعات .

فلكي تبقى المعادلة صحيحة ، لا بد أن يكون p_1 أقل من p_0 أي لا بد أن تنخفض قيمة السهم الواحد بعد إجراء التوزيعات ، عن قيمته قبل إجراء تلك التوزيعات ، هذا ويمكن إعادة صياغة المعادلة (2) على النحو الآتي :

$$N_0 p_0 = n_0 x p_1 + n_1 x p_1 \quad (3)$$

بتعويض المعادلة (1) في (3) نتحصل على :

$$N_0 p_0 = n_0 x p_1 + n_0 x \text{div}$$

$$p_0 = p_1 + \text{div} \quad p_1 = p_0 - \text{div} \quad (4)$$

وتشير المعادلة رقم (4) إلى أن قيمة السهم بعد إجراء التوزيعات قد انخفضت بمقدار نصيب السهم من تلك التوزيعات ، وعليه يمكن إعادة صياغة المعادلة (4) فيما يلي :

$$P_0 - P_1 = \text{Div}$$

مقدار التغير في سعر السهم

$$\Delta = p_0 = \text{Div} \quad (5)$$

وتشير المعادلة رقم (5) إلى أن الانخفاض الذي حدث في القيمة السوقية للسهم تعادل بالتمام والكمال قيمة التوزيعات التي فصل عليها حامل السهم ، بعبارة أخرى ، ازدادت ثروة المساهم بمقدار التوزيعات Div ، لكن سرعان ما انخفضت ثروته بسبب انخفاض القيمة السوقية لسهمه بمقدار يساوي مقدار التوزيعات التي حصل عليها ، وهنا يبدو واضحا بأن قيمة السهم وبالتالي القيمة الإجمالية لـ E تتأثر اطلاقا - حسب MMX بسياسة E في توزيع الأرباح (أو ثروة المساهمين) طالما أن E ممولة 100 اموال ذاتية.

البرهان (2) : Irving Fischer : " القيمة السوقية للسهم في بداية فترة ما p_0 لا بد أن تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة عنه خلال تلك الفترة وتمثل تلك التدفقات في التوزيعات التي حصل عليها حامل السهم في نهاية الفترة والقيمة السوقية للسهم في نهاية الفترة أيضا .

$$p_0 = \frac{\text{Div}_1 + p_1}{1 + k_2}$$

حيث : Div_1 : تصيب كل سهم من التوزيعات في نهاية السنة الأولى .

P_1 : القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة الأولى .

K_2 : معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين على سهم آخر ينتمي إلى نفس الدرجة من المخاطر .

لدراسة أثر سياسة توزيع أرباح السهم على القيمة السوقية لـ E والتي ما هي إلا القيمة السوقية الكلية للأسهم التي أصدرتها - افترض MMX قيام E بإصدار أسهم جديدة في نهاية السنة الأولى ، ولاحظ تأثير ذلك على القيمة السنوية الإجمالية للأسهم القديمة E_0 في بداية الفترة ، تساوى القيمة الحالية للتوزيعات التي يحصل عليها المساهمون القدامى في نهاية الفترة ، زائد القيمة الحالية للقيمة السوقية الكلية للأسهم القديمة والجديدة في نهاية السنة الأولى ، مطروحا منها القيمة الحالية للقيمة السوقية الكلية للأسهم الجديدة في نهاية الفترة ويمكن التعبير عن ذلك بالصيغة الآتية :

$$E_0 = n_0 p_0 = \frac{n_0 x \text{Div}_1 + (n_0 + n_1) x p_1 - n_1 x p_1}{(1 + k_e)} \quad (1)$$

من جهة أخرى ، إذا افترضنا بأن موارد E تتمثل في الأرباح المحققة خلال نفس الفترة ، بالإضافة إلى متحصلات بيع الأسهم الجديدة ، وأن هذه الموارد ستوجه لتمويل الاستخدامات المتمثلة في إجراء توزيعات على المساهمين بالإضافة إلى تحقيق استثمارات ، وطبقا لمبدأ التوازن بين جانب الاستخدامات وجانب الموارد الذي تحدثنا عنه سابقا ، يمكن ان نكتب :

$$\underbrace{B + n_1 \times p_1}_{\text{الاستخدامات}} = n_0 \times \text{Div}_1 + I$$

حيث :

B : الأرباح المحققة خلال الفترة .

I : تكلفة الاستثمارات التي نفذت في بداية الفترة .

وعليه فإن :

$$n_1 \times p_1 = I - (B - n_0 \times \text{Div}_1)$$

وبالتعويض في المعادلة رقم (1) ، نلاحظ اختفاء عنصر التوزيعات Div :

$$E_0 = n_0 \times p_0 = \frac{n_0 \times \text{Div}_1 + (n_0 + n_1) \times p_1 - I + B - n_0 \times \text{Div}_1}{1 + k_e}$$

وهو ما يساوي :

$$E_0 = n_0 \times p_0 = \frac{(n_0 + n_1) \times p_1 - I + B}{1 + k_e}$$

بوضع $E_1 = (n_0 + n_1) \times p_1$ حيث E_1 : القيمة السوقية للمؤسسة في نهاية السنة الاولى أي $t=1$ نتحصل على :

$$E_0 = \frac{B - I + E_1}{1 + k_2} \quad (*)$$

وهو ما يعني أن القيمة السوقية للمؤسسة في بداية الفترة ، تساوي القيمة الحالية للقيمة السوقية للمؤسسة في نهاية الفترة ، مضافا إليها قيمة الأرباح المحققة في نهاية الفترة ، مطروحا منها قيمة الاستثمارات التي نفذت في بداية الفترة ، وبما أن قيمة Div التي تعكس سياسة توزيع الأرباح بـ E لم تظهر في المعادلة (*) التي تحدد قيمة المؤسسة فإن هذا يعني بأن سياسة التوزيع لا تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة وبما أن قيمة I و B ، هي التي تظهر في المعادلة ، فهذا دليل على أن قيمة E تتأثر بسياسة الاستثمارات وكذا الأرباح التي تولدها .

نظرية عدم ملائمة التوزيعات لـ $MM \propto$ في ظل عدم التأكد :

حتى في حالة عدم التأكد يبقى $MM \propto$ متمسكين بنظريتهما السابقة حول عدم تأثير سياسات توزيع أرباح السهم على القيمة السوقية للمؤسسة وقبل تقديم البرهان الرياضي ، نشير إلى أن عدم ملائمة التوزيعات تعني أن سياسة إجراء توزيعات أو عدم إجراء توزيعات من طرف E لا تعني شيئا بالنسبة للمستثمر ، طالما يمكنه ممارسة نفس السياسة في غياب تكلفة الضرائب والمعاملات وبالشكل الذي تروق له ، إذن لن تزيد ولن تنقص سياسة توزيع الأرباح من طرف E أي شيء من قيمة السهم ، طالما أن تلك السياسة لن تقدم خدمة خاصة لذلك المستثمر ، فلكي تكون لسياسة توزيع أرباح السهم تأثير على القيمة السوقية للسهم ، ينبغي أن تقدم هذه السياسة خدمة خاصة للمستثمر أي خدمة لا يمكنه الحصول عليها بنفسه ، وهو ما لا ينطبق على سياسات التوزيع .

البرهان :

لنفرض مؤسسة تريد تحقيق مشروع استثماري تكلفته الأولية I_0 ، على أن يتم تمويله باستخدام الأرباح المحققة في السنة المالية التي انتهت بالأمس .

لكن وبما أن المؤسسة ترغب في توزيع جزء من هذه الأرباح على المساهمين ، فقد لا تكفي تلك الأرباح المحتجزة في تغطية التكلفة الأولية للمشروع ، لذلك ستكون مضطرة إلى تعبئة مصادر خارجية تتمثل بإصدار سندات جديدة تضاف إلى الأرباح المحتجزة ، ليستخدم المجموع في تمويل المشروع الجديد بالإضافة إلى إجراء التوزيعات المقررة ، ويمكن التعبير عن ذلك بالعلاقة الآتية :

$$B+D = I+Div.....(1)$$

الاستخدامات الموارد

حيث : Div: التوزيعات المقرر إجرائها

I : التكلفة الأولية للاستثمار

D : الأموال التي تم الحصول عليها بعد إصدار السندات الجديدة .

B : أرباح السنة الفارطة والتي تم احتجازها .

وغني عن البيان أنه طالما كل الاستخدامات والموارد تقع في بداية الفترة أي $t=0$ فهي بطبيعة الحال تدفقات مؤكدة .

يمكن إعادة صياغة المعادلة (1) كما يلي :

$$Div=B+D-I$$

بعد سنة من الآن ، نفترض بأن المشرع سيحقق ربحاً غير مؤكد قيمته $\check{B}_1$

وتستخدم هذه الحصيلة في تسديد المصاريف المالية المرتبطة بفوائد السندات وتستخدم هذه الحصيلة في تسديد

المصاريف المالية المرتبطة بفوائد السندات وأيضا في إجراء توزيعات على المساهمين وهو ما تبينه المعادلة الآتية :

$$\check{B}_1 = \check{F}_1 + \check{Div}_1 \quad \check{Div}_1 = \check{B}_1 - \check{F}_1 \quad (*)$$

حيث $\check{F}_1$: فوائد السندات التي تدفعها $\check{E}$ في الفترة $t=1$ وهي غير مؤكدة طالما أن $\check{B}_1$ غير مؤكد وإذا كان عمر $\check{E}$ سنة

واحدة فإن $\check{F}_1$ تضم بالإضافة إلى الفوائد أصل الدين .

لنفرض هذه المرة بأن $\check{E}$ ممولة 100% أسهم تساوي ثروة المساهمين بعد أن يحصل هؤلاء التوزيعات في الفترة $t=0$

القيمة :

$$ثروة المساهمين = Div+E_0.....(**)$$

حيث E_0 : القيمة السوقية لكل الأسهم بعد إجراء التوزيعات في الزمن $t=0$

وبافتراض أن قيمة العوائد التي يحصل عليها المساهمون في الزمن $t=1$ هي في شكل توزيعات غير مؤكدة $\check{Div}_1$. إذن

قيمة E_0 (باقتراض مدى حياة $\check{E}$ سنة واحدة فقط) حسب نظرية Fischer تساوي :

$$E_0 = \frac{\check{Div}_1}{(1+ke)^1}$$

قد يدرك القارئ العارف بنموذج تسعير الأصول المالية بأن نصيب المساهمين من الأرباح المتوقعة $\check{Div}_1$ يمكن النظر

إليها على أنها تتكون من جزئين :

– يتمثل الجزء الأول في الربح الذي يمكن أن يحصل عليه المساهم لو أنه قام باستثمار أمواله في شراء أوراق

مالية تدر عليه عائد خالي من المخاطر – عائد مؤكد – بمعدل R_f

4- نشير إلى أن قيمة E_0 تساوي : القيمة السوقية للسهم الواحد x عدد الأسهم المتداولة ويسمى E_0 أيضا بالرسملة البورصية

للمؤسسة la capitulisation boursière de L

أما الجزء الثاني فيتمثل في علاوة المخاطر أي الربح الإضافي الذي يعوض المساهم عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار ، بمعنى أننا إذا خصمنا علاوة المخاطر من الربح غير مؤكد $\widetilde{Div}_1$ نحصل على الجزء الأول أي الربح المؤكد . وفي دراستنا لنموذج MEDAF (انظر فصل MEDAF) رأينا بأن علاوة المخاطر للسهم ز تساوي :

$$[E(R_n) - R_f] \times B_j = \text{علاوة المخاطر}.$$

$$[E(R_n) - R_f] \times (\text{cov}(\widetilde{R}_j, \widetilde{R}_m)) / Tm2 = \text{علاوة المخاطر}.$$

$$w = \frac{[E(R_n) - R_f]}{Tm2} \text{ نضع فنحصل على :}$$

$$W \times \text{cov}(\widetilde{R}_j, \widetilde{R}_m) = \text{علاوة المخاطر}.$$

الانتقال من الربح غير الاكيد إلى الربح الأكيد ، نطرح علاوة المخاطرة من $\widetilde{Div}_1$ نطبق ذلك على المعادلة رقم (2) فنحصل على :

$$\frac{Div1 - w \times \text{cov}(Div1; hm)}{(1 + Rf)} =$$

$$= \frac{(\widetilde{Div}_1 - \text{علاوة المخاطرة})}{(1 + Rf)} = \frac{\widetilde{Div}_1 - w \times \text{cov}(\widetilde{Div}_1; \widetilde{hm})}{(1 + Rf)}$$

يس k_2 أي معدل العائد الخالي من المخاطرة وليس

N.B: ناه

معدل العائد الذي يخصص حرمه المحاصره ونسبب بحسب سطره ، هو احتراماً لمبدأ الانسجام بين البسط والمقام ، فطالما أن بسط المعادلة (3) خالي من المخاطر ، فقد يقتضي أن يكون المقام أيضاً خالي من المخاطر ، فهذا يقتضي أن يكون المقام أيضاً خالي من المخاطر . بتعويض المعادلة (*) بما يساويها في المعادلة (3) نتحصل على :

$$E_0 = ((\widetilde{B}_1 - \widetilde{F}_1) - w \times \text{cov}[(\widetilde{B}_1 - \widetilde{F}_1); \widetilde{R}_m]) / ((1 + Rf))$$

لكن

$$\text{Cov}[(\widetilde{B}_1 - \widetilde{F}_1); \widetilde{hm}] = \text{cov}(\widetilde{B}_1; \widetilde{hm}) - \text{cov}(\widetilde{F}_1; \widetilde{hm}) \dots \dots \dots (5)$$

بتعويض المعادلة (5) في المعادلة (4) نتحصل على :

$$E_0 = \frac{(\widetilde{B}_1 - \widetilde{F}_1) - w \times [\text{cov}(\widetilde{B}_1; \widetilde{hm}) - \text{cov}(\widetilde{F}_1; \widetilde{hm})]}{(1 + Rf)}$$

$$E_0 = \frac{\widetilde{B}_1 - w \times \text{cov}(\widetilde{B}_1; \widetilde{hm})}{(1 + rf)} - \frac{\widetilde{F}_1 - w \times \text{cov}(\widetilde{F}_1; \widetilde{hm})}{(1 + Rf)}$$

وبما أن :

$$\frac{\widetilde{F}_1 - w \times \text{cov}(\widetilde{F}_1; \widetilde{hm})}{1 + Rf} = D$$

إذن :

طالما أن F_1 يحتوي على الفوائد + تسديد أصل الدين .

$$E_0 = \frac{\widetilde{B}_1 - w \times \text{cov}(\widetilde{B}_1; \widetilde{hm})}{(1 + rf)} - \dots \dots \dots$$

بتعويض المعادلة (6) بما يساويها في المعادلة (*) نتحصل على :

$$\text{ثروة المساهمين} = \frac{B1 - w \times \text{cov}(B1; \bar{h}m)}{1 + Rf} - D + \text{Div} \dots \dots \dots (7)$$

وبما أن : $\text{Div} = B + D - I$ تصبح المعادلة رقم (7) من الشكل :

$$\text{ثروة المساهمين} = \frac{B1 - w \times \text{cov}(b1; \bar{h}m)}{(1 + Rf)} - D + B + D - I$$

$\text{ثروة المساهمين} = \frac{B1 - w \times \text{cov}(b1; \bar{h}m)}{(1 + Rf)} - D + B + D - I \dots \dots \dots (8)$	تحدد المعادلة في المعادلة . فهذا يعني بـ للسهم .
---	---

نظريات عدم حياد سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية E

- نموذج ما يرون قوردن *Myron Gordon* في ظل التأكد :

حسب نموذج *Gorden - Shaïro* الذي توصلنا له * ، إذا كان معدل نمو توزيعات السهم ثابت من سنة لأخرى وسرمدي (أي) $T \rightarrow \infty$ فإن القيمة السوقية للسهم P_0 في الزمن $t=0$ تساوي :

$$P_0 = \frac{\text{Div}1}{ke - g} \rightarrow g$$

حيث : g : معدل نمو التوزيعات وهو ثابت .

كما توصلنا أيضا إلى أنه إذا قامت E باحتجاز نسبة معينة من الأرباح - نرسم لها b وهي ثابتة وفي ظل توافر شرطين هما :

- تستخدم E تلك الأرباح المحتجزة في السنة E حيث $E \in [1, 2, \dots, \infty]$ لإعادة استثمارها في السنة الموالية أي $t+1$ عند معدل عائد متوقع ثابت فمعدل العائد المطلوب عن الاستثمار k_2 وهو ثابت أيضا .

- ربحية السهم المحققة في نهاية كل سنة t ثابتة وتساوي :

$$BPA_t = \frac{\text{الأرباح المحققة في نهاية السنة } t}{\text{عدد الأسهم المتداولة في السنة } t}$$

فإن القيمة السوقية للسهم تساوي في الزمن $t=0$:

$$P_0 = \frac{BPA1(1-b)}{ke - r.b} \dots \dots \dots (1)$$

وبما أن القيمة b - وهي المتغير الذي يعكس سياسة التوزيع - تظهر في المعادلة (1) معنى ذلك أن سياسة التوزيع تؤثر على

القيمة السوقية للسهم P_0

حالة خاصة : إذا كان $\hat{r} = ke$ أي معدل العائد المتوقع من الاستثمار يساوي معدل العائد المطلوب تصبح المعادلة (1) من الشكل :

$$\Rightarrow P_0 = \frac{BPA1}{ke} \dots \dots \dots (2) \quad P_0 = \frac{BPA1(1-b)}{ke - keb} \quad P_0 = \frac{BPA1(1-b)}{ke(1-b)}$$

بما أن المتغير P لم يظهر في المعادلة (2) فإن سياسة التوزيع لا تؤثر على القيمة السوقية للسهم وللمؤسسة ككل :

* - يمكن الرجوع إلى البرهان على هذا النموذج للفصل رقم (.).

نستنتج بأن نظرية gordon تتفق مع نظرية MM $\propto$ في حالة واحدة فقط وهي حالة $\hat{r}=k_2$ أما إذا كان $\hat{r}$ وهو معدل العائد المتوقع على الاستثمار ، و k_2 وهو معدل العائد المطلوب غير متساويان ، فإن القيمة السوقية للسهم تتأثر بسياسة التوزيع طبقا للحالات الآتية :

ح 1 : إذا كان $\hat{r} < k_2$: ترتفع القيمة السوقية للسهم مع الارتفاع في % التوزيعات.

ح 2 : إذا كان $\hat{r} > k_2$: ترتفع القيمة السوقية للسهم مع الارتفاع في % التوزيعات.

مثال : حالة (1) : $k_2 > \hat{r}$

في هذه الحالة سياسة إجراء توزيعات على المساهمين هي التي تؤثر إيجابيا على القيمة السوقية للسهم ، ولتبيان ذلك ، نفترض بأن معدل العائد المطلوب على الاستثمار يساوي $k_2 = 12\%$ بينما يبلغ معدل العائد المتوقع على الاستثمار

$\hat{r} = 8\%$ فإذا كانت ربحية السهم تعادل 6 و $BPA =$

ونسبة الأرباح الموزعة $(1-B) = 60\%$ بما يعني أن نسبة الأرباح المحتجزة $b = 40\%$

فإن القيمة السوقية للسهم بتطبيق المعادلة رقم (1) ستساوي :

$$\Rightarrow P_0 = \frac{BPA(1-b)}{k_2 - \hat{r}xb} = D \quad P_0 = \frac{6(1-40\%)}{12\% - 8\% \times 40\%} = 40.9 \text{ um}$$

أما إذا زادت % التوزيعات إلى $(1-b) = 80\%$ مثلا بما يعني أن نسبة الأرباح المحتجزة تساوي $b = 20\%$ سوف ترتفع القيمة السوقية للسهم إلى $p_0 = 46.15$:

$$P_0 = \frac{BPA(1-b)}{k_2 - \hat{r}xb} \quad P_0 = \frac{6(1-20\%)}{12\% - 8\% \times 20\%} = 46.15 \text{ mm}$$

حالة (2) : $k_2 < \hat{r}$

خلافًا للحالة السابقة ، فإن سياسة احتجاز الأرباح وليس توزيعها هي التي تؤثر إيجابيا على القيمة السوقية للسهم وللمؤسسة ككل إذا كانت هذه الأخيرة ممولة 100% أسهم - ولتبيان ذلك ، سنفترض هذه المرة بأن معدل العائد المطلوب على الاستثمار يساوي $k_2 = 12\%$ وهو يقل عن معدل العائد المتوقع الذي يبلغ 18% فإذا كانت % الأرباح المحتجزة تساوي $b = 40\%$ فإن :

$$P_0 = \frac{BPA(1-b)}{k_2 - \hat{r}xb} = \frac{6(1-40\%)}{12\% - 18\% \times 40\%} = 75 \text{ cm}$$

أما إذا انخفضت نسبة الأرباح المحتجزة إلى $b = 20\%$ ، فسوف تنخفض القيمة السوقية للسهم لتصبح :

$$P_0 = \frac{BPA(1-b)}{k_2 - \hat{r}xb} = \frac{6(1-20\%)}{12\% - 18\% \times 20\%} = 57.14 \text{ um}$$

أي أن انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة ، وبالتالي زيادة % التوزيعات - له أثر سلبي على قيمة السهم .

- نموذج Gordon Litner $\propto$ (1962) في ظل عدم التأكد :

في ظل عدم التأكد أيضا لم يكتفي Gordon مع زميله Litner بالتأكيد على وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة ، بل ذهب إلى أبعد من ذلك ، عندما برهننا على أن القيمة السوقية للسهم تتزايد طرديا مع الزيادة في نسبة الأرباح الموزعة .

وتقضي هذه النظرية بأنه بسبب عدم التأكد ، فإن توزيع الأرباح وليس احتجازها هو الذي يترك أثرا إيجابيا على القيمة السوقية للسهم .

وللمؤسسة ككل إذا كانت هذه الأخيرة ممولة 100% أسهم - وذلك مهما كانت قيم $\hat{r}$ و ke بعبارة أخرى ، إذا خير المستثمر أو حامل السهم بين الحصول على نصيبه من الأرباح الآن - في شكل توزيعات - أو الحصول عليها مستقبلا ، فإنه سيختار الحصول عليها الآن ، وذلك بسبب مشكلة عدم التأكد من الظروف المستقبلية التي قد تحول دون حصوله

على تلك الأرباح وتزداد درجة عدم التأكد ، كلما طالت الأجل استحقاق هذه التوزيعات ، فإذا كان الأمر كذلك ، سيرتفع معدل العائد المطلوب k_2 من سنة لأخرى بسبب تزايد درجة عدم التأكد (او المخاطرة) من سنة لأخرى أيضا .

- أنظر المعادلة رقم 2 ، من أجل ذلك سميت هذه النظرية أيضا بـ : نظرية عصفور في اليد .
- للبرهان على نموذج " عصفور في اليد " اعتبر Gordon بأن القيمة السوقية للسهم p_0 تتحدد وفقا للقيمة الحالية للتوزيعات السنوية التي يدرها السهم لحامله أي :

$$p_0 = \frac{\overline{Div}_1}{(1+k_e^1)} + \frac{\overline{Div}_2}{(1+k_e^2)^2} + \frac{\overline{Div}_3}{(1+k_e^3)^3} + \dots + \frac{\overline{Div}_\infty}{(1+k_e^\infty)^\infty} \dots \dots \dots (1)$$

اعتبر أيضا وضعيتين لسياسة توزيع الأرباح :

الوضعية الأولى : توزيع الأرباح .

- يمكن إعادة كتابة النموذج رقم (1) كما يلي :

$$p_0 = \frac{\overline{Div}_1}{(1+k_e^1)} + \frac{\overline{Div}_2}{(1+k_e^2)^2} + \frac{\overline{Div}_3}{(1+k_e^3)^3} + \dots + \frac{\overline{Div}_\infty}{(1+k_e^\infty)^\infty} \dots \dots \dots (2)$$

حيث : معدل العائد المطلوب طالما أن $\bar{E}$ ممولة 100 أسهم و k_e^t حيث

$k_e^1 > k_e^2 > k_e^3 > \dots > k_e^\infty$ لأن درجة عدم التأكد بشأن الحصول على التوزيعات تتزايد من سنة لأخرى .

الوضعية الثانية : احتجاز الأرباح .

سنفترض في هذه الوضعية بأن المؤسسة قررت احتجاز الأرباح التي كان مقررا توزيعها على المساهمين في نهاية السنة الأولى أي $Div_1 = 0$.

على أن تستخدم تلك الأرباح المحتجزة لإعادة استثمارها بمعدل عائد متوقع ثابت يساوي $\hat{r}$ ، ليضاف العائد السنوي من هذا الاستثمار $(\overline{Div}_1 \hat{r})$ إلى التوزيعات في السنوات التالية ، في هذه الحالة ، تصبح المعادلة رقم (2) كما يلي :

$$p_0 = \frac{0}{(1+k_e^1)} + \frac{\overline{Div}_2 + \overline{Div}_1 \hat{r}}{(1+k_e^2)^2} + \frac{\overline{Div}_3 + \overline{Div}_1 \hat{r}}{(1+k_e^3)^3} + \dots + \frac{\overline{Div}_\infty + \overline{Div}_1 \hat{r}}{(1+k_e^\infty)^\infty} \dots \dots \dots (3)$$

في أي وضعية تكون القيمة السوقية للسهم p_0 أكبر ؟

للإجابة على ذلك : نقارن بين المعادلة (2) والمعادلة (3) ، بما أن المستثمر لم يحصل على توزيعات السنة الأولى أي $Div_1 = 0$ كما تظهره المعادلة (3) التي تعكس وضعية احتجاز الأرباح ، فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة درجة عدم التأكد كما

ذكرنا سابقا ، وكنتيجه لذلك سيتجه نفس المستثمر للمطالبة بمعدل عائد أكبر k_e

مقارنة بمعدل العائد الذي سيطلبه في الوضعية الأولى التي تعكس حصول المستثمر على كافة التوزيعات السنوية بما فيها توزيعات السنة الأولى كما تظهره المعادلة (2) باستعمال المنطق الرياضي .

سيكون مقام المعادلة (3) أكبر من مقام المعادلة (2) ، كما أن الاستعانة بمنطق $M \propto M$ التي تقول بأن قيمة السهم أو $\bar{E}$ تتزايد ، يصل إلى نظرية Gordon التي تقول بأن القيمة السوقية للسهم في ظل التوزيع الأرباح (الوضعية الأولى) أكبر من القيمة السوقية للسهم في ظل احتجاز الأرباح (الوضعية الثانية) أي أن عصفور في اليد ، أفضل من عصفور في الشجرة ، وهو عكس ما ذهب إليه نظرية التمييز الضريبي التي ترى بأن عصفور في الشجرة أفضل من عصفور في اليد . نظريات عدم حياد سياسة توزيع أرباح السهم.

- تشير هذه النظريات إلى وجود تأثير لسياسة توزيع أرباح السهم للمؤسسة على قيمتها السوقية .

أولا : الإشارة المالية أو المحتوى المعلوماتي لسياسة التوزيعات . Théorie du signal.

يقصد بالإشارات المالية (Le contenu informationnel dividendes)

لسياسة التوزيع حسب $M \propto M$ ، بأن الزيادة في التوزيعات هي إشارة Signal من طرف E للمساهمين المحتملين لمستقبل مبشر، في حين أن التخفيض في التوزيعات إشارة من طرف E للمساهمين المحتملين لمستقبل غير مشجع، مما يؤثر بالتبعية على القيمة السوقية للسهم (وذلك بالارتفاع في الحالة الأولى وبالانخفاض في الحالة 2). إن التغير الذي يطرأ على القيمة السوقية للسهم ليس مرده إلى نمط إجراء التوزيعات (زيادة أو انخفاض) وإنما إلى المحتوى المعلوماتي الذي يتضمنه هذا الإجراء (التطور أو التدهور الذي يحدث على الأرباح المستقبلية لـ $[M \propto M]$).

ولقد جاءت العديد من الدراسات التطبيقية التي أجريت في هذا المجال مطابقة لهذه النظرية، ففي الفترة الممتدة من 1967 إلى 1993، نتج عن قيام معظم E بالإعلان عن زيادة قيمة التوزيعات بنسبة تساوي أو تفوق 10%، نتج عنه ارتفاع قيمة أسهمها بنسبة 1.34% مباشرة بعد صدور الإعلان، بينما تراجع قيمة أسهم المؤسسات التي أعلنت عن تخفيض قيمة توزيعاتها إلى 3.71% ومن هنا يبدو جليا بأن رد فعل السوق أقوى في حالة الإعلان عن تخفيض التوزيعات منه في حالة الإعلان عن الزيادة. (Demarzo/p:588)

غير أن ما تجدر إليه الإشارة في هذا الصدد، هو أنه إذا كان الإعلان عن الزيادة في قيمة التوزيعات يشير إلى مستقبل مبشر للمؤسسة، كما تنص على ذلك نظرية الإشارات المالية وهو ما يؤثر إيجابيا على القيمة السوقية لأسهمها، فقد يحمل نفس الإعلان في طياته إشارات حول انعدام أو قلة الفرص الاستثمارية في المستقبل، وهو ما قد يفسر من طرف السوق على أنه تراجع لفرص النمو والتوسع للمؤسسة - أي مستقبل غير مبشر - مما يؤثر عكسيا على القيمة السوقية لأسهمها كما أن قيام E بتخفيض قيمة التوزيعات فلاحفاظ بها لغرض تمويل المشاريع الاستثمارية المربحة بصفة ذاتية قد يفسر من طرف السوق.

على أنه إشارة إيجابية - وليس سلبية كما تنص على ذلك نظرية الإشارات المالية - نحو استغلال الفرص المتاحة من طرف E ، وبالتالي تعاضل مركزها التنافس وهو الأمر الذي ينعكس إيجابيا على القيمة السوقية لأسهمها. خلاصة القول هو أن تفسير الإشارات المالية، لا بد أن يتم في ضوء الظروف المحيطة بالمؤسسة وفي ضوء المعلومات التي تحوز عليها الغدارة دون غيرها من المتعاملين في السوق المالية (Dermazo / p, 589) وتلجأ إدارة E إلى أسلوب الإشارات المالية في تبليغ المعلومات إلى المستثمرين المحتملين، لعدم وجود تكافؤ في المعلومات بين الطرفين Asymétrie d'information، ويتوقع أن يكون لدى الإدارة معلومات عن E أكثر مما هو متاح للمستثمرين المحتملين، غير أنها تخشى الإفصاح عنها صراحة لسببين رئيسيين:

- حتى لا تستفيد منها E_2 المنافسة، . Voir : Charreaux G/P : 183
- حتى لا تقع تحت طائلة القانون، إذا أعلنت عن توقعات مبشرة، ولم تتحقق تلك التوقعات بشكل يلحق الضرر بالمستثمرين المحتملين.

في ظل هذه القيود لا تجد E سبيلا سوى إبلاغ المستثمرين المحتملين بما تريده وذلك بطريق غير مباشر أحدهما زيادة نسبة القسائم الموزعة.⁵

ثانيا: الإشارات المالية والقيمة العادلة للسهم:

⁵- تتوقف مصداقية أسلوب الإشارات المالية على التكاليف المرتبطة بها (تكاليف مباشرة مثل : الإعلان عن إجراء توزيعات في الصحف ووسائل الإعلام ، وتكاليف غير مباشرة مثل التخلي عن استثمارات مربحة بسبب قلة الموارد المالية) وكلما ارتفعت تلك التكاليف كلما ازدادت مصداقية ذلك الأسلوب.

هناك تعارض بين نظرية $M \propto M^{\alpha}$ ، ونظرية أفضليات مصادر التمويل ف:

- فنظرية $M \propto M^{\alpha}$ تفضل المديونية كمصدر للتمويل بغرض الاستفادة من الوفورات الضريبية .
- بينما تفضل النظرية (2) مصادر التمويل حسب الترتيب الآتي :
- الاحتياطات .
- المديونية (اصدار سندات) .
- اصدار أسهم عادية .

ويرجع تفضيل التمويل الداخلي على إصدار أسهم إلى الأسباب الآتية :

- إضعاف مركز المساهمين القدامى داخل الجمعية العامة .
- ينطوي إصدار الأسهم على تكاليف إصدار ، عادة ما تكون أكبر من تكاليف إصدار السندات .
- يمكن أن يخضع إصدار الاسهم إلى تأثير منطق السوق المالية وهو انخفاض القيمة السوقية للسهم ، في حال ما إذا كان المحتوى المعلوماتي له يحمل إشارات Signals غير سارة للمستثمرين المحتملين ، كما سنتعرض إلى ذلك في نظرية عدم تماثل المعلومات .
- بالإضافة إلى ذلك ، هناك سبب آخر ينبذ فكرة الاعتماد على إصدار أسهم جديدة، وتقصد بذلك الإشارات المالية .

لنفرض ، بأنه بسبب عدم تكافؤ المعلومات ، فإن إدارة المؤسسة تدرك في الوقت الذي لا يدرك فيه المستثمرين أن القيمة السوقية للسهم العادي أقل مما ينبغي (Undervalued=sous – évalué) فهل يمكن للجمعية العامة أن تسعى لإصدار المزيد من الأسهم ؟ إذا ما فعلت تكون قد ساهمت ضمناً في انتقال الثروة من المساهمين الجدد ، طالما أن الإصدار الجديد من الأسهم سوف يباع بسعر أقل مما ينبغي لذا يصبح من المتوقع أن لا تقدم $\frac{M}{M}$ على مثل هذه الخطوة حتى لو ترتب على ذلك ضياع فرصة استثمارية مربحة .

والآن نفترض أن الإدارة تدرك أن سعر السهم مغال فيه (Over – valued sut évalué) في هذه الحالة ، سيعني إصدار أسهم جديدة عند هذا السعر المرتفع ، انتقال ضمناً للثروة من المساهمين الجدد إلى المساهمين القدامى ، وهو ما قد يعد في حد ذاته مشجعاً على قرار الإصدار ، ولما كان المستثمرون المحتملون يدركون ابتداءً أن إدارة $\frac{M}{M}$ تعمل في الأساس لخدمة المساهمين القدامى ، فإن تفسيرهم لقرار إصدار أسهم جديدة هو أنه يحقق مصالح المساهمين القدامى ، وهكذا يعد إصدار أسهم جديدة مؤشراً مالياً Signal لتكون القيمة السوقية لتلك الأسهم مغال فيها ، حتى لو لم يكن كذلك ، وفي ظل هذا الاعتقاد لن يسعى المستثمرون إلى شراء تلك الأسهم إلا بسعر أقل مما هي عليه، نفس الشيء يمكن أن يحدث لو أن الغدارة تدرك (دون أن يدرك المتعاملون في السوق) أن مستقبل $\frac{M}{M}$ غير مبشر ، هنا يتوقع أن تسعى لإصدار أسهم عادية لجلب المزيد من المستثمرين ليتحملوا جزء من الآثار السيئة المحتملة ، مما يخفف العبء على المساهمين الحاليين ، وهكذا يبدو أن إصدار أسهم جديدة ، يرتبط في أذهان المستثمرين المحتملين بفكرة استغلالهم لصالح المستثمرين الأصليين .

بل فحتى إذا كانت الإدارة تعتقد أن القيمة السوقية للسهم عادلة فليس من صالحها إصدار أسهم جديدة لماذا ؟ لأنه في ظل نقص المعلومات عند المستثمرين (Asynétrie d'information) مقارنة بما لدى الإدارة ، سوف يضل المستثمرون يفسرون قرار الإصدار على أنه نتيجة لكون القيمة السوقية للسهم مغال فيها ، وأن الإدارة تسعى لاستغلال المستثمرين

المحتملين لصالح المستثمرين القدامى ، وعلى ضوء هذا التفسير ، فلن يقبلوا شراء السهم بالسعر المعروض ، رغم أنه سعر عادل .

ثالثا : نظرية عدم تماثل المعلومات *Asymétrie d'information* وضع هذه النظرية كل من Stewart Myers و N.Majluf وقد توصلا إليها من التعارض المشار إليه سابقا بين نظرية $M \propto M$ وبين نظرية تفضيل مصادر التمويل ، ولوضع تلك النظرية أسقطا فرضيتين أساسيتين قامت عليهما نظرية $M \propto M$ وهما :

- تجانس المعلومات بين المستثمرين حول المستقبل .
- جميع المتعاملين في السوق المالية لهم نفس القدر من المعلومات .
- بعبارة أخرى ، افترض $Majluf \propto Myers$ بأن الغدرة قد يكون لديها معلومات بعبارة أخرى ، افترض $Majluf \propto Myers$

بأن الإدارة قد يكون لديها معلومات حول مخاطر وقيمة $\frac{E}{V}$ أكثر من تلك المتوفرة لدى المستثمرين ، وهو ما يسمى بـ: عدم تكافؤ المعلومات *Asymétrie d'information* مما يؤدي إلى ان إصدار أسهم عادية هو قرار غالبا ما ينتهي في غير صالح المساهمين الحاليين.

المراجع باللغة العربية:

1. الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر (2006)، الطبعة السادسة، الناشر: المكتب العربي الحديث، مصر.
2. الفكر الحديث في الإستثمار (2004)، الطبعة الثانية، الناشر: منشأة المعارف، مصر.
3. الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات (2005)، الطبعة الثانية، الناشر: منشأة المعارف، مصر.
4. الأوراق المالية وأسواق المال (2006)، الناشر: منشأة المعارف، مصر.
5. أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية (1999)، الناشر: منشأة المعارف، مصر.

المراجع باللغة الأجنبية:

2. BERK Jonathan & DEMARZO Peter (2008), Finance d'entreprise, Pearson Education France.
3. BODIE Zvi & MERTON Robert (2007), Finance, 2^e édition, Pearson Education France.
4. BREALEY Richard & MYERS Stewart & FRANKLIN Allen (2006), Principes de gestion financière, 8^e édition, Pearson Education France. (Voir aussi : BREALEY Richard & MYERS Stewart & FRANKLIN Allen (2006), Principes de gestion financière : Corrigés des exercices).
5. VERNIMMEN Pierre (2009), Finance d'entreprise, 7^e édition par Pascal QUIRY et Yann LE FUR, Dalloz, Paris.
6. ROSS Stephen & WESTERFIELD Randolph & JAFFE Jeffrey (2005 pour la traduction française), Finance Corporate, 6^e édition, Dunod, Paris.