

سياسة توزيع
الأرباح على
المساهمين

**DIVIDEND
POLICY**

الفصل التاسع عشر

سياسة توزيع الأرباح على المساهمين

DIVIDEND POLICY

مقدمة

يبحث هذا الفصل سياسة توزيع الأرباح على المساهمين Dividend Policy التي تعتبر أحد أهم السياسات التمويلية في الشركة نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاساتها على سعر السهم في السوق. تتعلق سياسة توزيع الأرباح بقرار تقسيم أرباح الشركة الصافية ما بين أرباح موزعة على المساهمين Dividends وأرباح محتجزة Retained Earnings. وبالطبع فإن لكل من هذين الاستخدامين لأرباح الشركة ضروراته وأهميته الخاصة. فالأرباح المحتجزة هي أحد مصدري التمويل بالملكية، وهي أرخص بكثير من إصدار الأسهم العادية كما تبين في الفصل السابق. كذلك فإن الأرباح المحتجزة قد تكون مصدر التمويل الوحيد بالملكية إذا كانت الشركة تعمل في اقتصاد لا توجد فيه أسواق مالية، أو أن الشركة مملوكة من عدد قليل من الأفراد ولا توجد لديهم رغبة بإدخال مساهمين جدد معهم، أو أن الشركة صغيرة وجديدة وأن إمكانيات دخولها الأسواق المالية للتمويل ما زالت محدودة. إن التمويل بالأرباح المحتجزة يعني ضمناً أن لدى الشركة استثمارات رابحة، وأن هذه الاستثمارات سينتج عنها أرباح أعلى في المستقبل. أي أنه توجد لدى الشركة آفاق للنمو وأنها تمول هذا النمو باحتجاز الأرباح، الأمر الذي ينعكس إيجابياً على سعر السهم في السوق.

أما الأرباح الموزعة فتتمثل التدفق النقدي الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم في أسهم الشركة التي يحملونها. إن هذه الأرباح الموزعة تمثل دخلاً جاريًا ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على استهلاكهم الجاري من السلع والخدمات. لذلك فإن مستوى الأرباح الموزعة وتغيرها له تأثير مباشر على سعر السهم في السوق. يستنتج من ذلك أن قرار توزيع الأرباح على المساهمين يعتبر واحداً من أهم قرارات السياسة التمويلية في الشركة، كما أن الوجه الآخر لهذا القرار، أي احتجاز الأرباح، يرتبط بقرارات الاستثمار والتمويل في الشركة.

نظرية توزيع الأرباح على المساهمين Dividend Theory

تعتمد نظرية الأرباح الموزعة في جوهرها على أن المساهمين يفضلون بأن تقوم الشركة باحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها في الشركة إذا كان العائد على استثمارات الشركة يفوق العائد الذي يستطيع المساهم أن يحققه لنفسه من إعادة استثمار الأرباح الموزعة في أدوات استثمار من ذات فئة خطر الاستثمار في أسهم الشركة. إن العائد الذي يستطيع المساهم أن يحققه لنفسه من استثمار الأرباح الموزعة يساوي إلى العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم الشركة K_e بعد الأخذ بعين الاعتبار النقص في الأرباح الموزعة الناتج عن دفع ضريبة الدخل الفردية وعمولة وسطاء البورصة، وهو يساوي إلى تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة K_r . بكلام آخر، إن نظرية الأرباح الموزعة تقول إن المساهمين يفضلون بأن تقوم الشركة باحتجاز الأرباح إذا كان العائد على استثمارات الشركة r يفوق تكلفة التمويل باحتجاز الأرباح K_r ، أي إذا كان

$$R > K_r$$

هذا يعني أن الشركة لن توزع أرباحاً على المساهمين إلا بعد أن تكون قد مولت كافة فرص الاستثمار الربحية المتاحة لها. بكلام آخر تستطيع الشركة أن توزع على المساهمين فقط الأرباح المتبقية بعد احتجاز ما يلزمها لتمويل استثماراتها، وتدعى هذه بنظرية المتبقي للأرباح الموزعة Residual Theory of Dividends. إن هذا يؤدي إلى نتيجة هامة جداً وهي أن الأرباح الموزعة ستتقلب بحدّة من سنة إلى أخرى بحسب مشاريع الاستثمار الربحية المتاحة للشركة وحجم الأرباح المحققة في كل سنة، وهو ما قد يتناقض مع سياسات توزيع الأرباح على المساهمين الملاحظة في الواقع والتي تعتمد مبدأ المحافظة على استقرار الأرباح الموزعة. ولعلّه من المفيد لفهم نظرية المتبقي للأرباح الموزعة وعلاقتها بقراري الاستثمار وهيكل الرأسمال وبتكلفة الرأسمال في الشركة أن يتم إيضاح ذلك باستعمال مثال رقمي.

مثال رقمي:

يوجد لدى شركة معاصر الزيتون الساحلية أرباحاً صافية هذا العام تبلغ ٦٠ مليون دينار. وتعرف إدارة الشركة من الخبرة والاتصالات المستمرة مع مؤسسات التمويل في

الأسواق المالية أن هيكل الرأسمال الأمثل للشركة يقتضي المحافظة على نسبة دين إلى إجمالي الموجودات تساوي إلى ٥٠ بالمئة. هذا يعني أن الشركة تستطيع أن تستثمر حتى الـ ١٢٠ مليون دينار (٦٠ ÷ ٥٠, ٠) مع بقاء التكلفة الحدية للرأسمال ثابتة عند ١٥ بالمئة مثلاً، وتمول هذا الاستثمار بـ ٦٠ مليون من الاقتراض وبـ ٦٠ مليون من الأرباح المحتجزة. ولنحلل الآن تأثير نظرية المتبقي للأرباح الموزعة على الأرباح الموزعة، معدل توزيع الأرباح (d) Dividend Payout Rate، ومعدل احتجاز الأرباح (b) Retention Rate.

لنفترض أولاً أن لدى الشركة مشاريع استثمار رأسمالي رابحة تبلغ قيمتها ٣٥ مليون دينار. وبتطبيق نسبة المديونية المثلى البالغة ٥٠ بالمئة يتبين أن الشركة تستطيع أن تمول استثماراتها بـ ١٧,٥ مليون دينار من الدين و ١٧,٥ مليون دينار من الملكية يتم الحصول عليها باحتجاز جزء من الأرباح الصافية، مما يقي على ٤٢,٥ مليون دينار (٦٠ - ١٧,٥) أرباحاً موزعة على المساهمين. هذا يعني أن معدل توزيع الأرباح (d) يساوي إلى ٧١ بالمئة (٤٢,٥ ÷ ٦٠)، وأن معدل احتجاز الأرباح (b) يساوي الـ ٢٩ بالمئة (١ - ٧١,٠).

أما إذا كانت المشاريع الاستثمارية الرابحة المتاحة للشركة تبلغ قيمتها ٨٥ مليون دينار، فإنه يمكن تمويلها بـ ٤٢,٥ مليون دينار من الاقتراض و ٤٢,٥ مليون دينار من الملكية تؤخذ من أرباح الشركة، مما يقي على مبلغ ١٧,٥ مليون دينار كأرباح يمكن توزيعها على المساهمين. أي أن معدل توزيع الأرباح ينخفض إلى ٢٩ بالمئة، بينما يرتفع معدل احتجاز الأرباح إلى ٧١ بالمئة. وأخيراً بافتراض أن لدى الشركة مشاريع استثمارية رابحة متاحة تبلغ قيمتها ١٣٠ مليون دينار. ولتمويل هذه الاستثمارات يجب على الشركة أن تقترض ما قيمته ٦٥ مليون دينار (٥٠ بالمئة) وأن تحتجز كامل أرباحها الـ ٦٠ مليون دينار بالإضافة إلى إصدار أسهم عادية بقيمة ٥ مليون دينار لتكملة احتياجات التمويل بالملكية. يتبين من هذه الحالة أن معدل توزيع الأرباح ينعدم ويصبح مساوياً إلى الصفر بينما يزداد معدل احتجاز الأرباح إلى واحد (مئة بالمئة).

يلاحظ بوضوح من هذا المثال أن نظرية المتبقي للأرباح الموزعة تؤدي إلى وجود قدر كبير من عدم الاستقرار في حجم الأرباح الموزعة على المساهمين وفي معدل توزيع الأرباح من سنة إلى أخرى. إن هذا قد يتضارب مع رغبات المساهمين في الحصول على أرباح موزعة تنمو باستمرار، ومع سياسات الشركات في الحياة العملية والتي تميل نحو

اتباع سياسة توزيع أرباح ثابتة. ومن الممكن التغلب على هذا التضارب بعدم لجوء الشركة لتخفيض أرباحها الموزعة على المساهمين وبتحويل استثماراتها بنسبة أكبر من الدين، أي تجاوز نسبة المديونية المثلى في سنة ما، على أن تحاول العودة إلى هذه النسبة في السنة اللاحقة. أما إذا استمرت الشركة في الاقتراض للمحافظة على الأرباح الموزعة سنة بعد أخرى، فإنها ستجد نفسها مضطرة في النهاية إلى أن تحتجز من أرباحها بنسب مرتفعة و/أو أن تصدر أسهماً عادية لإعادة التوازن لهيكل رأسمالها.

سياسات توزيع الأرباح في الواقع

هناك الكثير من الأدلة المبنية على دراسات اختبارية التي توضح بأن شركات الأعمال تميل في الواقع نحو اتباع سياسة أرباح موزعة مستقرة Stable Dividend Policy. وتتمثل هذه السياسة بأن تقوم الشركة بدفع أرباح موزعة ذات قيمة مستقرة بالدينار Stable Dinar Amount Dividends، وتسمح لمعدل توزيع الأرباح بالتقلب تبعاً لتغير أرباح الشركة. إن سياسة توزيع الأرباح المستقرة تعني بأن الشركة لن تعتمد إلى زيادة الأرباح الموزعة على المساهمين كلما ازدادت أرباح الشركة، لأن هذا يعني التزاماً ضمناً من إدارة الشركة بالمحافظة على هذا المستوى الأعلى من الأرباح الموزعة الذي قد لا تبرره احتمالات انخفاض أرباح الشركة مستقبلاً. بالتحديد إن الشركات عادة لا تزيد الأرباح الموزعة على المساهمين إلا إذا كانت تعتقد بأن الزيادات في الأرباح الصافية للشركة تعبر عن مستوى جديد للربحية من الممكن الاستمرار في تحقيقه. كذلك فإن سياسة توزيع الأرباح المستقرة تعني بأن الشركة لن تعتمد إلى خفض الأرباح الموزعة كلما انخفضت أرباح الشركة. فالشركة قد تنخفض أرباحها في سنة ما، أو أنها قد تمنى بخسارة، لكنها قد تستمر بتوزيع الأرباح على المساهمين بالقيمة المعتادة. أي أن الشركات تتردد في تخفيض أرباحها الموزعة، إلا إذا كانت الإدارة تعتقد بأن الانخفاض في مستوى أرباح الشركة ناتج عن أسباب جوهرية تتعلق بالوضع الاقتصادي العام، أو بوضع الصناعة، أو بمقدرة الشركة على المنافسة في سوق الصناعة، وأنه سيستمر في المستقبل المنظور. في مثل هذه الحالة قد تعتمد إدارة الشركة إلى تخفيض الأرباح الموزعة. يستنتج من ذلك أن التغير في الأرباح الموزعة يحدث بعد فترة تأخير Lag وراء التغير في الأرباح الصافية للشركة.

وقد يطرح السؤال لماذا تتبع الشركات في الواقع سياسة توزيع أرباح مستقرة؟ والإجابة عن ذلك تكمن في الاعتقاد بأن المساهمين عامة يفضلون ذلك ، وبالتالي فإن لهذه السياسة تأثيراً إيجابياً على سعر سهم الشركة في السوق . أما لماذا يفضل المساهمون والمستثمرون بصورة عامة الشركات التي تقوم بتوزيع أرباح مستقرة فيعود لعدة أسباب لعل أهمها هو الآتي . أولاً: يعتبر المستثمرون أن تيار الأرباح الموزعة المستقرة أقل خطراً من تيار الأرباح الموزعة المتقلب ، وبالتالي فإنهم مستعدون لأن يطلبوا عائداً أقل على الاستثمار في سهم يوزع أرباحاً مستقرة من العائد المطلوب على الاستثمار في سهم تتقلب الأرباح الموزعة عليه بحدّة . إن العائد الأدنى المطلوب على الاستثمار يعني أن معدل خصم الأرباح الموزعة أقل ، وبالتالي فإن سعر السهم الذي يوزع أرباحاً مستقرة يكون أعلى من سعر السهم الذي يوزع أرباحاً متقلبة . وهذا يعني أيضاً أن تكلفة التمويل بالملكية تكون أدنى للشركة نظراً لانخفاض العائد المطلوب K_E وارتفاع سعر السهم في السوق . ويعود السبب الثاني لتفضيل المساهمين للأرباح الموزعة المستقرة إلى أن الكثيرين من هؤلاء يستثمرون في الأسهم للحصول على إيرادات منتظمة ومتنامية من الأرباح الموزعة تدعم دخلهم الجاري للارتقاء إلى و/أو المحافظة على مستوى معيشي مرغوب به . إن مثل هؤلاء المساهمين قد يصابون بخيبة أمل كبيرة إذا لم يحصلوا على الأقل على أرباح موزعة مساوية إلى ما تلقوه في العام السابق ، لأن ذلك قد يؤدي إلى تخفيض مستواهم المعيشي . وإذا استمر عدم الاستقرار في سياسة توزيع الأرباح للشركة ، فإن هؤلاء المساهمين قد يعمدون للتخلص من أسهم الشركة التي يحملونها ، ما قد يؤدي إلى تدهور سعر السهم في السوق .

هناك ثلاث نقاط هامة متعلقة برغبة المستثمرين في الحصول على إيرادات منتظمة من الأرباح الموزعة لدعم دخلهم الجاري يتوجب الإشارة إليها وبحسبها . أولاً: رب قائل بأن المستثمرين يجب أن لا يتأثروا إذا عمدت الشركة إلى زيادة نسبة الأرباح المحتجزة في سنة ما لتمويل استثماراتها الرابحة وخفضت الأرباح الموزعة على المساهمين ، أو إذا لم توزع أية أرباح على الإطلاق في تلك السنة . والسبب الذي يعطي لذلك هو أن وجود الاستثمارات الجديدة الرابحة لدى الشركة وكون الشركة تنفذ هذه الاستثمارات وتمولها من أرباحها يجب أن ينعكس إيجابياً على سعر السهم في السوق فيتحسن بتوقع مستوى أعلى من الأرباح الموزعة مستقبلاً . في هذه الحالة يستطيع المساهم الذي انخفضت إيراداته من

الأرباح الموزعة (أو انعدمت لتلك السنة) بأن يعوض ذلك ببيع جزء من أسهمه التي تحسن سعرها يعادل الأرباح الموزعة المتوقعة التي لم تقم الشركة بدفعها له. والحجة التي تساق في هذا الصدد هي أنه لا فرق لدى المساهم بين الحصول على إيرادات الاستثمار في الأسهم بشكل أرباح موزعة أو بشكل أرباح رأسمالية ناتجة عن بيع جزء من أسهمه. لكن هذه الحجة لا تأخذ بعين الاعتبار أن بيع الأسهم يكبد المساهم عمولات وساطة تخفض من ربحه الصافي، كما أن هناك نزعة لدى المساهمين عادة نحو تجنب بيع الأسهم التي يحملونها لأنهم يعتبرون ذلك عملية تسييل واستهلاك لرأسمالهم، وهو شيء غير مستحب.

إن النقطة الهامة الثانية التي يجب بحثها في مجال رغبة المستثمرين في الحصول على إيرادات منتظمة من الأرباح الموزعة لدعم دخلهم الجاري هي أن المساهمين ينظرون إلى التغير في الأرباح الموزعة على أنه يحمل في طياته معلومات حول الآفاق المستقبلية للشركة. فإذا عمدت الشركة إلى زيادة الأرباح الموزعة، فإن ذلك يفسر من قبل المساهمين على أنه رسالة من إدارة الشركة بأن ربحية الشركة سترتقي إلى مستويات أعلى في المستقبل. أما إذا عمدت الشركة لتخفيض الأرباح الموزعة، فإن المساهمين قد يفسرون ذلك على أنه إشارة من إدارة الشركة إلى أن امكانيات الربح المستقبلية للشركة ستتدنّى. إن هذا يدعى المعلومات الضمنية للتغير في الأرباح الموزعة Information Content of Dividends. لذلك فإن الشركات تحرص على عدم اجراء أي تغيير في الأرباح الموزعة قد يساء فهمه من قبل المساهمين وبالتالي يؤدي إلى انعكاسات سلبية على سعر السهم في السوق.

أما النقطة الهامة الثالثة المتعلقة برغبة المساهمين بالحصول على أرباح موزعة مستقرة فهي أن الشركات تقرر سياسة توزيع الأرباح التي تتناسب مع أوضاعها من حيث معدلات نمو هذه الشركات، احتياجاتها للتمويل، الأعراف المتبعة في صناعة الشركة حول توزيع الأرباح، وسطي ضريبة دخل المساهمين في الشركة... الخ، وتستمر في تطبيق هذه السياسة. وعلى ضوء ذلك ستكون هناك شركات تدفع أرباحاً موزعة عالية، وشركات تدفع أرباحاً موزعة معتدلة، وأخرى تدفع أرباحاً موزعة منخفضة. وما على المستثمر إلا أن يختار أسهم الشركة التي تتناسب سياستها في توزيع الأرباح مع تفضيلاته. إن هذه النظرية تقول إن الشركات تلائم سياستها في توزيعها للأرباح لتناسب رغبات فئات معينة

من المستثمرين وهو ما يدعى نظرية الزبائن للأرباح الموزعة Clientale Theory of Dividends .

بالإضافة إلى توزيع أرباح ذات قيمة مستقرة بالدينار، هناك سياستان أخريان لتوزيع الأرباح تستطيع الشركة أن تختار من بينها. فباستطاعة الشركة اتباع سياسة توزيع أرباح على المساهمين تعتمد معدل توزيع أرباح ثابت (٥٠ بالمئة بحيث تحتجز الشركة نصف أرباحها وتوزع النصف الآخر على المساهمين). إن اتباع مثل هذه السياسة يؤدي إلى تقلب قيمة الأرباح الموزعة بالدينار من سنة إلى أخرى تبعاً لتغير الأرباح التي تحققها الشركة. لذلك فإن هذه السياسة قد لا تنسجم مع هدف تأمين الاستقرار في الأرباح الموزعة للاستفادة من الانعكاسات الايجابية على سعر السهم في السوق.

أما سياسة توزيع الأرباح البديلة الثانية فتركز على أن تقوم الشركة بتوزيع حد أدنى من الأرباح بشكل منتظم وثابت على المساهمين مرتين أو أكثر في السنة (ربعياً على الأكثر)، وأن توزع أرباحاً إضافية في نهاية السنة إذا كانت نتائج أعمال الشركة تسمح بذلك. إن هذه السياسة تؤمن للمساهم الحد الأدنى المطلوب المتوقع من الأرباح الموزعة من جهة، وتعطي إدارة الشركة مرونة في سياسة توزيع الأرباح من جهة ثانية. فإذا حدث ووزعت الشركة أرباحاً إضافية غير متوقعة في نهاية السنة، فإن ذلك سيكون له أثر إيجابي على المساهمين بحيث يصبحون أكثر تعلقاً بسهم الشركة مما يؤدي إلى تحسن سعره في السوق.

ولعلّه من الضروري الإشارة هنا إلى أن الكثير من الشركات المساهمة في بلادنا العربية تتبع سياسة توزيع أرباح على المساهمين يعبر عنها كنسبة (١٠ بالمئة مثلاً) من القيمة الإسمية للرأسمال المدفوع (الأسهم العادية). وتزداد هذه النسبة (أو تنقص) إذا أرادت إدارة الشركة أن تزيد (أو تنقص) الأرباح الموزعة، حيث أن القيمة الإسمية للرأسمال تبقى ثابتة دوماً. وقد تعتمد الشركات أحياناً إلى تقسيم هذه النسبة إلى نسبتين، الأولى (٥ بالمئة مثلاً من القيمة الإسمية للرأسمال) منتظمة بالإضافة إلى أي نسبة أخرى تقررها إدارة الشركة على ضوء الأرباح المحققة في كل عام. ولعلّه من المفيد هنا إيضاح هذه السياسة بمثال رقمي من الواقع.

مثال رقمي:

فيما يلي تقرير توزيع الأرباح لشركة اسمنت اليمامة المحدودة لعام ١٩٩٥.

صافي الربح	١١٠,٠٠	مليون دينار
يخصم: مخصص الزكاة الشرعية	٢,٧	
رصيد	١٠٧,٣	
يخصم: احتياطي بواقع ١٠ بالمئة على صافي الربح	١١	
رصيد	٩٦,٣	
يخصم: احتياطي توسعات	٢٥,٠	
رصيد	٧١,٣	
يخصم: حصة اولى للمساهمين بواقع ٥ بالمئة على رأس المال المدفوع البالغ ٧٥٠ مليون دينار.	٣٧,٥	
رصيد	٣٣,٨	
يخصم: مكافآت أعضاء مجلس الإدارة	١,٢	
رصيد	٣٢,٦	
يضاف: الأرباح المرحلة من العام الماضي بعد التوزيعات	٥,٣	
رصيد	٣٧,٩	
يخصم: حصة اضافية للمساهمين بواقع ٥ بالمئة على رأس المال المدفوع البالغ ٧٥٠ مليون دينار	٣٧,٥	
الباقى: ويرحل للعام القادم	٠,٤	

يلاحظ من هذا المثال وجود توزيعين للأرباح على المساهمين بواقع ٥ بالمئة من الرأسمال المدفوع لكل منهما، أو ما مجموعه ٧٥ مليون دينار.

إن سياسة توزيع الأرباح كنسبة من القيمة الاسمية للرأسمال قد تسبب شيئاً من الالتباس أو الضياع للمساهمين بالاضافة إلى أنها مضللة. فالتعبير عن الأرباح الموزعة كنسبة من القيمة الاسمية للسهم لا تمثل عائد الربح الموزع (أي الربح الموزع للسهم مقسماً على سعر السهم في السوق) ولا تمثل معدل توزيع الأرباح (أي الأرباح الموزعة للسهم مقسمة

على الأرباح بالسهم). كذلك إذا كانت هذه النسبة عالية، وغالباً ما تكون كذلك لأن القيمة الإسمية للسهم تبقى ثابتة دوماً ولا تتغير (١٠ دينار مثلاً)، فإنها توهم المساهم بأنه يحقق عائداً مرتفعاً على السهم. وهذا نوع من التضليل إذا كان المساهم قد اشترى السهم من السوق بأكثر من قيمته الإسمية (٥٠ ديناراً مثلاً). وللإيضاح أكثر لنفترض أن الأرباح الموزعة بالسهم تساوي إلى ٢ دينار، فتكون نسبة الربح الموزع إلى القيمة الإسمية للسهم ٢٠ بالمئة (٢ ÷ ١٠)، بينما لا يتجاوز عائد الربح الموزع الـ ٤ بالمئة (٢ ÷ ٥٠)، وما أوسع الفارق بين النسبتين والبالغ ١٦ بالمئة. لذلك لا ينصح باستعمال هذه الطريقة، ويقترح على الإدارة التمويلية في الشركات اختيار واحد من السياسات الثلاث المبسوثة أعلاه.

اجراءات توزيع الأرباح

في الشركات المساهمة يقوم مجلس إدارة الشركة باقتراح تحديد الأرباح الموزعة على ضوء تقييمه لأداء الشركة الحالي والمتوقع. وعادة لا تتغير قيمة الأرباح الموزعة كثيراً عن السابق إلا إذا كانت هناك دلائل تشير إلى تحسن (أو تدني) جوهري في ربحية الشركة، وأنه سيستمر في المستقبل. أما الاجراءات المتبعة في توزيع الأرباح على المساهمين فهي مبنية على أربعة تواريخ هامة هي: موعد الاعلان عن توزيع الأرباح Declaration Date، موعد فقدان حق الأرباح الموزعة في السهم Ex-dividend Date، موعد أسماء المساهمين في السجلات Record Date، وموعد الدفع. وسنبوئ هذه المواعيد بالتفصيل باستعمال مثال افتراضي.

لنفترض أن مجلس إدارة شركة الأعلاف العربية يجتمع في ١٥ شباط ويعلن في ذلك التاريخ عن توزيع أرباح تدفع للمساهمين الواردة أسماءهم في سجلات الشركة بتاريخ ١٥ آذار. وفي هذا التاريخ تقوم الشركة بإعداد لوائح من واقع سجلات الأسهم بأسماء المساهمين الذين يحق لهم استلام الأرباح الموزعة المعلن عنها. كذلك فإن معظم بورصات الأسهم تتطلب أربعة أيام عمل قبل تاريخ أسماء المساهمين في السجلات لتفسح المجال أمام عمليات نقل ملكية الأسهم Transfer of Stock Ownership. إن اليوم الذي تبدأ فيه فترة الأيام الأربعة هذه أي ١١ آذار في مثالنا يدعى موعد فقدان حق الأرباح الموزعة في السهم. فإذا قام مستثمر بشراء السهم قبل ١١ آذار فإن ذلك يعطيه حقاً في الأرباح

الموزعة المعلنة للسهم . أما إذا تم شراء السهم يوم ١١ آذار أو بعده فإن المستثمر يفقد حقه في الأرباح الموزعة المعلنة للسهم . ويكون موعد دفع الأرباح الموزعة فعلياً للمساهمين ٢ - ٤ أسابيع بعد موعد أسماء المساهمين في السجلات ، أي ١٥ نيسان في مثالنا . إن هذه الاجراءات قد تختلف قليلاً من بلد إلى آخر ، لكن ما تم بحثه يعطي فكرة أساسية عن طبيعة اجراءات توزيع الأرباح بصورة عامة .

المؤثرات العملية على سياسة توزيع الأرباح

من الناحية العملية هناك عدة عوامل يجب أن تأخذها إدارة الشركة بعين الاعتبار في تقرير سياسة توزيع الأرباح . سيقدم هذا القسم بعض أهم هذه العوامل ويحلل تأثيرها على الأرباح الموزعة على المساهمين .

التشريعات القانونية

تخضع الشركات لأنظمة وقوانين البلد الذي تعمل فيه . إن بعض هذه القوانين ينظم توزيع (أو احتجاز) الأرباح . فمن المتعارف عليه مثلاً أن الشركة لا يمكنها استعمال رأسمالها المدفوع لدفع أرباح إلى المساهمين وذلك للمحافظة على هذا الرأسمال من التآكل مع الزمن . هذا يعني أن الأرباح الموزعة يمكن أن تدفع من الأرباح الجارية أو المحتجزة للشركة . أي أنه يجب على الشركة أن تحقق أرباحاً قبل توزيع أي أرباح على المساهمين . كذلك لا يسمح للشركة عادة بأن توزع أرباحاً إلى المساهمين إذا كانت فاقدة لملائتها المالية ومشرفة على الإفلاس (مطلوبات الشركة تفوق موجوداتها) . إن دفع أرباح موزعة في هذه الحالة قد يتدخل في أفضلية مطالبة المقرضين بحقوقهم في موجودات الشركة .

في بعض البلاد العربية تلزم قوانين الشركات المساهمة الشركة بالاحتفاظ باحتياطي الزامي بنسبة ١٠ بالمئة من الأرباح الصافية . وفي بلد عربي آخر تتطلب تنظيمات السلطات النقدية من المصارف التجارية العاملة في ذلك البلد أن تحتجز ٢٥ بالمئة من الأرباح الصافية كل سنة في حساب احتياطي خاص إلى أن تصبح قيمة هذا الاحتياطي مساوية لقيمة الرأسمال المدفوع للمصرف . إن هذه الأنظمة والقوانين تحد من حرية مجلس إدارة الشركة في تقرير حجم الأرباح الموزعة التي ستدفعها الشركة إلى المساهمين .

توفر السيولة

يتطلب توزيع الأرباح على المساهمين توفر السيولة النقدية لدى الشركة وقد تكون الشركة رابحة بالفعل وحققت أرباحاً وفيرة على مر السنين، لكن هذه الأرباح قد احتجزت واستعملت لتمويل موجودات الشركة، أي أنه لا توجد سيولة نقدية لدى الشركة لدفع أرباح موزعة. إن الشركات التي تنمو بمعدلات عالية وتستعمل كافة مصادر التمويل المتاحة لها لتمويل التوسع، تعاني عادة من ضائقة في السيولة. كذلك فإن معظم الشركات تعاني من ضائقة سيولة أيضاً في مراحل الكساد الاقتصادي نظراً لانخفاض المبيعات والأرباح أساساً ولتخلف الزبائن عن التسديد في المواعيد المحددة. وإذا ما واجهت الشركة ضائقة في السيولة النقدية فإن هذا يحد من مقدرتها على دفع الأرباح الموزعة النقدية Cash Dividends.

تقييدات اتفاقيات القروض

من الممكن أن تضع اتفاقيات القروض التي تأخذها الشركة قيوداً على حرية الإدارة في اتخاذ قرار توزيع الأرباح. لعل أول ما يتبادر إلى الذهن هنا أن على الشركة أن تلتزم بجدول تسديد القرض وبالتالي فإن الأرباح الصافية للشركة يجب أن تستعمل أولاً لتسديد أقساط القرض المستحقة. وقد تلزم اتفاقية القرض الشركة بعدم توزيع أي أرباح على المساهمين من الأرباح التي تحقّقها الشركة بعد أخذ القرض. كذلك قد تحظر اتفاقية القرض على الشركة توزيع أرباح على المساهمين إذا انخفضت الرأسمال العامل عن مستوى معين.

معدلات نمو الشركة

لعلّه من الطبيعي أن تحتاج الشركات التي تنمو بمعدلات سريعة إلى تمويل كبير لمواجهة احتياجات التوسع. وستعتمد مثل هذه الشركات للاستفادة من كافة مصادر التمويل بالدين وبالملكية المتاحة. هذا يعني أن هذه الشركات ستعتمد إلى حد كبير على احتجاز الأرباح لتوفير احتياجات التمويل بالملكية. أي أن مثل هذه الشركات لن تكون ميالة نحو توزيع أرباح كبيرة على المساهمين.

استقرارية أرباح الشركة

رأينا فيما سبق أن معظم الشركات ترغب باتباع سياسة توزيع أرباح مستقرة. فإذا كانت أرباح الشركة متقلبة وتتغير بشكل كبير من سنة إلى أخرى، فإن مجلس الإدارة قد يتجه نحو احتجاز نسبة عالية من الأرباح في الشركة تحسباً للمستقبل. فإذا انخفضت الأرباح في سنوات لاحقة يكون لدى الشركة أرباح محتجزة كافية تمكنها من المحافظة على مستوى الأرباح الموزعة على المساهمين. أما إذا كانت أرباح الشركة تتميز بالاستقرار، فإن الإدارة قد تكون مستعدة لدفع أرباح موزعة على المساهمين، لأن هناك ثقة كبيرة بأن أرباح الشركة في العام اللاحق لن تكون أدنى منها في العام الحالي.

تفضيلات المساهمين الحاليين

تلعب تفضيلات المساهمين الحاليين للشركة دوراً هاماً في تحديد سياسة توزيع الأرباح. ففي الشركات التي تنحصر ملكيتها في مجموعة صغيرة من الأفراد، يكون هناك اتجاه واضح نحو احتجاز نسبة كبيرة من الأرباح وتوزيع نسبة صغيرة على المساهمين، وذلك لسببين على الأقل. السبب الأول هو أن المساهمين الحاليين قد يفضلون تأمين احتياجات التمويل بالملكية من طريق احتجاز الأرباح عوضاً من إصدار أسهم جديدة حتى لا يخسروا سيطرتهم على الشركة بدخول مساهمين جدد، ولتجنبوا الانحلال في الأرباح التي قد ينتج عن زيادة عدد الأسهم. والسبب الثاني له علاقة بالضرائب واختلاف معدلاتها ما بين ضريبة الدخل وضريبة الربح الرأسمالي. فإذا كان وسطي معدل ضريبة الدخل للمساهمين الحاليين مرتفعاً، فإنهم قد يفضلون احتجاز الأرباح وأخذ عائداتهم بشكل ربح رأسمالي لأنه يخضع لمعدل ضريبة أقل.

استطاعة الشركة على دخول الأسواق المالية

تعاني الشركات الصغيرة والجديدة من استطاعة محدودة على الاقتراض وعلى التمويل بإصدار أسهم. والسبب أن هذه الشركات لا تكون معروفة جيداً من قبل المصارف أو من قبل المستثمرين في الأسواق المالية مما يؤدي إلى بطء تداول سنداتهم وأسهمهم. لذلك تعتمد مثل هذه الشركات على الأرباح المحتجزة كمصدر التمويل بالملكية الرئيسي، ويكون لديها اتجاه نحو احتجاز نسبة كبيرة من الأرباح بالمقارنة مع الشركات الكبيرة والقديمة التي توزع نسب أرباح أكبر على المساهمين.

الأرباح الموزعة بشكل أسهم (أسهم المنحة) Stock Dividends

تعتمد الشركات أحياناً إلى توزيع أرباح على المساهمين بشكل أسهم عادية إضافية Stock Dividends وتدعى أيضاً أسهم منحة. ويتطلب ذلك إعادة هيكلة لحقوق المساهمين Stockholders Equity من دون أن يطرأ أي تغيير على إجمالي قيمة الحساب، أو على حصة المساهمة لأي من المساهمين. ولعلّ أحسن طريقة لفهم عملية الأرباح الموزعة بشكل أسهم (أسهم المنحة) هو ايضاحها باستعمال مثال رقمي.

مثال رقمي:

يتألف هيكل حقوق المساهمين لشركة الكونسرو الحديثة قبل توزيع أرباح بشكل أسهم من الحسابات التالية:

(ألف دينار)

٥,٠٠٠

٢,٠٠٠

٩,٠٠٠

١٦,٠٠٠

أسهم عادية (١٠ دينار قيمة اسمية، ٥٠٠ ألف سهم)

علاوة اصدار

أرباح محتجزة

اجمالي حقوق المساهمين

لنفترض أن الشركة تدفع ٥ بالمئة أرباحاً موزعة بشكل أسهم، وأن السهم يباع في السوق بـ ٥٠ ديناراً، ولنرى تأثير ذلك على هيكل حقوق المساهمين وعلى سعر السهم في السوق.

إن ٥ بالمئة أرباح موزعة بشكل أسهم تعني أن على الشركة أن تصدر ٢٥,٠٠٠ سهم جديد (٥٪ × ٥٠٠,٠٠٠) تبلغ قيمتها السوقية ١,٢٥٠,٠٠٠ دينار. ويجب أن يقتطع هذا المبلغ من حساب الأرباح المحتجزة ويوزع على حسابي الأسهم العادية وعلاوة الاصدار، بحيث تضاف إلى حساب الأسهم العادية القيمة الإسمية للأسهم الصادرة والبالغة ٢٥٠,٠٠٠ دينار (٢٥,٠٠٠ سهم × ١٠ دينار)، ويضاف إلى حساب علاوة الإصدار الفارق بين سعر السهم في السوق وقيمه الإسمية مضروباً بعدد الأسهم الجديدة المصدرة والبالغة قيمته ١,٠٠٠,٠٠٠ دينار [٢٥,٠٠٠ سهم × (١٠ - ٥٠) دينار]. وبذلك يصبح هيكل حقوق المساهمين كما يلي:

(ألف دينار)	
٥,٢٥٠	أسهم عادية (١٠ دينار قيمة اسمية، ٥٢٥ ألف سهم)
٣,٠٠٠	علاوة اصدار
٧,٧٥٠	أرباح محتجزة
<u>١٦,٠٠٠</u>	اجمالي حقوق المساهمين

يلاحظ مما تقدم أن العملية هي عبارة عن إعادة هيكلة لحقوق المساهمين بتحويل مبالغ من حساب الأرباح المحتجزة إلى حسابي الأسهم العادية وعلاوة الإصدار دون أي تغيير في القيمة الاجمالية أو في حصة ملكية المساهم. ولعلّه من الضروري جداً التشديد على أن وجود احتياطات وأرباح محتجزة لدى الشركة هو العامل الأساسي الذي يجعل من الممكن توزيع أرباح بشكل أسهم. فإذا لم يكن لدى الشركة احتياطات وأرباح محتجزة فإنها لن تستطيع توزيع أرباح بشكل أسهم. وتجب الإشارة هنا إلى أن شركات الأعمال والمصارف العربية التي تتراكم لديها احتياطات كبيرة من احتجاز الأرباح مع مرور الزمن، كثيراً ما تلجأ إلى توزيع أرباح بشكل أسهم كطريقة لزيادة الرأسمال المدفوع.

التأثير على سعر السهم

ما هو تأثير الأرباح الموزعة بشكل أسهم على سعر السهم في السوق؟ من الناحية النظرية، إنه يؤدي إلى انخفاض في سعر السهم في السوق وذلك بسبب الانحلال في الأرباح بالسهم $\text{Dilution of Earnings Per Share}$ والناتج عن الزيادة في عدد الأسهم الصادرة $\text{Number of Shares Outstanding}$ مع بقاء أرباح الشركة على حالها. وبالطبع لن تكون هناك أي زيادة في أرباح الشركة لأنها لم تقم بعمل أي استثمارات جديدة، وأنه لم يطرأ أي تحسن على إنتاجية استثماراتها القائمة. وللتوضيح، لنضيف إلى مثالنا السابق أن أرباح الشركة الصافية تبلغ ١,٥ مليون دينار. هذا يعني أن الأرباح بالسهم قبل توزيع الأرباح بشكل أسهم تساوي إلى ٣ دينار (١,٥٠٠ ألف دينار ÷ ٥٠٠ ألف سهم). أما بعد توزيع الأسهم فإن الأرباح بالسهم تنخفض إلى ٢,٨٦ دينار (١,٥٠٠ ألف دينار ÷ ٥٢٥ ألف سهم). إن الانحلال في الأرباح يؤدي إلى انخفاض سعر السهم في السوق بنسبة تعادل نسبة الزيادة في عدد الأسهم والبالغة ٥ بالمئة في مثالنا. وباستعمال المعادلة الآتية

يتبين أن سعر السهم في السوق ينخفض بعد توزيع الأرباح بشكل أسهم من ٥٠ ديناراً إلى ٤٧,٦٢ ديناراً، وذلك كما يلي:

$$\text{سعر السهم بعد توزيع الأرباح بشكل أسهم} = \frac{\text{السعر السابق للسهم}}{1 + \text{معدل توزيع الأرباح}} = \frac{٥٠ \text{ ديناراً}}{١,٠٥} = ٤٧,٦٢ \text{ دينار}$$

بشكل أسهم

إن عملية توزيع أرباح بشكل أسهم قد تؤدي إلى زيادة في سعر السهم إذا توافقت مع زيادة في الأرباح الموزعة النقدية بالسهم Cash Dividends. إن المستثمرين قد يفسرون مزيج الأرباح الموزعة النقدية وبشكل أسهم كمؤشر على نمو في أرباح الشركة المستقبلية يفوق الانحلال في الأرباح الناتج عن زيادة عدد الأسهم. والمهم في هذا التحليل أن التحسن في سعر السهم في السوق ينتج عن توقعات متفائلة حول آفاق نمو أرباح الشركة مستقبلاً، وأن توزيع أرباح بشكل أسهم وزيادة الأرباح الموزعة النقدية هي المؤشر لذلك ولكنها ليست السبب المباشر.

المنفعة للمساهم

ما هي المنفعة التي يجنيها المساهم من الحصول على أرباح موزعة بشكل أسهم إضافية في الشركة؟ بكلام آخر، إذا لم توزع الشركة أية أرباح نقدية على المساهمين واكتفت بتوزيع أرباح بشكل أسهم، على ماذا يحصل المساهم؟

من الناحية النظرية، لا يحصل المساهم على أي شيء ذي قيمة في هذه الحالة. والسبب في ذلك أن حصته في ملكية وأرباح الشركة وكذلك قيمة الأسهم التي يملكها تبقى ثابتة ولا تتغير. لا يصحاح ذلك لنفترض أن المساهم في مثالنا يملك ١٠٠ ألف سهم في الأصل، لكنه يتبين من الجدول التالي أن الزيادة في عدد الأسهم التي سيحصل عليها لا تفيده في شيء بسبب التدني في الأرباح بالسهم (انحلال الأرباح) وبالتالي في سعر السهم في السوق.

بعد توزيع الأرباح بشكل أسهم	قبل توزيع الأرباح بشكل أسهم	
$\frac{100}{525} \text{ ألف سهم} = 20 \text{ بالمئة}$	$\frac{100}{500} \text{ ألف سهم} = 20 \text{ بالمئة}$	حصة المساهم في الملكية
$2,86 \text{ دينار} \times 100 \text{ ألف سهم} = 300 \text{ ألف دينار}$	$3 \text{ دينار} \times 100 \text{ ألف سهم} = 300 \text{ ألف دينار}$	حصة المساهم في أرباح الشركة
$47,62 \text{ دينار} \times 100 \text{ ألف سهم} = 5 \text{ مليون دينار}$	$50 \text{ دينار} \times 100 \text{ ألف سهم} = 5 \text{ مليون دينار}$	قيمة الأسهم التي يملكها

من الواضح في هذه الحالة أن الأرباح الموزعة بشكل أسهم لا تقدم للمساهم أي قيمة اضافية.

بالطبع من الممكن للأرباح الموزعة بشكل أسهم أن تعطي المساهم قيمة اضافية، إذا حافظت الشركة على الأرباح الموزعة النقدية للسهم. في هذه الحالة تؤثر الأسهم الاضافية فتزيد اجمالي الأرباح الموزعة النقدية التي يتلقاها المساهم. فإذا كانت الشركة في مثالنا تدفع ١,٥ دينار أرباحاً موزعة نقدية للسهم، واستمرت في ذلك بعد توزيع الأرباح بشكل أسهم، فإن المساهم يحصل على زيادة في اجمالي الأرباح الموزعة النقدية تبلغ ٧,٥٠٠ دينار، وذلك كما يلي:

اجمالي الأرباح الموزعة النقدية بعد توزيع أرباح بشكل أسهم ١,٥ دينار $\times$ ١٠٥ ألف سهم = ١٥٧,٥ ألف دينار
 اجمالي الأرباح الموزعة النقدية قبل توزيع أرباح بشكل أسهم ١,٥ دينار $\times$ ١٠٠ ألف سهم = ١٥٠,٠ ألف دينار

وتعتبر هذه زيادة في ثروة المساهم. ومن الممكن لهذه الزيادة أن تكون أكبر وأن يكون تأثيرها على سعر السهم في السوق أعظم إذا زادت الشركة الأرباح الموزعة النقدية بالسهم.

المنفعة للشركة

لعلَّ المنفعة الأساسية التي تحصل عليها الشركة من توزيع أرباح بشكل أسهم هي المحافظة على النقدية Conservation of Cash. فمثلاً إذا قامت الشركة بتوزيع أرباح بشكل أسهم عوضاً من أرباح نقدية على المساهمين فإنها تكون قد توصلت إلى نتيجتين مرغوب

بهما. النتيجة الأولى هي احتجاز مئة بالمئة من الأرباح الصافية لاستعمالها في تمويل استثمارات الشركة. أما النتيجة الثانية فهي التعويض عن الأثر السيئ لوقف الأرباح الموزعة النقدية بتوزيع أرباح بشكل أسهم قد يكون لها وقع نفسي ايجابي عند المساهمين. ويعود السبب في ذلك إلى أن المساهمين قد يعتبرون سياسة توزيع الأرباح هذه كمؤشر على تحسن الآفاق المستقبلية للشركة، ولتوسع إمكانيات المشاركة في الأرباح المستقبلية الأعلى للشركة نظراً لزيادة عدد الأسهم التي يملكونها. أما إذا حافظت الشركة على مستوى الأرباح الموزعة النقدية بالسهم، فإن الأرباح الموزعة بشكل أسهم تؤدي فعلياً إلى زيادة طفيفة في اجمالي الأرباح الموزعة النقدية على المساهمين.

لعلّ المنفعة الأساسية الثانية هي أن الشركة قد تعتمد إلى استخدام الأرباح الموزعة بشكل أسهم كأسلوب لزيادة الرأسمال المدفوع للشركة دون أن تطلب من المساهمين تقديم أية مساهمات مالية جديدة. كما أن الانحلال في الأرباح بالسهم وانخفاض سعر السهم في السوق يساعدان معاً على الإبقاء على سعر منخفض للسهم في السوق لأغراض التداول النشط. أي أن الشركة تستفيد من تأثيرات تجزئة السهم الناتجة عن توزيع أرباح بشكل أسهم.

تجزئة السهم Stock Split

ترغب الشركات عادة بأن يكون هناك تداول نشيط في أسهمها في بورصة الأوراق المالية لأن ذلك يؤمن السيولة للمساهمين ويمكنهم من بيع أسهم الشركة بسرعة في أي وقت يريدون، مما يشجع المستثمرين المحتملين على الإقدام على شراء أسهم الشركة. وبإقبال المستثمرين على شراء أسهم الشركة يتحسن سعر السهم في السوق وتنخفض بالتالي تكلفة التمويل بالملكية على الشركة. إن تداول السهم في البورصة يصبح بطيئاً إذا ارتفع سعره كثيراً بحيث يصبح عدد قليل من المستثمرين المحتملين قادراً أو راغباً في شراء السهم. لذلك تلجأ الشركة إلى تجزئة السهم بهدف تخفيض سعره إلى مستويات مناسبة للتداول النشط.

وتتضمن عملية تجزئة السهم تخفيض القيمة الإسمية للسهم بنسبة معينة وإصدار أسهم جديدة بالنسبة عينها، ما يؤدي إلى تخفيض سعر السهم في السوق. ولإيضاح ذلك

لنفترض أن شركة الكونسرو الحديثة المبين هيكل حقوق المساهمين لها فيما سبق تقوم بتجزئة السهم اثنين إلى واحد Two-for-one Stock Split. إن هذا يعني أن القيمة الاسمية للسهم ستخفض إلى النصف أي من ١٠ إلى ٥ دينار، كما أن عدد الأسهم القائمة سيتضاعف من ٥٠٠ ألف إلى مليون سهم، حيث يتوجب على الشركة إصدار ٥٠٠ ألف سهم جديد وتوزيعها على المساهمين. ويعتبر هذا التغير الوحيد الذي يطرأ على هيكل المساهمين بعد تجزئة السهم، وهو موضح فيما يلي:

ألف دينار	
٥,٠٠٠	أسهم عادية (٥ دينار قيمة اسمية، ١ مليون سهم)
٢,٠٠٠	علاوة إصدار
٩,٠٠٠	أرباح محتجزة
<u>١٦,٠٠٠</u>	اجمالي حقوق المساهمين

ويلاحظ هنا أنه خلافاً لما يحدث في حالة توزيع أرباح بشكل أسهم، فإنه لن يطرأ أي تغيير على قيم حسابات الأسهم العادية وعلاوة الإصدار والأرباح المحتجزة لتجزئة السهم. كما تبقى قيمة اجمالي حقوق المساهمين على حالها دون أي تغيير.

أما سعر السهم في السوق فمن المفروض أن ينخفض بذات نسبة تجزئة الأسهم، أي إلى النصف في مثالنا بحيث يصبح سعر السهم الجديد ٢٥ ديناراً عوضاً من ٥٠ دينار للسهم القديم. ولكن الذي يحدث في كثير من الأحيان هو أن السهم يجري تداوله في السوق بسعر أعلى قليلاً من مستوى الـ ٢٥ دينار، ولنفترض ٢٧ دينار كمثال. هناك ثلاثة تفسيرات يمكن إعطاؤها لهذه الظاهرة.

أولاً: إن تخفيض سعر السهم إلى مستوى يؤمن التداول النشط قد يزيد الاقبال على شراء السهم مما يدعم سعره في السوق.

ثانياً: قد يفسر المستثمرون عملية تجزئة السهم من قبل الشركة على أنها مؤشر يعكس توقعات الإدارة بأن أرباح الشركة ستستمر في النمو مستقبلاً. ويكون التحسن في سعر السهم في السوق نتيجة لتوقعات متفائلة لنمو الأرباح المستقبلية في هذه الحالة.

ثالثاً: قد تزيد الشركة الأرباح الموزعة النقدية بالسهم قليلاً بعد تجزئة السهم. وللتوضيح كانت شركة الكونسروة الحديثة تدفع ١,٥ دينار أرباحاً موزعة بالسهم قبل تجزئة السهم اثنين - إلى - واحد. ولكن لفترض الآن أن الشركة تحدد الأرباح الموزعة بالسهم بـ ٠,٨٥ دينار عوضاً من الـ ٠,٧٥ دينار المفروض أن تدفعها، أي بزيادة ٠,١٠ دينار في الأرباح الموزعة لكل سهم. فإذا كان مساهم يملك ١٠٠ سهم قبل تجزئة الأسهم، فإنه يحصل على ١٥٠ ديناراً أرباحاً موزعة على الأسهم التي يملكها. أما بعد تجزئة السهم فإنه سيحصل على ١٧٠ دينار على الـ ٢٠٠ سهم التي أصبح يملكها. إن الزيادة في الأرباح الموزعة بالسهم البالغة ٢٠ دينار قد تنعكس ايجابياً فتؤدي إلى تحسن سعر السهم في السوق.

إعادة شراء الأسهم Stock Repurchase

تعتمد الشركات في بعض الأحيان لشراء أسهمها من المساهمين في السوق. وهناك عدة أسباب لذلك.

أولاً: قد تقوم الشركة بذلك لتجميع ما يكفي من الأسهم لمواجهة احتياجات ممارسة خيارات الأسهم Exercise of Stock Options فيما إذا كان عند الشركة خيارات قائمة من هذا النوع. إن عملية شراء الأسهم القائمة ليست فقط أرخص من إصدار أسهم جديدة، بل تجنب المساهمين محاذير الانحلال في الأرباح الناتج عن إصدار أسهم جديدة.

ثانياً: قد تهدف الشركة من إعادة شراء أسهمها لأن تجمع عدد من الأسهم لاستعماله في اقتناء Acquisition شركات أخرى.

ثالثاً: قد تعتمد إدارة الشركة لإعادة شراء الأسهم كخطة لتفصيل حملة لشراء الأسهم من المساهمين (تدعى عرض رضائي Tender Offer) تقوم بها شركة ثانية للسيطرة على الشركة الأولى. في هذه الحالة تقدم الشركة عرضاً رضائياً معاكساً Counter Tender Offer لشراء أسهمها بسعر أعلى مما تعرضه الشركة الثانية.

رابعاً: يمكن استعمال إعادة شراء الأسهم كجزء من سياسة توزيع الأرباح للشركة. لعل أهم الأسباب التي تدعو الشركة لإعادة شراء أسهمها هو لاعتبارها هذا الاجراء جزءاً

من سياسة توزيع الأرباح. فمثلاً إذا حققت الشركة أرباحاً عالية في سنة ما لظروف استثنائية، ولم ترغب الإدارة بزيادة الأرباح الموزعة لاعتقادها بأن مستوى الأرباح العالي للشركة لن يستمر في المستقبل، فإنه يمكن للإدارة أن توزع الأرباح بشكل إعادة شراء الأسهم عوضاً من الإعلان عن توزيع أرباح أعلى للسهم لا يمكن المحافظة عليها في المستقبل. بهذه الطريقة يستفيد المساهم الذي يبيع أسهمه بسعر أعلى من سعر السوق السابق. أما الذي يختار الابقاء على أسهمه فإنه يحصل على تحسن في سعر السهم في السوق. وسيوضح ذلك باستعمال مثال رقمي.

مثال رقمي:

لنعد إلى مثال شركة الكونسروة الحديثة ولنفترض أنها تقوم بدراسة بديلين لسياسة توزيع الأرباح. يتضمن البديل الأول توزيع أرباح الشركة البالغة ١,٥ مليون دينار بالكامل على المساهمين، ويتضمن البديل الثاني إعادة شراء أسهم الشركة بتقديم عرض رضائي إلى المساهمين بسعر ٥٣ ديناراً للسهم. فإذا اختارت الشركة توزيع الأرباح على المساهمين، فإن كل مساهم سيحصل على ٣ دينار (١,٥ مليون دينار ÷ ٥٠٠ ألف سهم) أرباحاً موزعة بالسهم. أما إذا اختارت الشركة بديل شراء الأسهم فإنها تستطيع أن تشتري ٢٨,٣٠٢ سهم (١,٥ مليون دينار ÷ ٥٣ دينار) بسعر ٥٣ دينار للسهم.

لنحلل الآن تأثير إعادة شراء الأسهم على الأرباح بالسهم EPS وعلى سعر السهم في السوق. ولنبدأ بالأرباح بالسهم ونحسبها قبل وبعد إعادة شراء الأسهم:

$$\text{الأرباح بالسهم قبل إعادة شراء الأسهم} = \frac{١,٥ \text{ مليون دينار}}{٥٠٠ \text{ ألف سهم}} = ٣ \text{ دينار بالسهم}$$

$$\text{الأرباح بالسهم بعد إعادة شراء الأسهم} = \frac{١,٥ \text{ مليون دينار}}{٤٧١,٧ \text{ ألف سهم}} = ٣,١٨ \text{ دينار بالسهم}$$

يلاحظ أن الأرباح بالسهم تزداد من ٣ إلى ٣,١٨ دينار بعد شراء الأسهم لأن عدد الأسهم القائمة ينخفض من ٥٠٠ ألف سهم إلى ٤٧١,٧ ألف سهم. وبافتراض أن نسبة

السعر إلى الأرباح بالسهم PE Ratio تبقى ثابتة على ما هي عليه، أي ١٦,٦٧ مرة (٥٠ دينار ÷ ٣ دينار)، فإن سعر السهم الذي هو مضاعف الأرباح بالسهم سيرتفع إلى ٥٣ دينار في السوق، وذلك كما يلي:

$$\text{سعر السهم في السوق بعد إعادة شراء الأسهم} = (١٦,٦٧) (٣, ١٨) = ٥٣ \text{ ديناراً}$$

هذا يعني أن المساهمين سيحققون ربحاً رأسمالياً في كل سهم يساوي ٣ دينار عوضاً من ٣ دينار أرباح موزعة كانوا سيحصلون عليها لو أن الشركة اختارت بدليل توزيع الأرباح. أي أن بدليل إعادة شراء الأسهم يعادل توزيع الأرباح من وجهة نظر سياسة توزيع الأرباح على المساهمين. ولعلّه تجب الإشارة بأنه تم الافتراض هنا بأن نسبة سعر السهم إلى الأرباح بالسهم PE تبقى ثابتة بعد إعادة شراء الأسهم. ولكن من الممكن لهذه النسبة أن تنخفض عن أو ترتفع فوق مستواها قبل إعادة شراء الأسهم، وذلك بحسب ردة فعل المستثمرين في السوق، وما إذا كانت حذرة أو مرحبة بسياسة توزيع الأرباح التي اتبعتها الشركة. وعليه فإن سعر السهم قد يتدنى أو يرتفع بما يتناسب مع ذلك.

وأخيراً هناك أثر جانبي هام لإعادة شراء الأسهم هو أنه يؤدي إلى ارتفاع نسبة الدين إلى الملكية. إن هذا قد يكون مفيداً للشركة إذا كانت نسبة الملكية مرتفعة أصلاً. وبذلك تستفيد الشركة من رافعة التمويل فتزداد الأرباح بالسهم والعائد على حقوق المساهمين. وقد يكون لذلك أثر إيجابي على سعر السهم في السوق فيتحسن. أما إذا كانت نسبة المديونية عالية في الأصل، فإن إعادة شراء الأسهم تؤدي إلى ارتفاع نسبة المديونية أكثر، مما قد يزيد كثيراً من الخطر التمويلي للشركة وينعكس سلباً على سعر السهم في السوق فينخفض.

ولعلّه من المفيد الإشارة إلى أن الشركات الأميركية قد مارست إعادة شراء أسهمها على نطاق واسع في التسعينات. فقد عمدت شركة أي بي ام لوحدها إلى شراء ما قيمته ١١ مليار دولار من أسهمها خلال السنتين ١٩٩٥ - ١٩٩٦. واشترت شركة كرايزلر ما قيمته ٣ مليار دولار من أسهمها المتداولة في السوق في السنوات نفسها، كما أنها تعترم انفاق ٢ مليار دولار إضافية في عام ١٩٩٧ لإعادة شراء أسهمها. أما شركة انتل فقد اشترت من أسهمها ما قيمته ١,٣ مليار دولار في عام ١٩٩٦. (المصدر: مجلة بيزنس ويك، ١٠ شباط ١٩٩٧، ص ص ٤٦ - ٤٧).

ملخص

بحث هذا الفصل سياسة توزيع الأرباح من الناحية النظرية فبين أن المساهمين يفضلون بأن تقوم الشركة باحتجاز الأرباح عوضاً من توزيعها عليهم طالما أن العائد على استثمارات الشركة يتعدى العائد الذي يمكن أن يحققه لأنفسهم من إعادة استثمار الأرباح الموزعة، وهذا العائد يساوي إلى تكلفة الأرباح المحتجزة K_r . وقد سميت هذه بنظرية المتبقي للأرباح الموزعة. وينتج عن هذه النظرية أن الأرباح الموزعة ستتقلب بحدة بحيث يتراوح معدل توزيع الأرباح بين صفر ومئة بالمئة من أرباح الشركة، وذلك بحسب حجم الاستثمارات الرأسمالية الرباحة المتاحة للشركة.

لكن سياسات توزيع الأرباح في الواقع تختلف عن ذلك. إذ أن معظم الشركات تتبع سياسة توزيع أرباح مستقرة تتمثل في توزيع أرباح ذات قيمة مستقرة بالدينار. والسبب أن المساهمين يعتبرون أن تيار الأرباح الموزعة المستقر أقل خطراً من مثيله المتقلب، وبالتالي فإنهم سيكونون مستعدين لدفع سعر أعلى لسهم الشركة ذات الأرباح الموزعة المستقرة. كذلك توجد شركات تتبع سياسة توزيع أرباح تعتمد معدل توزيع أرباح ثابت. وأخيراً هناك شركات تتبع سياسة توزيع حد أدنى من الأرباح على المساهمين خلال السنة يتم الإعلان عنه، ودفع أرباح موزعة إضافية في آخر السنة إذا كانت أعمال الشركة تسمح بذلك. من الناحية العملية هناك عدة عوامل يجب أن تأخذها إدارة الشركة في الاعتبار عند اتخاذ قرار سياسة توزيع الأرباح مثل التشريعات القانونية، توفر السيولة النقدية، معدلات نمو الشركة، وقدرتها على دخول الأسواق المالية. بالنسبة لاجراءات توزيع الأرباح فتعتمد على أربعة مواعيد أساسية. تتضمن هذه موعد الإعلان عن توزيع الأرباح، موعد فقدان حق الأرباح الموزعة في السهم، موعد أسماء المساهمين في السجلات، وموعد الدفع.

وتطرق البحث أيضاً إلى الأرباح الموزعة بشكل أسهم وإلى تجزئة السهم. وقد تبين أن هذين القرارين المتعلقين بسياسة توزيع الأرباح في الشركة لا يقدمان شيئاً ذا قيمة للمساهمين. فالأرباح الموزعة بشكل أسهم إذا استخدمت كبديل للأرباح الموزعة النقدية تسبب انحلال الأرباح بالسهم وبالتالي تدني سعر السهم في السوق. أما تجزئة السهم فينتج عنها انخفاض في سعر السهم في السوق يعادل نسبة التجزئة. لكن واقع الأمر هو أن السهم قد يجري تداوله في السوق بسعر أعلى بعد توزيع الأرباح بشكل أسهم أو تجزئة السهم. والسبب في ذلك هو ردة فعل المستثمرين الايجابية في الأسواق المالية لهذه القرارات حيث يعتبرونها مؤشراً لتحسن آفاق النمو المستقبلي لأرباح الشركة.

مسائل تطبيقية على (الفصل ١٩): سياسة توزيع الأرباح

١٩ - ١ - تتوقع شركة المكونات الألكترونية أن تصل أرباحها الصافية (بعد الضريبة) إلى ٥ مليون دينار العام القادم. إن نسبة الدين إلى الملكية الحالية تبلغ ٨٠ بالمئة. يوجد لدى الشركة فرص استثمار رأسمالي رابحة تكلف ٤ مليون دينار.

المطلوب:

ما هو حجم الأرباح الذي يجب أن توزعها الشركة على المساهمين العام القادم إذا أرادت المحافظة على نسبة الدين إلى الملكية الحالية ومن دون اللجوء إلى التمويل بإصدار أسهم عادية؟

(ملاحظة: يجب الانتباه إلى الاختلاف بين نسبة الدين إلى الملكية ونسبة الدين إلى الموجودات).

١٩ - ٢ - بعد القيام بتجزئة السهم ٣ إلى ١، وزعت شركة المنتجات الزراعية أرباحاً على المساهمين ٤ دينار للسهم. وتمثل هذه الأرباح نسبة ٨ بالمئة زيادة على الأرباح الموزعة العام السابق قبل تجزئة السهم. كان سهم الشركة يباع في السوق بسعر ٨٠ ديناراً قبل التجزئة.

المطلوب:

ما هي الأرباح الموزعة بالسهم العام السابق؟

١٩ - ٣ - فيما يلي حسابات حقوق المساهمين لشركة أغذية الأطفال العالمية:

٤,٠٠٠ ألف دينار	أسهم عادية (١٠ دينار قيمة اسمية)
٣,٠٠٠	علاوة إصدار
١٨,٠٠٠	أرباح محتجزة
<u>٢٥,٠٠٠ ألف دينار</u>	اجمالي حقوق المساهمين

إن سهم الشركة يباع حالياً في السوق بـ ٥٠ ديناراً للسهم.

المطلوب :

أ - يبين كيف تتغير حسابات المساهمين إذا وزعت الشركة ١٠ بالمئة أرباحاً بشكل أسهم .

ب - يبين كيف تتغير حسابات حقوق المساهمين إذا جزأت الشركة الأسهم ٢ إلى ١ .

١٩ - ٤ - اجتمع مجلس إدارة شركة السجاد في ٣٠ حزيران وقرر توزيع أرباح على المساهمين بقيمة ٠,٨٥ دينار للسهم لحملة الأسهم الواردة أسماؤهم في سجلات المساهمين لدى الشركة بتاريخ ١٥ آب على أن يتم الدفع في ١ أيلول . أنت تملك ١٠٠ سهم اشتريتها على أربع دفعات متتالية بكمية ٢٥ سهماً كل مرة وفي التواريخ التالية : ٣٠ حزيران ، ٣٠ تموز ، ١٤ آب ، و ١ أيلول .

المطلوب :

ما هو اجمالي الأرباح الموزعة التي ستحصل عليها من الأسهم التي تملكها؟

١٩ - ٥ - حققت شركة المنتجات البلاستيكية أرباحاً صافية بلغت قيمتها ٣,٧٥٠,٠٠٠ في عام ١٩٩٦ ، وزعت منها على المساهمين ١,١٢٥,٠٠٠ دينار . لقد نمت أرباح الشركة بمعدل نمو وسطي قدره ١٠ بالمئة على مدى السنوات العشر الماضية . وفي عام ١٩٩٧ ارتفعت أرباح الشركة لتصل إلى ٦,٧٥٠,٠٠٠ دينار وأتيحت لها فرص استثمار رابحة تكلف ٥ مليون دينار . من المتوقع أن لا تتمكن الشركة من المحافظة على معدل النمو الكبير في الأرباح الذي حققته عام ١٩٩٧ وأن تنمو في المستقبل بمعدل ١٠ بالمئة .

المطلوب :

احسب القيمة الاجمالية للأرباح الموزعة على المساهمين لعام ١٩٩٧ إذا اتبعت الشركة السياسات التالية :

- ١ - سياسة توزيع أرباح تنمو بمعدل مستقر يعادل وسطي معدل نمو أرباح الشركة .
- ٢ - الاستمرار بمعدل توزيع الأرباح لعام ١٩٩٦ .
- ٣ - استعمال سياسة المتبقي لتوزيع الأرباح وبافتراض نسبة مديونية مثلى ٣٠ بالمئة .

٤ - إن استثمارات عام ١٩٩٧ تمول ٩٠ بالمئة من الأرباح المحتجزة و ١٠ بالمئة بالدين. أية أرباح لا يتم احتجازها توزع على المساهمين.

٥ - إن استثمارات عام ١٩٩٧ تمول ٣٠ بالمئة بإصدار أسهم عادية، ٣٠ بالمئة بالدين، و ٤٠ بالمئة من الأرباح المحتجزة. أية أرباح لا تحتجز يتم توزيعها على المساهمين.

١٩ - ٦ - تبيع شركة المصاييح والإنارة ٧ دينار بالسهم، توزع منها ٤ دينار أرباحاً على المساهمين. يبيع السهم في السوق بسعر ٣٠ ديناراً. بعد تجزئة السهم بنسبة ٢ إلى ١، تصبح الأرباح الموزعة ٢,٧٠ دينار للسهم.

المطلوب:

ما هي نسبة الزيادة في معدل توزيع الأرباح؟