

الفصل الرابع

سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة

تمهيد

تنتهي الدورة الإنتاجية للشركة بنتيجة نشاط عادة ما يتم حسابها سنويا، قد تكون ربحا أو خسارة، وتسمح قوانين غالبية الدول بتخصيص هذه النتيجة بعدة طرق سواء كانت ربحا أو خسارة، إلا أنه يترتب عن تخصيص نتيجة النشاط إذا كانت ربحا عدة آثار على الاقتصاد الكلي وعلى القرارات المالية للشركة، وقد جاء هذا الفصل للنظر في سياسات توزيع الأرباح مع عرض أهم النظريات التي تناولتها أدبيات الموضوع.

1. خلفية نظرية عن توزيعات الأرباح

1.1. تعريف توزيعات الأرباح وسياسة توزيع الأرباح

توزيعات الأرباح (Dividends) هي تسديدات نقدية أو غير نقدية (قد تكون توزيعات الأرباح في شكل أسهم (Stock Dividends)) تقدمها الشركات للمساهمين فيها. أما سياسة توزيع الأرباح فتعنى بتحديد حجم توزيعات الأرباح وميعاد تسديدها (Bossaerts, 2006).

2.1. التطور التاريخي للتوزيعات الأرباح

أغلبية البحوث الحالية حول سياسة توزيع الأرباح تركز على الخمسون سنة الأخيرة، في حين أن ظهور سياسة توزيع الأرباح تمتد إلى عدة قرون ماضية. يعود ظهور سياسة توزيع الأرباح إلى ظهور الشركات في حد ذاتها بدء من رحلات الشتاء والصيف في شبه الجزيرة العربية خلال القرن الخامس عشرة من أجل التجارة، وعقود الكومندا (Commenda) في إيطاليا، أين كان صاحب رأس المال يعهد بسفينته وتجارته لمجموعة من البحارة، فيتم اقتسام الربح على ثلاثة، ثلثين لصاحب رأس المال، وثلث للبحارة (بن-زواي، 2014). فقد كانت سياسة توزيع الأرباح نقطة مهمة في عقود الشراكة آنذاك.

قبل سنة 1776 م لم تكن الشركات شكلا معروفا للأعمال التجارية، ثم ارتفع عدد الشركات بشكل قوي بعد الثورة الأمريكية، حيث كان هناك عدة سياسات لتوزيع الأرباح. في تلك الفترة، لم

تكن توزيعات الأرباح ذات أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين (Davis, 1917)، ويعود ذلك لسببين: (1) غالبية الشركات كانت حديثة النشأة، (2) لم يسبق للمحاكم الأنجلوسكسونية في تلك الفترة أن عالجت قضايا متعلقة بسياسات توزيع الأرباح، كون توزيعات الأرباح كانت مرتبطة بالأرباح المحققة وقد ضمت القوانين الأساسية لغالبية الشركات بنود تقر بذلك.

خلال القرن التاسع عشر، انتقل الاهتمام عند الحديث عن توزيعات الأرباح من الشفافية، المحاسبة والغش إلى نسبة توزيعات الأرباح إلى إجمالي الربح ونسبة توزيعات الأرباح إلى سعر السهم، حيث صارت توزيعات الأرباح إحدى آليات جذب رؤوس الأموال، وقد بدأت التشريعات في وضع لوائح وقوانين تحدد متى يحق للشركة تقديم توزيعات أرباح. عموماً، تميزت هذه الفترة بظهور الشكل القانوني للشركة ذات المسؤولية المحدودة بالإضافة إلى بعض أنواع الأسهم، حيث كان الشغل الشاغل للشركات آنذاك هو محاولة جمع رؤوس الأموال عن طريق اغرائهم بتوزيعات الأرباح مع إيجاد طرق لإزالة مخاوف الدائنين من مخاطر التوسع في تقديم توزيعات أرباح (Baker, 2009).

مع بداية القرن العشرين وإلى غاية سنة 1920، لم تكن هناك علاقة بين أسعار الأسهم وكل من الأرباح، توزيعات الأرباح وسياسة توزيع الأرباح، كون أسعار الأسهم لم تتطور بنفس وتيرة زيادة توزيعات الأرباح. والجدير بالذكر أنه خلال هذه الفترة قد أثرت الضرائب على الدخل بشكل واضح على الاستثمار في الأسهم، فقد نقل المستثمرون ذوي الدخل المرتفعة جل استثماراتهم إلى الشركات التي لا تقدم توزيعات أرباح (Baker, 2009).

خلال فترة الحربين العالميتين الأولى والثانية، شهدت توزيعات الأرباح انخفاضاً (Baker, 2009)، كون الشركات بعد الأزمة الاقتصادية العالمية لسنة 1929 م لم تعد تحقق نفس المستوى من الأرباح المرتفعة.

بعد الحرب العالمية الثانية بدأ الباحثون بالاهتمام بسياسات توزيع الأرباح، ولعل أن أحد أهم السباقين هو جون لنتنر (Lintner, 1956)، حيث اعتمد على استبيان وزع على مسيري 28 شركة، وقد قامت دراسته على فرضية أن توزيعات الأرباح هي دالة للأرباح المستدامة والمحققة

خلال فترة زمنية طويلة. أدى الاختلاف بين الأرباح المحققة وتوزيعات الأرباح المقدمة فضلا عن عدم انتظام توزيع الأرباح إلى ظهور شكوك حول فرضية لنتر، لتأتي بعدها نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح (the dividend-irrelevance theorem) لكل من مودigliاني وميلر (Miller & Modigliani, 1961). مع تغير القوانين المنظمة للضرائب وتزايد عمليات إعادة شراء الأسهم (Share repurchase) زاد الاهتمام بشكل كبير من قبل الباحثين بسياسات توزيع الأرباح.

اليوم، لا يتمحور النقاش حول اختلاف الاهتمامات حول توزيعات الأرباح بين الماضي والحاضر، بل تعداه إلى الحديث عما إذا كانت هناك حاجة فعلية إلى تقديم توزيعات أرباح.

3.1. ظاهرة زوال توزيعات الأرباح

على الرغم من تفضيل أغلب الشركات المقيدة في البورصات تسديد الأرباح في شكل توزيعات أرباح نقدية، إلا أن النقاش بين الباحثين كان قائما حول الأسباب الفعلية التي تدفع هذه الشركات إلى تقديم توزيعات أرباح. على خلاف نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح (the dividend-irrelevance theorem) لكل من مودigliاني وميلر (Miller & Modigliani, 1961) التي مفادها أن قيمة الشركة تتأثر فقط بالأرباح المستقبلية المتوقع تحقيقها هناك العديد من النظريات التي ترى أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على قيمة الشركة من خلال تكاليف الوكالة على سبيل المثال، والتي مفادها أن تسديد توزيعات الأرباح يقلص من المبالغ المالية الموضوعة تحت تصرف مسيري الشركة وهذا ما من شأنه أن يقلل من تضارب المصالح.

أخذ الضرائب بعين الاعتبار يجعل من المستثمرين يفضلون إعادة شراء الأسهم (Share repurchase) على قبض توزيعات الأرباح. مؤخرا لاحظ كل من فاما وفرنش (Fama & French, 2001) انخفاضا في توزيعات الأرباح، وأثارا نقاشا حول ما اصطلح على تسميته ظاهرة زوال توزيعات الأرباح (Disappearing Dividends Phenomenon). فحسب فاما وفرنش فقد انخفضت نسبة الشركات المقيدة في بوضة نيويورك التي تسدد توزيعات الأرباح من 50% سنة 1973 م إلى 20,8% سنة 1999 م، وقد وضحا أن هناك ثلاث عوامل تدخل في قرار توزيع

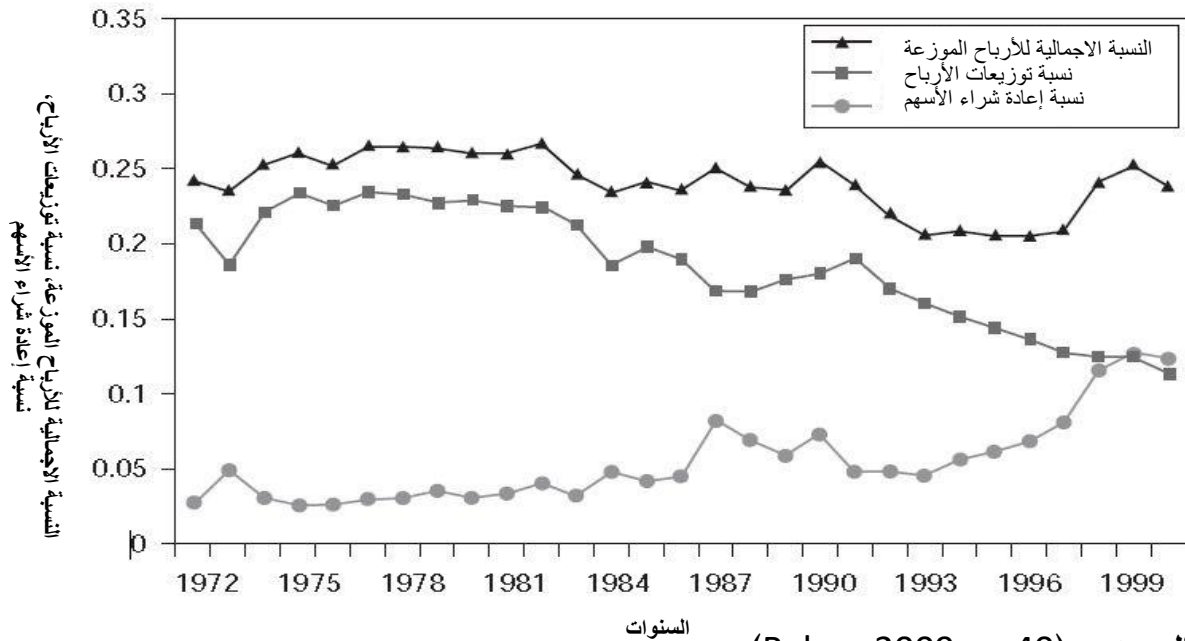
الأرباح هي: (1) ربحية الشركة، (2) الفرص الاستثمارية للشركة و(3) حجم توزيعات الأرباح المراد توزيعها.

حاولت العديد من الدراسات تفسير ظاهرة زوال توزيعات الأرباح، ولعل أن ربحية الشركات كانت أول العوامل التي تم دراستها، حيث توصل فاما وفرنش (Fama & French, 2001) خلال فترة الدراسة التي اعتمدها 1963-1999 م إلى أنه من بين الشركات المدرجة حديثا في البورصة 50% تحقق أرباحا ولكن 5% فقط منها تقدم أرباحا في شكل توزيعات أرباح. كما قد أظهرت الدراسات أن إعادة شراء الأسهم هي استراتيجية معوضة يمكنها الاحلال محل توزيعات الأرباح وهذا بسبب ارتفاع الضرائب ورغبة الشركات في الرفع من قيمة أسهمها.

لاحظ كل من غرولون ومايكلي (Grullon & Michaely, 2002) أن إعادة شراء الأسهم قد ارتفع مقارنة بتقديم توزيعات الأرباح، حيث يظهر ذلك جليا من خلال الشكل رقم (12)، أين انخفضت نسبة توزيعات الأرباح بشكل واضح بين سنتي 1972 م و 1999 م.

للتحقق من فرضية الاحلال بين توزيعات الأرباح وإعادة شراء الأسهم، قامت عدة دراسات بالتعمق أكثر في دراسة هذه الفرضية فتبين أن هناك شركات توزع أرباح عن طريق توزيعات الأرباح وفي الوقت نفسه، عن طريق إعادة شراء الأسهم كما أن غالبية الشركات المدرجة حديثا في البورصة تعتمد كليا على إعادة شراء الأسهم في توزيع الأرباح في حالة وجودها وهي في الغالب شركات لم يسبق لها أن قدمت توزيعات أرباح (Baker, 2009). لذا، لا يمكن قبول الجزم بصدق فرضية الاحلال بين توزيعات الأرباح وإعادة شراء الأسهم.

الشكل رقم (12): تطور نسبة توزيعات الأرباح، نسبة إعادة شراء الأسهم والنسبة الاجمالية للأرباح الموزعة



المصدر: (Baker, 2009, p. 40)

كخلاصة للتحليل السابق، لا يوجد تفسير وحيد لظاهرة زوال توزيعات الأرباح، إلا أن الباحثين اقترحوا أربعة عوامل أساسية أدت لهذه الظاهرة هي: (1) ارتفاع عدد الشركات حديثة الإدراج في البورصة والتي لا تحقق أرباحا أو لا تحقق أرباحا كبيرة، فهي لا توزع الأرباح. (2) تعد عملية إعادة شراء الأسهم آلية حديثة اكتسبت اهتماما متزايدا في توزيع الأرباح على المساهمين، وهي المفضلة لدى الشركات حديثة الإدراج في البورصة مقارنة بتوزيعات الأرباح. (3) استخدام توزيعات الأرباح كإشارة للأداء الجيد للشركات أكبر تكلفة من خدمات الخبرة التي يقدمها المستثمرون المؤسسيون من بنوك وشركات تأمين وصناديق استثمار. (4) انخفاض الطلب على توزيعات الأرباح من طرف المستثمرين.

4.1. آليات توزيع الأرباح

1.4.1. أشكال توزيعات الأرباح وكيفية تسديدها

توزيعات الأرباح هي توزيعات تقدم من الشركة للمستثمرين فيها. إذا لم يتم وصف توزيعات الأرباح فهي عادة توزيعات أرباح نقدية (cash dividend). وتأتي في أربعة أشكال: (Ross (1) توزيعات الأرباح العادية (regular cash dividends)، وهذا النوع من التوزيعات تقدمه عادة الشركات التي تحقق أرباح عالية وتوزع بشكل فصلي. (2) توزيعات الأرباح الإضافية (extra cash dividend)، من خلال تقديم جزء إضافي على توزيعات الأرباح العادية، وتعلم إدارة الشركة أن تلك التوزيعات الإضافية قد يتكرر توزيعها كما قد لا يتكرر ذلك. (3) توزيعات الأرباح الخاصة، صممت لتمنح مرة واحدة وغالبا ما تكون أكبر من توزيعات الأرباح العادية وأهم خاصية بالنسبة لهذا النوع أن المستثمرين لا يتوقعون توزيعها بشكل متكرر. (4) توزيعات الأرباح التصفية (liquidating dividend)، وتعني أن جزء من الشركة أو كل الشركة قد تم تصفيتها وتم توزيع الأرباح المحتجزة.

يبقى قرار تسديد توزيعات الأرباح بيد مجلس إدارة الشركة، وبمجرد الإعلان عن قرار التوزيع تصبح توزيعات الأرباح ديناً على الشركة ومن الصعب إلغاؤها، وتحدد تواريخ معينة للتسديد. يتم الإعلان عن قيمة توزيعات الأرباح لكل سهم (dividends per share) أو كنسبة من سعر السهم السوقي (dividend yield) أو كنسبة من الربح الصافي لكل سهم (dividend payout).

هناك أربعة تواريخ مهمة: (Ross Stephen et al., 2002) (1) تاريخ الإعلان عن توزيعات الأرباح (The Declaration date)، وهو التاريخ الاعلان من طرف مجلس الإدارة عن طريق التصويت لقرار توزيع الأرباح، وهو أيضا التاريخ الذي تصل فيه المعلومة بتوزيع أرباح على الأسهم للسوق الأوراق المالية، إلا أنه غالبا ما تكون توزيعات الأرباح العادية وتاريخ توزيعها

معلوم مسبقا لدى المستثمرين. (2) التاريخ السابق للتوزيع الأرباح (Ex-dividend date) للتأكد من أن توزيعات الأرباح ستذهب للمساهمين الفعليين، تنظم الشركة بالتعاون مع إدارة البورصة تاريخ سابق للتوزيع الأرباح عادة ما يكون يومين قبل تاريخ التسجيل (سيعرف فيما يلي)، فأي مساهم اشترى أسهما قبل هذا التاريخ يعد معنيا بتوزيع الأرباح، وكل مساهم اشترى أسهما في هذا التاريخ أو بعده، تعد توزيعات الأرباح مستحقة للمساهم السابق. يعد هذا التاريخ مهما لأن أسعار الأسهم بعده ستتأثر أخذا بعين الاعتبار قيمة الأرباح التي ستوزع. (3) تاريخ التسجيل (Date of record)، يتم فيه تحضير قائمة بكل الأفراد الذين يعدون مساهمين في الشركة، (4) تاريخ توزيع الأرباح، وهو التاريخ الذي يتم فيه إرسال قسائم توزيعات الأرباح للمساهمين.

وجب لفت الانتباه إلى أن بعض الشركات تضع مخطط لإعادة استثمار توزيعات الأرباح (dividend reinvestment plan). في مخطط إعادة استثمار الأرباح (DRIP) يوافق المستثمرون بشكل طوعي على إعادة استثمار توزيعات الأرباح التي من المفروض أنهم سيتقاضونها في أسهم أخرى للشركة، وفي المقابل سيتعرض المستثمرون للضرائب على الدخل المتمثل في توزيعات الأرباح التي من المفروض أنهم قبضوا مبالغها نقدا. غالبا ما تبيع الشركات التي تعرض مخطط لإعادة استثمار توزيعات الأرباح (DRIP) الأسهم الجديدة بسعر أقل من سعر السوق لتعويض المستثمرين عن العبء الضريبي الذي تحملوه (Welch, 2006).

هناك نوع آخر من توزيعات الأرباح، وهي توزيعات الأرباح في شكل أسهم (stock dividend)، وهذا النوع من توزيعات الأرباح لا يزيد عن كونه تجزئة للسهم (stock split)، فكل المساهمين سيحصلون على نسبة من الأسهم المصدرة تتوافق مع ما يمتلكونه سابقا من أسهم ومقابل ذلك ستخفيض أسعار الأسهم ولن تتغير قيمة الشركة في مجملها. والعملية العكسية تسمى معكوس تجزئة السهم (reverse stock split)، وتؤدي إلى انخفاض عدد الأسهم مع ارتفاع قيمة السهم في حين لا تتأثر القيمة الاجمالية للشركة.

2.4.1. إعادة شراء الأسهم

سبق وأن تم الإشارة إلى هذا المفهوم خلال عرض اللوحة التاريخية عن تطور توزيعات الأرباح، حيث تم التوصل إلى أن هذه العملية تعد بديلا لتوزيعات الأرباح، ويقصد بها إعادة شراء الشركات لأسهمها من البورصة، فهي بمثابة عملية عكسية لإصدار الأسهم. عموما، هناك نوعين من إعادة شراء الأسهم (Share repurchases): (Welch, 2006) (1) إعادة شراء الأسهم بمزاد علني (Auction-Based Repurchases)، وحسب هذه الطريقة تعلن الشركة عن استعدادها لشراء عدد معين من أسهمها وفق سعر محدد مسبقا أو وفقا لأدنى سعر خلال المزاد. هذا النوع من عمليات إعادة الشراء قليل لكن يتم وفقا لبالغ ضخمة. (2) إعادة شراء الأسهم عن طريق السوق المفتوحة (Open-Market Repurchases)، وهي الطريقة الشائعة، حيث يوافق مجلس إدارة الشركة على عملية إعادة شراء الأسهم ويتم الإفصاح عن هذه العملية وجوبا حسب قوانين هيئات مراقبة عمليات البورصات كونها تعد عملية مؤثر على سعر السهم، في حين لا تلزم أغلب هيئات رقابة وإدارة البورصات بالإعلان عن حجم البرنامج ومدته.

3.4.1. الفرق بين توزيعات الأرباح وإعادة شراء الأسهم

وجب الانتباه إلى أن خيار الحصول على توزيعات الأرباح من عدمه لن يؤثر على حجم الثروة، كون سعر السهم بعد توزيع الأرباح سيكون منخفضا عن سعر السهم في حالة عدم قبض توزيعات الأرباح. فمثلا لو كان لديك 100 سهم بقيمة 4000 ون بعد أن قررت الشركة منحك توزيعات أرباح بقيمة 200 ون، فيمكنك قبض توزيعات الأرباح إن أردت ذلك. كما يمكن الاعتماد على بديل آخر وهو خيار عدم قبض توزيعات الأرباح وبيع 5 أسهم، أي سيتبقى 95 سهم بقيمة بقيمة 3800 ون، وفي كل الأحوال ثروتك تبقى نفسها.

أيضا، وجب الانتباه إلى أن المساهمين الذين يقومون ببيع أسهمهم في حال عرض الشركة لعملية إعادة شراء أسهم بسعر عادل سيكون لديهم نفس الثروة للمساهمين الذين قرروا عدم بيع أسهمهم، وهذه نفس الحال بالنسبة للمساهمين الذين قرروا قبض توزيعات الأرباح مع أولئك الذين

قرروا عدم قبضها. فالذين قاموا ببيع أسهمهم (أو الذين قبضوا توزيعات الأرباح) سيحصلون على مبلغ نقدي في حين الذين لم يبيعوا أسهمهم (أو الذين لم قبضوا توزيعات الأرباح) سيستفيدون من ملكية حصة أكبر من قيمة الشركة.

فمثلا، إذا كانت هناك شركة بها 100 مساهم، كل مساهم يملك 10 ون من الأسهم. يمكن للشركة توزيع 50 ون كتوزيعات أرباح (0,5 ون لكل مساهم)، في حالة توزيع الأرباح قيمة الشركة ستصبح 950 ون. كل مساهم سيمتلك أسهم بقيمة 9,5 ون و 0,5 ون كتوزيعات أرباح.

إذا قامت الشركة بإعادة شراء ما يعادل 50 ون من الأسهم، سيبقى لدى الشركة 95 مساهم فقط (5 مساهمين باعوا أسهمهم) كل مساهم يملك 10 ون من الأسهم.

كل من توزيعات الأرباح وإعادة شراء الأسهم أدى إلى نفس النتيجة فيما يخص ثروة المساهمين.

عموما يبقى خيار إعادة شراء الأسهم، هو الخيار المفضل للشركات التي تعتبر أن الضرائب على الأرباح تشكل مشكلا بالنسبة لها، باعتبار أن معدل الضريبة على توزيعات الأرباح أعلى من ذلك المفروض على بيع الأسهم، كما سيحتفظ الشركاء الراغبين في تقادي كلا النوعين من الضرائب بخيار عدم بيع أسهمهم (Bossaerts, 2006).

2. النظريات المفسرة لأثر سياسات توزيع الأرباح على قيمة الشركة

1.1.2. نظرية حيادية سياسة توزيع أرباح السهم

في سنة 1961 نشر كل من مودigliاني وميلر (Miller & Modigliani, 1961) مقالا مهما يعالج أثر توزيع الأرباح على ثروة المساهمين. لهذا المقال علاقة بمقالهما سنة 1958 (Modigliani & Miller, 1958) الذي تم من خلاله اثبات أنه في حالة توفر مجموعة من الفرضيات فإن قيمة الشركة مستقلة عن توليفة الديون والأموال الخاصة لديها، فهيكلة رأس المال وسياسة توزيع الأرباح مرتبطان بشكل كبير، فالنقود التي يتم تقديمها للمساهمين كتوزيعات أرباح ستترك الشركة دون سيولة مما سيرفع احتمال اعتمادها في المستقبل على إصدار أسهم أو سندات

للتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة لديها. لذا ففهم نظرية مودigliاني وميلر لهيكل رأس المال (Modigliani & Miller, 1958) جد ضروري لاستيعاب نظرية حيادية توزيع أرباح السهم (Miller & Modigliani, 1961).

قدم مودigliاني وميلر (Miller & Modigliani, 1961) دليلا مقنعا على أن قيمة الشركة لا تتأثر بسياسة توزيع الأرباح تحت عدة فرضيات أهمها: (Ross Stephen, Westerfield,) (& Jaffe, 2003)

- لا توجد ضرائب ولا تكاليف تبادل، ولا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر على سعر السوق للأوراق المالية (price taker). تحقق هذه الشروط يعني تحقق فرضية السوق الكاملة.

- جميع المستثمرين لديهم نفس المعتقدات فيما يتعلق بالاستثمارات والأرباح وأرباح الأسهم في المستقبل. وتسمى أيضا بفرضية التوقعات المتجانسة (homogeneous expectations).

- تحدد سياسة الاستثمار الخاصة بالشركة مسبقاً، ولا يتم تغييرها من خلال التغييرات في سياسة توزيع الأرباح.

في زمن إعداد مقال نظرية حيادية توزيع أرباح السهم لم تكن عملية إعادة شراء الأسهم شائعة لذلك لم يتعرض لها الباحثان في التحليل، غير أن فرضية عدم وجود ضرائب تعني أنه ليس هناك اختلاف بين طريقة توزيع الأرباح نقداً وعملية إعادة شراء الأسهم ما دام أن القرار الاستثماري لم يتأثر بسياسة توزيع الأرباح (وهذا ما تضمنته الفرضية الثالثة).

افترض مودigliاني وميلر وجود شركتين متماثلتين في كل الخصائص ما عدا سياسة توزيع الأرباح في الفترة الحالية، بحيث لهما نفس التدفق النقدي التشغيلي (EBIT)، مخططاتهما

الاستثمارية متماثلة وكل توزيعات الأرباح ابتداء من الفترة القادمة متماثلة أيضا. يمكن عرض هذا رياضيا كما يلي*:

$$\overline{EBIT}_1(t) = \overline{EBIT}_2(t), \quad t = 0, 1, \dots, \infty$$

$$\tilde{I}_1(t) = \tilde{I}_2(t), \quad t = 0, 1, \dots, \infty$$

$$\overline{Div}_1(t) = \overline{Div}_2(t), \quad t = 1, \dots, \infty$$

$$Div_1(0) = Div_2(0),$$

حيث:

$\overline{EBIT}_i(t)$: التدفق النقدي التشغيلي المستقبلي المتوقع للشركة i خلال الفترة الزمنية t .

$\tilde{I}_i(t)$: المخطط الاستثماري المتوقع للشركة i خلال الفترة الزمنية t .

$\overline{Div}_i(t)$: توزيعات الأرباح المتوقعة للشركة i خلال الفترة الزمنية t .

$Div_i(0)$: توزيعات الأرباح للشركة i خلال الفترة الحالية.

يتمحور السؤال الرئيس بالنسبة لموديجلياني وميلر فيما إذا ستكون هناك اختلافات بين قيمتي الشركتين إذا ما كانت سياساتهما لتوزيع الأرباح مختلفتان في الفترة الحالية على الرغم من كون الشركتان متماثلتان في بقية الخصائص.

للإجابة عن هذا السؤال لابد من طريقة تقييم مبسطة للشركتين. لنفترض أن المؤسستان تنتميان لنفس قسم المخاطرة (Risk Class) وكتاهما ممولة 100% عن طريق أموال خاصة للتقاضي تعقيدات تأثير هيكل رأس المال على قيمة الشركتين. وهذا محقق كون الشركتان تحققان نفس التدفق النقدي التشغيلي. وعليه معدل العائد الذي تحققه الشركتين معرف من خلال توزيعات الأرباح بالإضافة إلى ربحية رأس المال كما يلي:

* يمكن الاطلاع على العرض التفصيلي للبرهان الرياضي لنظرية حيادية توزيع أرباح السهم من خلال (Copeland, Weston, & Shastri, 2003, pp. 646-648)

$$K_u(t + 1) = \frac{div_i(t + 1) + p_i(t + 1) - p_i(t)}{p_i(t)}$$

حيث:

$K_u(t + 1)$: معدل العائد الذي يطلبه المساهمون في السوق خلال الفترة الزمنية t .

$Div_i(t + 1)$: توزيعات الأرباح لكل سهم تسدد نهاية الفترة الزمنية t .

$p_i(t + 1)$: سعر سهم الشركة i عند نهاية الفترة الزمنية t .

$p_i(t)$: سعر سهم الشركة i عند بداية الفترة الزمنية t .

إذا تم ضرب طرفي المعادلة السابقة في العدد الإجمالي لأسهم الشركة i خلال الفترة الزمنية

t ، وليكن $n_i(t)$ يصبح لدينا:

$$n_i(t) K_u(t + 1) = \left[\frac{div_i(t + 1) + p_i(t + 1) - p_i(t)}{p_i(t)} \right] n_i(t)$$

$$K_u(t + 1) = \frac{n_i(t)div_i(t + 1) + n_i(t)p_i(t + 1)}{v_i(t)} - 1$$

$$v_i(t) = \frac{Div_i(t + 1) + n_i(t)p_i(t + 1)}{1 - K_u(t + 1)} \quad (*)$$

حيث:

$Div_i(t + 1) = n_i(t)div_i(t + 1)$: إجمالي توزيعات الأرباح المسددة للمساهمين في الشركة.

$v_i(t) = n_i(t)p_i(t)$: القيمة السوقية للشركة i .

يظهر جليا أن القيمة السوقية للشركة هي القيمة المستحدثة لمجموع نوعين من التدفقات

النقدية: (1) تدفق نقدي يتمثل في إجمالي الأرباح الموزعة $Div_i(t + 1)$ و (2) قيمة الشركة

عند نهاية الفترة $n_i(t)p_i(t+1)$. لتبيان أن القيمة الحالية لكل من الشركتين مستقلة عن سياسة توزيع الأرباح، يجب فحص مصادر التمويل واستعمالاتها بالنسبة لكلا الشركتين بهدف إعادة صياغة المعادلة أعلاه بشكل تكون فيه قيمة الشركة مستقلة عن توزيعات الأرباح.

هناك مصدرين أساسيين للتمويل في الشركات التي تعتمد على الأموال الخاصة: (1) تمويل ذاتي عن طريق المبالغ المحصلة من العمليات التشغيلية $\widetilde{EBIT}_i(t+1)$ أو (2) من خلال إصدار أسهم جديدة $m_i(t+1)p_i(t+1)$ حيث $m_i(t+1)$ عدد الأسهم المصدرة من قبل الشركة i خلال نهاية الفترة t .

وهناك أيضا استعمالان أساسيان لهذه الأموال: (1) تسديد توزيعات الأرباح للمساهمين $\widetilde{Div}_i(t+1)$ و (2) استخدامها للتنفيذ المخطط الاستثماري للشركة $\widetilde{I}_i(t+1)$. من خلال تعريف مصادر التمويل واستعمالاتها يجب أن تكون مصادر التمويل مساوية تماما للاستثمارات، ومنه، لدينا:

$$\begin{aligned} & \widetilde{EBIT}_i(t+1) + m_i(t+1)p_i(t+1) \\ & \equiv \widetilde{I}_i(t+1) + \widetilde{Div}_i(t+1) \quad (**) \end{aligned}$$

من جهة أخرى، يمكن الاعتماد على معادلة قيمة الشركة المتوصل إليها سابقا (*) لكتابة التدفق النقدي للمستثمرين كما يلي:

$$\widetilde{R}_i(t+1) = \widetilde{Div}_i(t+1) + n_i(t)\widetilde{p}_i(t+1) \quad (***)$$

حيث:

$R_i(t+1)$: عائد المستثمرين في الشركة i نهاية الفترة t . وهو مساوي مجموع توزيعات الأرباح في نهاية الفترة t وقيمة الأسهم في نهاية الفترة t .

إذا ما تم اعتبار أن إجمالي أسهم الشركة i بعد إصدارها للأسهم الجديدة هو $n_i(t+1)$ فإنه يمكن كتابة: $n_i(t+1) = n_i(t) + m_i(t+1)$. بالتعويض في معادلة عائد المستثمرين (***) نجد أن:

$$\tilde{R}_i(t+1) = \widetilde{Div}_i(t+1) + n_i(t+1)\tilde{p}_i(t+1) - m_i(t+1)\tilde{p}_i(t+1)$$

وبتعويض قيمة $m_i(t+1)\tilde{p}_i(t+1)$ في معادلة تساوي مصادر الأموال مع استعمالاتها (***) نجد:

$$\begin{aligned}\tilde{R}_i(t+1) &= \widetilde{Div}_i(t+1) + \tilde{V}_i(t+1) - \tilde{I}_i(t+1) + \widetilde{EBIT}_i(t+1) \\ &\quad - \widetilde{Div}_i(t+1) \\ &= \widetilde{EBIT}_i(t+1) - \tilde{I}_i(t+1) + \tilde{V}_i(t+1)\end{aligned}$$

$$\tilde{V}_i(t+1) = n_i(t+1)\tilde{p}_i(t+1) \text{ حيث}$$

إذا ما اعتمدنا على النتيجة المتوصل إليها سابقا والمتمثلة في أن قيمة الشركة i هي في حقيقة الأمر عبارة عن التدفقات النقدية المستقبلية مستحدثة بمعدل $K_u(t+1)$ ، وبما أن إجمالي التدفقات النقدية للمستثمرين في نهاية الفترة هي التدفقات النقدية للشركة في نهاية الفترة يمكن كتابة:

$$v_i(t) = \frac{\widetilde{EBIT}_i(t+1) - \tilde{I}_i(t+1) + \tilde{V}_i(t+1)}{1 - K_u(t+1)}$$

يمكن ملاحظة أن توزيعات الأرباح لا تظهر في المعادلة السابقة، والمعادلة تضم أربعة حدود هي معدل تكلفة رأس المال $K_u(t+1)$ ، الدخل التشغيلي المتوقع $\widetilde{EBIT}_i(t+1)$ ، المخطط الاستثماري $\tilde{I}_i(t+1)$ والقيمة المستقبلية المتوقعة للشركة $\tilde{V}_i(t+1)$. كل هذه الحدود تم افتراض أنها متماثلة بين الشركتين، لذا يمكن القول أنه في نهاية الفترة t فإن القيمة المتوقعة للشركتين ستكون حتما متساوية:

$$\tilde{v}_1(t) = \tilde{v}_2(t)$$

في حالة عدم وجود الضرائب وتكاليف التبادل، يمكن للشركة اختيار أي سياسة توزيع أرباح دون أن تؤثر على التدفقات النقدية المستقبلية للمساهمين. فمثلا يمكن أن تختار الشركة تسديد توزيعات الأرباح من الفائض في الربح التشغيلي مع حفاظها على القدرة على تنفيذ مخططاتها الاستثمارية، كما يمكنها تغطية الحاجات الاستثمارية الإضافية من خلال إصدار أسهم. في وضعية أخرى، إذا ما كان الربح التشغيلي يغطي الحاجات الاستثمارية ويكفي للتسديد لتوزيعات الأرباح، الباقي من الأموال يمكن أن يستخدم لإعادة شراء الأسهم.

في الأخير، وجب لفت الانتباه إلى أن برهان نظرية حيادية توزيع أرباح السهم عبارة عن نموذج متعدد الفترات أين العائدات غير أكيدة. وترتكز وجهة نظر مودigliاني وميلر بشكل أساسي على أن القرارات الاستثمارية المستقبلية مستقلة عن توزيعات الأرباح في حين كون قيمة الشركة عبارة عن القيمة المستحدثة للعائد الاستثمارات المستقبلية.

2.2. الانتقادات الموجهة لنظرية حيادية سياسة توزيع أرباح السهم

ارتكزت نظرية حيادية سياسة توزيع أرباح السهم على مجموعة من الفرضيات كما سبق وأن تم الإشارة إليها، غير أن هذه الفرضيات قد أضعفت التحليل المقدم من طرف كل مودigliاني وميلر (Miller & Modigliani, 1961) كونها جعلت من الأخذ بنتائج النظرية غير ممكن التطبيق عمليا، وفي ما يلي تحليل لمضمون هذه الفرضيات:

- وجود سوق مالية كفأة حيث تكاليف التبادل معدومة. من الواضح أن هذه الفرضية غير محققة وهذا ما من شأنه أن يطرح عدة تساؤلات حول النتائج المتوصل إليها من قبل مودigliاني وميلر. حيث ارتكزت نظريتهما على قدرة الأفراد على بيع أسهمهم لخلق توزيعات أرباح أو من خلال شراء أسهم لإلغاء توزيعات أرباح. حقيقة كون هذه العملية مكلفة (تكاليف السمسرة مثلا) تجعل من التخلي عن توزيعات الأرباح التي من المفترض أن يقبضها المستثمر من خلال تصفية جزء من استثماراته ليس بالبديل المناسب.

- الأوراق المالية مسعرة بطريقة كفاءة في السوق المالي. في حين أثبتت الدراسات الميدانية أن الأصول المالية تستغرق مدة زمنية حتى يتم تسعيرها بطريقة كفاءة كلما وردت معلومة جديدة للسوق (كفاءة ضعيفة).

- إصدار الأسهم دون وجود تكاليف قانونية أو إدارية. هذه الفرضية غير محققة وهذا ما جعل معادلة مصادر التمويل لاستعمالاتها غير محققة كإصدار الأسهم من جهة وتوزيع الأرباح من جهة ثانية.

- عدم وجود الضرائب على أرباح الشركات والضرائب الشخصية، وهذا غير صحيح عمليا، فمن وجهة نظر الشركة الالتزامات الضريبية غير مرتبطة بتوزيعات الأرباح.

3.2. نظرية عصفور في اليد

يؤكد الملاكوي (Al-Malkawi) أنه في حالة عدم التأكد وعدم تماثل المعلومات، يتم تقييم أرباح الأسهم بشكل مختلف عن الأرباح المكتسبة، فبسبب عدم التأكد بشأن التدفق النقدي في المستقبل، يميل المستثمرون في كثير من الأحيان إلى تفضيل الأرباح الموزعة على الأرباح المكتسبة (Hussainey, Mgbame, & Chijoke-Mgbame, 2011).

طور كل من مايرون غولدون (Myron Goldon) وجون لينتنر (John Lintner) نظرية "عصفور في اليد" (bird in the hand theory). تتلخص النظرية في وجود علاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة. نظرًا لأن المستثمرين يقدرّون مكاسب رأس المال على أنها أكثر خطورة من توزيعات الأرباح، يتعين على الشركات أن يكون لديها نسبة توزيع أرباح أعلى لزيادة سعر السهم. بعبارة أخرى، تؤدي توزيعات الأرباح المرتفعة إلى زيادة سعر السهم (Priya & Mohanasundari, 2016). تم وضع هذه النظرية تحت الفرضيات الموالية: (Hussainey et al., 2011)

- المستثمرون لديهم معلومات غير كاملة عن ربحية الشركة.

- تخضع أرباح الأسهم النقدية للضريبة بمعدل أعلى مما هو عليه عند تحقيق مكاسب رأسمالية من بيع السهم.

- تعمل توزيعات الأرباح كإشارة للتدفقات النقدية المتوقعة.

على الرغم من العيب الضريبي المتمثل في دفع توزيعات الأرباح، تستمر الإدارة في دفع الأرباح لإرسال إشارة إيجابية حول الآفاق المستقبلية للشركة. تكلفة هذه الإشارة هي أن أرباح الأسهم النقدية تخضع للضريبة أعلى من أرباح رأس المال، في حين يفضل بعض المستثمرين الحصول على مكاسب رأسمالية لخفض التأثير الضريبي، قد يفضل البعض الآخر توزيعات الأرباح لأنهم يفضلون النقد الفوري في متناول اليد (Hussainey et al., 2011).

في حقيقة الأمر يتم تحديد مخاطر الشركة من خلال مخاطر تدفقاتها النقدية الناتجة عن استثماراتها، والتي لا يمكن تغييرها من خلال سياسة توزيع الأرباح؛ لذلك، لا يمكن تقليل مخاطر الشركة عن طريق زيادة مدفوعات الأرباح. بشكل عام، تم رفض تبرير عصفور في اليد لدلالة الأرباح من قبل معظم أدبيات الاقتصاد المالي (Priya & Mohanasundari, 2016).

4.2. نظرية الإشارة للتوزيع الأرباح

تشير فرضية الإشارة إلى وجود معلومات غير متماثلة بين المديرين والمساهمين. تفترض فرضية مودigliاني ميلر (Modigliani Miller) أنه في الشركة تكون المعلومات المتاحة للمطلعين والأجانب متشابهة؛ لكن قد يكون لدى المديرين معلومات ذات صلة بقيمة الشركة لا يمتلكها المستثمرون الخارجيون. توضح فجوة المعلومات هذه الطريقة التي يستخدم بها المديرون إعلان توزيعات الأرباح كإشارة تعبر عن معلومات قيمة حول الأداء المستقبلي للشركة للمستثمرين (Hussainey et al., 2011).

تعمل النظرية على إيجاد كيفية حل مشكلة عدم تناسق المعلومات في بيئة تنافسية، وتركز في الغالب على نية الإدارة لمشاركة المعلومات وتلقي إشارات من السوق وأصحاب المصلحة والمجتمع.

يتسبب عدم تناسق المعلومات في حدوث تضارب محتمل بين الإدارة والوكلاء في البيئة التنظيمية، وتقل الإشارة الفجوة عن طريق إرسال المعلومات إلى الأطراف المختلفة (*Bae, Masud, & Kaium, Kim, 2018*).

تتكون نظرية الإشارة من أربعة عناصر: الإشارة، والإشارات، والمستقبل، وردود الفعل. تزيد الإشارات الإيجابية من قيمة الشركة وأدائها، بينما تقلل الإشارات السلبية سعر السهم والطلب على المنتج. لذلك، يرتبط الأداء التنظيمي ارتباطاً وثيقاً بجودة الإشارات، والتي تحدد تكلفة الإشارة (تكلفة الفرصة). يميز تاج (*Taj*) بين الشركات ذات الجودة العالية والمنخفضة التي أعطت إشارات مختلفة للأجانب، ووفقاً لكونلي وآخرون (*Connelly et al*)، عادة ما تكون الشركات عالية الجودة أكثر تحفيزاً لإرسال إشارات عالية الجودة من الشركات منخفضة الجودة بسبب تكلفة الفرصة البديلة للإشارات، وعلاوة على ذلك، تشير الإشارات عالية الجودة إلى أن الأطراف الخارجيين (المشترين والمستثمرين وما إلى ذلك) يمكنهم بسهولة فهم قدرة الشركة (تحمل التكاليف وإدارتها)، ونتيجة لذلك، يمكن تحسين حصتها في السوق وسعر السهم بسهولة (*Bae et al., 2018*).

يعتبر روس (*Ross*) أول من قام بوضع نموذج يوضح فيه نظرية الإشارة، وذلك مروراً بنموذج موديلغلياني وميلر سنة 1961، حيث يشير نموذج روس إلى اتجاه تغيرات الهيكل المالية باستخدام الديون، وإعطاء إشارة من خلال القدرة على تغطية التزامات الديون من خلال زيادة التدفقات النقدية. ثم طور بتاشاريا (*Bhattacharya*) نموذج روس، وقام بتفسير سبب اختيار المؤسسات دفع أرباح السهم حتى وإن كان العبء الضريبي لا يساعد على ذلك، حيث يفترض أن مصادر المعلومات (مثل المعلومات المحاسبية) ليست موثوقة تماماً، فالمستثمرون لا يمكنهم استخدام هذه البيانات بشكل كامل في تحديد ربحية المؤسسة. وبافتراض أن المستثمرين الخارجيين يمتلكون معلومات غير كاملة عن ربحية المؤسسة، وأن معدل الضريبة لأرباح السهم أعلى من معدل الضريبة عن الأرباح الرأسمالية، فإن هذا النموذج يظهر بأنه من الأفضل القيام بإشارة من المؤسسة

لرفع أرباح أسهم المستثمرين عوضاً عن التكلفة الحدية لتلقي الدخل الخاضع للضريبة المرتفع (براق & غربي, 2015).

كما قام ميرتون (*Merton*) من خلال نموذج توازن الأصول المالية بإدخال تكلفة المعلومات، والتي تتكون من مركبتين، تتمثل المركبة الأولى في معالجة البيانات، أما الثانية فتتمثل في تكلفة إنتاج وإصدار المعلومات المتعلقة بالمؤسسة. تمثل تكلفة المعلومات حسب ميرتون تكلفة الإشارة والوكالة. يأخذ نموذج ميرتون بعين الاعتبار تكلفة المعلومات كأنها مشابهة لمدل الاستحداث المضاعف في التدفقات في حالة اللاتأكد، حيث يعطى نموذج ميرتون كما يلي: (براق & غربي, 2015)

$$R_s - r = \beta_s [R_m - r] + \lambda_s - \beta_s \lambda_m$$

حيث يمثل:

R_s : العائد في التوازن للأصل s .

R_m : العائد في التوازن لمحفظه السوق.

r : معدل الفائدة بدون مخاطرة.

β_s : بيتا الأصل، ويعطى $\beta_s = \frac{cov(R_s, R_m)}{var(R_m)}$.

λ_s : تكلفة المعلومة للأصل s .

λ_m : تكلفة المعلومة المتوسطة لكل الأصول في السوق.

يعتبر نموذج ميرتون كامتداد لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (*CAPM*) بإدخال تكلفة

المعلومات.

تمارين مقترحة

التمرين (1)

ضع علامة (x) أمام العبارات التي تعتقد صحتها:

1- عند توزيع الأرباح وحصول المستثمر عليها فإن سعر السهم:

سينخفض.

سيرتفع.

سعر السهم مستقل عن سياسة توزيع الأرباح.

2- من فرضيات نظرية موديقلياني وميلر 1961 لحيادية سياسة توزيع الأرباح ما يلي:

عدم وجود ضرائب على الأرباح.

التوقعات المتجانسة للمستثمرين.

لا توجد تكاليف تبادل.

كل الخيارات السابقة صحيحة.

3- تعتمد شركة "التكنولوجيا للجميع" على الأسهم الممتازة والسندات والأسهم العادية في تمويلها

طويل الأجل. رتب ترتيباً تصاعدياً (أي 1 = الأدنى، بينما 3 = أعلى) التكاليف المحتملة بعد

خصم الضرائب للتمويل طويل الأجل لشركة "التكنولوجيا للجميع".

السندات = 1؛ الأسهم العادية = 2؛ الأسهم الممتازة = 3.

السندات = 1؛ الأسهم الممتازة = 2؛ الأسهم العادية = 3.

الأسهم العادية = 1؛ الأسهم الممتازة = 2؛ السندات = 3.

الأسهم الممتازة = 1؛ الأسهم العادية = 2؛ السندات = 3.

4- تبلغ القيمة الاسمية للأسهم الممتازة لشركة "البناء الحديث" سعر 100 ون. في حين قدرت

توزيعات الأرباح السنوية بمبلغ 10 ون لكل سهم. يبلغ سعر السوق الحالي للسهم الممتاز 96 ون

للسهم، في حين يبلغ معدل الضريبة على الأرباح 40 بالمائة، وتخطط الشركة للحفاظ على الهيكل

الحالية لرأس المال في المستقبل. ستكون تكلفة الأسهم الممتازة لشركة "البناء الحديث" قريبة من القيمة:

6 بالمائة

6.25 بالمائة $96/10 = 0,1042$ ، تذكر أن توزيعات الأرباح ليست مصروفات قابلة

للتخفيض الضريبي، لذلك لا نضرب 10 في واحد مطروحًا منه معدل الضريبة قبل الاستمرار في الحساب.

10 في المئة

10.4 في المائة

5- عادةً ما يكون العائد قبل احتساب الفوائد والضرائب (EBIT) هو نفسه:

الأرباح قبل الضرائب.

صافي الدخل.

الربح التشغيلي

التمرين (2)

ضع علامة (x) أمام العبارات التي تعتقد صحتها:

1- أصدرت شركة XYZ مؤخرًا حقوقًا للإكتتاب بهدف جمع التمويل. يتم تداول الأسهم حاليًا

مقابل 18 ون لكل سهم في البورصة. سعر الاكتتاب في الأسهم المصدرة هو 14 ون لكل سهم،

وسيطلب من المستثمر 3 حقوق إكتتاب لشراء سهم واحد. قيمة حق واحد هي:

12.00 ون.

2.33 ون.

ون.

0 ون.

2- تتطلع الشركة DHC Ltd. لشراء الشركة WIC Ltd.، التي لديها المعلومات التالية:

ربح 4,000,000 ون

EBITD 900,000 ون

عائد السهم الأساسي 1.40 ون

صافي الموجودات 5,000,000 ون

توزيعات الأرباح 0.50 ون

أظهرت الأبحاث أن نسبة السعر إلى الأرباح لشركات مثل WIC Ltd. هي 9.5. بناءً على هذه

النسبة، ما هي قيمة الشركة WIC Ltd.:

2,375,000 ون

8.550.000 ون

5,000,000 ون

6,650,000 ون

3- تقوم شركة المساهمة فلور بإصدار أسهم ممتازة لزيادة رأس المال. سيتم إصدار كل سهم

ممتاز بقيمة اسمية قدرها 200 دولار أمريكي وعائد تراكمي قدره 18 دولارًا أمريكيًا. يترتب عن

إصدار الأسهم الممتازة مصاريف اكتتاب بعد الضريبة بقيمة 3 دولارات لكل سهم. ما هي تكلفة

إصدار الأسهم الممتازة؟

9.14%

9.00%

7.50%

10.50%

4- إذا قامت شركة كونور بإعادة شراء 50 في المائة من أسهمها العادية القائمة من البورصة،

فستكون النتيجة؛

انخفاض عائد السهم.



زيادة النقديّات.

انخفاض في إجمالي الأصول.

زيادة عدد المساهمين.

5- شركة qerty ممولة كلياً بأموال خاصة. لكل 1 جنيه إسترليني من الأرباح، تدفع باستمرار 30 بنساً كأرباح وتحتفظ بـ 70 بنساً لإعادة الاستثمار. وتتوقع أن تحقق معدل عائد 14% على رأس المال المستثمر. وفقاً لنموذج (Gordon Growth)، ما هو معدل نمو الأرباح في المستقبل؟

تجاهل الضرائب.

4.2%

7%

9.8%

14%

مراجع الفصل الرابع

Baker, H. K. (2009). *Dividends and dividend policy* (Vol. 1): John Wiley & Sons.

Bossaerts, P. (2006). *Lectures on corporate finance*: World Scientific Publishing Company.

Copeland, T. E., Weston, J. F., & Shastri, K. (2003). *Financial theory and corporate policy* (4 ed.). London: Pearson Education.

Davis, J. S. (1917). *Essays in the earlier history of American corporations. Numbers I-III*: Harvard University Press.

Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of financial economics*, 60(1), 3-43 .

Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *The Journal of Finance*, 57(4), 1649-1684 .

Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), 97-113 .

Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of business*, 34(4), 411-433 .

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297 .

Ross Stephen, A., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2003). *Corporate Finance* (6 ed.). USA: McGraw–Hill Companies.

Ross Stephen, A., Westerfield Randolph, W., & Jordan Bradford, D. (2002). *Fundamentals of Corporate Finance, Alternate Edition* he McGraw-Hill Companies. *Americas, New York* .

Welch, I. (2006). *A first course in corporate finance* .

براق, م., & غربي, ح. (2015). مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة.

بن-زواي, م. ا. (2014). رأس المال المخاطر: تجارب ونماذج عالمية. مصر: المكتب الجامعي الحديث.