

محتويات مقياس السياسات المالية للمؤسسة

أولاً: سياسة التمويل في المؤسسة (نظريات الهيكلية المالية)

- 1- مفهوم الهيكلية المالية.
- 2- النظريات الكلاسيكية المفسرة للهيكلية المالية.
 - 2-1- النظرية التقليدية.
 - 2-2- نظرية صافي ربح العمليات.
 - 2-3- نظرية موديقلياني وميلر 1958.
 - 2-4- نظرية موديقلياني وميلر 1963.
- 3- النظريات الحديثة لتفسير الهيكلية المالية للمؤسسة.
 - 3-1- نظرية الوكالة.
 - 3-2- الضريبة الشخصية والهيكلية المالية ميلر 1977.
 - 3-3- نظرية الترتيب السلمي.

ثانياً: سياسة توزيع أرباح السهم

- 1- تعريف وأشكال سياسة توزيع أرباح السهم.
 - 1-1- تعريف سياسة توزيع أرباح السهم.
 - 1-2- أشكال سياسة توزيع أرباح السهم.
- 2- أنواع سياسة توزيع أرباح السهم.
 - 2-1- سياسة الفائض في توزيع أرباح السهم.
 - 2-2- سياسة توزيع أرباح السهم الثابتة.
 - 2-3- سياسة توزيع أرباح السهم المستقرة.
 - 2-4- سياسة توزيع أرباح السهم مع العلاوة.
- 3- نماذج سياسة توزيع أرباح السهم.
 - 3-1- نموذج لينتتر.
 - 3-2- نموذج والتر.
 - 3-3- نموذج قوردن.

4-3- نموذج كالاى.

5-3- نموذج ميرتون ومارش وتكاليف المعلومات.

4- نظريات سياسة توزيع أرباح السهم.

1-4- نظرية مودىليانى وميلر 1961.

2-4- نظرية التفضيل الضريبي.

3-4- أثر الزبائن.

4-4- نظرية الإشارة وعدم تماثل المعلومات.

أولاً: سياسة التمويل في المؤسسة (نظريات الهيكله المالية)

يعتبر قرار التمويل في المؤسسة من أهم القرارات المالية الرئيسية، فهي تحدد مصادر التمويل التي

تمول بها نفسها.

1- مفهوم الهيكله المالية

تمثل الهيكله المالية مجموعه الأموال التي يتم بواسطتها تمويل موجودات المؤسسة، وهي تتضمن التمويل بالديون والتمويل بالأموال الذاتية، وهما يشكلان جانب الخصوم من الميزانية المحاسبية للمؤسسات. أي أن الهيكله المالية تتكون من نوعين من التمويل، وهما التمويل بالديون والتي تتضمن بدورها التمويل قصير الأجل والتمويل المتوسط وطويل الأجل، أما النوع الثاني فهو التمويل بالأموال الذاتية والذي يتضمن رأس المال وكذا الأرباح المحتجزة.

مما سبق، فإن الهيكله المالية تتضمن التمويل قصير الأجل والتمويل المتوسط وطويل الأجل، وهو ما يسمى بالتمويل الدائم. ويطلق على الجزء من الهيكله المالية المتمثل بالتمويل الدائم هيكل رأس المال الذي يتضمن التمويل بالديون المتوسطه وطويله الأجل والتمويل بالأموال الذاتية.

أما الهيكله المالية المثلى، فهي تعرف بأنها ذلك المزيج من التمويل الداخلى والخارجى الذي يجعل تكلفة رأس المال في أدنى حد ممكن لها. وإذا ما استطاعت المؤسسة تحقيق تلك النسبة، فإنها بذلك تعظم ثروة مالكي المؤسسة. وتحقيق أدنى نسبة لتكلفة رأس المال فإنه تزداد قابلية المؤسسة في إيجاد فرص استثمارية جديدة، وأيضاً تحقيق منافع من وجهة النظر الاجتماعيه، حيث ينجم عنه الاستخدام العقلاني والرشيد لموارد المجتمع وبالتالي زيادة ثروته الكلية من خلال استغلال الفرص الاستثمارية للمؤسسات وبالنتيجه زيادة معدل الاستثمار والنمو الاقتصادي.

يجب توضيح بأن القيمة السوقية للمؤسسة V تساوي قيمة الديون الصافية D إضافة إلى قيمة الأموال الذاتية E .

2- النظريات الكلاسيكية المفسرة للهيكلية المالية

جاءت عدة نظريات بهدف تفسير الهيكلية المالية للمؤسسة، وتحديد الهيكلية المالية المثلى، غير أن النظريات الكلاسيكية هي النظريات التي قامت على فرضيات غير واقعية، سيتم عرض أهمها.

2-1- النظرية التقليدية

يؤكد أصحاب النظرية التقليدية *Traditional Theory* وجود هيكلية مالية مثلى عند مستوى معين من الديون، والتي تتحقق عند تشكيلة معينة من القروض والأموال الذاتية. هذه التشكيلة تجعل تكلفة رأس المال عند حدها الأدنى، وتعطي أكبر قيمة سوقية للمؤسسة.

حسب النظرية التقليدية، تتحدد نسبة الديون المثلى التي تجعل من القيمة السوقية للمؤسسة في أعلى حد لها في ثلاث مراحل. تتصف المرحلة الأولى بظهور تغيرات بطيئة في تكلفة الأموال الذاتية مع كل زيادة في مقدار الاقتراض، إلا أن الزيادة في تكلفة الأموال الذاتية ضمن هذه المرحلة تكون أقل من المزايا الناتجة عن الاقتراض، يضاف إلى ذلك أن تكلفة الاقتراض في هذه المرحلة تبقى ثابتة. وبسبب ذلك، فإن القيمة السوقية للمؤسسة تبدأ بالزيادة كلما زادت نسبة الرفع المالي في الهيكلية المالية بسبب التغيرات التي تحصل في تكلفة رأس المال واتجاهها نحو الانخفاض.

أما المرحلة الثانية، فهي تتصف بأن المؤسسة تستعمل نسبة من الديون في هيكلتها المالية، بحيث لا تؤثر تلك النسبة على قيمتها السوقية، نظراً لأن المزايا الناتجة عن الاعتماد على القروض والمتمثلة في انخفاض تكلفته سوف يقابلها ارتفاع بنفس المقدار في تكلفة التمويل الذاتي، وهنا تتشكل نقطة الاقتراض المثلى.

وفي المرحلة الثالثة والأخيرة، تتجاوز المؤسسة نقطة الاقتراض المثلى، وهو ما يؤدي إلى ضياع مزايا الاعتماد على القروض كمصدر منخفض للتكلفة، وذلك لأن المساهمين يطالبون بزيادة في معدل العائد المطلوب من قبلهم بسبب الزيادة في المخاطر المترتبة على الاعتماد على القروض، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع في تكلفة رأس المال، وبسببها تنخفض القيمة السوقية للمؤسسة.

2-2- نظرية صافي ربح العمليات

يستند أصحاب نظرية صافي ربح العمليات *Net Income Theory NOI* على افتراض مؤداه أن تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة كلاهما مستقل وليس لهما علاقة بمدى تأثير الهيكل المالية، فهم يفترضوا أن التكلفة الكلية للأموال تكون ثابتة مهما كانت نسبة الديون في المؤسسة.

يؤكد المنهج العام لنظرية صافي ربح العمليات في صياغة الهيكل المالية للمؤسسة فكرة استقلالية مخاطر الأعمال عن تكلفة رأس المال وأيضا عن تشكيلة الهيكل المالية، وهو ما يعني أن القيمة السوقية للمؤسسة تبقى ثابتة رغم التغيرات التي ستطرأ في مستويات الرفع المالي. مما يعني أن التغيرات في الهيكل المالية لا تأثير لها سواء على القيمة السوقية للمؤسسة وأيضا لا تأثير لها على تكلفة رأس المال الأمر الذي يجعل فكرة وجود هيكل مالية مثلى غير مقبولة.

تقوم هذه النظرية على عدة فرضيات، وهي:

- لا توجد أهمية لتقسيم القيمة السوقية للمؤسسة بين الاقتراض والملكية.
- المزايا الناتجة عن الاعتماد على القروض تضيع نتيجة مطالبة المساهمين بمعدل عائد أكبر لتعويضهم عن المخاطر المالية الإضافية.
- ثبات معدل الفائدة على القروض.
- لا توجد ضريبة على دخل المؤسسة.

تحدد القيمة السوقية للمؤسسة حسب نظرية صافي ربح العمليات بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي تكلفة رأس المال، وبما أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلى مجموع القيمة السوقية للأموال الذاتية إضافة للقيمة السوقية للقروض (السندات) أي $V = E + D$ وكذا القيمة السوقية لحق الملكية تحسب عن طريق خصم صافي ربح العمليات بمعدل العائد المطلوب من طرف المساهمين $E = \frac{NOI}{k_e}$ ، وبما أن معدل العائد المطلوب k_e ما هو إلا تكلفة التمويل الذاتي. لذا، فإنه يمكن حساب تكلفة التمويل الذاتي بالمعادلة الرياضية الموالية:

$$k_e = k + (k - k_d) \frac{D}{E}$$

وباعتبار أن تكلفة رأس المال ثابتة k فإن تكلفة التمويل الذاتي سوف تزداد بمعدل ثابت مع الزيادة في نسبة الاقتراض إلى حق الملكية بسبب زيادة درجات المخاطرة المالية.

2-3- نظرية موديقلياني وميلر 1958

تعتبر نظرية موديقلياني وميلر *The Modigliani-Miller's theorem M&M* سنة 1958 من أهن النظريات في الأدبيات المالية التي تتحدث عن الهيكلية المالية، فهي تتفق مع نظرية صافي ربح العمليات فيما يخص عدم وجود هيكلية مالية مثلى.

إذ أكدا على أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن الهيكلية المالية لها، كما أن تكلفة رأس المال مستقلة تماما عن الهيكلية المالية للمؤسسة، حيث تعتبر هذه النظرية أولى النظريات التي تتعلق بإطار الهيكلية المالية للمؤسسات، تفترض وجود سوق المنافسة التامة وفي عالم بدون تكاليف الإفلاس ولا تكاليف التبادل وتوفر المعلومات للجميع.

تؤكد نظرية موديقلياني وميلر وفي ظل ظروف معينة، بأنه لا يهم بالنسبة للمساهمين ما إذا كانت المؤسسة تمول بالاقتراض أو ببيع الأسهم، لأن قرارات التمويل ليس لها أي أثر على ثروتهم، والفكرة المحركة لهذه النظرية هي أنه كمشروع منتج، فإنه لكل مشروع تكون لديه فرص خاصة للربح ويواجه كذلك مخاطر، وإن كلا من الربح والمخاطر توجد بغض النظر عن كيفية التمويل.

تقوم نظرية موديقلياني وميلر على عدة فرضيات، وهي:

- عدم وجود تكاليف وساطة في تنفيذ المعاملات المالية.
- حرية الدخول والخروج من السوق، حيث إن المؤسسات تعمل في ظروف المنافسة التامة. وعليه، فإن هذه المؤسسات تستطيع الدخول والخروج لشراء وبيع ما ترغب به من أوراق مالية دون التأثير على أسعار تلك الأوراق المالية.
- يستطيع المستثمرون الأفراد الاقتراض بنفس الشروط ومعدل الفائدة التي تستطيع المؤسسات الاقتراض به.
- يملك المستثمرون المعلومات نفسها التي لدى إدارة المؤسسة حول فرص المؤسسة الاستثمارية.
- عدم وجود ضرائب على دخول الأفراد.
- يتصرف كافة المستثمرين في الأسواق المالية بالرشادة والعقلانية.
- إمكانية تقسيم مؤسسات الأعمال إلى مجموعات متجانسة إذا كانت أرباحها المتوقعة لها نفس خصائص المخاطرة. وبالتالي، فإن المؤسسات التي تعمل في نفس الصناعة تكون لديها شريحة متجانسة من حيث المخاطرة.

- تتضمن سياسة توزيع الأرباح لدى المؤسسة توزيع كافة الأرباح، أي لا وجود لأرباح محتجزة، بالإضافة إلى عدم وجود ضرائب على الأرباح الموزعة.

جاءت نظرية موديقلياني وميلر ضمن اقتراحين، يشير الاقتراح الأول إلى أنه في ظل أسواق مالية كاملة، فإن المؤسسات لها نفس القيمة السوقية بغض النظر عن نسب الرافعة المالية لها وكذا مخاطر عدم السداد.

يؤكد موديقلياني وميلر في اقتراحهما الأول على أن القيمة السوقية لأية مؤسسة سواء كانت مقرضة أو مقترضة مستقلة تماما عن هيكلتها المالية، وأن هذه القيمة تتحدد من خلال خصم صافي ربح العمليات الذي تحدته المؤسسة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة، كما أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا انعكاسا لقرارات الاستثمار فيها وفعاليتها تلك القرارات وقوتها الإيرادية.

القيمة السوقية V_j للمؤسسة j حسب الاقتراح الأول لموديقلياني وميلر ما هي إلا صافي الربح التشغيلي المتوقع \overline{NOI} مخصوما بمعدل تكلفة الأموال الذاتية لمؤسسة غير مقترضة k_{eu} لنفس شريحة المخاطرة، أي
$$V_j = \frac{\overline{NOI}}{k_{eu}}$$

فالقيمة السوقية لمؤسسة مقترضة V_L تساوي القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة V_u من نفس شريحة المخاطرة أي $V_u = V_L$.

ولكي يثبت موديقلياني وميلر صحة هذا الاقتراح، والذي يشير إلى أنه إذا كانت هناك عدة مؤسسات تتميز بسياسات تمويلية مختلفة ومتماثلة في باقي الخصائص، فإن قيمها السوقية لا بد وأن تتساوى وذلك بسبب ظهور عملية المراجعة.

أشار موديقلياني وميلر في الاقتراح الأول إلى ظهور عملية المراجعة بالنسبة لمؤسستين متماثلتين في كل شيء عدا الهيكلة المالية لهما، حيث إن الاختلاف بين القيمتين السوقيتين لهاتين المؤسستين هو اختلاف مؤقت فقط، وأن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين القيمتين، أي تتساوى القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة مع القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة.

يشير الاقتراح الثاني لموديقلياني وميلر بأن الرافعة المالية للمؤسسة ليس لها أي أثر على التكلفة المرجحة لرأس المال أي تكلفة رأس المال، وأن تكلفة الأموال الذاتية هي دالة خطية لنسبة الديون على الأموال الذاتية.

رغم أن التغيير في الهيكلية المالية للمؤسسة لن يغير من القيمة السوقية لها كما جاء في الاقتراح الأول لموديقلياني وميلر، إلا أن ذلك سيحدث تغييرا مهما في قروض المؤسسة وحقوق ملكيتها.

مما سبق، فإن الصيغة الرياضية لتكلفة رأس المال k هي كما يلي:

$$k = \frac{D}{V}k_d(1-\tau) + \frac{E}{V}k_e$$

ومن خلال الفرضيات التي وضعها موديقلياني وميلر، فإنه لا وجود للضريبة، أي $\tau = 0$ ، ومنه

فإن تكلفة رأس المال k حسب موديقلياني وميلر هي:

$$k = \frac{D}{V}k_d + \frac{E}{V}k_e$$

وبتعديل بسيط على المعادلة السابقة، يمكن استنتاج الصيغة الرياضية لتكلفة الأموال الذاتية أو

المعدل العائد الذي يطلبه المساهمون k_e كما يلي:

$$k_e = k + (k - k_d) \frac{D}{E}$$

ومن هذا التحليل، عرض موديقلياني وميلر مضمون الاقتراح الثاني، وهو أن معدل العائد المطلوب من المساهمين في مؤسسة تعتمد على القروض في هيكلتها المالية تساوي معدل العائد المطلوب من قبل مؤسسة مماثلة وتنتمي إلى نفس شريحة المخاطرة ولكنها لا تعتمد على القروض إضافة إلى بدل المخاطرة الذي يحدد بالفرق بين تكلفة رأس المال وتكلفة القروض مضروبا في نسبة الاقتراض إلى الأموال الذاتية. ويجب توضيح بأن بدل المخاطرة $k - k_d$ ما هو إلا عائدا إضافيا يعوض عن المخاطر المالية التي يتعرض لها المساهمون بسبب الاقتراض.

انتقدت هذه النظرية كثيرا، وفرضياتها تتسم بعدم الواقعية.

2-4- نظرية موديقلياني وميلر 1963

قدم موديقلياني وميلر سنة 1963 تحليلا جديدا للهيكلية المالية، وذلك بإدخال كل من الضرائب وتكاليف الإفلاس، فاعتماد المؤسسة على الديون يسبب أثرين، أثر إيجابي يتمثل في الاقتصاد الضريبي *Tax Shield* وأثر سلبي يتمثل في تكلفة الإفلاس.

أكد موديقلياني وميلر سنة 1963 بأن للديون أثرا إيجابيا على قيمة المؤسسة مهما كانت نسبتها ومستواها في الهيكلية المالية لها، وذلك بسبب ما تحققه الديون من اقتصاد ضريبي، والذي ينشأ بسبب اعتماد المؤسسة على الاستدانة في التمويل، حيث إن زيادة التمويل بالديون في الهيكلية المالية للمؤسسة يترتب عليها انخفاضا مستمرا في تكلفة رأس المال، مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية

للمؤسسة، وينشأ هذا التأثير نظرا لاعتبار فائدة الديون كمصاريف تتحملها المؤسسة قبل أن تخضع للضريبة. ولذلك، فإن القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تكون أعلى من القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة بمقدار الاقتصاد الضريبي. وتعطى رياضيا كما يلي:

$$V_L = V_U + \tau D_L$$

والملاحظ من النتيجة الأخيرة، أن القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة V_L تساوي القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة V_U إضافة إلى الاقتصاد الضريبي τD_L .

وفي المقابل، كلما زاد الاقتراض كلما زادت تكلفة الإفلاس، وعليه يحصل ارتفاع في تكلفة رأس المال الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، حيث أكد موديقلياني وميلر انطلاقا من العلاقة العكسية بين تكلفة رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة، بأن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة سوف تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس. وعليه، فكلما زادت القروض كلما زادت تكلفة الإفلاس ويسبب ذلك استمرار الانخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة.

وعليه، فإنه حسب نظرية موديقلياني وميلر وبإدخال الاقتصاد الضريبي وتكلفة الإفلاس، فإن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تساوي القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة مضافا إليها الاقتصاد الضريبي ناقص القيمة الحالية المتوقعة لتكلفة الإفلاس *The expected present Value of the Cost of Bankruptcy (EPVCB)*، وتصاغ رياضيا كما يلي:

$$V_L = V_U + \tau D_L - EPVCB$$

3- النظريات الحديثة لتفسير الهيكلة المالية للمؤسسة

نظرا لأن النظريات الكلاسيكية قامت على فرضيات غير واقعية، جاءت نظريات أخرى تفسر الهيكلة المالية في ظل فرضيات واقعية، وكل منها فسرت الهيكلة المالية.

3-1- نظرية الوكالة

اعترض كل من جونسون وماكلارين (1976) Jensen and Meckling نظرية موديقلياني وميلر فيما يتعلق بأن قرارات المؤسسة الاستثمارية مستقلة عن هيكلتها المالية. فالمساهمون في المؤسسة المقترضة على سبيل المثال يمكنهم زيادة مخاطر الاستثمار لأصحاب السندات من خلال زيادة الديون، وذلك من خلال مشكلة إحلال أو استبدال الأصول، هذا السلوك من طرف المساهمين يؤدي إلى ظهور تكاليف الوكالة *Agency Costs* التي يجب على المؤسسة أن تسيطر عليها وتأخذها بعين الاعتبار في تحديد هيكلتها المالية.

ترتكز نظرية الوكالة على الفرضيات الموالية:

- يتمتع أطراف الوكالة بالرشادة النسبية كما أن تصرفاتهم مؤسسة على تعظيم منافعهم الذاتية.
 - دوال أهداف الموكل والوكيل غير متوافقة، كما أن هناك قدرا من التعارض في المنافع بينهما.
 - بالرغم من وجود تعارض في دوال أهداف طرفي الوكالة، فإن هناك حاجة مشتركة للطرفين في بقاء العلاقة أو مؤسسة قوية في مواجهة المؤسسات الأخرى.
 - هناك عدم تماثل في المعلومات لدى كل من الموكل والوكيل فيما يتعلق بموضوع الوكالة.
 - يترتب على ما سبق، ضرورة توافر قدر من اللامركزية للوكيل يمكنه من اتخاذ بعض القرارات والقيام ببعض التصرفات دون الرجوع للموكل.
 - للأصيل الرغبة في تعميم عقود للوكالة تلزم الوكيل بالسلوك التعاوني الذي يعظم منفعة طرف الوكالة ويجول دون تصرف الوكيل على نحو يضر بمصالح الموكل.
- أثبتت هارت (1993) و هارت وآخرون (1995) Hart et Al بأن تكلفة الوكالة تنشأ عن إدخال الديون في الهيكل المالية. وأضاف لابورتا وآخرون (2000) Laporta et Al أن القانون الأساسي للمؤسسة وتنظيم الرقابة لها أثر على تكلفة الوكالة.
- تهتم نظرية الوكالة في المؤسسات حسب بارل ومينز (1932) Berle&Means وجونسون وماكلاين (1976) Jensen&Meckling بمختلف المنازعات التي تنشأ انطلاقا من تضارب المصالح بين المساهمين والمديرين وبين المساهمين والدائنين.
- يمكن صياغة القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة V_L مقارنة بالقيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة V_U بإدخال كل من الاقتصاد الضريبي τD_L والقيمة المتوقعة الحالية لتكلفة الإفلاس $EPVCB$ وتكلفة الوكالة A كما يلي:

$$V_L = V_U + \tau D_L - EPVCB - A$$

1-1- الضريبة الشخصية والهيكل المالية

أدخل ميلر (1977) Miller في تحليل جديد للهيكل المالية الضريبة الشخصية التي يتحملها المساهمون على دخولهم من تلك الأسهم وكذلك التي يتحملها المقترضون على سنداتهم. كما أشار إلى الحالة الوحيدة التي يتحقق بها الاقتصاد الضريبي، وهي عندما لا يخضع الدخل الشخصي لحملة الأسهم للضريبة على دخولهم من تلك الأسهم. وفي حالة جود الاقتصاد الضريبي TS فإنه يحسب بالصيغة الموالية $TS = \left[1 - \frac{(1-\tau)(1-\tau_1)}{(1-\tau_2)} \right] \times D$ ، حيث تمثل τ معدل الضريبة على الأرباح، أما τ_1 فهي تمثل معدل

الضريبة الشخصية على دخل المساهمين، وتمثل τ_2 معدل الضريبة على دخل المقرضين أي حملة السندات.

ويعتقد ميلر أنه إذا كان $\tau_1 < \tau_2$ كنتيجة لانخفاض الضريبة على الأرباح للأسهم، فإن صافي دخل حملة السندات لا بد وأن يكون كبيرا لتعويض ارتفاع الضريبة على دخولهم، وإلا فإن المؤسسة لن تجد من يقرضها. وأشار كذلك إلى أن الاقتصاد الضريبي يتلاشى أو يصبح سالبا إذا كان معدل الضريبة على الدخل الشخصي لحملة الأسهم أقل من معدل الضريبة على الدخل الشخصي لحملة السندات. وفي هذه الحالة، يصبح من المتوقع أن تستمر المؤسسة في زيادة نسبة الاقتراض حتى يصبح $(1-\tau_2) = (1-\tau_1)(1-\tau)$ ، وهو ما يمثل حالة التوازن أي انعدام الاقتصاد الضريبي، وبذلك فإن أية زيادة في الاقتراض لن تضيف شيئا لقيمة المؤسسة.

2-1- نظرية الترتيب السلمي

تعتبر نظرية الترتيب السلمي *Pecking-Order Theory* أو كما تسمى أيضا بنظرية أولوية مصادر التمويل من أهم النظريات تأثيرا في علم مالية المؤسسة، وهي كنظرية قامت من أجل المفاضلة بين مصادر التمويل الداخلية أو الذاتية ومصادر التمويل الخارجية.

تقوم نظرية الترتيب السلمي بترتيب مصادر التمويل للمؤسسة، فحسب مايرز Myers (1984) صاحب نظرية الترتيب السلمي والذي تأثر بالأدبيات المالية السابقة وبما في ذلك كتاب دونالدسون (1961) Donaldson، فقد أثبت بأن الاختيار العكسي *Adverse Selection* في المؤسسة يؤدي إلى تفضيل الأرباح المحتجزة والتي هي أفضل من الديون، والديون بدورها أفضل من الأسهم من ناحية التمويل.

يمكن ترتيب مصادر التمويل حسب نظرية الترتيب السلمي كما يلي:

- تفضيل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي.
- وإن كانت المؤسسة بحاجة إلى تمويل خارجي، فإن المؤسسة تصدر الأوراق المالية المضمونة أولا، ذلك أنها تبدأ بالديون، ثم إصدار الأوراق المالية الهجينة مثل السندات القابلة للتحويل، وأخيرا القيام بإصدار أوراق الملكية الخارجية والمتمثلة بالأسهم العادية.
- لكل مؤسسة نسبة من الاستدانة في هيكلتها المالية تعكس احتياجاتها المتراكمة للتمويل الخارجي، أي أنه لا توجد نسبة استدانة معرفة بدقة ومحددة كهدف يجب الوصول إليه.

ثانيا: سياسة توزيع أرباح السهم

لا تقل سياسة توزيع أرباح السهم أهمية عن سياسة الاستثمار وسياسة التمويل، وذلك لما لها علاقة مباشرة بالقيمة السوقية للمؤسسة.

1- تعريف وأشكال سياسة توزيع أرباح السهم

يتم في هذه النقطة تعريف سياسة توزيع أرباح السهم تعريفا مختصرا، وذكر أهم سياسات التوزيع.

1-1- تعريف سياسة توزيع أرباح السهم

يمكن تعريف توزيع الأرباح على أنها معدل التدفق النقدي، وقد يكون غير نقدي، الذي يتلقاه المساهمون كمردود على استثماراتهم في أسهم المؤسسة الحاملين لها. تمثل هذه الأرباح بالنسبة للمستثمرين دخلا جاريا ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين، كما تؤثر سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم.

يتم توزيع الأرباح من رصيد الأرباح المحتجزة أو من الربح المحقق خلال الفترة، وتأخذ هذه التوزيعات أشكالا مختلفة وتقوم المؤسسات بالمفاضلة بين هذه الأشكال تبعا لظروف المؤسسة والأهداف المرجو تحقيقها من اتباع شكل معين.

1-2- أشكال سياسة توزيع أرباح السهم

توجد عدة أشكال لتوزيع أرباح السهم منها ما هو نقدي ومنها ما هو عيني.

1-2-1- توزيع أرباح السهم النقدي

في الغالب، تقوم المؤسسة بتوزيع الأرباح على المساهمين على شكل نقد، وينشأ حق المساهم في أرباح المؤسسة بعد صدور قرار الهيئة العامة للمساهمين (الجمعية العامة) بتوزيعها في يوم الإعلان عن التوزيع، ويكون الحق في استيفاء الربح تجاه المؤسسة لمالك السهم المسجل في سجلاتها في تاريخ اجتماع الهيئة العامة الذي تقرر فيه توزيع الأرباح.

1-2-2- إعادة شراء الأسهم

يعتبر قرار إعادة شراء السهم من أهم قرارات السياسة المالية في المؤسسة، مثل قرار توزيع أرباح السهم أو قرار الهيكل المالية أو قرار الاستثمار وغيرها.

يقصد بإعادة شراء الأسهم قيام المؤسسة بإعادة شراء أسهمها من السوق، ويمكن النظر إلى هذه العملية وكأن المؤسسة تستثمر في نفسها، حيث تقوم المؤسسة باستخدام السيولة لشراء أسهمها

وكان المؤسسة تعطي انطبعا بأنها لم تجد فرصة استثمارية أفضل من الاستثمار في أسهمها وإعادة شراء المؤسسة لأسهمها يؤدي إلى تخفيض عدد الأسهم المكتتب بها.

1-2-3- توزيع الأرباح العيني

في بعض الأحيان وعند عدم توفر السيولة النقدية لدى المؤسسة، قد يقترح مجلس الإدارة ومصادقة الجمعية العامة للمساهمين توزيع الأرباح على شكل عيني، كتوزيع منتج المؤسسة على المساهمين بدلا من الأرباح النقدية، أي أن المؤسسة توزع الأرباح من أصولها، وقد تأخذ هذه التوزيعات العينية شكل البضائع أو العقارات أو الاستثمارات أو شكل آخر يحدده مجلس الإدارة.

1-2-4- تجزئة السهم

تحدث تجزئة السهم *Stock Split* عندما تقرر إدارة المؤسسة إعطاء أسهم جديدة لأصحاب الأسهم القائمة في المؤسسة، عادة ما يتم التعبير عن تجزئة السهم بنسبة مثل النصف، حيث صاحب كل سهم يحصل على حصة إضافية. على سبيل المثال، عند تقسيم السهم إلى الثلث، فإن حامل 100 سهم قبل التجزئة، سيتحصل على 200 سهم إضافية، ويصبح المجموع 300 سهم بعد الانقسام. فإذا كان سعر السهم 90 وحدة نقدية قبل التجزئة، فإن سعر السهم بعد التجزئة يصبح 30 وحدة نقدية.

1-2-5- توزيع الأرباح على شكل حصص أرباح السهم

تشبه حصص أرباح السهم *Stock Dividends* تجزئة الأسهم دون التأثير على الموقع الأساسي لحملة الأسهم الحاليين. على سبيل المثال، إذا كانت حصص أرباح السهم 5%، فإن حامل 100 سهم سيحصل على خمسة (5) أسهم إضافية بدون تكلفة. فعوض أن تقوم المؤسسة بتوزيع الأرباح في شكلها النقدي، فإنها تقوم بمنح أسهم إضافية للمساهمين.

2- أنواع سياسة توزيع أرباح السهم

توجد عدة أنواع لسياسة توزيع أرباح السهم، سيتم إيجازها في هذه النقطة.

1-2-1- سياسة الفائض في توزيع أرباح السهم

طبقا لسياسة الفائض في توزيع أرباح السهم *Residual Dividend*، فإن المؤسسة تقوم بتوزيع المبلغ المتبقي من أرباحها بعد تمويل استثماراتها التي يكون معدل عائدها أكبر من تكلفة الأموال الذاتية. وتبعاً لهذه السياسة، فإن نسبة الأرباح القابلة للتوزيع تكون غير واضحة للمساهمين، حيث إن

أغلبها تقوم بتوزيع أرباح منخفضة نتيجة حاجتها إلى التمويل الذاتي لاستثماراتها، ويمكن تفسير ذلك على وجود درجة ثقة عالية بين المؤسسة ومستثمريها.

2-2- سياسة توزيع أرباح السهم الثابتة

تعتبر سياسة توزيع أرباح السهم الثابتة *Constant Dividend* من أبسط سياسات التوزيع بمجرد أن تختار المؤسسة نسبة التوزيع. وفق هذا الإجراء، فإن الإدارة المالية تسعى إلى تحديد نسبة نقدية ثابتة يتم توزيعها سنويا من الأرباح المتحققة. وكما يلاحظ من هذا الإجراء، فإن مقدار الربح الموزع سوف يختلف وفق التغير في مقدار الأرباح المتحققة، فإذا كانت نسبة التوزيع المعتمدة في مؤسسة ما هي 20% سنويا، فهذا يعني أن الإدارة سوف توزع 0,20، 1,20 أو 0,40 وحدة نقدية للسهم العادي إذا ما بلغت الأرباح السنوية 1,00، 6,00 أو 2,00 للسهم الواحد على التوالي.

2-3- سياسة توزيع أرباح السهم المستقرة

تعني سياسة توزيع الأرباح المستقرة *Stable Dividend Policy* اختيار نسبة توزيع محددة مسبقا، وتتميز هذه السياسة بعدم الاتجاه نحو تخفيض التوزيعات، حتى في أوقات الأزمات المالية أخذا بقاعدة لا تخفض من توزيع أرباح السهم السنوية *Never Reduce the Annual Dividend*.

2-4- سياسة توزيع أرباح السهم مع العلاوة

تقوم سياسة توزيع أرباح السهم مع العلاوة *Regular Dividend Plus Extra Policy* على أساس توزيع الأرباح العادية التي توزعها المؤسسة عادة بالإضافة إلى توزيع أرباح إضافية في نهاية العام. عادة ما تلجأ مؤسسات الأعمال إلى هذا الإجراء عندما تكون أرباحها السنوية متقلبة، فهي تعطيها مرونة في إجراءات توزيع أرباح السهم. وفي مثل هذه الحالة، تقوم المؤسسة بتوزيع أرباح مستقرة لكنها منخفضة، وبالإمكان التصريح على علاوة إضافية في نهاية السنة إذا ما تحسنت الأرباح، وبذلك فلها المرونة بإلغاء تلك العلاوة والاستمرار بالإجراء المستقر المنخفض، حيث يضمن مثل هذا الإجراء صفة الاستمرارية بتوزيع أرباح نقدية مما ينعكس إيجابيا على سعر السهم في السوق.

3- نماذج سياسة توزيع أرباح السهم

ظهرت عدة نماذج عملية لسياسة توزيع أرباح السهم، أهمها نموذج لنتنر وقوردن.

1-3- نموذج لينتير

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

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

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

$$DIV_1 = d \times MPA_1$$

يكون التغير في أرباح السهم في العام المقبل DIV_1 مقارنة بأرباح السهم في العام الحالي DIV_0 كما يلي $DIV_1 - DIV_0 = (d \times MPA_1) - DIV_0$.

كما يوضح النموذج الموالي تعديلاً جزئياً للنموذج السابق، فهو يبين وجود معامل التعديل c وثابت a بالصيغة $DIV_1 - DIV_0 = a + c(d \times MPA_1 - DIV_0)$.

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

3-2- نموذج والتر

يقوم الأساس الفكري لنموذج والتر (1956) Walter على ملائمة التوزيعات مع القيمة السوقية للمؤسسة وبالتالي القيمة السوقية للسهم، حيث أن هناك علاقة طردية بين توزيعات أرباح السهم والقيمة السوقية للسهم.

قام نموذج والتر على أساس العلاقة بين معدل العائد المتوقع على الاستثمار في المؤسسة أو معدل العائد الداخلي ومعدل العائد المطلوب من طرف المساهمين أو تكلفة رأس المال، إذ يمكن للمؤسسة أن تحقق سياسة توزيع مثلى وفق شكل العلاقة بين معدل العائد المتوقع على الاستثمار ومعدل العائد المطلوب. فإذا ما كان معدل العائد المتوقع على الاستثمار يفوق تكلفة رأس المال وبالتالي معدل

العائد المطلوب من طرف المساهمين، فإن المؤسسة سوف تلجأ إلى احتجاز الأرباح، أما في حالة العكس، فإن المؤسسة سوف تقوم بتوزيع أرباح السهم على المساهمين.

توصل والتر إلى العلاقة التي تبين بأن سعر السهم ما هو إلا عبارة عن مجموع القيمة الحالية لتوزيع أرباح السهم والقيمة الحالية للأرباح الرأسمالية. فإذا كانت R تمثل معدل العائد على الاستثمار، و D هي توزيع أرباح السهم السنوي، و B نصيب السهم من الربح الإجمالي للمؤسسة، أما k_e فهو معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين، فإن سعر السهم السوقي P يعطى بالعلاقة الموالية:

$$P = \frac{D + \frac{R(B-D)}{k_e}}{k_e}$$

والملاحظ من العلاقة السابقة، أنه عندما يكون معدل العائد المتوقع على الاستثمار R أكبر من معدل العائد المطلوب k_e فإن تأثير زيادة حجز الأرباح إيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة. أما في حالة $k_e > R$ ، فإن توزيع أرباح السهم ستكون لها دور في زيادة سعر السهم السوقي. أما في حالة $k_e = R$ ، فإن كلا السياستين سواء توزيع الأرباح أو احتجازها لهما نفس التأثير على سعر السهم السوقي.

3-3- نموذج قوردن

يعتبر نموذج قوردن (1959) Gordon من أهم النماذج المتعلقة بتوزيع أرباح السهم، حيث ناقش توزيعات أرباح السهم وأثرها على القيمة السوقية للسهم. اعتمد قوردن في نظريته على نموذج رسملة توزيعات الأرباح، والذي يؤكد أن القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المتوقعة بمعدل خصم مناسب. توضح العلاقة الموالية توزيع أرباح السهم حسب نموذج قوردن:

$$\bar{P}_0 = \frac{D_1}{k_e - g}$$

تمثل \bar{P}_0 سعر السهم السوقي المتوقع، وتمثل D_1 أرباح السهم المتوقعة، أما k_e فهي تمثل تكلفة الأموال الذاتية وتمثل g معدل النمو في أرباح المؤسسة.

حسب قوردن، فإن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع احتجاز الأرباح والاستثمارات المضافة، وذلك لأن ارتفاع أرباح السهم في المستقبل سببه الزيادة في الاستثمارات. أما ارتفاع معدل العائد المطلوب من المساهمين، فهو يعتبر نتيجة زيادة حالة عدم التأكد المرافقة للزيادة في الاستثمارات.

3-4- نموذج كالاي

يسمح نموذج الإشارة للمؤسسة باستعمال أرباح السهم، الاستثمار أو الاستدانة لإعلام المستثمرين بوضعيتها. وتحمل المؤسسة تكاليفها في كل إشارة تقوم بها، حيث تكون هذه التكاليف مرتفعة بالنسبة للمؤسسات الرديئة عكس التكاليف في المؤسسات الجيدة.

يقوم نموذج الإشارة في نماذج توزيع أرباح السهم على فكرة أن المؤسسة ستقوم بتعديل أرباح السهم بغية الإشارة عن وضعيتها الحالية أو المستقبلية المحتملة، فارتفاع أرباح السهم يعني أن المؤسسة تتوقع تحسن في التدفقات النقدية والعكس.

من بين نماذج الإشارة، يوجد نموذج كالاي (1980) Kalay، والذي يقوم على عدة فرضيات

وهي:

- لا وجود لتكاليف الصفقات، ولا تكاليف الوكالة ولا تكاليف الإفلاس والضرائب.
- تتميز الأسواق بعدم تماثل المعلومات.
- نموذج مكون من فترتين، فالقرارات المالية تؤخذ في الفترة 0 وتنفذ في الفترة 1.
- يمكن للمؤسسة أن تصدر أسهما جديدة في الفترة 0 وأن تدفع لها أرباحا دون أن يؤثر ذلك على سياسة الاستثمار.
- يعلم المستثمرون بأن للمسيرين معلومات داخلية حول أداء المؤسسة الحالي والمستقبلي.
- يتميز المستثمرون بالحيادية اتجاه المخاطر.
- سياسة المسيرين في العائد M تكون كما يلي $M = (1+r)\varphi_0V_0 + \varphi_1E_1$ حيث تمثل φ_0 و φ_1 معاملات موجبة، و V_0 تمثل القيمة السوقية للمؤسسة في الفترة 0، وتمثل E_1 الأرباح في السهم في الفترة 1 وتمثل r معدل الفائدة.

يوضح نموذج كالاي بأن المسيرين لا يقومون بزيادة أرباح السهم إلا إذا كانوا متأكدين من أن وضعية المؤسسة المستقبلية سوف تتحسن وتستمر في ذلك. لأنه إذا كان العكس، فإن المسيرين سوف يتحملون التكلفة التي ليست في صالحهم. وبذلك، فالمسيرون يفضلون توزيع نسبة منخفضة من أرباح السهم ولا يتم الزيادة إلا إذا كان هناك تغيرا فعلا في المؤسسة والذي سوف يستمر في المستقبل، كما أن هذه النسبة تسمح للمسيرين بالحفاظ عليها حتى وإن كانت التدفقات النقدية منخفضة. وبالتالي، فإن أي انخفاض في هذه النسبة تدل على أن هناك انخفاضا مستمرا في التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، والتي تعتبر كمعلومة سيئة بالنسبة للسوق.

3-5- نموذج ميرتون ومارش وتكاليف المعلومات

يفترض نموذج ميرتون (1987) Merton لتوازن الأصول المالية أن تكلفة المعلومات تشتمل على مركبتين أساسيتين. تتمثل المركبة الأولى في تكلفة جمع ومعالجة البيانات، أما المركبة الثانية فهي تتمثل في تكلفة إنتاج وإصدار المعلومات من طرف المؤسسة. تعطي هذه التكاليف صورة معكوسة لتكاليف نموذج الإشارة والوكالة. كما يقوم هذا النموذج على طريقة الاستحداث في حالة عدم التأكد. يصاغ نموذج ميرتون كما يلي:

$$R_S - r = \beta_S [R_m - r] + \lambda_S - \beta_S \lambda_m$$

تمثل R_S عائد الأصل S في حالة التوازن، وتمثل R_m عائد محفظة السوق في حالة التوازن، أما r فهي معدل العائد بدون مخاطرة، وتمثل β_S بيتا الأصل حيث $\beta_S = \text{cov}(R_S, R_m) / \text{Var}(R_m)$ ، أما λ_S فهي تكلفة المعلومة في حالة التوازن للأصل S و λ_m التكلفة المتوسطة للمعلومات لكل أصول السوق. يعتبر نموذج ميرتون ومارش (1987) Merton&Marsh كتعميم لنموذج ميرتون لوصف تطور أرباح السهم للمؤسسة وكذلك لمحفظة السوق.

4- نظريات سياسة توزيع أرباح السهم

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

4-1- نظرية موديقلياني وميلر 1961

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

قامت نظرية موديقلياني وميلر على عدة فرضيات، وهي:

- سياسة الاستثمار للمؤسسة ثابتة ومعروفة لدى المستثمرين.
- لا توجد ضرائب شخصية أو ضرائب على المؤسسات.

- لا يوجد عدم تماثل المعلومات، فالمعلومات متوفرة للجميع.
- لا توجد تكاليف الوكالة بين المسيرين والمستثمرين الخارجيين.
- لا وجود لتكاليف الإفلاس ولا تكاليف الصفقات.
- تتميز السوق المالية بالمنافسة التامة ويتميز الأعوان بالرشادة والعقلانية.

2-4- نظرية التفضيل الضريبي

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

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

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

3-4- أثر الزبائن

تفضل مجموعات من الزبائن سياسات مختلفة اتجاه نسب توزيعات أرباح السهم، وهو ما يطلق عليه أثر الزبائن *Clientele Effect*. يعرف أثر الزبائن من جانب المستثمرين على أنه مجموعة من المستثمرين الذين ينجذبون إلى أسهم المؤسسات التي لديها سياسة توزيع أرباح السهم التي يفضلونها.

أما من جانب المؤسسات، فيقصد بأثر الزبائن قيام هذه المؤسسات بتبني سياسة توزيع أرباح معينة تجتذب فئة من الزبائن تتكون من مجموعة من مستثمرين تعجبهم تلك السياسة، وتتماشى مع تفضيلاتهم فيما يتعلق بالاستثمار أو الاستهلاك.

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

4-4 - نظرية الإشارة وعدم تماثل المعلومات

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

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