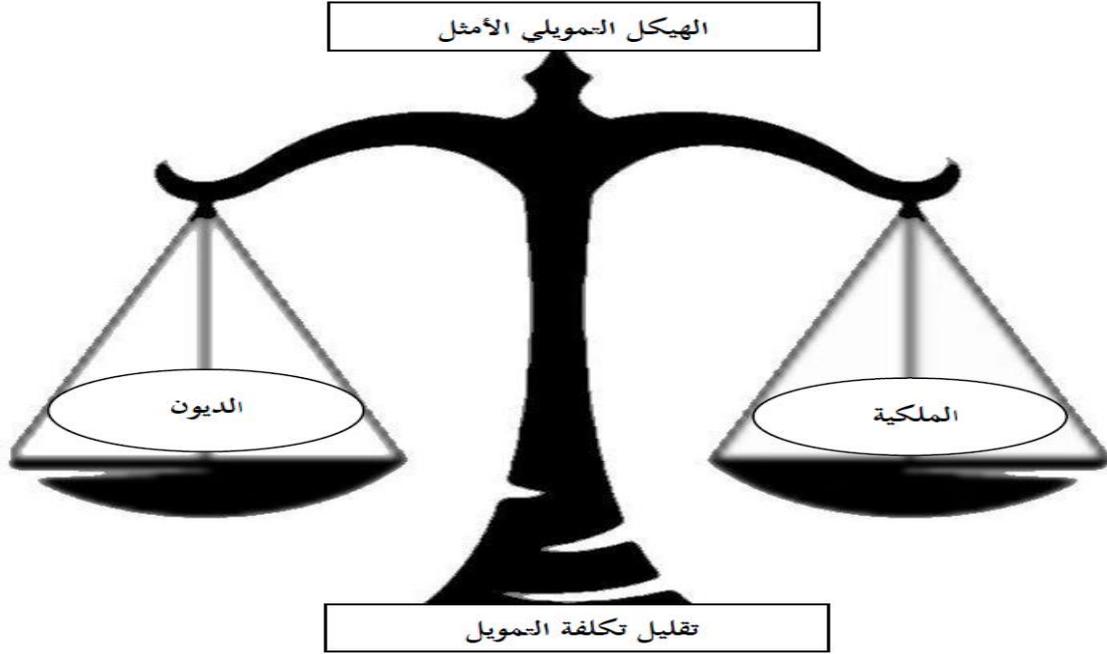


## الفصل الرابع: نظريات تمويل المؤسسات والهيكل المالي



### أهداف المحاضرة:

- ✓ فهم الإجراءات التي يتخذها المديرون لزيادة قيمة الشركة؛
- ✓ التعرف على الأدوات والتحليلات المستخدمة لتخصيص الموارد المالية؛
- ✓ معرفة كيف تحدد القيمة السوقية للمؤسسة.

### أسئلة المحاضرة:

- ✓ هل تمويل الشركة شراء أصولها الجديدة من خلال الديون أم من خلال حقوق الملكية أم من خلال اعتماد كلا الخيارين؟ وما هو المعيار المعتمد في ذلك؟
- ✓ هل هناك فرق بين تكلفة الأموال وتكلفة التمويل؟
- ✓ ما سبب اختيار الشركة لسياسة تمويلية معينة؟
- ✓ هل يوجد هيكل تمويلي أمثل للتمويل؟
- ✓ هل هناك علاقة بين الهيكل المالي وتكلفة التمويل وما طبيعتها؟

### مخطط المحاضرة:

- ✓ مفاهيم ومصطلحات أساسية
- ✓ محددات الهيكل المالي
- ✓ نظريات الهيكل المالي

## أولاً. مفاهيم ومصطلحات أساسية

### 1. الميزانية العمومية

#### 1.1. مفهوم الميزانية العمومية

الميزانية العمومية عبارة عن ملخص لكل ما تمتلكه المؤسسة من أصول وما عليها من التزامات، منذ بداية تأسيسها حتى تاريخ إعداد المركز المالي، فإذا عرض هذا الملخص في شكل حرف T نقول الميزانية العمومية، وإذا عرض في شكل تقرير نقول المركز المالي.

الميزانية العمومية هي عبارة عن صورة فتوغرافية للمركز المالي في تاريخ إعدادها، لذا فإن بعض الحسابات لا تظهر فيها في حين تظهر في قائمة الدخل؛ فمثلاً مخزون آخر مدة لا يظهر في الميزانية العمومية، لأنه في بداية الإعداد لا يكون لدى المؤسسة مخزون آخر.

توفر هذه الميزانية أساساً لحساب معدلات العائد وتقييم هيكل رأس المال، فهو بيان مالي يقدم لمحة سريعة عما تمتلكه الشركة وما تدين به، إلى جانب المبلغ المستثمر من قبل المساهمين. فهي تعرض إجمالي أصول الشركة وكيف يتم تمويلها سواء من خلال الديون أو حقوق الملكية.

تعتمد الميزانية العمومية بشكل أساسي على المعادلة التالية:

**الأصول = الخصوم + حقوق الملكية أو حقوق المساهمين**

من بين المهتمين بالميزانية العمومية نجد: البنوك لتحديد ما إذا كانت الشركة مؤهلة للحصول على التمويل، إلى جانب المستثمرين، ودارة الشركة، والموردين، والعملاء، والمنافسين، والهيئات الحكومية والنقابات العمالية. لأنها تقدم لمحة عن كيفية أداء المؤسسة حالياً، وكيف كان أدائها في السابق، وكيف يكون في المستقبل القريب.

#### 2.1. البيانات المالية:

تستخدم الميزانية العمومية جنباً إلى جنب مع البيانات المالية الأخرى مثل بيان الدخل وبيان التدفقات النقدية وبيان حقوق المساهمين وبيان الأرباح المحتجزة في حساب النسب المئوية وإجراء التحليل المالي الأساسي. بيان الدخل أو بيان الأرباح والخسائر: يوضح الإيرادات والمصروفات والأرباح والخسائر المتولدة خلال فترة إبلاغ محددة. وتعتبر أهم البيانات المالية. وينظر إلى الميزانية العامة على أنها ثاني أهم بيان مالي. أما بيان التدفقات النقدية فيوضح تدفق الأموال من وإلى الشركة خلال فترة إبلاغ محددة، وهو يعطي صورة ما إذا كان لدى الشركة إمكانية الوصول إلى النقد اللازم لسداد ديونها. أما بيان الأرباح المحتجزة فيوضح التغيرات في حقوق الملكية داخل الشركة لفترة إعداد تقارير محددة. يتكون البيان عادةً من مدفوعات الأرباح أو بيع الأسهم أو إعادة شرائها والتغيرات الناتجة عن الإبلاغ عن الأرباح أو الخسائر.

صافي الدخل: الكثير يعتبر أن الربح والدخل مترادفان، يشير صافي الدخل إلى جميع الإيرادات وتدفقات الدخل التي تلقاها الدولة أو المؤسسة في فترة محددة مطروحا منها المصاريف كمصاريف التشغيل والفوائد المدفوعة والضرائب والاستهلاك ومصاريف التصنيع وغيرها. أما الربح فهو نتيجة مالية.

#### 3.1. شرح بنود الميزانية العمومية

في الميزانية العمومية يتم التصنيف على أساس السيولة، وبالنسبة لتصنيف الأصول الثابتة، فيتم على حسب درجة الثبات؛ ما يهمنا في هذه الميزانية الجهة اليسرى والتي تمثل مصادر التمويل.

### الجدول 1. يظهر صورة عامة لبنود الميزانية العمومية

الأصول (تمثل الاستثمارات)	الخصوم (تمثل مصادر التمويل)
أصول متداولة	خصوم متداولة (مطلوبات متداولة)
البضاعة:	ذمم دائنة أو الموردين (ائتمان تجاري) قروض قصيرة الأجل أوراق الدفع (مورد ليس واثق من الشركة)
النقدية (الخزينة/ الصندوق) البنك ذمم مدينة (العملاء) أوراق القبض (المؤسسة ليست واثقة من الزبون أي بيع بضاعة بضمان ورقة تجارية)	متأخرات (أجور متأخرة، ضرائب..)
استثمارات مؤقتة (لغرض المضاربة مثلا)	أوراق قبض (أوراق تجارية)
المخزون (رضاعة آخر المدة)	قروض قصيرة الاجل (إئتمان مصرفي)
مجموع الأصول المتداولة	خصوم طويلة الأجل (مطلوبات غير متداولة)
الاستثمارات طويلة الأجل الأوراق المالية	قروض طويلة الأجل
	سندات
أصول ثابتة (غير متداولة)	حقوق المساهمين
العقارات - الأراضي - المباني	أسهم عادية (راس المال) يزيد بالأرباح وينقص بالخسائر والمسحوبات
المركبات والآلات	أرباح محتجزة
معدات وتجهيزات انتاج	احتياطيات
شهرة المحل (المكان أو ممارسة عمل سابق)، حقوق الملكية، ثمن العلامات التجارية مجموع الأصول غير الملموسة	
مجموع الأصول	مجموع الخصوم

يوضح الجدول أعلاه ميزانية عمومية مختصرة، تتضمن جانبيين الأيمن والأيسر، يتم فصل الأصول والخصوم إلى فئتين: الأصول/ الخصوم المتداولة والأصول/ الخصوم غير المتداولة (طويلة الأجل).

أهم البنود الشائعة في الميزانية العمومية نشرحها كما يلي:

**1.3.1 الأصول:** هي أي شيء تمتلكه المؤسسة ذو قيمة قابلة للقياس الكمي، مما يعني أنه يمكن تصنيفه وتحويله إلى سائل، تقسم إلى أصول متداولة وغير متداولة.

أ/ **الأصول المتداولة:** هي ما تتوقع الشركة تحويله في غضون عام مثل:

- **النقد وما في حكمه:** يظهر النقد الأكثر سيولة من بين جميع الأصول في السطر الأول من الميزانية. يتضمن هذا البند كذلك كل الأصول التي لها آجال استحقاق قصيرة تقل عن ثلاثة أشهر أو الأصول التي يمكن تصنيفها في غضون مهلة قصيرة، مثل الأوراق المالية القابلة للتداول.

- **المصروفات المدفوعة مسبقاً**

- **الحسابات المستحقة المدينة:** يتضمن رصيد جميع إيرادات المبيعات التي لا تزال دائنة. عندما تسترد المؤسسة الذمم المدينة ينخفض هذا الحساب ويزداد النقد بنفس المقدار.

- **المخزون:** السلع تحت التنفيذ، المواد الخام، السلع تامة الصنع. تستخدم الشركة هذا الحساب عندما تبلغ عن مبيعات البضائع.

- **الأوراق المالية القابلة للتداول**

ب/ **الموجودات غير المتداولة:** هي استثمارات طويلة الأجل، لا تتوقع المؤسسة تحويلها إلى نقد على المدى القصير، مثل: الممتلكات والآلات والمعدات، والمباني والعقارات، أي يمس البند الأصول الثابتة الملموسة. أما الأصول غير الملموسة فتتمثل في براءات الاختراع والتراخيص والصيغ السرية وهي أصول غير ملموسة قابلة للتحديد أما غير قابلة للتحديد مثل الشهرة والعلامة التجارية.

**2.3.1 المطلوبات أو الخصوم Liabilities:** يمكن تصنيفها إلى مطلوبات متداولة وغير متداولة.

أ/ **المطلوبات المتداولة:** مثل

- حسابات قابلة للدفع: هي المبلغ الذي تدين به الشركة للموردين مقابل الخدمات المشتراة بالائتمان.

- الديون الحالية: تشمل الالتزامات المستحقة في غضون عام أو خلال دورة تشغيل واحدة.

ب/ **مطلوبات غير متداولة:** تلك التي لا تتوقع الشركة سدادها في غضون عام، عادة تكون:

- سندات مستحقة الدفع أو القروض: مبلغ السندات التي تم اطفائها

- دين طويل الأجل: يتضمن هذا الحساب المبلغ الاجمال للديون طويلة الأجل.

- عقود الايجار.

تحصلت مؤسسة ما على قرض مليون دولار لمدة 5 سنوات من البنك فهذا يعني أن النقد في الأصول ارتفع وفي نفس الوقت ارتفع حساب الدين طويل الأجل بنفس المقدار.

**3.3.1 حقوق الملكية:**

ما الفرق بين حقوق الملكية **owners' equity** وحقوق المساهمين **stockholder's Equity**؟

تعرف حقوق الملكية بأنها حصة المساهمين في الشركة، وهي مجموع رأس المال المدفوع بالغضافة إلى أية أرباح حققتها الشركة منذ إنشائها مطروحا منها أرباح الأسهم المدفوعة للمساهمين.

يستخدم حقوق الملكية في حالة تكون فيها الشركة ملكية فردية وحقوق المساهمين\* في حال تشكل الشركة من مجموعة أفراد. وهي تعكس مقدار الأموال التي سيتم تركها إذا تم بيع جميع الأصول ودفعت الالتزامات. يعبر عن حقوق المساهمين بالصيغتين التاليتين:

**حقوق المساهمين = الأصول - الخصوم**

**حقوق المساهمين = رأس المال + الأرباح المحتجزة - أسهم الخزينة**

فعند تصفية الشركة وسداد كافة الديون والالتزامات عليها، يبقى صافي حقوق المساهمين لتوزيعها على حملة الأسهم. يختلف تسجيل بيانات حقوق الملكية في الميزانية العمومية، حسب نوع الشركة، ففي شركات الأشخاص تسجل تحت مسمى حقوق ملكية الأشخاص، أما في شركات الأموال فيستخدم مصطلح حقوق المساهمين. كما يطلق على حقوق المساهمين كذلك حقوق الملكية، وهي تمثل القيمة الدفترية للشركة، وتتكون من:

- المبلغ الذي تم استثماره في تأسيس الشركة (رأس المال المدفوع ورأس المال السهمي أو الأسهم العادية) والتمويل الإضافي الذي تم الحصول عليه من المساهمين لقاء شرائهم الأسهم.

- الأرباح المحتجزة المعاد تدويرها من سنوات سابقة واستثمارها مطروح منها أية توزيعات مدفوعة للمساهمين.

- أسهم الخزينة: المبلغ الذي تنفقه الشركة لإعادة شراء الأسهم من مستثمريها.

إذا جمعت الشركة 1 مليون دولار من المستثمرين، فإن أصولها ستزيد بهذا المبلغ وستزيد حقوق المساهمين بنفس المبلغ.

مصادر التمويل بالأسهم تتمثل في: المستثمرين الملائكة، رأس المال الاستثماري، التمويل الجماعي، الاكتتابات العامة.

**ما الفرق بين رأس المال وحقوق الملكية:**

أي من المعادلتين صحيحة:

- الأصول = الخصوم + حقوق الملكية

- الأصول = المطلوبات + رأس المال

رأس المال يشير إلى القيمة الاجمالية للشركة، وهو يتضمن الدين وحقوق الملكية وتعطى صيغة حقوق الملكية كما يلي:

**حقوق الملكية = الاحتياطات + الأرباح - الخسائر**

في الميزانية العمومية يندرج ضمن حقوق الملكية رأس المال والاحتياطات والأرباح

\* حقوق المساهمين أو حقوق الملكية لا تمثل بالضرورة قيمة الشركة إذا تم بيعها لأن هناك احتمال بان الأصول ستباع بأكثر مما هي مدرجة في الميزانية العمومية (الإبلاغ عن الأصول بأقل من قيمتها الفعلية).

فرأس المال يشير إلى ما يقدمه أصحاب الشركة من أموال وأصول عينية لشراء الأصول التي تستخدم في العملية الإنتاجية، ويضاف إليه ما يقدمونه لزيادة رأس المال لحقوق الملكية

#### 4.3.1. الأرباح المحتجزة: المبلغ الإجمالي لصافي الدخل الذي تقرر الشركة الاحتفاظ به. قد تدفع

الشركة أرباحاً من صافي دخلها أو يضاف أو يخصم من الأرباح المحتجزة.

### 2. مقاييس مهمة للأداء المالي

- **السيولة:** يجب أن تكون الأصول المتداولة أكبر من المطلوبات المتداولة، حتى تتمكن المؤسسة من تغطية التزاماتها قصيرة الأجل. يتم قياسها من خلال النسب، ويمكن مقارنة هذه النسب بالنسب للسنة السابقة أو المستقبلية. أكثر النسب المستعملة هي النسبة الحالية والنسبة السريعة.
- **الرافعة المالية:** تشير إلى مقدار المخاطر المالية التي تتحملها الشركة، وكذلك العوائد مثل عوائد الاستثمار. تعد مقارنة الديون بحقوق الملكية والديون بإجمالي رأس المال من الطرق الشائعة لتقييم الرافعة المالية في الميزانية العمومية.
- **الكفاءة:** من الممكن تقييم كفاءة المؤسسة في استخدام أصولها باستخدام بيان الدخل. يؤدي تقسيم الإيرادات على متوسط إجمالي الأصول إلى إنتاج نسبة دوران الأصول للإشارة إلى مدى كفاءة الشركة في تحويل الأصول إلى إيرادات. كما توضح دورة رأس المال العامل مدى جودة إدارة الشركة لأموالها على المدى القصير.
- **معدلات العائد:** يمكن استخدام الميزانية العمومية لتقييم مدى نجاح الشركة في تحقيق العائد. مثلاً ينتج عن قسمة صافي الدخل على حقوق المساهمين العائد على حقوق الملكية. وتقسيم صافي الدخل على إجمالي الأصول ينتج عنه العائد على الأصول. وقسمة صافي الدخل على نتائج الدين زائد حقوق الملكية في العائد على رأس المال المستثمر.

### 3. التكلفة الحدية للتمويل

هي مقدار الزيادة في تكاليف التمويل للمؤسسة نتيجة إضافة دولار واحد إضافي من التمويل الجديد (تكلفة شراء شريحة إضافية من الأموال اللازمة لتمويل استثمارات إضافية من الأصول)؛ أي أنها سعر الفائدة على رصيد القرض الجديد. عند الاختيار بين مصادر التمويل يستخدم المديرون المليون التكلفة الحدية لعزل مصادر التمويل التي تضيف تدريجياً أصغر مبلغ إلى إجمالي تكاليف التمويل؛ كما يشار إلى التكلفة الحدية للأموال، على أنها تكلفة الفرصة البديلة لعدم استثمار الأموال الموجودة في مصدر استثماري آخر وتلقي الفائدة عليه.

مثال، إذا كانت شركة ما تستخدم 1000000 دولار من أموالها لإنشاء مصنع جديد، فالتكلفة الحدية للأموال هي سعر الفائدة الذي يمكن أن تجنيه الشركة، إذا استثمرت هذا المبلغ في السوق المالي مثلاً، بدل انفاقها على بناء مصنع جديد.

يمكن حساب التكلفة الحدية لرأس المال حسابياً باستخدام الصيغة التالية:

$$MC = Ke \left( \frac{E}{E+D+P+R} \right) + Kd \left( \frac{D}{E+D+P+R} \right) +$$

$$Kp(P / (E+D+P+R / ))+Kr(R/ (E+D+P+R))$$

E: نسبة الأسهم في هيكل رأس المال P نسبة الأسهم المفضلة في هيكل رأس المال D نسبة الديون في هيكل رأس المال R نسبة الأرباح المحتجزة في هيكل رأس المال K<sub>r</sub> تكلفة الأرباح المحتجزة في هيكل رأس المال

#### 4. الهيكل التمويلي

الهيكل المالي (financial structure) أو الخطة المالية للمؤسسة؛ وهو المجال الرئيسي لتمويل الشركات وهو غير معروف بشكل كاف في الاقتصاديات النامية. عرفه مارتين (Martian)، بأنه كيفية قيام المنظمة بتمويل مختلف موجوداتها من موارد خارجية وداخلية.

يُعبّر الهيكل المالي، عن مختلف التوليفات من المصادر التمويلية المختلفة وبآجالها المختلفة (ديون وحقوق ملكية)، والتي يمكن للمؤسسة المفاضلة بينهما.

#### 5. تكلفة رأس المال أو هيكل رأس المال

كل دولار مستثمر في الشركة له تكلفة

- رأس المال: هو الأموال التي تستخدمها الشركة لتمويل عملياتها. كسواء الأصول الجديدة والاستثمار في الأعمال التي تولد التدفقات النقدية للشركة. تتأتى هذه الأموال من الاقتراض أو من المستثمرين الذين يستثمرون في الأسهم العامة للشركة.
- تكلفة رأس المال: تشير إلى الحد الأدنى للعائد المتوقع على الموارد. يعتمد هذا العائد على درجة المخاطرة التي يتحملها المستثمرون.
- هيكل رأس المال:

هيكل رأس المال هو الطريقة التي تمول بها الشركة أصولها، فيمكن للشركة تمويل عملياتها إما عن طريق الأسهم أو عن طريق مجموعات مختلفة من الديون طويلة الأجل (قروض وسندات) وحقوق الملكية (أسهم عادية أو رأس المال وأسهم ممتازة وأرباح محتجزة واحتياطات). فيمكن أن يتكون من غالبية مكونة من الأسهم أو غالبية مكونة من الدين أو مزيج متساوي من الدين وحقوق الملكية، أي أنه نسبة الدين وحقوق الملكية المستخدمة في تمويل أصول المؤسسة. يمكن كتابة قيمة المؤسسة كما يلي:

$$V = D + E$$

V: قيمة الشركة، D: القيمة السوقية للديون E: القيمة السوقية للأسهم

يرتبط هيكل رأس المال بتكلفة رأس المال.

الهيكل المالي = هيكل رأس المال + الخصوم المتداولة

هيكل رأس المال = جميع موارد رأس المال طويلة الأجل

هيكل رأس المال له هدفان أساسيان هما:

- هيكل رأس المال الذي يولد أعلى سعر لأسهم الشركة (تعظيم قيمة المؤسسة).
- أقل تكلفة لمتوسط رأس المال المرجح (تقليل التكلفة الاجمالية لرأس المال).

إجمالاً، يختلف الهيكل المالي عن هيكل رأس المال، فيظهر الهيكل المالي نمط التمويل الإجمالي، ويقاس مدى توفر الأموال الاجمالية لتمويل إجمالي أصول المؤسسة.

## 6. الهيكل التمويلي الأمثل

يشار إلى الهيكل التمويلي الأمثل بهيكل رأس المال الأمثل أو مزيج التمويل الأمثل، وهو مصطلح نسبي لأن الديون المثلى سرعان ما تتحول إلى مخاطرة. فكرة هيكل رأس المال الأمثل، هو أن هناك نسبة من الديون مقابل حقوق الملكية تزيد من قيمة المؤسسة (V).

عند اختيار مصادر تمويل المؤسسة، يواجه صاحب القرار عدة مشكلات، ترتبط بكيفية المفاضلة بين مختلف المصادر التمويلية. فهل يتم جمع التمويل اللازم من الدين أم من حقوق الملكي؟ وأي مصدر يجب رفعه؟ ومتى يتم اللجوء إلى المصادر الخارجية؟

من الناحية النظرية فإن الديون أقل تكلفة لرأس المال مقارنة بالأسهم للاعتبارات التالية:

- مدفوعات الفائدة على الديون لها الأولوية على توزيع أرباح الأسهم؛
  - يحصل أصحاب الديون على الأولوية في حالة التصفية؛
  - ميزة الخصم الضريبي على الفوائد مقابل دفع مدفوعات الأرباح من الدخل بعد الضرائب في حالة الأسهم.
- المزيد من الديون يدفع للمزيد من مدفوعات الفوائد وتقلب الأرباح وخطر الإفلاس الذي قد يتعرض له المساهمون، مما يعني أنهم يحتاجون إلى عائد أكبر، مما يزيد من التكلفة الوسطية المرجحة، فتتخفف تبعاً لذلك القيمة السوقية للشركة؛ وبالتالي يتعين على الشركات إيجاد النقطة المثلى للديون، والتي تتساوى عندها الفائدة الحدية للدين مع التكلفة الحدية (تقليل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال).

لحساب هيكل رأس المال الأمثل للشركة يحلل المحللون متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال لتحديد مستوى المخاطرة الذي يجعل العائد المتوقع على رأس المال أكبر من تكلفة رأس المال.

ويكون هيكل رأس المال أمثلي، عندما تكون التكلفة الحدية أو الاضافية لكل مصدر للتمويل طويل الأجل هي نفسها. يعرف بأنه هيكل رأس المال الذي يكون فيه متوسط التكلفة المرجح في حده الأدنى وقيمة الشركة في حدها الأقصى.

مثال:

من المعلومات التالية حدد هيكل رأس المال الأمثل للشركة:

الوحدة) بالدولار) الوضعيات	الديون	حقوق الملكية	تكلفة الديون الضرائب	بعد	تكلفة الأسهم

12	9	1.00.000	4.00.000	1
10	6	2.50.000	2.50.000	2
15	5	4.00.000	1.00.000	3

الحل:

متوسط اجمالي التكلفة (%)	تكلفة		النسبة المئوية		الوضعية
	الأسهم	الديون	الأسهم	الديون	
$9.60=2.40+7.20$	12	9	20	80	1
$8.00=5.00+3.00$	10	6	50	50	2
$13.00=12.00+1.00$	15	5	80	20	3

هيكل راس المال الأمثل للشركة هو الوضع 2، حيث يستخدم 50 بالمائة دين و50 بالمائة أسهم. عند هذا المستوى يكون متوسط التكلفة الاجمالية لرأس المال في حدها الأدنى (8%) مقارنة بالحالة الأولى (9.6%) والحالة الثالثة (13%).

أهمية الهيكل التمويلي الأمثل:

- يقلل المخاطر؛
- يعطي المرونة المطلوبة؛
- توفير الرقابة المطلوبة للمالكين؛
- تمكين المؤسسة من الحصول على التمويل الكافي؛
- تعظيم قيمة المؤسسة وثروة المساهمين.

ثانيا. محددات الهيكل المالي

### 1. المحددات الداخلية للهيكل التمويلي:

حددت دراسات كل من هاريس (Harris) ورافاي (Raviv) عام 1991، ورجان (Rajan) وزنكالس (Zingales) عام 1995، و بغان (Bevan) ودنبول (Danbol) عام 2000، وأومات (Omet) ونوبان (Nobanee) عام 2001، وهانغ (Huang) وسونغ (Song) عام 2002، وانطونيون (Antonion) وبخرون عام 2002، وكاسار (Cassar) وهولمس (Holmes) عام 2003، وشان (Chen) عام 2004، وبوفارنا (Buferna) وآخرون عام 2005. خمسة متغيرات تفسيرية للهيكل المالي وهي: الحجم، الملموسية، الربحية، الدين طويل وقصير الأجل.

وبعد مسح عدة دراسات تبين لنا أن المحددات الداخلية للهيكل التمويلي تشمل عدة عناصر أهمها:

1.1. **الموجودات الملموسة Tangibility** : وجود موجودات ملموسة للشركة يساعدها على الافتراض،

فيمكن تأمين الديون من خلال الضمانات الملموسة. لذا يجب على المؤسسة تحديد الموجودات الملموسة وتقييمها وتحديد قيمتها الدفترية وتحديد الصافي من الموجودات الملموسة من إجمالي الموجودات.

تؤكد العديد من الدراسات التجريبية على العلاقة الإيجابية بين الرافعة المالية والملموسية، مثل دراسات راجان وزينغالز (Rajan & Zingales)، وتعرف الملموسية بأنها نسبة الأصول الملموسة إلى إجمالي الأصول. ووجدت دراسات أخرى علاقة سلبية بين الملموسية والديون قصيرة الأجل وعلاقة إيجابية بين الديون طويلة الأجل والملموسية.

2.1. **حجم الشركة والرافعة المالية**: طبيعة وخصائص الشركة وشهرتها (الوضع الائتماني)، له دورا مهما في تحديد حصة الديون وحصة حقوق الملكية في هيكل رأس المال.

النتائج متضاربة بخصوص علاقة حجم الشركة بالرافعة المالية، وتوجد ثلاثة أنواع لهذه النتائج:

✓ **العلاقة إيجابية**: بعض الدراسات وجدت علاقة إيجابية بين حجم الشركة والرافعة المالية.

✓ **العلاقة سلبية**: دراسات أخرى وجدت العلاقة سلبية بين المتغيرين،

✓ **تأثير بسيط**: نظرية المفاضلة (The trade-off theory)، تتوقع أن الشركات الأكبر تميل إلى أن تكون أكثر تنوعا وأقل مخاطرة وأقل عرضة للإفلاس، وهي تفضل التمويل بالدين بدل التمويل الأسهم. وتشير دراسات أخرى إلى وجود تأثير بسيط بين حجم الشركة وهيكل رأس المال، مثل دراسة وانزينريد (Wanzenried) عام 2002.

وعليه فالدراسات التجريبية لا توفر لنا معلومات واضحة ودقيقة بخصوص حجم الشركة وهيكل رأس المال. الشركات التي تعلن عن تسديدات لديونها (إشارات الديون)، تعطي إشارات إيجابية للسوق، فترتفع القيمة السوقية. ولقياس مدى الخطر المالي، ينظر المستثمرون المحتملون في الأسهم إلى نسبة الديون إلى حقوق الملكية، كما يقارنون مقدار الرافعة المالية التي تستخدمها الشركات الأخرى في نفس الصناعة، لمعرفة ما إذا كانت الشركة تستخدم مبلغا غير عادي من الديون داخل هيكل رأس المال الخاص بها.

تجد المؤسسات الصغيرة صعوبات في الحصول على قروض طويلة الأجل مقارنة بالمؤسسات الكبيرة، وإذا تمكنت من الحصول على هذه القروض، فيتم إقراضها بسعر فائدة مرتفع وبشروط غير مريحة.

بعض الباحثين وجدوا أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة ونسبة الدين، وأن البعض الآخر لم يجد أي تأثير للحجم على هيكل رأس المال، ووجدت دراسات أخرى علاقة بين الحجم وآجال استحقاق الديون.

3.1. **المرونة**: تتمتع الشركات الكبيرة بدرجة كبيرة من المرونة في تصميم هيكل رأس المال الخاص بها، فيمكنها الحصول على قروض بشروط ميسرة، ويمكنها إصدار أسهم عادية وأسهم تفضيلية وسندات إلى الجمهور.

4.1. **فرص النمو واستقرار المبيعات**: يمكن اعتبار فرص النمو بمثابة أصولا جديدة تضاف إلى قيمة الشركة. ولكن لا يمكن ضمانها ولا تخضع لضريبة الدخل. إذا توقعت الشركة استقرار المبيعات، فبإمكانها رفع مستوى أعلى من الديون، لأن استقرار المبيعات يضمن أن الشركة لن تواجه صعوبة في الوفاء بالتزاماتها الثابتة المتعلقة بسداد الفواتير وفوائد الديون.

يجادل كل من جنس وميكلينج (Jensen & Meckling) عام 1976، ومايرز وماجلوف (Myers & Majluf) عام 1984، وفاما وفرنش (Fama & French) عام 2000، أن الشركات ذات فرص نمو العالية في المستقبل، يجب أن تستخدم المزيد من التمويل عبر الأسهم، حتى لا تفوت فرص الاستثمار المربحة.

**5.1. تكلفة رأس المال:** كل دولار مستثمر في الشركة له تكلفة، وتشير تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى للعائد المتوقع على الموارد. يعتمد العائد على درجة المخاطرة التي يتحملها المستثمرون.

**6.1. المخاطر:** هناك نوعان من المخاطر يجب أخذها بعين الاعتبار، عند التخطيط لهيكل رأس المال لأي مؤسسة، هما:

- المخاطر المالية: يعني خطر أو احتمال فقدان جزء من الأصول، أي احتمال أن ينحرف العائد الفعلي على الاستثمار عن العائد المتوقع. مثل عدم القدرة على الوفاء بالتزامات عند حلول آجال الاستحقاق.
- مخاطر الأعمال: تشير إلى التباين في الأرباح قبل الفوائد والضرائب، ويمكن أن تكون داخلية (الكفاءة التي تدير بها الشركة عملياتها) أو خارجية، والتي تنشأ بسبب تغير ظروف التشغيل والتي تكون خارج نطاق الشركة، مثل عدم الكفاءة في مواجهة المنافسة، وعدم توفر المواد الخام.
- ويتضمن كذلك خطر احتمال الإفلاس في المؤسسات الكبيرة أقل مقارنة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

**7.1. التدفق النقدي أو السيولة:** يمكن للشركة التي تكون قادرة على توليد تدفقات نقدية كبيرة وبصورة مستقرة ومنتظمة أن توظف المزيد من الديون في هيكل رأس المال مقارنة بالمؤسسات التي لا تمتلك قدرة على توليد تدفقات نقدية.

**8.1. الربحية Profitability:** هناك وجهات نظر ترى أن هناك علاقة عكسية بين الربحية ومستوى الدين، وتفترض أن المؤسسات تفضل التمويل الداخلي عن التمويل الخارجي، وهذا التفضيل يقود المؤسسات إلى استخدام الأرباح المحتجزة والانتقال إلى الأموال الخارجية فقط عند عدم كفاية الأرباح المحتجزة.

**9.1. القابلية للتسويق:** قدرة الشركة على بيع أو تسويق نوع معين من الأوراق المالية في فترة زمنية معينة.

**10.1. تقلب مخزون الشركة ومستوى المبيعات (الأرباح):** تبين الدراسات مثل دراسة (John R. Birge, Xiaodong Xu) حول موضوع معنون بـ "ربحية الشركة، تقلب المخزون، وهيكل رأس المال"؛ على أن هناك علاقة خطية قوية بين الربحية والرافعة وتقلب المخزون. تبين التدفقات النقدية يؤثر على أرباح الشركة ويقلل من قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المتعلقة بالديون، تتحمل هذه الشركات تكلفة رأس المال مرتفعة، وقد يؤدي التقصير إلى زيادة تكلفة الضائقة المالية؛ يتم قياسها على أنها الانحراف المعياري للتدفقات النقدية؛ ويمكن للشركات التي تتحمل تقلبا كبيرا في تدفقاتها النقدية أن تقلل من تكلفة الضائقة المالية من خلال خفض الديون الناتجة عن هيكل رأس المال؛ يرتبط تقلب التدفقات النقدية والرافعة المالية سلبا مع بعضهما البعض. الشركات ذات التقلبات في أرباحها تقلل من نسب الدين في هيكل رأس المال.

**11.1. السيطرة والتحكم:** إذا كان الهدف الأساسي للإدارة هو الحفاظ على السيطرة، فقد ترغب في الحصول على وزن أكبر لحصة الديون في متطلبات رأس المال الإضافية.

## 2. المحددات الخارجية للهيكل التمويلي

تشمل المحددات الخارجية للهيكل التمويلي، العناصر التالية:

**1.2. معدل الضريبة وفوائد القروض:** فوائد القروض هي مصروفات تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، وبالتالي ينجم عنها وفورات ضريبية تؤثر إيجاباً على قيمة الشركة. وفقاً لنظرية المفاضلة، فإن الشركات التي لديها معدل ضريبي مرتفع ينبغي عليها استخدام المزيد من الديون، وبالتالي ينبغي أن تكون لها رافعة مالية أعلى.

**2.2. طبيعة الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة:** تحدد طبيعة الصناعة بدرجة كبيرة درجة الرافعة المالية التي يمكن للمؤسسة تحملها بأمان دون أي خطر من الإفلاس، إذا كانت مبيعات الصناعة عرضة للتقلبات الدورية، فيجب أن تتمتع الشركة بدرجة منخفضة من الرفع المالي، وسيكون لها رافعة تشغيلية عالية.

**3.2. ظروف السوق أو الحالة الاقتصادية:** يجب على الشركة عدم إصدار أسهم في حال سيادة الكساد في السوق (الدورات التجارية). في بعض الحالات يفضل السوق إصدار السندات وفي وقت آخر يفضل إصدار الأسهم العادية.

**4.2. التضخم:** باستخدام تمويل الديون خلال فترات التضخم المرتفع، يتم تسديد الدين بقيمة أقل. مع زيادة توقعات التضخم سيزداد معدل الاقتراض.

**5.2. الاعتبارات القانونية:** تشمل هذه الاعتبارات عدة عناصر أهمها الضمانات، والتنظيم المالي وغيرها.

### ثالثاً. نظريات الهيكل المالي (Theoretical Determinants Of Capital Structure):

تفضل بعض المؤسسات المزيد من الديون، بينما يفضل البعض الآخر المزيد من الأسهم لتمويل الأصول؛ الهدف النهائي للمؤسسة من بناء الهيكل التمويلي هو تعظيم القيمة السوقية. معرفة العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة، آثار انشغال المفكرين والمهنيين منذ فترة.

ظهرت عدة نظريات مهتمة بكيفية بناء هيكل رأس المال، تعالج كلها العلاقة بين أربعة متغيرات هي:

- التمويل بالديون؛

- التمويل بالأسهم؛

- التكلفة الاجمالية لرأس المال؛

- القيمة السوقية للمؤسسة.

هذه النظريات تحاول شرح الأسباب الكامنة وراء الاختيار بين التمويل بالأسهم والتمويل بالديون، وتحاول الإجابة على

سؤال مايرز (Mayers) التالي: كيف تختار الشركة هيكلها المالي؟

هناك عدة أسباب دعت لظهور هذه النظريات، أهمها:

- اختلاف تكاليف التمويل بين المؤسسات المتنافسة؛

- تنافسية ثنائية الديون - الأسهم حول أثرها على تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة؛

- زيادة احتمالية الإفلاس بسبب الإفراط في الديون؛

- التكاليف الناجمة عن عدم تماثل المعلومات واحتكار بعضها لدى المديرين؛

- تكاليف الوكالة، حيث يقوم المقرض بمراقبة أنشطة الشركة.

توجد أربعة نظريات مهمة تعالج كيفية بناء الهيكل التمويلي للشركات، تتمثل هذه النظريات في:

## 1. مدخل الدخل الصافي

يعرف هذا المدخل كذلك بمنهج الدخل الصافي، أو بنظرية صافي الربح لبناء الهيكل التمويلي.

اقترح ديفد دوراند (David Durand) هذا النهج عام 1959، وكان مؤيدا للضغط المالي. افترض ديفد أن أي تغيير في الرفع المالي، يؤدي إلى تغيير في تكاليف رأس المال؛ فإذا كانت هناك زيادة في نسبة الدين باعتبارها مصدر أرخص للتمويل، فإن هيكل رأس المال يزيد، وينخفض تبعا لذلك متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال، مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة.

يقوم هذا المدخل • على عدة فرضيات، هي:

- تكلفة الدين أقل من تكلفة الأسهم ( $K_d < K_e$ ): أسعار الفائدة عادة ما تكون أقل من معدلات الأرباح الموزعة بسبب عنصر المخاطرة وفائدة الضريبة، حيث أن الفائدة عبارة عن مصروفات قابلة للخصم؛
- لا توجد ضرائب ولا تكلفة معاملات؛
- سوق رأس المال سوق مثالي، وأن المستثمرون عقلانيون، فهم يرغبون في زيادة عائداتهم إلى الحد الأقصى مع السعي لتقليل المخاطر؛
- لا يوجد سوى مصدران للتمويل هما الديون والأسهم، وأن تكلفة الدين ثابتة عند أي مستوى من مستويات الدين؛
- نسبة توزيع الأرباح هي 100 بالمائة، وأن جميع الشركات لها نسبة توزيع أرباح موحدة؛
- استخدام الديون في الهيكل المالي للمؤسسة، لا يغير من إدراك المخاطر لدى المستثمر (لن تؤثر زيادة الديون على مستويات ثقة المستثمرين، فهم مهتمون فقط بالعائد المطلوب)، حيث يتم زيادة درجة الرفع المالي إلى هذا الحد.

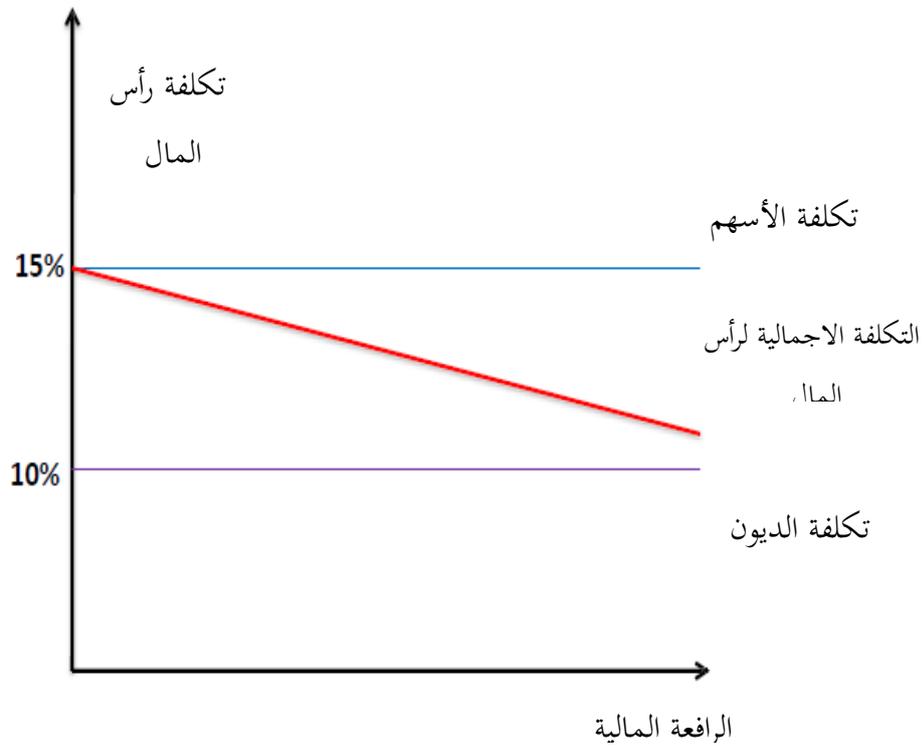
هذا المدخل يرى أنه بإمكان المؤسسة، زيادة قيمتها وتقليل التكلفة التمويلية عن طريق زيادة نسبة الدين في هيكلها الرأسمالي، فإن تكلفة الأسهم ( $K_e$ )، وتكلفة الديون ( $K_d$ )، ستبقى ثابتة دون تغيير، مهما تغيرت نسبة الديون إلى الأسهم ( $D/E$ ). وهذا يعني أن التكلفة الوسطية المرجحة تحسب كما يلي:

$$WACC = R_d(D/D+E) + R_e(E/E+D)$$

## الشكل 6-1. يوضح مقارنة مدخل صافي الربح

يطلق على أرباح الشركة بعد دفع جميع النفقات الأخرى باستثناء الفائدة على الدين اسم صافي الدخل التشغيلي، ويطلق على الأرباح المتاحة للمساهمين بعد دفع الفوائد صافي الدخل. لذلك

• صافي الدخل = صافي دخل التشغيل - فائدة الدين



من المنحنى أعلاه نلاحظ أن، التكلفة الوسطية المرجحة تنخفض مع زيادة نسبة الديون إلى الأسهم. النتيجة العامة لهذه النظرية هي:

- مع زيادة نسبة الديون في هيكل رأس المال، تزداد نسبة مصدر أرخص للأموال، فتتخفض التكلفة الإجمالية (المتوسط المرجح) لرأس المال، مما يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة.
- عند نسبة معينة من الدين ونسبة معينة من حقوق الملكية، تكون تكلفة رأس المال عند الحد الأدنى وقيمة الشركة في حدها الأقصى، وهنا يتحقق هيكل رأس المال الأمثل. يمكن للمؤسسة أن تزيد من القيمة السوقية من خلال خفض تكلفة رأس المال.

هذا المدخل تؤمن بوجود هيكل رأس مال أمثل للمؤسسات

التغيير في الرافعة المالية يؤدي إلى تغيير في تكلفة رأس المال. إذا زادت نسبة الدين في هيكل رأس المال، باعتباره مصدر أرخص للتمويل، وإذا استخدمته المؤسسة بفاعلية، فإن متوسط التكلفة المرجح لرأس المال يكون في حده الأدنى وستكون قيمة المؤسسة في حدها الأعلى.

أهم انتقاد وجه لهذه النظرية، وصفها بأنها منهج متطرف.

## 2. مدخل صافي الدخل التشغيلي

يعرف هذا النهج بالنهج التقليدي، وهو عكس المنهج السابق، تم تطويره من قبل ديفد دوراند، وهو يفسر كيف أن تكلفة رأس المال تبقى ثابتة بغض النظر عن نسبة التغيير في درجة الرافعة المالية خاصة عندما يكون الدين هو مصدر تمويلي

أرخص. وفقا لهذا المدخل، فإن التغيير في الهيكل الرأسمالي للمؤسسة لا يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، وتبقى التكلفة الإجمالية لرأس المال ثابتة، بغض النظر عن طريقة التمويل، أي أن توزيعة الأموال الخاصة والديون لا أهمية لها، فمهما تغيرت هذه التوزيعة، فإن قيمة المؤسسة ستظل ثابتة (تكلفة الأموال ثابتة)، وأن قيمة المؤسسة تعتمد على الدخل التشغيلي ومخاطر الأعمال المرتبطة بها، وأن هذه الأخيرة لا تتأثر بالرفع المالي، وبالتالي فتغيير نسبة الدين إلى حقوق الملكية لا يحدث أي تغيير في قيمة المؤسسة.

تقوم هذه النظرية على الفرضيات التالية:

- لا توجد ضرائب على الشركات؛
  - تظل التكلفة الاجمالية لرأس المال ثابتة؛
  - متوسط التكلفة الموزون يظل ثابتاً، ولا علاقة له بهيكل رأس المال أو بالرافعة المالية؛
  - قيمة المؤسسة تعتمد على صافي الدخل التشغيلي وعلى تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال؛
  - القيمة السوقية تعتمد على الأرباح قبل الفوائد والضرائب والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال؛
  - تكلفة الاقتراض ثابتة عند أي مستوى من الرافعة؛
  - لا تتغير مخاطر التشغيل أو مخاطر الاعمال مع التغيير في مزيج حقوق ملكية الديون؛
- بما أن القيمة السوقية تعتمد على التكلفة الوسطية المرجحة والدخل التشغيلي (الأرباح قبل الفوائد والضرائب)، فإن الصيغة التي اعتمد عليها هذا النهج، هي:

$$V = EBIT / WACC$$

(V): القيمة السوقية للمؤسسة

(EBIT): نسبة الأرباح قبل ضرائب الدخل

(WACC): المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال

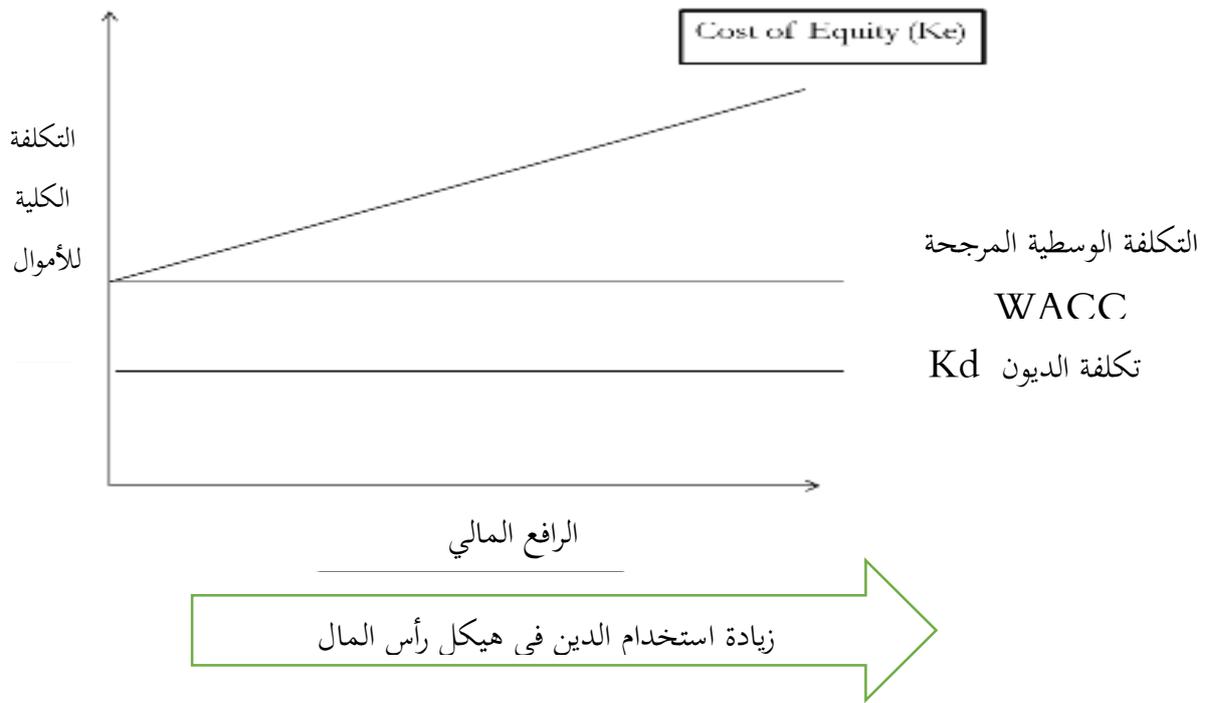
$$WACC = R_d(D/D+E) + R_e(E/E+D)$$

تكلفة الأسهم وتكلفة الديون ثابتة، ويمكن التعبير عن تكلفة الأسهم بالصيغة التالية:

$$R_e = WACC + (WACC - R_d)(D/E)$$

سلوك تكلفة الديون وتكلفة الأسهم والتكلفة الوسطية المرجحة موضح في المنحنى أدناه.

الشكل 6-2. أثر الإستدانة على تكلفة الأموال حسب مدخل صافي ربح العمليات



Source : efinancemanagement.op cit.

استبدال حقوق الملكية بدون أرخص لن يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال، بسبب أن المخاطر (الإفلاس) تزداد مع زيادة الرافعة المالية، وبسبب هذه المخاطر المتزايدة سيطلب أصحاب الأسهم بمعدل عائد أعلى على حقوق الملكية للتعويض عن المخاطر العالية التي قد يتعرضون لها؛ لذلك فاستخدام رافعة أعلى يقابله زيادة في تكلفة حقوق الملكية، من ناحية أخرى، فإن النسبة المرتفعة للدين تقلل التكلفة الاجمالية لرأس المال، ولكن يتم تعويضها من خلال الزيادة في معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم، وبالتالي يظل معدل تكاليف رأس المال ثابتاً عند مزيج من الديون وحقوق الملكية (أي أن المنفعة التي تجنيها المؤسسة عن طريق زيادة الديون تبطل من خلال الزيادة المتزامنة في معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم).

أهم الانتقادات التي وجهت لهذا النهج:

- غياب ضرائب الشركات، افتراض غير واقعي؛
  - المستثمرون لديهم وجهة نظر مختلفة عن الديون المرتفعة في هيكل رأس مال المؤسسة.
- النتيجة العامة لهذه النظرية تتمثل في أنه: كلما زادت نسبة الديون، زادت تكلفة الديون، وأن ميزة التكلفة المنخفضة للديون تعوض عن زيادة تكلفة الأسهم، مما يجعل التكلفة الكلية للأموال ثابتة مهما تغيرت تركيبة الهيكل المالي.

لا تؤمن النظرية بوجود هيكل رأس المال الأمثل، وكل هيكل رأس المال هو هيكل رأس المال الأمثل. قيمة المؤسسة تبقى نفسها مهما تغيرت نسبة الديون، بسبب أن أي فائدة من زيادة الدين الأرخص سيقابلها معدل عائد أعلى مطلوب على الأسهم، وبالتالي فمتوسط التكلفة المرجحة لرأس المال والقيمة السوقية يقيان ثابتان عند أي مستوى للرافعة المالية

### 3. المدخل التقليدي لهيكل رأس المال (Traditional Theory Approach):

يطلق على هذا المدخل بالمدخل التقليدي، لتضمنها مجموعة من الأفكار مسلم بها من الناحية التحليلية والاستنتاجية؛ ويجمع مضمونها بين أفكار مدخل الدخل الصافي ومدخل الدخل الصافي التشغيلي، ويطلق عليه كذلك بالمدخل الوسيط. تم اقتراح هذا المنهج من قبل إزرا (Ezra Soloman) عام 1963. دع إلى هذا النهج كل من إزتا وواستون (Ezta Solomon and Fred Weston).

لا يفترض هذا المنهج التكلفة الثابتة لحقوق الملكية وانخفاض متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال كما ذهب إليه المنهج الأول، ولا زيادة تكلفة حقوق الملكية والتكلفة الثابتة للدين كما ذهب إليه المنهج الثاني. ويشرح هذا المدخل كيف أن مزيج الديون وحقوق الملكية يُؤثر على قيمة الشركة، بحيث أنه إذا زاد مستوى الدين عن الحد الأمثل، فإن أي دين إضافي سيؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية وزيادة تكلفة التمويل.

هذه النظرية تؤمن بوجود هيكل تمويلي أمثل، ينشأ من نقطة اقتراض مثلى يتحقق من تشكيلة مميزة من الأموال المقترضة والأموال المملوكة، تجعل من كلفة التمويل المرجحة في حدها الأدنى، لتكون القيمة السوقية للشركة في حدها الأعلى وذلك عند مستويات مقبولة ومميزة من الرفع المالي. أي أنه من أجل وجود هيكل رأس مال أمثل، يجب أن يكون متوسط التكلفة المرجح لرأس المال عند الحد الأدنى، وتكون القيمة السوقية للأصول أو الشركة عند الحد الأقصى.

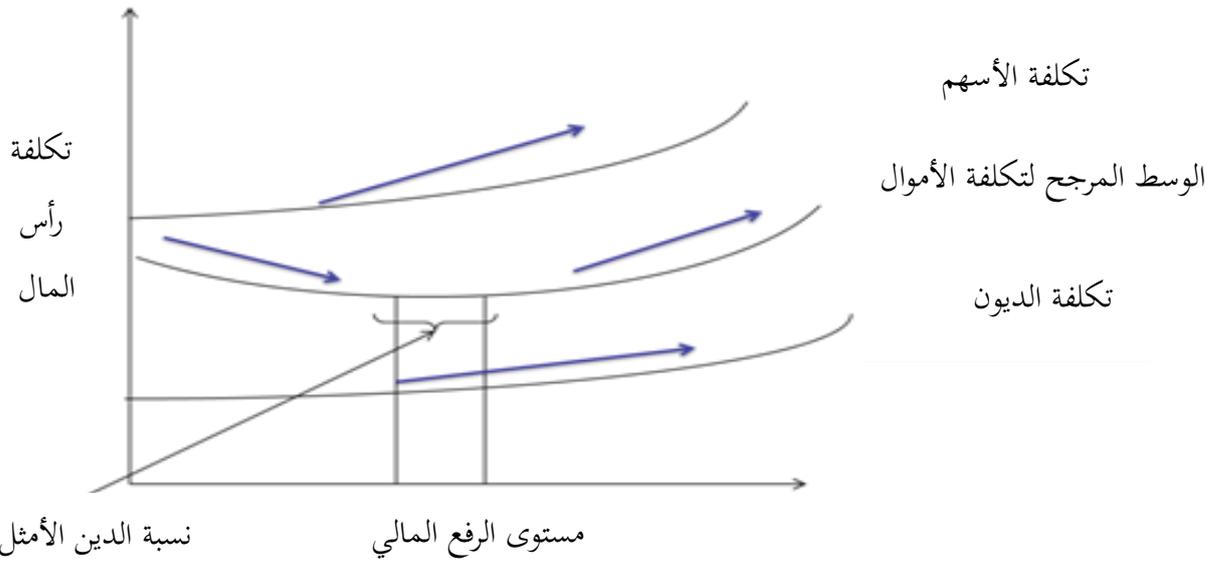
تميز هذا المدخل ثلاثة مراحل أساسية، والتي تشرح لنا كيف تتغير تكلفة الأموال المرجحة في هيكل التمويل، هذه المراحل هي:

- المرحلة الأولى: المزايا الناجمة عن الاقتراض أكبر من الزيادة في تكلفة الأسهم، وستظل تكلفة الاقتراض ثابتة، وعليه فقيمة الشركة ستزداد تدريجياً، كلما زادت نسبة الرفع المالي في هيكل التمويل، بسبب التغيرات التي تحدث في كلفة الأموال المرجحة واتجاهها نحو الانخفاض.
- المرحلة الثانية: تزداد تكلفة الأسهم لأن زيادة الديون تزيد المخاطر المالية للمساهمين، وهنا ميزة الدين الأقل تكلفة في هذه المرحلة من هيكل رأس المال، يتم تعويضها بنفس المقدار بزيادة في تكلفة الأسهم. في هذه الحالة فإن قيمة الشركة لا تتأثر وتظل ثابتة.
- المرحلة الثالثة: هنا لا يمكن تعويض ارتفاع تكلفة الأسهم عن طريق ميزة الدين المنخفض التكلفة (ضياح ميزة القروض كمصدر رخيص للتكلفة بسبب فرط الاستدانة). وأن تكلفة الديون قد ترتفع بسبب زيادة المخاطر المالية للقروض (زيادة معدل العائد الذي يطلبه الملاك)، أي أن الزيادة في معدل العائد المطلوب تفوق المزايا الناجمة عن القروض، فالشركة هنا تتجاوز نقطة الاقتراض المثلى، وترتفع تكلفة الأموال المرجحة، وتنخفض بذلك قيمة الشركة.

حسب هذا المدخل، يمكن زيادة قيمة الشركة مبدئياً أو يمكن تخفيض تكلفة رأس المال، باستخدام المزيد من الديون لأن الدين مصدر أرخص للأموال من الأسهم، وبالتالي يمكن الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل من خلال مزيج مناسب من الدين إلى حقوق الملكية.

هذه المدخل يؤمن بوجود هيكل تمويلي أمثل، يقلل من تكلفة رأس المال. عند نقطة هيكل رأس المال المثلى ستكون التكلفة الحدية للديون تساوي التكلفة الحدية للأسهم. قبل هذه النقطة تكون التكلفة الحدية للديون أقل من التكلفة الحدية للأسهم. بعد هذه النقطة تكون التكلفة الحدية للديون أكبر من التكلفة الحدية للأسهم. المستثمرون قبل النقطة المثلى مستعدون لدفع علاوة على أسهم الشركات ذات الرافعة المالية.

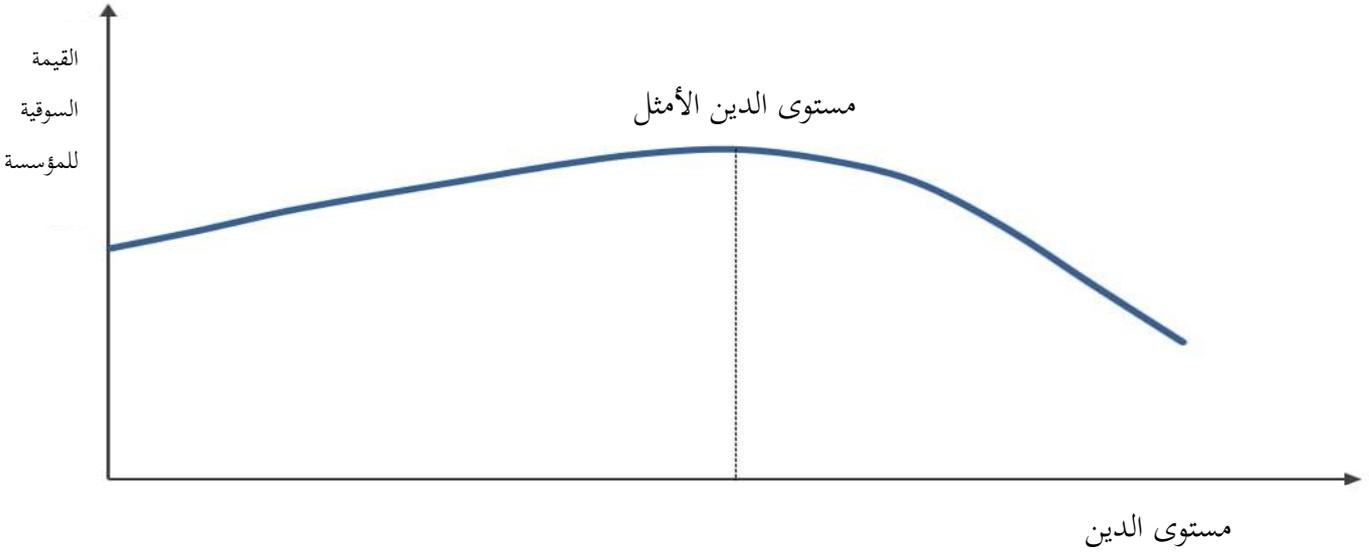
### الشكل 6-3. العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض



Vijay Shankar Pandey .op cit.

عندما تكون الرافعة صفر، أي أن رأس مال الشركة يتكون فقط من حقوق الملكية، فإن التكلفة الوسطية المرجحة تساوي تكلفة حقوق الملكية. مع زيادة الرافعة المالية، انخفضت التكلفة الوسطية المرجحة حتى أصبحت التكلفة الحدية للديون أقل من التكلفة الحدية للأسهم. عندما تتساوى التكلفة الحدية للديون مع التكلفة الحدية للأسهم، فإن المعدل المرجح لتكلفة رأس المال تصل إلى الحد الأدنى لها. الزيادة الإضافية في الرفع المالي ستؤدي إلى زيادة التكلفة الحدية لرأس المال، بسبب أن التكلفة الحدية للديون أعلى من التكلفة الحدية لحقوق الملكية بسبب ارتفاع المخاطر. عندما يتم الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل، يتم تعظيم قيمة الشركة كما هو موضح في الشكل أدناه.

### الشكل 6-4. المعدل الأمتل لنسبة الديون إلى حقوق الملكية (قدرة التمويل)



#### 4. النظرية الحديثة أو نظرية موديليانى وميلر (Franco Modigliani and Merton Miller):

تسمى هذه النظرية بنظرية عدم ملائمة الهيكل التمويلي (Capital Structure Irrelevance) لميلر وموديليانى (1958)؛ تعد هذه النظرية حجر الزاوية لتمويل الشركات وكنقطة انطلاق لنظريات هيكل رأس المال الحديثة؛ ينظر للنظريات التي كانت قبل نظرية ميلر على أنها نظريات وصفية وتفتقر للكثير من التجارب، في حين أن أهم ما ميز نظريات ما بعد ميلر، التجارب الميدانية التي تبحث في علاقة القيمة السوقية بالهيكل المالي.

ينص نهج موديليانى وميلر (MM) على:

- أن القيمة السوقية تتأثر بالدخل التشغيلي للشركة، بصرف النظر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار.
- قيمة الشركة لا تعتمد على اختيار هيكل رأس المال أو قرارات التمويل للشركة، سواء كانت الشركة تتمتع برافعة مالية عالية أو لديها مكون دين أقل في مزيج التمويل، فذلك ليس له أي تأثير على قيمة المؤسسة وهذا ما يؤمن به نهج الدخل التشغيلي الصافي.

تمت صياغة فرضيات نهج موديليانى وميلر كما يلي:

- لا توجد ضرائب على دخل الشركات والأفراد وبدون التكاليف المالية الأخرى، لأن الشركات تعمل في الأسواق ذات الكفاءة التامة، أي أسواق فعالة تماما؛
- يتصرف المستثمرون بعقلانية، وأن المستثمرون يصلون إلى نفس المعلومة؛
- تعتمد المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون على التقلبات العشوائية للأرباح المتوقعة؛
- يتم توزيع جميع الأرباح على المساهمين؛
- تكلفة الاقتراض هي نفسها بالنسبة للمستثمرين والمؤسسات (يمكن للأفراد والشركات الاقتراض بنفس السعر)؛
- المديرين يعظمون ثروة المساهمين (لا توجد تكاليف وكالة)، ولا توجد تكاليف على الإفلاس؛
- الأسواق مثالية (غياب تكاليف الإفلاس وتكاليف المعاملات مثل عمولة الاكتتاب ونفقات الاعلان) (أي لا يوجد تباين في المعلومات بمعنى لا توجد فرص للإشارة).

هذه النظرية لها مقترحان، الأول أصلي والثاني معدل، وكل مقترح له حالتان: حالة وجود الضرائب وحالة عدم وجود الضرائب.

#### 4.4. النموذج الأصلي أو المقترح الأول:

تعرف النظرية الأصلية independence theory لميلر بنظرية الاستقلال (استقلالية قيمة المؤسسة عن هيكلها المالي أو سياستها المالية المعتمدة، وتعتمد القيمة فقط على الدخل التشغيلي). كما تعرف بمبدأ عدم تأثير بنية رأس المال. ظهر هذا الفرض لأول مرة عام 1958. نص مضمونها على أنه في ظل عدم وجود ضرائب دخل على الشركات، وعدم وجود تكلفة الإفلاس وكلفة الإدارة، وعدم تباين المعلومات وكفاءة الأسواق، فإن قيمة الشركة لا تتأثر بكيفية تمويلها سواء كان بواسطة الأسهم أو بواسطة الديون تكلفة رأس المال مستقلة عن هيكل رأس المال والرافعة المالية لا تؤثر على اجمالي التكلفة لرأس المال (رافعة مالية عالية أو مستوى دين أقل ليس له تأثير على قيمة الشركة، وتعتمد القيمة السوقية للشركة فقط على الأرباح التشغيلية بغض النظر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار)، وبالتالي لا يوجد هيكل رأس مال أمثل.

المقترح الأول يقول إن اختيار هيكل رأس المال لا علاقة له بتعظيم قيمة الشركة، يتم تحديد قيمتها من خلال الجانب الأيسر (الأصول) في الميزانية العمومية، بدلا من الجانب الأيمن (بناء رأس المال). أي مدى قدرة الشركة على الكسب ومخاطر أصولها الأساسية، فقيمتها مستقلة عن الطريقة التي تمول بها الاستثمارات أو توزع بها الأرباح. فلا يوجد دين أمثل. وهيكل رأس المال لا علاقة له بثروة المساهمين (لا يهم سياسة الشركة في توزيع الأرباح على المساهمين). والهيكل التمويلي الأمثل لرأس المال لا يهم.

✓ حالة عدم وجود ضرائب:

$$V_u = V_l$$

حيث:

( $V_u$ ): قيمة الشركة الممولة فقط من حقوق الملكية

( $V_l$ ): قيمة الشركة الممولة بمزيج من الديون وحقوق الملكية

أوضح كل من ميلر وموديليان أن نسبة الدين إلى حقوق الملكية لا تؤثر على القيمة الإجمالية للشركة. أي أن النظرية تثبت أن تكلفة رأس المال لا تتأثر بالتغيرات التي تطرأ على هيكل رأس المال (مزيج الديون إلى حقوق الملكية لا علاقة له بتحديد القيمة الإجمالية للمؤسسة). أي أن التكلفة الإجمالية لرأس المال والقيمة الإجمالية للمؤسسة لا تتغير مع زيادة نسبة الدين من 0 إلى الاقتراب من 100 بالمائة. لأن الزيادة في تكلفة الأسهم تعوض ميزة انخفاض تكلفة الدين، حيث تظل التكلفة الإجمالية دون تغيير. وتؤكد النظرية على أن دخل الشركة التشغيلي هو العامل المحدد لإجمالي

قيمتها. أي أن القيمة السوقية للشركة تحددها قدرتها على الكسب وعلى الأرباح المستقبلية المتوقعة ومخاطر أصولها الأساسية.

✓ **حالة وجود ضرائب:** قيمة المؤسسة ذات الرافعة المالية، تتجاوز القيمة السوقية لشركة ممولة بالأسهم بمقدار الدرع الضريبي ( $TcD$ )، الديون تحمي الشركة من الضرائب، فتدفع أقل، على افتراض أن الدين دائم، وتحدد كما يلي:

$$Vl = Vu + TcD$$

( $Vl$ ): قيمة الشركة ذات الرافعة المالية

( $Vu$ ): قيمة شركة لا تعمل بالرافعة

( $TcD$ ): تشير إلى القيمة الحالية للدرع الضريبية للشركات ذات الرافعة المالية

( $D$ ): مقدار الاقتراض أو القيمة السوقية للدين

( $Tc$ ): معدل الضريبة على الشركات

الأفراد والشركات يمكنهم الاقتراض بنفس السعر، ولكن إذا تم تسعير الشركات ذات الرافعة المالية أعلى من الشركات غير المدعومة بالديون، فيمكن للمستثمرين شراء الشركات غير المستدانة. فينشأ المستثمرون شركات ذات الرافعة المالية، مما يزيد من قيم هذه الشركات (أي تكون هناك فرصة للمراجعة وستصبح في النهاية متساوية ( $Vu = Vl$ )).  
المستثمرون الذين يشترون أسهم الشركة ذات الرافعة، سيحصلون على نفس الأرباح التي يحصلون عليها من شركة ممولة كلية بالأسهم.

#### 2.4. النموذج المعدل أو المقترح الأول

قام ميلر وموديليان في مقالة لهما عام 1963 (بعد فترة وجيزة)، بمراجعة الأفكار التي طرحها في السابق (1958) بخصوص هيكل رأس المال، وقدم الاعفاء الضريبي للدين (تضمنين ميزة الدرع الضريبي tax shield). وبينما أن الرافعة المالية للشركة تزيد من قيمة الشركة وتقلل من قيمة متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال -تكلفة رأس المال دالة خطية مع نسبة الديون إلى حقوق الملكية-. أي أن قيمة الشركة ستزداد وأن تكلفة رأس المال ستخفض مع استخدام الدين، بسبب خصم رسوم الفائدة المدفوعة للدائنين (تطرح من الأرباح قبل الضرائب)، وبالتالي يمكن تحقيق هيكل رأس المال الأمثل (optimum capital structure) من خلال تعظيم مزيج الديون إلى حقوق الملكية للمؤسسة. عكس التوزيعات التي لا تطرح من الأرباح قبل الضريبة، فالمساهمون يحصلون على عوائدهم بعد تسديد الضريبة.  
المعادلة التالية تنص على أن قيمة الشركة ذات الرفع المالي أكبر من قيمة الشركة التي لا تمول بالديون بمقدار الدين مضروب في معدل الضريبة على الشركات.

يقول المقترح الثاني، كلما زادت نسبة الدين في هيكل رأس المال، زاد معدل العائد من قبل حاملي الأسهم، أي أن تكلفة رأس المال دالة خطية في نسبة الديون إلى حقوق الملكية. الرافعة المالية ليس لها تأثير على متوسط التكلفة

المرجح لرأس المال الوسط المرجح

✓ حالة عدم وجود ضرائب: تعطي صيغة تكلفة رأس المال حسب المقترح الثاني لميلر كما يلي:

$$K_e = k_u + (k_u - k_d)D/E$$

( $K_e$ ): تكلفة حقوق ملكية شركة ذات رافعة مالية

( $k_u$ ): تكلفة حقوق ملكية شركة لا تمويل بالدين

( $k_d$ ): تكلفة الدين

( $D/E$ ): نسبة الدين إلى الأسهم، أو القيم السوقية لكل من الدين وحقوق الملكية

الزيادة في مبلغ الدين يؤدي إلى زيادة تناسبية أقل في العائد الذي يطلبه المساهمون.

المعادلة تكشف أن تكلفة حقوق الملكية تساوي تكلفة رأس مال شركة لا تمويل بالدين مضاف إليها الفرق بين تكلفة رأس مال شركة لا تمويل بالدين وتكلفة الدين

✓ حالة وجود ضرائب: وفقا لصيغة ميلر في حالة وجود ضرائب، وهناك تكاليف معاملات، وتكاليف افلاس

ووكالة، وأن المعلومات ليست متماثلة، تعطي كما يلي:

$$k_e = k_u + D/E(1 - T)(k_u - k_d).....(3)$$

لاحظ أنه في حالة  $T=0$ ، فإن  $k_e = k_u$  وهو حالة الاقتراح الأول بدون ضرائب

أي أن تكلفة حقوق الملكية تساوي تكلفة رأس المال شركة لا تعمل بالدين مضاف إليها فرق ما بعد الضريبة بين تكلفة رأس المال لشركة لا تتعامل بالدين وتكلفة الدين مضروب في نسبة الرافعة المالية. تكلفة الدين تكون منخفضة بمقدار الدرع الضريبي، وأن الزيادة في نسبة الدين يؤدي إلى انخفاض في المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال. وبالتالي يوجد هيكل رأس مال أمثل عندما يتم تمثيل رأس مال الشركة بالدين فقط. لذا يجب على الشركات أن تحل بالأسهم محل الدين لتقليل تكلفة رأس المال.

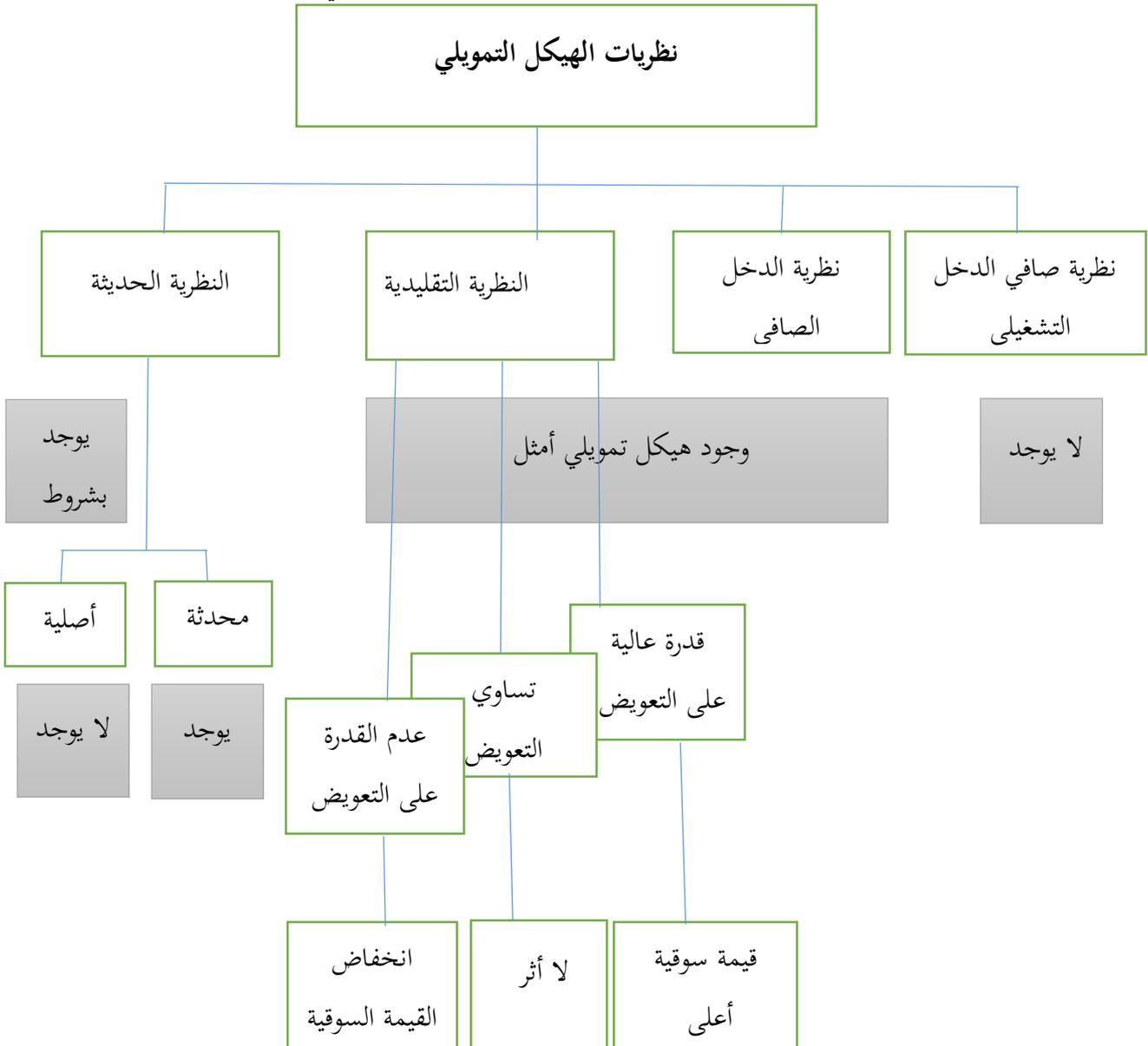
أشار ستيجليز (Stiglitz) عام 1969، إلى أنه عندما تكون الفوائد الحدية المرتبطة بخصم الضرائب تساوي التكاليف الحدية المرتبطة بالإفلاس بسبب الرفع المالي، يتحقق مستوى الدين الأمثل.

في حالة خضوع المؤسسات لضريبة على الأرباح، فإن القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من القروض والأموال الخاصة، تزيد عن القيمة السوقية لمؤسسة مثيلة يتكون هيكلها المالي من الأموال الخاصة فقط، وذلك بمقدار القيمة الحالية للوفرات الضريبية لفوائد القروض.

وجهت لنظرية ميلر عدة انتقادات منها، خرافة الأسواق المثالية، فتجاهلت النظرية الأنواع الأخرى من كلف التمويل المقترض، مثل تكاليف العسر المالي وكلف الوكالة والإفلاس. كما أن المراجعة ستكون ذات جدوى في ظل الأسواق المثالية فقط، حيث الشركات ذات الرفع المالي والشركات الممولة بالأسهم ضمن نفس فئة مخاطر الأعمال سيكون لها قيم سوقية مختلفة.

ادعاء أن مزيد من الشركات كثيفة الديون هي شركات تكون قيمتها أحسن من نظيراتها بدون ديون أو قليلة الديون تسبب في ظهور تكلفة الإفلاس، وتمهدت الطريق لظهور نظرية المقايضة ونظرية ترتيب التمويل من طرف مايرز عام 1984 لشرح كيف تقرر الشركات هيكل رأس مالها.

### المخطط 6-1. ملخص لنظريات الهيكل التمويلي



المصدر: إعداد الباحثة

## 5. نظريات حديثة أخرى

بين مايرز (1984) أن نظرية ميلر عجزت عن تفسير ظاهرة نمو الشركات وتحقيقها أرباح أكثر، على الرغم من استخدامها لديون أقل في هيكل رأس المال. وأن مقترحه الأول استند على مجموعة من الفرضيات غير واقعية (عالم بدون ضرائب غير موجود في الواقع). رغم ذلك شكلت الأساس لظهور نظريات جديدة استندت في تحليلاتها على نظرية ميلر وأثبتت من خلال تلك التحليلات ضعف الجانب النظري والتطبيقي لهذه النظرية. تتمثل هذه النظريات في نظرية المقايضة، ونظرية الوكالة، ونظرية الإفلاس، ونظرية الإشارة، ونظرية الالتقاط، ونظرية التصنيف الائتماني، والنظرية التوازنية. وكلها أجري اختبارها في بيئات معملية غربية أغلبها في أمريكا.

### المخطط 6-2. نظريات ما بعد نظرية ميلر



المصدر: اعداد الباحثة

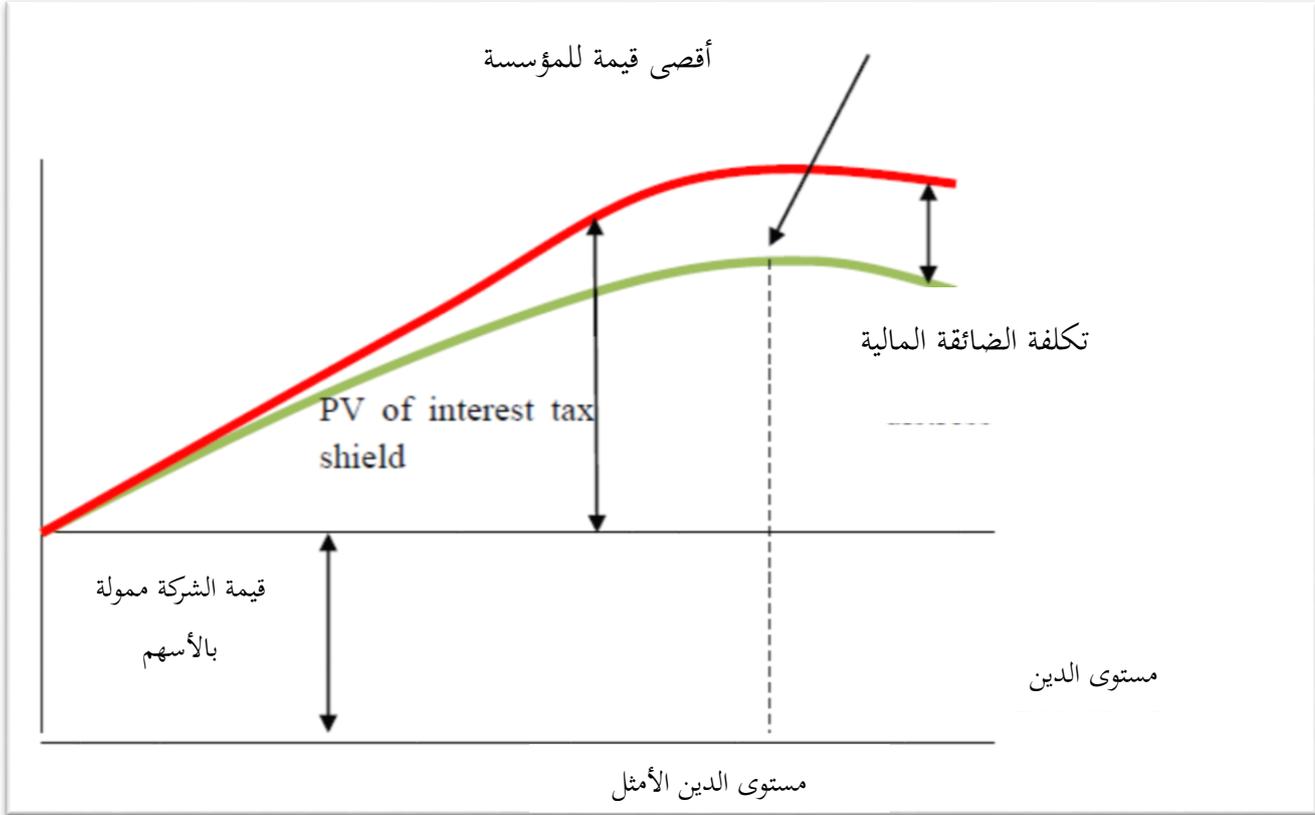
### 1. نظرية المبادلة (Trade Off Theory-TOT):

تعرف هذه النظرية كذلك بنظرية التبادل أو نظرية المقايضة أو نظرية العلاقة التوازنية. يعود الأساس النظري لهذه النظرية إلى سنة 1963، بقيادة روبنك وآخرون (Robichek)، طور هذه النظرية لاحقاً مايرز (1984). وحسب هذه النظرية يمكن الحصول على هيكل رأس المال الأمثل من خلال ميزة الوفر الضريبي (الدرع الضريبية) وكلف العسر وكلف الإفلاس، ويمكن لمديري المؤسسات أن يتعدوا عن إصدار الأسهم إذا ما تأكدوا أن قيمة هذه الأسهم هي أقل من قيمتها في السوق.

سميت هذه النظرية بنظرية العلاقة التوازنية، استناداً إلى امكانية تحقيق الشركة لرأس المال الأمثل، من خلال ضبط مستوى الدين والأسهم، وبالتالي تحقيق التوازن بين الدرع الضريبي وتكلفة الضائقة المالية. يشير مايرز (1977) إلى أن استخدام الديون إلى غاية مستوى معين يعوض تكلفة الضائقة المالية (المقايضة بين الضائقة المالية والدرع الضريبية).

قيمة المؤسسة حسب هذه النظرية تتحدد كما يلي:

قيمة المؤسسة = قيمة حقوق الملكية + الدرع الضريبي - تكلفة الضائقة المالية



الخط الأفقي يمثل قيمة الشركة الممولة بالكامل بالأسهم، ثم تضاف الدروع الضريبية ممثلة بالخط الأحمر، حيث يلاحظ زيادة زيادة الدروع في البداية مع اقتراض الشركة أكثر، حتى يزيد الاقتراض الإضافي من احتمال حدوث الضائقة المالية بسرعة. يعبر عن الضائقة المالية في الرسم البياني بالفرق بين المنحنى الأحمر والأخضر.

وبحسب هذه النظرية فإن العوامل الثلاثة الأكثر تأثيراً على هيكل رأس المال الأمثل هي الضرائب وطبيعة الأصول التي تمتلكها الشركة وربحية الشركة؛ وعلى عكس نظرية POT، فالنظرية تفترض وجود هيكل تمويلي أمثل يرى مايرز وماجلوف أن الشركات لا تهدف إلى تحقيق نسبة محددة من نسبة الدين إلى حقوق ملكية، بل تفضل التمويل الداخلي على الديون والديون على *over debt* حقوق الملكية عند جمع الأموال للاستثمار.

تحقق هذه النظرية عدة مزايا للشركات أهمها الوفرة الضريبية التي تتيحها الديون، أما العيوب فتأتي من احتمال متزايد للإفلاس نتيجة المبالغة في الديون كمصدر أساسي لرأس المال. لذا فهيكّل رأس المال الأمثل يتحقق من خلال التوازن بين المزايا الضريبية وتكاليف الديون مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الثابتة الأخرى. يندرج ضمن هذه النظرية نظرية الوكالة ونظرية الإفلاس.

تشير النظرية إلى أن التكلفة والفوائد المرتبطة بالديون، تؤثر على خيارات هيكل رأس المال، لذلك تسعى الشركات إلى الحصول على مستوى دين يوازن بين مزايا فائدة الدرع الضريبي والتكاليف المختلفة المتعلقة بالإفلاس والضائقة المالية.

### 1.1. نظرية تكلفة الإفلاس:

تتمثل تكلفة الإفلاس في المصروفات الإدارية، والقانونية، والخسائر الناجمة عن بيع الأصول بقيمة أقل من قيمتها الدفترية (تكاليف مباشرة) والتكاليف غير المباشرة مثل الهبوط في الأرباح نتيجة انخفاض كفاءة عمليات المؤسسة قبل وقوع الإفلاس، فقدان العملاء، والثقة بين الموظفين والموردين بسبب عدم اليقين. هذه التكلفة لها آثار سلبية كبيرة على قيمة المؤسسة ويعبر عنها عادة بالتكاليف المالية. وبالتالي يحتاج المستثمرون إلى معدل عائد أعلى عند الاستثمار في سندات شركة يحتمل أن تتعرض للإفلاس بسهولة.

تزداد تكاليف الإفلاس بزيادة نسبة الديون إلى الأموال الخاصة. لكي يتجنب المقرضون هذه المخاطر، فإنهم يقومون بنقل هذه التكاليف من البداية إلى الملاك تحسبا لوقوع الإفلاس، ويترجم ذلك في شكل ارتفاع معدل العائد المطلوب للاستثمار في سندات الشركة أو ارتفاع معدل الفائدة على القروض، مما يعني أن الانخفاض في القيمة السوقية للسندات قد يتم تغطيته كلياً أو جزئياً من خلال المعدل المرتفع لسعر الفائدة.

يترتب على زيادة نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة أثرين على تكلفة الأموال:

- زيادة نسبة الاقتراض يترتب عليه تخفيض تكلفة الأموال بسبب الزيادة في الوفرة الضريبية.

- بعد نقطة معينة يحتمل ظهور مخاطر الإفلاس، يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل.

### 2.1. نظرية الوكالة (تكاليف الوكالة): شرح جنس وميكليغ (Jenson and Meckling) نظرية الوكالة عام

1976، بناء على الأعمال السابقة لكل من فاما (Fama) وميلر (1972)؛ يحددان نوعان من النزاعات:

- نزاعات بين المساهمين والمديرين (تكلفة حقوق الملكية) ( **conflict between shareholders and managers**): ينتج هذا النوع نتيجة اختلاف المصالح بين المساهمين والمديرين الذين لا يحظون بالملكية الكاملة في الشركة. وكلما كانت ملكية المدير أقل، زاد التباعد بين مصلحته ومصالح المساهمين.

لأن المديرين يمتلكون أقل من 100 بالمائة من المطالب المتبقية، وبالتالي فهم لا يحصلون على المكاسب بالكامل من أنشطة تحسين الأرباح، ولكنهم يتحملون التكلفة الكاملة لهذه الأنشطة. فمثلاً بإمكان المديرين استثمار جهد أقل لإدارة موارد الشركة وقد يكونون قادرين على تحويل موارد الشركة لمصلحتهم الشخصية، من خلال استهلاك الامتيازات مثل الطائرات والمكاتب الفخمة. يتم تقليل هذا الصراع عندما يمتلك المديرين حصصاً أكبر من الأسهم (الشركات الممولة بالديون تزيد من حصص المدير في الأسهم، حيث يخلق ذلك دافعاً محفزاً لاتخاذ قرارات أفضل والعمل بجدية أكبر واستهلاك أقل للمزايا مما يقلل في النهاية من احتمال الإفلاس).

- نزاعات بين المدينين وحاملي الأسهم (تكلفة وكالة الديون) ( **debtholders and equityholders**):

عندما يحقق الاستثمار أرباحاً كبيرة، فإن الجزء الأكبر يذهب للمساهمين، وفي حالة فشل الاستثمار فإن الدائنين يعانون من الخسارة.

أظهر كل من دياموند وهيرشليفار (Hirshleifer and Thakor) وثاكور (Thakor) عام 1989، كيف يمكن أن يكون للمديرين حافزا لمتابعة مشاريع آمنة نسبيا لدوافع السمعة. افترضوا أن هناك مشروعان استثماريان محتملان هما:

- مشروع سلبي ومحفوف بالمخاطر، والذي ينطوي على النجاح أو الفشل. وعوائده تسمح بالسداد فقط في حال نجاح المشروع.
  - مشروع آمن وإيجابي.
- توجد ثلاثة أنواع من الشركات: نوع واحد لديه حق الوصول الى المشروع الآمن فقط، ونوع آخر لديه حقه في الوصول الى المشروع الخطر، ونوع الثالث له الحق في الوصول إلا كلا المشروعين.
- إذا تمكنت الشركة من اقناع المقرضين بأن لديها المشروع الآمن فقط ستمتع بمعدل اقراض عال.
- كلا المشروعين يتطلبان نفس المبلغ التمويلي وعن طريق الديون. مع العلم أن المستثمرين لا يمكنهم التمييز بين الشركات. يرى جونز أن الفصل بين الملكية والتحكم هو سبب ارتفاع تكلفة الوكالة. تعرف تكلفة الوكالة بأنها التكاليف والمساوئ التي تنجر عن الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الأشخاص الذين لا يسمح لهم القانون بمراقبة المؤسسة. يوجد مصدرين لتكلفة الوكالة هما:

- تكاليف ناتجة عن تضارب المصالح (حملة الأسهم العادية ومصالح المديرين)، فتنشأ صراعات بين المساهمين والمدرين.
  - التعارض بين مصالح حملة الأسهم العادية ومصالح حملة السندات أو الدائنين.
- تتحقق نسبة الدين المثلى عندما تكون تكاليف الوكالة في حدها الأدنى. يتحقق الهيكل التمويلي الأمثل من خلال إيجاد نقطة مثلى حيث يتم تقليل التكلفة الاجمالية للوكالة.
- ينقل الدائنون تكلفة الوكالة إلى الملاك، من خلال رفع سعر الفائدة، فيضطر الملاك إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار، مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

## 2. نظرية الإلتقاط (POT) pecking order theory:

ظهرت هذه النظرية كبنية بديلة لنظرية المقايضة، وتسمى بنظرية أفضلية مصادر التمويل أو أولويات التمويل، اقترح دونالدسون (Donaldson) هذه النظرية عام 1961، نتيجة الدراسة التي قام بها عن ممارسات التمويل لعينة من الشركات الكبرى. وبحث في دراسته الكيفية التي ترتب على أساسها المصادر التمويلية للشركات، ولاحظ أن الإدارة تستخدم بصورة كبيرة المصادر الداخلية للأموال، وتلجأ إلى التمويل الخارجي في حال عدم كفاية التمويل الداخلي.

طور هذه النظرية لاحقا كل من ميرز (Nicolas Majluf) وماجلوف (Stewart C. Myers) عام 1984.

فبالأسهم بالنسبة لهما مصدر تمويلي أقل تفضيلا لزيادة رأس المال، لأنه عندما يصدر المديرين-يفترض أنهم يعرفون حالة الشركة الحقيقية أكثر من المستثمرين-أسهما جديدة، فإن المستثمرين يعتقدون أن المديرين يرون أن الشركة مبالغ فيها وأن المديرين يستفدون من هذا التقييم الزائد، لذلك سيضع المستثمرون قيمة أقل لإصدار الأسهم الجديدة.

حسب مايرز فإن الشركات تسعى للحصول على رأس مال خارجي فقط، عندما لا يمكن تلبية متطلبات التمويل عن طريق المصادر الداخلية، لذلك Therefore تفضل الديون على حقوق الملكية بسبب التكلفة العالية المرتبطة لحقوق الملكية بسبب عدم تناسق المعلومات. رغم عدم تناسق المعلومات جادل علي وجويد (Ali and Javid) 2015 بأن التصنيفات الائتمانية تساعد الشركات على خفض التكلفة والوصول بشكل أفضل إلى سوق رأس المال. الافتراض الرئيسي لهذه النظرية هو المعلومات غير المتماثل-المعلومات غير المتماثلة توضح أن المديرين يعرفون أكثر من المستثمرين، وبالتالي فإن تصرفاتهم توفر إشارة للمستثمرين حول آفاق الشركة-؛ وأن تكلفة الديون أقل من تكلفة الأسهم لأنه يمكن خصم الضريبة من الفائدة على الدين.

حسب هذه النظرية وبناء على النتائج التي توصل إليها دونالدسون عام 1961، فإن الشركة تستخدم:

- أولاً. التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة، الأوراق المالية قصيرة الأجل)، عندما يتم استنفاد هذا المصدر تنتقل المؤسسات إلى المصدر الثاني.
- ثانياً. الديون كمصدر خارجي في حال عدم كفاية المصادر الداخلية (إصدار السندات أولاً، ثم الأسهم الممتازة وأخيراً الأسهم العادية الجديدة).
- ثالثاً. إصدار الأسهم العادية الجديدة عندما تصبح غير قادرة على استيعاب ديون جديدة، وهو آخر مصدر تلجأ إليه المؤسسات (رفع رأس المال).

هذه النظرية تؤكد على أن الشركات تلتزم التسلسل الهرمي لمصادر التمويل، وبالتالي فإن شكل الدين الذي تختاره الشركة هو محدد لمدى حاجتها للتمويل الخارجي. ولأن هناك عدم تناسق في المعلومات بين أصحاب المصلحة المالكين والمديرين من جهة والمستثمرين الخارجيين من جهة أخرى، فيجب التقليل من التكاليف المرتبطة بالمعلومات غير المتناسقة إلى أدنى حد ممكن. لذا فالترتيب الهرمي للتمويل مهم. مثل هذا السلوك يجنب انخفاض أسعار الأسهم ويقيّد توزيع الأرباح لأجل زيادة التدفق النقدي ويقلل من تكلفة رأس المال عن طريق الحد من القروض. لم يحدد دونالدسون نسبة معينة محددة للديون وحقوق الملكية.

### 3. نظرية الإشارة أو الإشارات المالية (عدم تماثل المعلومة) Asymmetric Information and Signalling Approach

قدم روس (Ross) عام 1977، هذه النظرية لتفسير سلوك الإدارة في تحديد هيكل رأس مال الشركة؛ كما قدم مايرز وماجيلوف عام 1984 أيضاً نموذجاً عن الإشارة، بإصدار الأسهم بالنسبة لهم يعطي إشارة سيئة للسوق. تقوم مقارنة روس على افتراض أن أسعار السوق لا تعكس حقاً المعلومات الكاملة. فما تأثير عدم تناسق المعلومات على السياسة المالية للشركة؟

يعود أساس النظرية إلى تفاوت حجم المعلومات وطبيعتها بين الإدارة والسوق، حيث توزع المعلومات بطريقة غير متماثلة، فالمديرون والمساهمون يملكون معلومات داخلية خاصة عن الشركة غير متوفرة للمستثمرين الخارجيين، مما يجعل من الصعب التمييز بين الشركات ذات العائد والأداء المرتفع عن الشركات ذات العائد والأداء المنخفض، مما يؤدي إلى تسعير أسهم كلا النوعين في السوق بنفس القيمة. تفترض نظرية موديلغلياني وميللر أن المستثمرين من خارج المؤسسة

يتملكون المعلومات نفسها التي يمتلكها المديرون بخصوص الشركة (تماثل المعلومات). وفي الحقيقة فإن المديرون يمتلكون معلومات أفضل من المستثمرين الخارجيين، والتي يكون لها تأثير كبير على هيكل رأس المال (تقوم النظرية على أساس عدم تماثل المعلومات).

تستند فكرة الإشارة إلى فكرتين أساسيتين هما:

- لا تماثل للمعلومات، المديرين يمتلكون معلومات غير متوفرة لدى المستثمرين.
  - حتى في ظل وجود معلومات نفسها ومتاحة للجميع، فإنها لا تفهم ولا تدرك بالأسلوب والطريقة نفسها.
- حسب نموذج روس فإن المديرون يمتلكون المعلومات الصحيحة عن الشركة، ويأخذ المستثمرون الخارجيون في حالة وجود ديون مرتفعة لدى الشركة كإشارة إيجابية حول أداء الشركة الحقيقي، أي يلجأ المديرون إلى إصدار إشارات مالية تعطي المستثمرين تصور بأن التدفقات النقدية ستكون أحسن وأن المخاطر ستكون أقل، مما يسمح للمستثمرين بتوقع تحقيق أرباح رأسمالية.

إصدار أسهما عادية جديدة يعطي إشارة سلبية للسوق المالي، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض قيمة الأسهم في البورصة. وأن زيادة الاقتراض يرفع من تكلفة الأموال الخاصة، فزيادته تعطي إشارة للسوق على أن الوضعية المالية للمؤسسة جيدة.

#### 4. نظرية توقيت السوق لهيكل رأس المال Market Timing theory :

أول من أشار إلى نظرية التوقيت الباحثان باكر (Baker) وورقلم (Wurgler) عام 2002، وقدموا أدلة على أن وقت السوق مهم، وله أثر على هيكل رأس مال المؤسسة. فعلى المؤسسات أن تقترض أو أن تصدر أسهما فقط إذا كانت ظروف السوق مناسبة. فالتقلب في أسعار الأسهم يؤثر على قرارات تمويل الشركات وبالتالي على هيكل رأس المال. وجدت دراسة (Welch, 2004) أن المحدد الأكثر أهمية لهيكل رأس المال هو عوائد الأسهم؛ لكن دراسة (Hovakimian, 2004) بينت أن توقيت السوق ليس له تأثير كبير على هيكل رأس مال الشركات على المدى البعيد.

تتجنب هذه النظرية فكرة هيكل رأس المال الأمثل، حيث تكون الإدارة أكثر استعداد لإصدار الأسهم عندما تكون الأسعار مرتفعة وإعادة الشراء عندما تكون الأسعار منخفضة، وبالتالي  $\text{Consequently} = \text{Thus}$  = أو وهكذا تحاول الشركات تقليل تكلفة التمويل عن طريق توقيت السوق.

#### 5. نظرية التصنيف الائتماني-فرضية هيكل رأس المال (CR-CS)

السؤال الذي تختبره النظرية يتمثل في: هل التغيير في التصنيف الائتماني يؤثر على قرارات هيكل رأس المال؟ اقترح كيسجن (Kisgen) عام 2006، فرضية التصنيف الائتماني (Credit Rating – Capital Structure) Hypothesis (CR-CS)، بين أن هيكل رأس المال سيتغير بناءً على التكلفة والفائدة المرتبطة بمستويات التصنيف المختلفة؛ يشرح كيسجن أن التصنيف الائتماني يؤثر بشكل مباشر على قرار تمويل هيكل رأس المال.

التصنيفات الائتمانية مهمة عند وضع setting سياسة الديون التمويلية للشركات، ويرى البعض أنها أكثر أهمية حتى even من بعض المفاهيم على غرار الدروع الضريبية tax shield ، لأنها تقلل من عدم تماثل المعلومات فيإمكان

وكالات التصنيف الوصول إلى المعلومات التي قد لا تتوفر لدى العامة، وليس مجرد إشارة التخلف عن السداد (معظم المستثمرين بإمكانهم تقدير مخاطر عدم السداد بشكل جيد حتى بدون وكالات التصنيف الائتماني).

يرى كيسجن أن الشركات التي تتوقع تغييرات في تصنيفها الائتماني تميل إلى إصدار حقوق الملكية، بدلاً من السندات من أجل تجنب التكلفة الإضافية لخفض التصنيف أو الرسملة على ترقية لاحقة.

القرارات المالية تتأثر بعدة عوامل حسب هارفي وكراهم (Graham and Harvey) (2001) أولها المرونة المالية financial flexibility وثانيها التصنيف الائتماني. ووجدت دراسة استقصائية دولية أجراها ( ) على 334 شركة، أن الحفاظ على مستوى التصنيف الائتماني الحالي من منظور المديرين الماليين هو الأهم من بين 20 عاملاً في تحديد مستوى دين الشركة.

جادل فروست Frost (2007)، بأن التصنيفات الائتمانية تلعب دورين مهمين في أسواق رأس المال هما: الدور الأول يتمثل في نشر المعلومات، أهمية هذه المعلومات تكمن في حسن توقيتها ودقتها، وهما ضروريان في عملية التقييم، أما الدور الثاني فيتمثل في تسهيل التعاقد بين الأطراف لأن التصنيفات توفر قياساً مرجعياً فعالاً لجودة الائتمان. وجد بان (Pan) وآخرون عام 2005، أن الشركات ذات التصنيف الأعلى تميل إلى أن يكون لديها رافعة مالية أقل، لأن تكلفة إصدار حقوق الملكية تكون أقل من تكلفة إصدار الديون. وجادل كيسجن (2006)، بأن تصنيفات السندات يمكن أن تفرض تكلفة مباشرة على الشركات، لأن التصنيفات تؤثر على وصول الشركات إلى السوق المالية، وعملياتها، وعقودها، والأطراف المقابلة التي تتعامل معها، ونوع المستثمرين الذين يمكنهم الاستثمار في الشركة ومتطلبات الإفصاح، وعهود السندات.

**في النهاية** فهم قرار هيكل رأس مال الشركات هو محور كل النظريات التي نوقشت في هذا المقياس؛ نظرية موديليانى وميلر مهدت لبروز سلسلة من الأبحاث. هذا التنوع يوحي بأنه لا توجد نظرية مثلى حول هيكل رأس المال، ويبقى لغز هيكل رأس المال قائماً على يومنا هذا.

القيمة السوقية للشركة ترتبط بالطريقة التي تمول بها الشركة عملياتها واستثماراتها طويلة الأجل من خلال مزيج الديون وحقوق الملكية.