

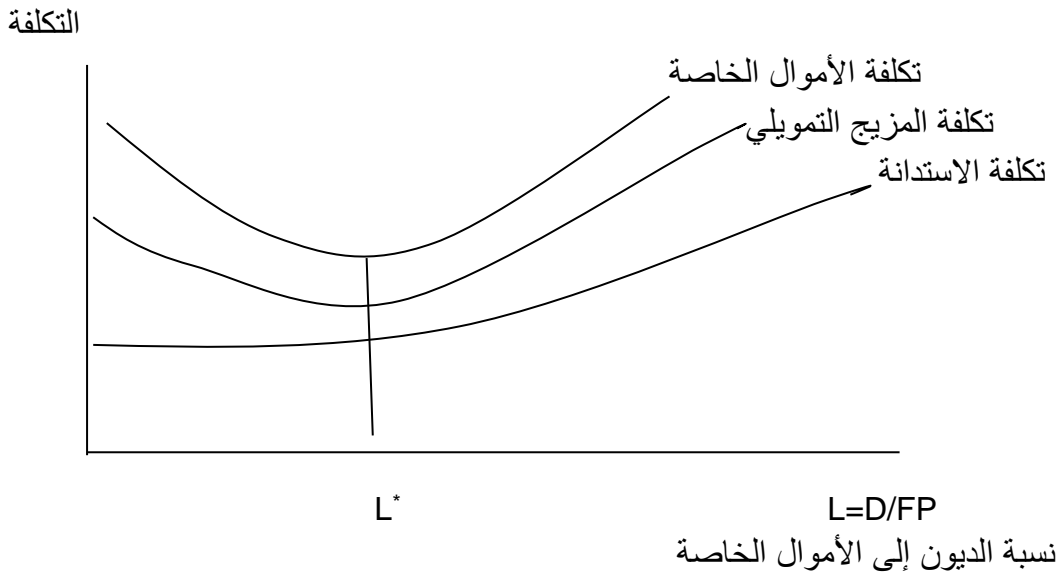
الدرس الثاني : هندسة المزيج التمويلي أولاً: المساهمات النظرية للمزيج التمويلي

عن سؤال : هل هناك مزيج (هيكل) تمويلي امثل يجمع بين الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدني تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن ، ولتبيان ذلك نلجأ إلى النظريات الكلاسيكية والحديثة .

1- المفهوم الكلاسيكي :

النظرية الكلاسيكية للمزيج ترى بأنه : بالفعل يوجد هناك مزيج تمويلي امثل وعنده تتحقق أكبر قيمة سوقية للشركة ويعللون ذلك في كون تكلفة الديون اقل من تكلفة الأموال الخاصة لكون الديون تمتاز بميزة الوفر الضريبي ، لان أعباء الديون تعتبر من الأعباء الكلية في المؤسسة وبالتالي تعطي وفرا ضريبيا على عكس الأموال الخاصة التي يتم الحصول عليها بعد طرح الضريبة ، وعليه فان الاستعانة بالديون هي الأفضل وسوف تدني من تكلفة التمويل ، وهو ما يوضحه الشكل التالي :

الشكل 1 : المزيج التمويلي الأمثل عند الكلاسيك



من الشكل، منحنى الاستدانة يبدأ في البداية ، شبه ثابت رغم زيادة الاستدانة مقارنة بالأموال الخاصة وذلك بسبب ما تعطيه الديون من وفر ضريبي ، لكن عند مستوى معين من التزايد تبدأ تكلفة الاستدانة بالارتفاع بسبب تخوف الدائنين من مصير الشركة وتصبح الاستدانة مكلفة بسبب شروط الدائنين على الشركة، أما منحنى تكلفة الأموال الخاصة في البداية يبدأ في التناقص بسبب وجود وفرة من التمويل أمام الشركة من مصدر الديون وبالتالي أعباء الأموال الخاصة (كشروط طرح الأسهم في السوق المالية مثلا) تبدأ بالتناقص ، عند مستوى معين يبدأ المساهمون يتخوفون من ارتفاع المديونية وما ينجر عليها من مخاطر قد تلحق أذى بأموال المساهمين فيبدؤون هم بدورهم فرض شروط على الشركة أو قلة الإقبال على أسهمها مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال الخاصة ، وبناء على تلك الظروف يتحدد L^* مستوى تكلفة التمويل الكلية الدنيا¹.

¹ Jean B. & Jacqueline D., *Gestion financière, Manuel & applications*, DUNOD, 9^{eme} éd., Paris, 2000, P157

ما دام أن المساهمون لا يعلمون عن المردودية المستقبلية في الشركة ، فإنهم يشترطون علاوة مخاطرة تتزايد بتزايد معدل الاستدانة، ونفس الشيء بالنسبة لمعدل الفائدة على القروض¹،

وخلص الكلاسيك إلى انه يوجد هناك هيكل مالي أمثل الذي يسمح للمؤسسة بتعظيم قيمتها، سميت فيما بعد نظرية أثر الرافعة ونظرية الربح الصافي والتي تراقب سلوك الاستدانة لمجموعة من المؤسسات، وبحثوا في علاقة الارتباط بين تكلفة الدين وتكلفة الأموال الخاصة، من هنا خلصوا إلى وجود هيكل مالي يسمى الأمثل وهو الذي يعظم قيمة المؤسسة، و تكلفة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة ، لا يتغيران إذا تغير المعدل بين الاستدانة و الأموال الخاصة.

بالنسبة لهذه النظرية ثقل مديونية الشركة تدفع بالمقرضين إلى الرفع من مطالبهم مما يثقل تكلفة المديونية بالنسبة للشركة، أما سلوك المساهمين فهو مشابه لتحليل سلوك المقرضين، فالمساهمون في الشركة يقابلون ارتفاع نسبة الاستدانة بتقدير أعلى للمقابل المنتظر من الشركة ، والضعف الذي أبدته نظرية الربح الصافي هو تجاهلها للتكاليف الإضافية التي تتحملها الشركة عند ما تحاول البحث عن الاستفادة من مزايا اثر الرفع التي تعطيه الديون .

2- نظرية Miller وModigliani (استبعاد الضريبة) 1958:

تعتبر نقطة البداية في تحديد العلاقة بين تكلفة التمويل والرفع بالاستعانة بالديون ، حاولت هذه الدراسة إثبات أن القيمة السوقية للشركة مستقلة عن مزيجها التمويلي ، مهما تغيرت نسبة الاستدانة . وتم الاستدلال بعدد من الشركات الأمريكية التي تنشط في تلك الفترة فكانت المتغيرات في الدراسة الميدانية هي مقدار الاستدانة وتكلفة التمويل في تلك الشركات ، وكانت النتائج الأولية المتوصل إليها بان القيمة السوقية للشركة مرتبطة بقرارات الاستثمار وليس بقرارات التمويل.

تقوم النظرية على الفرضيات التالية:

- أسواق رأس المال هي أسواق كاملة: للمستثمرين سلوك عقلاني ، المعلومة المالية مجانية ومتاحة، ليس هناك ضريبة، وليس هناك تكلفة معاملة .
- الشركات توزع سنويا كل أرباحها، حتى تتفادى تأثير سياسة توزيع علاوات ملكية رأس المال على المزيج التمويلي .
- استبعاد مخاطر الإفلاس.
- الشركات تقوم على أساس القيمة السوقية فقط .
- كل الشركات تواجه نفس المستوى من مخاطر الاستدانة بلجؤها إلى أسعار فيها فائدة ثابتة (تعادل مخاطر أسعار الفائدة).
- يستطيع الأفراد و الشركات الإقراض و الاقتراض دون حدود، بمعدلات دون مخاطر.
- غياب تضارب المصالح ، فالمسيرون يسيرون الشركات بما يخدم مصالح المساهمين.

المزيج التمويلي: هو تكلفة تمويل الشركة ، وهي معدل المردودية الأدنى الذي يجب أن تولده استثماراتها في المدى المتوسط، و بدونه تكون خاسرة. وحسب طريقة ربح الاستغلال أن تكلفة الاستدانة ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة المديونية ، أما تكلفة الأموال الخاصة وهي العائد الذي يطلبه المساهمين، فترتفع مع كل ارتفاع في نسبة المديونية.

¹ American Modigliani et Miller, **the Cost of Capital – Corporation Finance and The Theory of investment**; **Finances Moderne. Théorie et pratique.** Edition Dunod, Tome II, Page 40 ET s. Economie Review, n° 3 Juin 1958 p 261 à 297 . traduction française in F. Girault et R. Zisswiller :

كما تفترض هذه الطريقة أن زيادة تكلفة التمويل يتسبب في ارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة التي هي بدورها تنتج عن زيادة نسبة الاستدانة، سوف تنخفض بنفس القيمة لتلك التكلفة بسبب زيادة الاعتماد على مصادر تمويل ذات تكلفة منخفضة نسبيا، وعليه فمن المرجح أن تبقى تكلفة التمويل ثابتة مهما تغيرت نسبة الاستدانة.

نظرية ربح الاستغلال على عكس نظرية الربح الصافي الكلاسيكية، تعتبر أن تكلفة الأموال الخاصة متغيرا يتبع درجة المخاطر المالية التي يعيشها السوق ، وأن القيمة الكلية السوقية للشركة مستقلة عن مزيجها التمويلي ، في حين أن قيمة مصادر التمويل بمختلف أنواعها هي متغيرات تابعة للهياكل التمويلية، وأن التكلفة الكلية للتمويل مستقلة عن المزيج التمويلي.و من ثم لا يوجد مزيج تمويلي امثل يذني التكلفة الكلية للتمويل وفي نفس الوقت يعظم قيمة الشركة . تفترض هذه الطريقة أن تكلفة التمويل ثابتة، وفي هذه الظروف لا يكون لمستوى الاستدانة ، و المزيج التمويلي أي اثر حقيقي على تكلفة التمويل، فإذا أرادت الشركة أن تستفيد من اثر الرافعة المالية بزيادة مقدار الاستدانة في تمويلها باعتبارها تعتبر الأقل تكلفة، فإن الانخفاض المتوقع في التكلفة سوف يتبدد بسبب الارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة، ولذلك الفوائد التي قد يتم الحصول عليها من اللجوء إلى اثر الرافعة عن طريق زيادة نسبة الاستدانة، لا تكون إلا تكاليف ظاهرية لمصادر التمويل المرغوب فيها وليست هي التكاليف الضمنية المرتبطة بأثر كل مصدر تمويل، غير أن احتساب التكلفة الضمنية يعكس التقدير الحقيقي لنظرية أصحاب الأموال اتجاه المخاطرة.

في دراسة عن شركتين أجريت في وضعية اختلاف بين قيمتهما ، تبين أن المساهمين في رأس مال الشركة التي تعتمد الديون ضمن رأسمالها سيرون أنه من الأفيد بيع أسهمهم واستبدالها بأسهم الشركة الأخرى التي لا تعتمد على الديون ، مما يؤدي بالضرورة في الأخير إلى التماثل في قيمتهما ، والسبب في ذلك انه إذا كان هناك اختلاف بين قيمة الشركتين، فإن عملية التحكيم كفيلة بإعادة التوازن بينهما، حيث يشير الكاتبان إلى أن المنافع التي حققها صاحب أسهم الشركة الأولى، سوف تدفع غيره من المستثمرين إلى أن يفعل مثله ، مما يترتب على ذلك زيادة العرض من أسهم الشركة الثانية (غير المستدينة) وزيادة الطلب على أسهم الشركة الأولى (المستدينة) ، وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للشركة الثانية وارتفاع القيمة السوقية للأولى. ويستمر هذا الوضع إلى أن تتوازن القيمتان.

3- نظرية Miller وModigliani (المزيج التمويلي للشركة مع وجود الضرائب) 1963:

اصدر كل من ميلر ومودغلياني في 1963 مقالا استدراكا فيه النقائص التي ظهرت في النظرية السابقة والتي كانت محل انتقادات جملة من المنظرين الماليين خاصة تلك المتعلقة بتجاهلها للضريبة على ربح الشركة و الضريبة على دخل المستثمر الشخصي.في هذه النظرية أخذوا في الاعتبار الضريبة على أرباح الشركات و فقط في اقتصاد تكون فيه المصاريف المالية التي تدفعها المؤسسات قابلة للتخفيض الضريبي و مكافئة رأس المال غير خاضعة للضريبة¹.

¹ P. Vernimmen, P. Quiry ,Y. Le Fur, Finance d'entreprise .Daloz gestion .5ème édition .2002
Page 498

النتيجة التي توصلنا إليها تتمثل في الأخذ في الاعتبار الضريبة على أرباح الشركات يقود إلى تفضيل الاستدانة مقارنة بالأموال الخاصة. من بين الميزات التي تتيحها الاستدانة، إنها تعتبر من بين التكاليف التي تطرح في احتساب الضريبة على الربح (تحقيق وفورات ضريبية).

ويرى الكاتبان أنه في حالة وجود شركتين الأولى تعتمد على الأموال الخاصة فقط بينما الثانية تعتمد أيضا على الاستدانة فإن الفرق بين القيمة السوقية للشركتين لا ينبغي أن يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة. أما إذا زاد أو نقص الفرق عن ذلك، فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة الشركتين¹. فقابلية تخفيض المصاريف المالية من الوعاء الضريبي على الشركات، تمثل في الحقيقة دعما من طرف الدولة للشركة. فعندما تكون هناك ضريبة على أرباح الشركات، فإن القيمة الاقتصادية لمؤسسة مستدينة يساوي إلى القيمة الاقتصادية لشركة غير مستدينة زائد القيمة الحالية للوفر الضريبي المرتبط بالمديونية.

4- المزيج التمويلي في نظرية الوكالة عند :

Meckling و Jensen في 1976 ، و Fama في 1980 و Harris و Raviv سنة 1990 و williamson سنة 1986 و Sharpe سنة 1990

تعطي نظرية الوكالة تفسيراً لسلوك كل من يتعامل مع الشركة: المسيرين ، المساهمون ، الدائنون والمديون ، و محاولة ملاحظة تأثير سلوك كل منهم على تحديد المزيج التمويلي. ليس بالضرورة أن تتطابق أهداف المسيرين و المساهمين، ثم أن المتعاملين لا يتحصلون على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها بنفس الكيفية . فالوكالة هي عقد بموجبه يقوم شخص يسمى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل ، للقيام بمهمة محددة نيابة عنه وباسمه، فيما يتعلق بالشركة ، هذه العلاقة توجد بين المساهمين أو أي مقدم آخر للتمويل و المسيرين حيث يتم التنازل عن جزء من صلاحياتهم . فكل من الموكل و الوكيل يحاولان تعظيم منفعتهما مما يجعل علاقتهما يشوبها التناقض². فعلاقة الوكالة ينجم عنها نوعان من تضارب المصالح، فهي تؤدي إلى بروز التناقض في المصالح من جهة بين المسير و المساهمين من جهة أخرى وبين المساهمين والدائنين، لقد قام كل Meckling و Jensen بنقد المقاربة التي أسسها كل من ميلر و مودغلياني وذلك بإدماج نظرية الوكالة في النظرية المالية. حيث يعتبران المؤسسة مجموعة من العناصر ذات الأهداف المتباينة والمتضاربة بحيث يختلف فيها مستوى المعلومات.

أسباب التضارب في المصالح بين المسيرين و المساهمين يمكن أن تكون على شكل محاولة الوكيل تحويل ثروة غير مالية لصالحه كالسمعة في التسيير ، باعتبار أنه لا يستفيد من إجمالي الإيرادات عن نشاطه، مع انه هو من يتحمل المسؤولية ، فالفرق يمكن أيضا أن يكون ناتج عن حرص المسير الدائم على استمرار نشاط الشركة ، حتى وإن كانت التصفية أكثر فائدة من المنفعة من وجهة نظر المساهمين (هذا المفهوم يؤيده كل من Harris و Raviv³ فعلى سبيل المثال لجوء المسير إلى الاستثمار المفرط تمثل هي الأخرى عامل التباين في الرؤى في حين ينظر المساهمون إلى انه من الأجدى توزيع الأرباح حاليا .

منير إبراهيم الهندي؛ مرجع سابق؛ صفحة 660¹.

S.Ross, The economic theory of agency : the principal's problem, American Economic Review, vol.63 n°2, 1973²
M.Harris, A.Raviv, The theory of and the international role of debt, Journal of Finance, vol 45, n°2, mars, 1990, ³ page 321-349.

المساهمون يرون أن المسيرين يريدون تنمية ثرواتهم الشخصية بدل تحمل أمانة حماية مصالح موكلهم وهذا الصراع يترتب عنه ثلاث تكاليف وكالة :

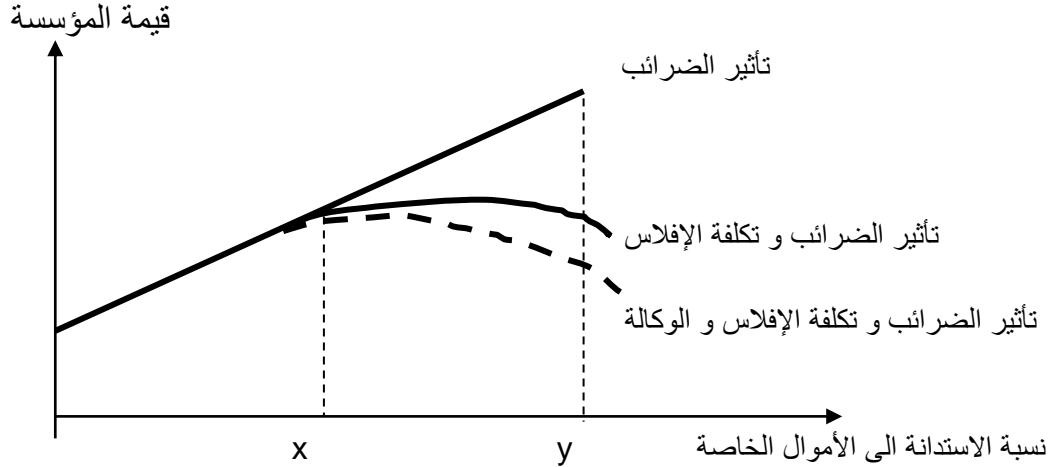
- أ- تكاليف المراقبة : يتحملها الموكل وهو يبحث مدى صدق تسيير الوكيل بأنه فعلا يهدف إلى تعظيم منفعتة، أي التكاليف الناتجة عن تتبع ورصد الوكيل لجره بأن يعمل لتحقيق مصلحة موكله.
- ب- تكلفة البرهنة ، تتمثل في إجمالي المصاريف التي يقوم بها الوكيل من أجل البرهان أمام الموكل على طريقة تسييره ، وتتمثل في جملة الدلائل التي يظهرها الوكيل للموكل والتي يعبر له من خلالها على حسن التسيير.
- ت- تكلفة الفرصة البديلة (أضافها Fama)، فكلما كانت هناك فرصة بديلة لكل من الطرفين :الوكيل (المساهم صاحب الأموال) والموكل (المسير)، كلما كانت التكلفة أعلى ، وعادة يرمز إلى الفرصة البديلة وهي استثمار الأموال في اضمن جهة لصاحبه وعادة يعبر عنها بإيداع الأموال في البنوك بسعر فائدة معينة.

هناك تضارب في المصالح بين المساهمين و الدائنين (المقرضين)،فالعلاقة التي تنشأ بين الدائن والشركة تسيير وفق مبدأ عدم التناظر في المعلومات ، فالمساهمون بحكم خصوصية السهم لديهم معلومات لا يعلمها الدائن ويبقى الدائن يجهل كل ما يدور داخل كواليس الشركة طيلة مدة الاقتراض وأحيانا استحالة التحقق التام من الجهود التي تبذلها الشركة كوكيل عن استخدام أمواله بسبب انعدام المعلومة، فأمام مخاطر عدم التأكد ، قد تقوم الشركة بتحويل الأموال المقترضة لاستثمارات استثمارية أكثر مخاطرة ، فالمسيرون قد يقدمون إلى تعظيم قيمة الاستثمار دون أن يولوا بالآل للمخاطر(مساهمة¹ Williamson) ، وقد تحرص بعض الشركات على حسن تسويق سمعتها وهذا الإجراء يكون على حساب التعامل مع الدائنين أصحاب الأموال ، فعادة المشاريع عالية المرودية والتي تكون فيها المخاطرة عالية يفترض أن يكون التفكير فيها و التمويل لها لمدة طويلة والتي بدورها تفرض نشوء علاقة طويلة الأجل مع الدائن ، وهي معلومة قد يجهلها الدائن لتباين النشاط بينهما (مساهمة² Sharpe).

¹ Williamson.O.E, **costly monitoring, financial intermediation, and equilibrium credit rationing** , Journal of Monetary Economics, septembre,n°4,1986

² S.Sharpe, **Asymetric information, bank lending and implicit contracts: a stylized model of customer relationships**, Journal of Finance, September,1990.

الشكل 2: قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة ووجود تكلفة الإفلاس و الوكالة



المصدر : منير إبراهيم الهندي منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف ، 1999؛ ص 673

5- المزيج التمويلي في نظرية الإشارة عند كل من : Ross في 1976 و Heinkel في 1982

Ross أول من طبق نظرية الإشارة في التمويل . تركز هذه النظرية على أساس وجود معلومات غير كاملة وغير متناظرة بين مختلف الأعوان الاقتصاديين الذين تهتمهم حياة الشركة . حيث أن تناظر المعلومات تولد مشكلتين أساسيتين هما المخاطرة المعنوية و الاختيار المضاد. فالمخاطرة المعنوية هي في كون أن الوكيل غير معرض بشكل كامل للخطر الذي يتعرض إليه الموكل فيتصرف بطريقة غير مثلى في الأموال المقترضة ما يلحق الضرر بالمقرض فالأموال ليست ملكا له . أما الاختيار المضاد يعتبر ظاهرة اقتصادية لها دور هام في العديد من المجالات ، مثل التأمينات، تسيير المخاطر و تمويل المؤسسة الاقتصادية، الخ . يركز الاختيار المضاد بشكل أساسي على عدم تناظر المعلومات بين الأطراف المتعاقدة، و ذلك نتيجة لعدم إفصاح كل طرف متعاقد عن كامل المعلومات الصحيحة المتعلقة بموضوع التعاقد للطرف الثاني قبل توقيع العقد، هذا ما يتسبب في أن تفضي نتيجة العقد إلى نتائج تختلف عن النتائج المرجوة منها . تلك السلوكات تعيق السوق ولحل هذه المشكلات سيقوم الوكلاء الاقتصاديون باستعمال إشارات نقل المعلومات ، بهدف التقليل و الحد من عدم تناظر المعلومات بين الأطراف المتعاقدة. فيظهر نوعان من الإشارات :

1-5- نماذج الإشارات المالية غير المكلفة:

يرى Heinkel أن المساهمون يجهلون قيمة الشركة ، والذين يعرفون القيمة الحقيقية للشركة هم المسكرون ولكنهم يحتكرون المعلومة ، لكن هناك إشارة بسيطة تدل على ذلك وهي مستوى الاستدانة ، فهي ظاهريا تلجا إلى الاستدانة بشكل كبير إذا كانت تنتظر مردودية مالية مرتفعة من استثمارات المستقبلية والعكس صحيح ، وان المساهمون يرفضون طرح أسهم جديدة مستقبلا خشية تقاسم الأرباح ، ولكن المسكرون في هذه الإشارة يلجأون إلى الأسهم (الأموال الخاصة) لان الأسهم لها خاصية عدم التسديد إذا لم تحقق أرباحا . ثم أنه عند وجود علاقة ايجابية بين مخاطرة الشركة و قيمتها فيمكن أن تعتبر البنية المالية للمؤسسة بمثابة إشارة غير مكلفة، وفي حالة المعلومات المتناظرة بالنسبة لقرض ما، فإن الشركات ذات القيمة المرتفعة تتحمل معدل فائدة أقل ارتفاعا من الشركات ذات القيمة المنخفضة ، كذلك الحال عند إصدار أسهم معينة، فإن سعر الأوراق المالية من الفئة الأولى يفوق سعر الأوراق المالية من الفئة الثانية، و في حالة عدم تناظر المعلومات فإن المؤسسات ذات القيمة العالية تسعى إلى تمويل نفسها بواسطة الدين في حين تمول الأخرى بواسطة إصدار أسهم .

2-5 - النماذج ذات الإشارات المالية المكلفة:

تبنى هذا الاقتراح كل من Leland و Pyle يتمثل في نموذج توازن تقييم المؤسسة الاقتصادية و هيكلها المالي، المؤسسة الاقتصادية ترغب في تقديم إشارة جيدة في السوق المالي، من خلال تركيبة هيكلها المالي، و ذلك عن طريق اعتمادها على التمويل الذاتي في الاستثمار ، وهذا يشكل بحد ذاته عائقا فبحكم محدودية التمويل الذاتي فان سلة محفظتها المالية تصبح محدودة ، فتظهر مشكلة تكلفة عدم التنويع في مصادر التمويل وهي بذاتها تكلفة إشارة ، ثم اللجوء إلى الاستثمار في الحملة الاشهارية مثلا كوسيلة إقناع المستثمرين من خارج المتعاملين مع الشركة عن الصحة المالية للشركة وهذا أيضا تكلفة إشارة .

6-المزيج التمويلي في نظرية المراجعة عند كل من :

Myers سنة 1984 و Mackie و Mason سنة 1990 و Titman سنة 1993 و Sarig سنة 1984 :

تستند نظرية المراجعة التي بادر بها Myers إلى منطلق اختيار المزيج التمويلي الأمثل بتحديد النسبة المثلى للاستدانة ، باللجوء إلى المراجعة بين مزايا ومساوئ اثر الاستدانة على القيمة السوقية للشركة . فهي تعتمد على الموازنة بين مزايا الاستدانة و مساوئها على الشركة أي الموازنة بين الوفر الضريبي من جهة و تكلفة الإفلاس و الوكالة نتيجة اللجوء إلى الاستدانة من جهة أخرى . فالشركة التي تلجا إلى الاستدانة في مزيجها التمويلي تستفيد من عدة مزايا : التمويل والتسيير، فالإستيدان يتميز عن باقي مصادر التمويل في كونها تعطي وفرا ضريبيا ، وفي كل دول العالم لحساب النتيجة الإجمالية تخصم الأعباء المالية الناتجة عن الاستدانة بصفتها جزء من الأعباء الكلية على الشركة على عكس اللجوء إلى الأموال الخاصة ، وإن مزايا الاستدانة والتي تختصر في شكل وفر ضريبي ، كلما ارتفع معدل الضريبة زادت أهميتها . ومن ثم تتميز الاستدانة بما يلي :

- بالوفورات الضريبية إلا إذا كانت الشركة بلجونها إلى الاستدانة تحقق أرباحا وتدفع الضرائب التي عليها .
- إن نسبة الاستدانة للشركات الخاضعة لمعدلات ضريبية مرتفعة يجب أن تكون كبيرة مقارنة بالشركات الخاضعة لمعدلات ضريبية ضعيفة وهذه الملاحظة أكدها كل من Mackie و Mason . بأعمال ميدانية ، تتمثل في ميول اغلب الشركات التي يفرض عليها معدلات ضريبية عالية إلى الاستدانة بمعدلات قياسية من أجل الاستفادة من الوفر الضريبي .
- الشركات التي لديها خصم ضريبي من غير الديون ، كمخصصات الاهتلاك والمؤونات مثلا ، أو امتيازات ضريبية خاصة ببعض الأنشطة الاقتصادية أو لميزات جغرافية ، في الغالب تكون اقل لجوء إلى الاستدانة من الشركات التي لا تتمتع بهذا الخصم .
- الشركات التي لها فروع تنتشر في مناطق جغرافية مختلفة سواء داخل البلد أو في بلدان أخرى ، فإنها تلجا إلى الاستدانة القصوى في المناطق التي تفرض فيها معدلات مرتفعة للضريبة لتعظيم الاستفادة من الوفر الضريبي .

ولكن رغم ما تتميز به الاستدانة من مزايا تعود على الشركة بالنفع إلا أنها عرضة للعديد من المساوئ نذكر منها : تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس ، فتكلفة الوكالة تم التطرق إليها سابقا ، أما تكلفة الإفلاس فسنعرضها كما يلي :

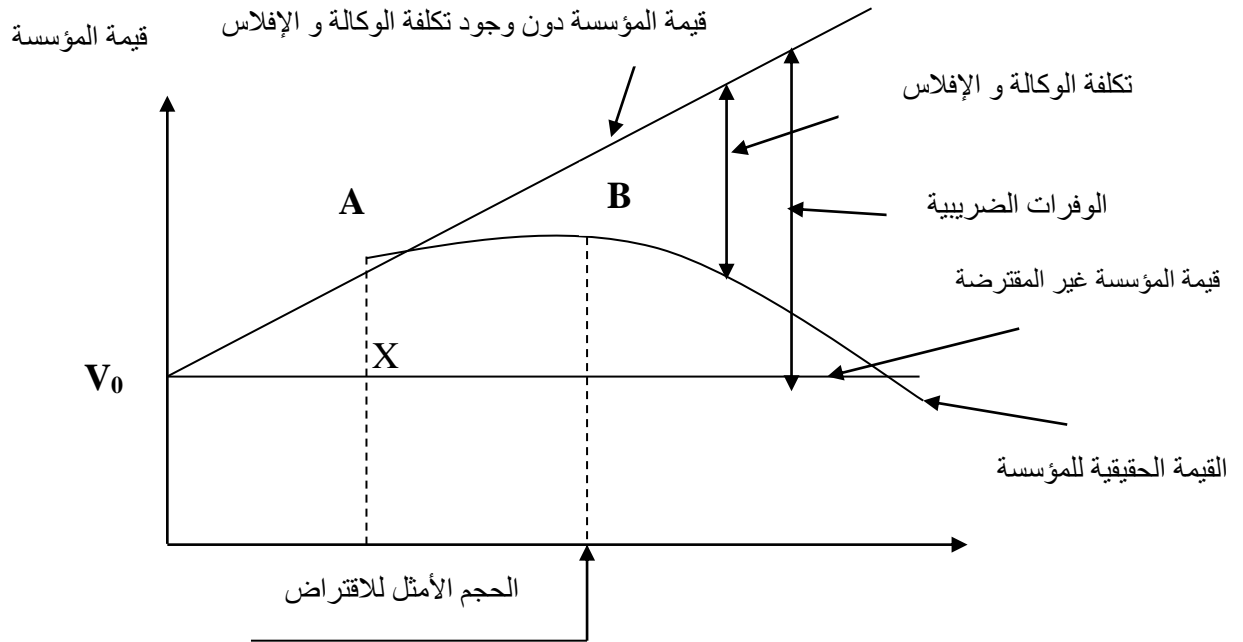
رغم كثرة مزايا اعتماد المؤسسة الاقتصادية على أموال الاستدانة كمصدر تمويلي ، فإن لها العديد من المساوئ و حسب نظرية المراجعة فهي تتلخص فيما يلي :

تكلفة الإفلاس : الشركات التي يتكون مزيجها التمويلي من الأموال الخاصة والديون هي عرضة لمخاطر الإفلاس بدرجة عالية ، على عكس الشركات التي تلجأ إلى الأموال الخاصة فقط ، يعود مرد ذلك الإفلاس إلى عدم قدرة الشركة على دفع ما عليها من التزامات اتجاه الغير في الآجال المحددة ، ومن أهمها تسديد أصل الدين و الفائدة في تاريخ استحقاقها، هذا ما يعطي الحق للدائنين في اتخاذ إجراءات قانونية تنتهي بإعلان إفلاس الشركة . و يترتب على الإفلاس مجموعة من التكاليف تعرف بتكاليف الإفلاس حيث تنوزع إلى جزئين أساسيين هما تكلفة الإفلاس المباشرة، و تكلفة الإفلاس غير المباشرة.

أ. تكلفة الإفلاس المباشرة . تشمل المصاريف الإدارية و القانونية الناتجة عن عملية الإفلاس ، و بعض الخسائر الناتجة عن بيع الأصول بقيمة أقل من قيمتها المحاسبية المتبقية.

ب- تكلفة الإفلاس غير مباشرة. تتمثل في تدني كفاءة العمل داخل الشركة التي عادة تحدث قبل الإفلاس، أو زيادة تكاليف الاستدانة بسبب ريبية وشك الدائنين عن مصير الشركة.

الشكل 3. القيمة السوقية للمؤسسة في ظل نظرية المراجعة



المصدر: منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مصدر سبق ذكره ، ص 296

إذا كانت نسبة الاستدانة أقل من x لم تكن هناك تكلفة لإفلاس، ومن ثم فإن تكلفة الأموال خضعت فقط لتأثير الضريبة (الوفر الضريبي) مما ترتب عليه انخفاض مضطرب في تلك التكلفة. ولقد بدأت تكلفة الإفلاس في الظهور بعد النقطة x إلا إن حجم هذه التكاليف كان أقل من الوفورات الضريبية التي صاحبت زيادة نسبة الاستدانة، الأمر الذي أدى إلى استمرار انخفاض تكلفة الأموال وإن كان ذلك بمعدل أقل إلى أن وصلت نسبة الاستدانة إلى النقطة y ، وهنا فقط ازدادت حدة تكلفة الأموال نحو الارتفاع. وعليه يمكن القول بأن النسبة المثالية للاستدانة إلى الأموال الخاصة (هيكل التمويل المثالي) في ظل وجود تكلفة الإفلاس، تتحدد بالنقطة y التي عندها كانت تكلفة الأموال في حدها الأدنى.ولما كانت العلاقة عكسية بين تكلفة الأموال وبين القيمة

السوقية للشركة ، فإن الشكل يعتبر تمثيلا صادقا للعلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وبين قيمة المؤسسة، وذلك في ظل تأثير الضرائب وتكلفة الإفلاس. فالنقطة y تمثل نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة التي عندها تكون قيمة الشركة عند حدها الأقصى، وهي ذاتها النقطة التي كانت فيها تكلفة الأموال عند حدها الأدنى¹.

وفي نفس سياق النظرية يحلل Titman علاقة الشركة مع زبائنها ومورديها² إذ انه لما تعرض شركة تتسم بمعدل عالي الاستدانة عالي، عقود ضمان لزبائنها تخص المنتجات المباعة لهم، تتكون لدى هؤلاء الزبائن حساسية اتجاه إفلاسها. وعليه فإن الطلب على منتجات هذا النوع من الشركات، يعتمد على هيكلها المالي. فكلما زاد معدل الاستدانة لديها قل الطلب على منتجاتها خاصة إذا كانت تلك من السلع المعمرة.

أما Sarig³ فقد استخلص من دراسات ميدانية أجراها على عدد من الشركات، أن أموال الاستدانة تقوي القدرة التفاوضية للشركة مع مورديها، وذلك لأن من مصلحة الدائنين أن لا تقع الشركة في الإفلاس لذلك فهم يلجأون لحماية الشركة المقترضة من الوقوع في الإفلاس، بغرض حماية حقوقهم فيها، وفي المقابل سيفرضون قيودا على مسيري تلك الشركة في كثير من مجالات التسيير، و من بينها تقوية التفاوض التجاري مع الموردين، من ناحية السعر و النوعية، و آجال التسديد، الخ.

أما Stulz فقد حلل وضعية شركة موجهة للعرض العلني للشراء وما هي النتائج المرجوة بفعل تشكيلة ملكية الأموال، وفكرة العرض العلني ظهرت في الثمانينات نتيجة تكثيف حركة العروض العلنية للشراء، أقامت بعض النماذج علاقة بين هيكل التمويل و التحكم في تسيير الشركة، والعرض العلني للشراء هو عرض تقدمه الجهة (شركة أو مجمع) التي ترغب في امتلاك شركة أخرى، و التي تسمى بالشركة المستهدفة، عن طريق الاستحواذ على أموالها الخاصة (شراء المساهمات)، بتحديد سعر معين لسهم الشركة المستهدفة مسبقا. يكون عادة السعر المعروف للسهم أعلى من سعره السوقية، و كذلك يتم تحديد الفترة الزمنية لإجراء العملية، و تتم عملية العرض العلني للشراء بالتنسيق مع هيئة مراقبة عمليات البورصة. ويأخذ العرض العلني للشراء عدة صيغ منها:

أ- الودي: يتم عرض الشراء بالتراضي والاتفاق على كل التفاصيل بين الجهة المقدمة للعرض و الشركة المستهدفة و هذا ما يبسط إجراءات الشراء، و يعطي اكبر احتمال لنجاح الشراء.

ب- العدائي: يتميز الشراء برفض مجلس إدارة الشركة المستهدفة لفكرة بيعها، ما يدفعها إلى تبني سياسات دفاعية ضد هذا العرض، و عليه فإن الجهة المقدمة لعرض الشراء تواجه صعوبات كبيرة في الحصول على أسهم الشركة المستهدفة، ما يكلفها بذل الكثير من الجهود لاستقطاب و إقناع المساهمين في الشركة المستهدفة ببيع مساهماتهم.

حيث يتبين انه كلما كانت مشاركة مسيري الشركة في رأس مال الشركة كبيرة، كان عدد الأسهم الواجب

¹ منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، دار المعارف، 1998، ص 670

² Titman S, " The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision", journal on financial economies Vol. 13, (1984), p. 151

³ Sarig O. H, " Bargaining with a Corporation and the Capital Structure of the Bargaining Firm", working paper, Tel Aviv university, (1988), p 12

الحصول عليها من قبل المنافس كبيرا، من جهة ثانية ، كلما كانت العلاوة التي تعرضها الشركة التي ترغب في الشراء كبيرة (لان مشاركة المسير في رأس المال للشركة سيرفع من قيمة العلاوة الممنوحة للمساهمين لتصبح أكبر) ، كان تناقص فرصة نجاح العرض العلني للشراء. لان المسير الحالي بإمكانه تعديل حصته في الشركة المستهدفة إذ يلجا إلى الديون لغرض إعادة شراء أسهمها، وهذا ما يرفع من حصة مساهمته فيها، بالإضافة إلى امتصاص أسهم المؤسسة المستهدفة التي يرغب أصحابها في بيعها فيزيد الطلب على الأسهم ، هذه العملية المزدوجة (عمليتان في عملية واحدة) تجعل من عملية العرض العلني للشراء مرتفعة التكلفة بالنسبة للمؤسسة الراغبة في ذلك ، نتيجة ارتفاع السعر السوقي لأسهم الشركة المستهدفة استجابة لارتفاع الطلب عليها، هذا ما يؤثر سلبا على فرص نجاح العرض العلني للشراء وفي الوقت ذاته يؤثر إيجابا على القيمة السوقية لسهم الشركة المستهدفة ، نتيجة ارتفاع الطلب عليه. وبالتالي الشركات المستهدفة في العرض العلني لها مستوى أحسن من الاستدانة الذي يزيد إلى حد كبير من ثروة المساهمين ¹.

اما Israel فاعتمد مقارنة مشابهة لمقاربة Stulz لكن بتفسيرات مخالفة ، فعملية زيادة أموال الاستدانة داخل المزيج التمويلي مقارنة بأموال المساهمين فإنها تزيد من العائد الذي يتحصل عليه المساهمون إذا ما تم عرض الشركة للشراء علنية فقط إذا نجحت عملية البيع العلني ، لأنه عندما تكون الشركة مستدينة فعند تسديد الديون فان حصة الأموال الخاصة تتضاءل ، وهي وضعية لا ترضي المساهمين فيمتنعون عن العرض العلني للشركة . لذلك فهناك علاقة عكسية بين الرافع المالي للشركة المستهدفة بزيادة الاستدانة و نجاح العرض العلني للشراء ، وبالتالي إن المزيج الأمثل للهيكال المالي للشركة يعد وسيلة للدفاع ضد العروض العلنية المعاكسة للشراء.

7- نظرية التسلسل الهرمي للتمويل عند كل من :

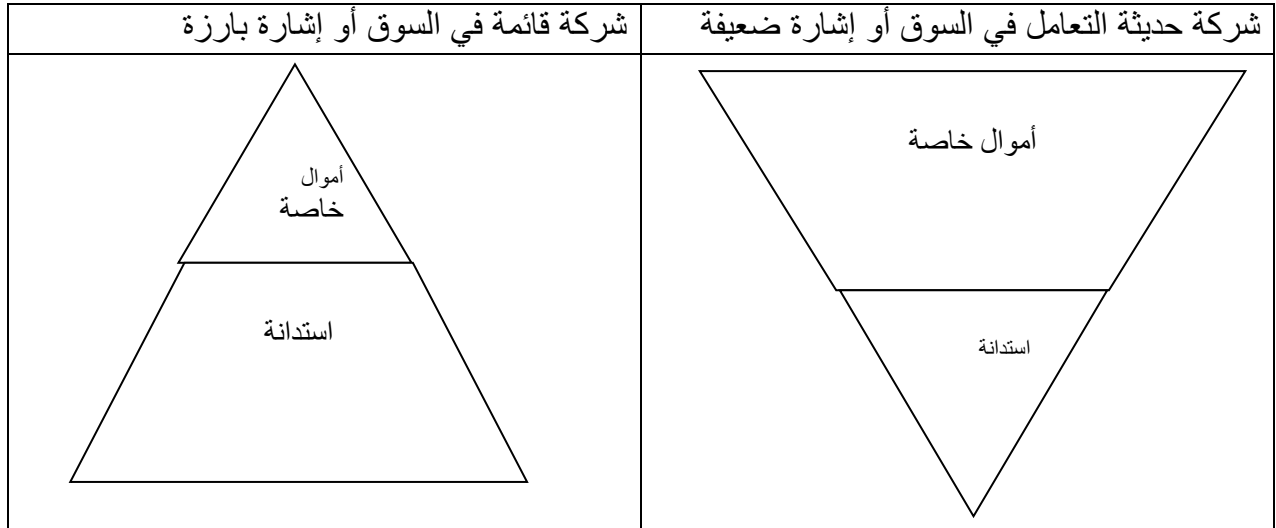
Donaldson في 1961 ، Majluf في 1984 و Myers في 1984 و Narayanan و 1990 في 1988 :

أول من تبنى الفكرة هو Donaldson ثم تطورت فيما بعد ، تركزت نظرية التسلسل الهرمي للتمويل على فكرة عدم تناظر المعلومات التي تصل إلى المتعاملين الاقتصاديين (سواء المساهمين أو المسيرين أو الدائنين) ومن ثم ارتباط قرارات التمويل بقرارات الاستثمار، إذ يعتبر أن المسيرين و المساهمين ليس لهم الاهتمام نفسه في ما يتعلق باختيار مصادر التمويل، فالمسيرون يحرصون على عدم تعرضهم للإجراءات الإدارية التي يفرضها القانون الذي يحكم التعامل التجاري وأيضا تفادي المراقبة من طرف كل من المساهمين و الدائنين من جهة ²، ومن أجل التخفيض من تكلفة التمويل من جهة أخرى ، يلجأ هؤلاء إلى التمويل الذاتي ثم إلى الاقتراض و أخيرا إلى الرفع من رأس المال.

¹ Stulz. R, " Managerial control of voting rights: Financing policies and the market fir corporate control", journal of financial economies, vol. 20 , (1990) , pp.25-54

² Benoit Mulkayet & Mohamed Sassenau, « *la hiérarchie de financement des investissements* » Revue Economique, Vol 46 N° 02 (Mars,1995) p348.

الشكل 4: الهيكل التسلسلي التمويل في الشركة



المصدر : من إعدادنا حسب مدلول نظرية التسلسل الهرمي للتمويل

يذهب كل من Myers Majluf إلى أن المساهمين في الشركة اقل دراية من المسيرين بقيمة الشركة في السوق ، ويتم تحديد سعر إصدار الأسهم في السوق حسب متوسط قيمة الشركات الأخرى المنافسة و عليه سيتم المبالغة في تقدير بعض الشركات بينما يتم تقييم شركات أخرى بقيم اقل من الواقع ، و انطلاقا من هذا السعر تقرر الشركة الإقدام وعدم الإقدام على إصدار أسهم جديدة ، و سينظر المساهمون إلى الشركات التي أقدمت على إصدار أسهم جديدة على أنه نوع من المبالغة في تضخيم قيمتها في السوق بهدف الحصول على المزيد من التمويل من الاستدانة ، ولكن هذا التصرف سرعان ما ينعكس سلبا على الشركة فتتقص القيمة السوقية لأسهمها المتداولة في البورصة . وحتى تتفادى الشركات ذات القيمة العالية هذا اللبس فإنها تقوم برفض المشروعات الاستثمارية التي يكون تمويلها بإصدار أسهم جديدة و لو كانت صافي القيمة الحالية الناتجة عن التمويل لها موجبة ، ولتجنب إشكالية عدم الكفاية في الاستثمار باللجوء إلى موارد التمويل الأخرى. وتوصل الباحثان إلى نتيجة انه كلما لجأت الشركة إلى تكثيف إصدار الأسهم انخفضت الإشارة فانخفض السعر السوقي للسهم وهي النتيجة التي توصل إليها Narayanan ولكن بطريقة برهان مختلفة ، حيث بين هو أيضا عند عدم تناظر المعلومات بالنسبة للمتعاملين الاقتصاديين مع الشركة (أو المشروع) قد يكون ذلك بسبب إفراط الشركة ومبالغتها في الاستثمار ، فيتم تقييم الإصدارات الجديدة بسعر متوسط يركز على قيمة كل الشركات التي تكون استثماراتها ذات قيمة عالية صافية ضعيفة، و عليه تنتفع بعض الشركات ذات القيمة المتدنية من عملية إصدار أسهم جديدة¹ ولذلك الاستثمارات التي تتسم بقيمة عالية صافية أعلى من هذا المستوى تكون مقبولة وبسببها يحدث الإفراط في الاستثمار ، ويقترح المفكر لتفادي وضعية الإفراط في الاستثمار نمودجا حيث يفضل فيه التمويل بالاستدانة على إصدار أسهم جديدة . حيث أن الشركة التي تلجا إلى التمويل بالاستدانة لا تستثمر إلا في المشروعات الاستثمارية ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة ، و بما أن اللجوء إلى الاستدانة مرتبط بالاستثمار في مشروع ذو مردودية مرتفعة فهذا بدوره يعطي إشارة تؤدي إلى زيادة السعر السوقي لسهم الشركة .

غير أن هذه النظرية كانت عرضة للانتقادات من بعض المفكرين من بعدهم ، إذ انه تستطيع الشركات تمويل مشروعات استثمارية فيها صافي القيمة الحالية موجبة بإصدار أسهم بدون حدوث إفراط في

¹ Narayanan, M.P. « Debt versus Equity under Asymmetric Information ». Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol. 23 N°1 (Mars, 1988) p 48

الاستثمار ، وحسب المنتقدين فانه بالإمكان افتراض وجود شركتين بقيمتين سوقيتين مختلفتين ، عالية ومتدنية، تعتمدان على الاستدانة لكن بتوافق العمليتين معا في آن واحد وهما : إصدار الأسهم للاستثمار، وتسديد الديون فهذه تعتبر دلالة على أن الشركة في وضع جيد .كما يمكن أن تلجا الشركات إلى استعمال مصادر تمويل متعددة قصد تمويل احتياجاتها وإعادة شراء أسهمها.

8- تجارب الرفع المالي في بعض الدول الغربية والأسبوية 1:

1-8- فغن محددات هيكل رأس المال – تطبيق على الإقليم الأسبوي للمحيط الهادي : دراسة أجراها كل من Desmosak و Rataporn سنة 2004 ، تم فحص المحددات التي تؤثر على استخدام الرافعة المالية في هيكل التمويل ، وشملت الدراسة أربع بلدان مختلفة هي : تايلاند ، ماليزيا ، سنغافورة وأستراليا ، حيث تم اختيار (294) شركة (669) شركة ، (345) شركة ، (219) شركة من الدول على التوالي وشملت الدراسة الفترة من 1993 إلى 2001 لبيانات هذه الشركات. وتوصلت الدراسة إلى أن هيكل رأس المال يتأثر بالظروف البيئية التي تعمل بها المؤسسات (مثل نشاط سوق الأسهم المالية ، معدل حقوق الدائنين وحقوق الملكية) كما كان للأزمة المالية التي عصفت بشرق آسيا عام 1997 تأثير واضح على الشركات العاملة هناك وعلى دور العوامل الداخلية الخاصة بالشركة مثل (حجم الشركة ، والسيولة ، فرص النمو (حيث تغير تأثير هذه العوامل بعد 1997 عنه قبل الأزمة .كذلك فقد توصلت إليها الدراسة إلى أن هناك تأثيراً إيجابياً لكل من الرافعة المالية، فرص النمو والسيولة على حجم المنشآت.

2-8- أما عن :العلاقة بين الرافعة التشغيلية والرافعة المالية في الصين أجراها Chen في 2004 :

وقد أجريت الدراسة في جمهورية الصين، وحسب الدراسة فإن علم المدير المالي باحتمالية النمو العالية، سيختار رافعة تشغيلية عالية كأداة تساعد على السعي إلى تحقيق تكلفة رأس مال منخفضة.وبالمقابل فإن علم المدير المالي بأن الشركة في مركز مالي سيء، فسيختار رافعة تشغيلية منخفضة، وسوف تتحمل الشركة تكلفة رأس مال أعلى والتي بدورها ستؤدي إلى مخاطرة أعلى. كما استنتجت الدراسة وجود علاقة إيجابية بين الرافعة التشغيلية والرافعة المالية ، بمعنى أن ما ينطبق هنا على الرافعة التشغيلية سوف ينطبق على الرافعة المالية من ناحية الاختيار.

3-8- أما عن تأثير الرافعة المالية على قرارات الاستثمار – النموذج الكندي : فقد أجرى كل من

Aivazian و Ge في 2003 ، دراسة على 863 شركة كندية وغطت الفترة من 1982 حتى 1999 لهذه الشركات معتمدة على سجل الغرفة التجارية الكندي واستخدمت هذه الدراسة نموذج لمعالجة العلاقة بين الرافعة والاستثمار، الدراسة اعتمدت على بديلين لقياس الرافعة المالية : الأول : هو القيمة الدفترية لمجموع الخصوم مقسوماً على القيمة الدفترية لمجموع الأصول. أما المقياس الثاني : القيمة الدفترية للديون طويلة الأجل مقسوماً على مجموع الأصول. وأظهرت نتائج الدراسة أن هناك تأثير سلبي للرافعة المالية على معدل العائد على الاستثمار، وهي أكثر سلبية للشركات ذات فرص النمو المنخفض مقارنة بالشركات ذات فرص النمو العالية.

4-8- أما عن :تركيب هيكل رأس المال في كوريا الجنوبية أجراها Fattouh سنة 2003 :

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تركيبة المزيج المالي وتحديد نسبة الديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل - في شركات كوريا الجنوبية ، وأجريت الدراسة على (4832) شركة في كوريا الجنوبية مدرجة في السوق المالي الكوري حيث تم الاعتماد على البيانات الواردة في الميزانيات العمومية لتلك الشركات عن الفترة من 1992 وحتى 2001 وقد توصلت الدراسة إلى أن شركات العينة المأخوذة لا تنفي العلاقة بين

¹ بسام محمد الأغا ، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار الماجستير في إدارة الأعمال – كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، غزة ، فلسطين ، 2005 ص 19-22

هيكل رأس المال ومحدداته التي وجدت في الدول الأخرى معدل نمو المبيعات، هيكل المنافسة، هيكل الأصول، اتجاهات الإدارة، اتجاهات المقرضين (بمعنى آخر أثبتت الدراسة أن هناك علاقة بين هيكل رأس المال وبين معدل نمو المبيعات، هيكل المنافسة، هيكل الأصول، اتجاهات الإدارة، اتجاهات المقرضين).

8-5- دراسة بعنوان : ديناميكية هيكل رأس المال الأمثل" في كل من إنجلترا والسويد والولايات المتحدة الأمريكية" أجراها Loof سنة 2003 :

هدفت هذه الدراسة إلى إجراء مقارنة بين المحددات أو العوامل التي تشكل هيكل التمويل الأمثل بين دول مختلفة، واعتمدت هذه الدراسة على المقارنة باستخدام نتائج دراسات سابقة أجريت في كل من الولايات الأمريكية (483 شركة في الفترة 1989 و 1996) وفي إنجلترا (122 شركة في الفترة 1990 و 1996) وفي السويد (17 شركة في الفترة 1991 و 1996) واهتمت هذه الدراسة ببيان أهمية رأس المال بالمقارنة بين الأنظمة المالية الموجودة في عينة الدراسة.

وأوضحت الدراسة أن هناك فروق بين الشركات في تكلفة رأس المال، وبأن هناك ارتباط بين هيكل رأس المال وقرارات الاستثمار، كما أظهرت النتائج مجموعة من النقاط:

- هناك فروقات كبيرة وغير متوقعة بين الدول المدروسة من حيث هيكل رأس المال الأمثل.
- هناك اختلاف في الرافعة بين الدول قيد الدراسة في شقي هيكل رأس المال (حقوق الملكية والديون)
- لوحظ أن الشركات التي تعتمد على حقوق الملكية في التمويل أكثر من الديون تتسارع نحو تحقيق هيكل رأس مال أمثل مقارنة بتلك التي تعتمد على الديون بشكل أكبر.