

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول إنشاء القيمة في المؤسسة

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول إنشاء القيمة في المؤسسة

المطلب الأول: تعريف القيمة وإنشاء القيمة

أولاً: تعريف القيمة

- القيمة لغة: هي اعتقاد ثابت نسبياً يؤثر على تصرفاتنا و خياراتنا تجاه السلع و الخدمات. (وسام)
- يمكن القول أن نظرية قيمة المؤسسة ظهرت كما هي الآن مع ظهور النظرية المالية الحديثة، وبالتحديد مع بداية دراسات "مودجلياني وميلر" سنة 1958، أما مفهوم القيمة في المالية التي تمثل إطاراً لقيمة المؤسسة من خلال المفهوم والقياس، فقد ظهر مع أعمال "وليامس" سنة 1938.

ثانياً: تعريف إنشاء القيمة

إنشاء القيمة أو كما يسمى أيضاً بخلق القيمة هو نتيجة لقدرة المؤسسة على تحقيق استثمار أو استثمارات يكون معدل العائد المحقق أكبر من المعدل المطلوب (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال) مع أخذ مخاطر الاستثمار. وخلق القيمة بهدف منطقي لأي مدير مؤسسة، ففي ظل عالم تنافسي يصعب العثور على الاستثمارات المستدامة التي تُدرّ أكثر من تكلفة رأس المال نظراً لمخاطرها، وذلك لأن مثل هذه الفرص بشكل طبيعي تجذب العديد من المستثمرين وهذا ما يؤثر في خفض الربحية. وخلق القيمة هو عمل لا نهاية له لذا يجب أن يبدأ في الوقت المناسب. (نفيسة منصور)

ويقصد بإنشاء القيمة عموماً إنشاء القيمة للمساهمين أو أصحاب المؤسسة. فالعمل بهذا المعيار يعني وضع أصحاب الأموال أو المساهمين في مركز عمليات اتخاذ القرار أي أن جميع القرارات تُتخذ من أجل تعظيم ثروة الملاك.

المطلب الثاني: أبعاد خلق القيمة

يُعتبر "خلق القيمة" نتيجة لعملية مستمرة في المؤسسة تتداخل فيها كل الأنشطة، وتتعدد الأطراف التي تعمل المؤسسة على إرضائها، وبذلك تتعدد أبعادها التي سنذكرها تالياً:

1) خلق القيمة التساهمية:

ترتكز النظرية المالية على تعظيم قيمة المساهمين، وهو ما يمثل الهدف الرئيسي للمؤسسة، ومعيار قياس نجاحها. مفهومها: يعود مفهوم خلق القيمة التساهمية للمؤسسة، لأعمال "فيشر (1930)" الذي عرّف قيمة الاستثمار بأنها مجموع القيم الحالية للعوائد المالية المحققة من الاستثمار. وتنقسم هذه العوائد إلى ثلاثة أقسام حسب أعمال "مودجلياني وميلر (1966)"

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول إنشاء القيمة في المؤسسة

عوائد الأصول الموجودة عند التقييم ومصاريف الضرائب المستقبلية المقتصدة نتيجة الديون والمطروحة من التكاليف في النتيجة وعوائد الاستثمارات المستقبلية.

كيفية خلق القيمة التساهمية في المؤسسة: تقوم عملية خلق القيمة على تحليل تدفقات الخزينة والتكلفة المرجحة لرأس المال وبناء على ذلك قدم نموذج (MEDAF) صياغة مبسطة لخلق القيمة في شكل العلاقة التالية:

$$V0 = F / K$$

(2) خلق القيمة بالنسبة للزبون:

يرتبط بالطرف الخارجي الذي تستهدف المؤسسة إرضاءه بالدرجة الأولى وهو الزبون، وذلك بالبحث في العوامل التي تشكل القيمة من وجهة نظر الزبون، وكذا في كيفية تعظيم المؤسسة لتلك القيمة.

مفهوم القيمة بالنسبة للزبون: إن قيمة المنتج من وجهة نظر الزبون تعني المنفعة التي يحققها له مقارنة بالسعر المدفوع مقابل ذلك؛ ويطلق بعض الدارسين لموضوع خلق القيمة، تسمية "قيمة" على السعر الذي يقبل الزبون دفعه مقابل تميز المنتج الحاصل عليه مقارنة بما يعرضه باقي المنافسين.

(3) القيمة التنظيمية:

قيمة المؤسسة التنظيمية هي التي تنتج عن فعالية تسييرها لمواردها ولأنشطتها، وكذا محاور خلق قيمة تنظيمية في المؤسسة وفي الأخير تقييم نجاح المؤسسة في مهمة خلق القيمة.

تعريف القيمة التنظيمية: نقصد في دراستنا بالقيمة التنظيمية المفهوم الأكثر تداولاً وهو القيمة التسييرية، عرف القيمة التنظيمية كنوعية تشغيل وتسيير للمؤسسة، أي القيمة الناتجة عن كفاءة التسيير الاستراتيجي والتكتيكي لأنشطة المؤسسة من أجل التحكم وتحسين الثنائية تكلفة/إيراد.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول إنشاء القيمة في المؤسسة

المطلب الثالث: مصادر خلق القيمة

من أهم قضايا الاعمال هي عملية تحديد القيمة السوقية التي لها في بعض المؤسسات أضعاف قيمتها الدفترية خاصة المؤسسات ذات التكنولوجيا العالية، إذ تتكون القيمة السوقية للمؤسسة بشكل أساسي من رأس المال المادي الذي يرتبط بالقيمة الدفترية والوجود المادي للمؤسسة في القيود المحاسبية، ورأس المال المعرفي الذي يلعب دور صانع سمعة المؤسسة ومكانتها.

وهنا نستنتج أنه يوجد مصدرين لخلق القيمة هما:

1) زيادة التمييز: هو مصدر لخلق القيمة المضافة لمؤسسة ما حيث تتولد زيادة تمييز المؤسسة عن

منافسيها من خلال تفاعل عدة محددات، فيساهم كل منها في إعطاء المؤسسة قيمة مضافة ويجعلها تمييز في سوقها، وأهم هذه المحددات نجد: (نفيسة منصور)

أ) التطور التكنولوجي: الذي يعتبر أحد القوى الأساسية في تشكيل المحيط التنافسي حيث يمكن أن يؤدي إلى:

- تعجيل أو تعطيل نمو الطلب، وذلك بإحداث ظواهر إحلالية جديدة، أو تسمح بتجديد المنتجات.
- باستطاعته تغيير هيكل وديناميكية التكاليف بخلق مصادر جديدة لمميزة التنافسية.
- بإمكانه أن يدمج أو يخلق عدة قطاعات، وذلك بعرض عدة بدائل من خلال إحداث وظائف جديدة، أو

أنه يجمع عدة وظائف في نفس المنتج.

- يمكنه تغيير حواجز الدخول.

عليه فإن اكتساب المعرفة التكنولوجية، والتحكم فيها أكثر من المنافسين، يمكّن المؤسسة من تحقيق

الميزة الأساسية وبالتالي التمييز الذي يخلق لها القيمة المضافة.

ب) المعرفة التسويقية: هي لا تقل أهمية عن المعرفة التكنولوجية، حيث تتمثل في امتلاك المؤسسة

الميل الضرورية لإعداد استراتيجيات تسويقية فعالة مثل تطوير المنتجات، التنوع في الخدمات، القيام بعمليات ترويجية، حاجات ورغبات الزبائن، دراسة السوق.... الخ.

2) تخفيض التكاليف: يتم تحقيق القيمة المضافة عن طريق تخفيض التكاليف من خلال: (نفيسة منصور)

أ) الكفاءة التشغيلية: هي ضرورية لكل المستويات، فخلق قيمة المؤسسة مرتبط بزوايا عديدة من نشاطها من برامج

الانتاج، قياس الاداء، مروراً بأنظمة الحوافز والاجور وصولاً الى اتخاذ القرار، فعملية خلق القيمة ليست فقط مهمة

الادارة العامة، او الادارة المالية، بل يتم بتكاتف جهود كل أطراف المؤسسة من ممثلين، متخذي القرارات، مدراء،

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول إنشاء القيمة في المؤسسة

مستثمرين، ملاك،... الخ فكلهم يتفقون على لغة واحدة وهي خلق القيمة، فتحقيق القيمة للمؤسسة يعني نجاح وربحية لها وهو بالضرورة كنتيجة حتمية بالنجاح على كل هاته الأطراف فيما بعد

(ب) عوامل الانتاج: التحكم في عوامل الانتاج، وحسن استغلالها، بما يسمح بتوفير الوقت والجهد،

وبالتالي تدنية التكاليف.

(ج) الانتاجية: عن طريق الرفع من الانتاجية من خلال تظافر عدة عوامل من اهمها كفاءة العمال،

التحكم في التقنية، المواد الاولية المناسبة، الاجور والتحفيزات والمناخ الملائم.

فخلق القيمة للمؤسسة يكون بتضافر جهود جميع أطراف المؤسسة: ممثلين، متخذي القرارات، مستثمرون، مدراء وغيرهم، فكلهم يتفقون على أن خلق القيمة وهو ما يتطلب ترابط الانشطة ومجهودات هذه الاطراف.

وبالتالي نجد أن مصدر القيمة لم يعد ينحصر في الأصول الملموسة، بل أصبح يرتبط بالأصول

غير الملموسة بالمؤسسات.

المبحث الثاني: مؤشرات خلق القيمة والأطراف المعنية بها

المبحث الثاني: مؤشرات خلق القيمة والأطراف المعنية بها

المطلب الأول: مؤشرات خلق القيمة

تهدف أي مؤسسة إلى تعظيم قيمتها لفائدة ملاكها أو جميع الأطراف المهتمة والتي لها علاقة بها، وذلك مرهون على تحقيق تراكم الثروة والذي يقاس من خلال مؤشرات لخلق القيمة في هذا المطلب سيتم التطرق الى تطور مؤشرات خلق القيمة. (نفيسة منصوري)

1 مؤشرات ذات طبيعة محاسبية:

حتى منتصف الثمانينات كانت المؤسسة تهتم في المقام الأول بمؤشرات النتيجة الصافية Rne، ربحية السهم الواحد Bpa، نتيجة الاستغلال Eexe والفائض الإجمالي للاستغلال EBE.

أما في الجيل الثاني حيث ارتبط المنطق بمفهوم المردودية والكفاءة بمدى تحقيق النتائج المتولدة عن حركة رؤوس الأموال وهي العائد على الأموال الخاصة Roce، أثر الرافعة، مردودية الأصول الاقتصادية، مردودية الأصول الخاصة والعائد على الأموال المستخدمة، وهي تعتبر مؤشرات هامة خاصة بالنسبة لقطاع البنوك والتأمينات كما أنها مؤشرات للأداء الاقتصادي.

ومن بين المؤشرات المفضلة نجد:

أ- ربحية السهم الواحد Bpa: وهو يبقى المؤشر الأفضل في مالية المؤسسة؛ وهو الأكثر استخداما اليوم وذلك لوجود علاقة مباشرة لقيمة السهم الواحد بمضاعف النتيجة الصافية Bpr.

ولا يعتبر معيار ربحية السهم مؤشراً لخلق القيمة إلا إذا استوفى الشروط الآتية:

- خطر الاصل الاقتصادي هو نفسه من دورة لأخرى قبل وبعد عملية الاندماج، الاستحواذ، زيادة أو تحويل رأس المال، الاستثمار.

- معدل نمو النتائج هو نفسه قبل وبعد الصفقة.

- الهيكل المالي للمؤسسة هو نفسه من دورة لأخرى، أو نفسه قبل وبعد الصفقة.

ب- معدلات المردودية المحاسبية:

تتدخل في معدلات المردودية المحاسبية كل من:

- معدل مردودية الأموال الخاصة Rcp.

- معدل المردودية الاقتصادية ROIE.

المبحث الثاني: مؤشرات خلق القيمة والأطراف المعنية بها

- التدفق النقدي العائد للاستثمار CFROI، والذي في شكله البسيط يمثل نسبة الفائض الإجمالي للاستغلال إلى الأصل الاقتصادي المأخوذ بالقيمة الاجمالية، أي قبل حساب اهتلاك الأصول الثابتة، وبحسب وفق العلاقة التالية:

$$CFROI = EBE / (IBRUIT + BFR)$$

EBE يمثل الفائض الاجمالي للاستغلال.

BFR يمثل الاحتياج في رأس المال العامل.

(2) مؤشرات ذات طبيعة مالية:

يوجد مؤشر واحد ذو طبيعة مالية وهو القيمة الحالية الصافية:

القيمة الحالية الصافية: تعتبر من أفضل المؤشرات لأنها تأخذ بعامل الزمن، حيث تعكس القيمة الحالية الصافية عن مدى خلق القيمة الناتجة عن تخصيص موارد المؤسسة، وسيكون هناك سعي دائماً لتحديد التدفقات المالية ومحاولة التنبؤ بكل الأخطار المتوقعة، وإيجاد معدل المردودية المطلوب من قبل الممولين. وبحسب خلق القيمة حسب هذا المؤشر كما يلي:

خلق "إنشاء" القيمة = قيمة الأصل الاقتصادي - القيمة المحاسبية للأصل الاقتصادي.

هذا المؤشر يتطور وفقاً لتوقعات المستثمرين التي تسعى لتحديد إيرادات للأموال المستثمرة لمدة معينة حتى يسمحوا للأصل الاقتصادي للمؤسسة بأن يكون أعلى من قيمته المحاسبية.

(3) المؤشرات الهجينة والبورصية:

أ- المؤشرات الهجينة: هي مؤشرات ذات طبيعة محاسبية ومالية وتضم:

➤ التدفق النقدي العائد للاستثمار: يعرف بأنه متوسط معدلات المردودية الداخلية للاستثمارات الحالية للمؤسسة. (نفيسة منصوري)

➤ القيمة الاقتصادية المضافة (EVA): وبحسب بالعلاقة التالية:

الربح الاقتصادي = رأس المال المستثمر (معدل العائد على رأس المال المستثمر - معدل تكلفة رأس المال).

ب- المؤشرات البورصية: وتشتمل على ما يلي:

➤ خلق القيمة البورصية:

* خلق القيمة = الرسملة البورصية + القيمة المحاسبية - (القيمة المحاسبية للأموال الخاصة + القيمة المحاسبية للديون).

➤ العائد الكلي للمساهمين TSR:

ويتمثل هذا المؤشر في معدل نمو سعر السهم السوقي مضافاً إليه التوزيعات منسوبة إلى السلع، وهو في الحقيقة لا يختلف عن معدل المردودية المفروض ولإعطائه معنوية أكثر يستحسن حسابه على فترات طويلة من 5~15 سنة كمتوسط حسابي وبحسب بالعلاقة التالية:

$$TSR = (P_0 + D - P_1) / P_0$$

المبحث الثاني: مؤشرات خلق القيمة والأطراف المعنية بها

4) المؤشرات الاستراتيجية:

بطاقة الأداء المتوازن عبارة عن مؤشر استراتيجي، وهو يحاول قياس أداء المؤسسة من خلال مؤشرات تغطي أربع وجهات نظر هي:

- منظور التعلم والنمو: يركز على الاهتمام بالموارد البشرية في المنظمة وبنيتها التحتية.
- المنظور الداخلي: يركز هذا المنظور على الاهتمام بأداء العمليات الداخلية الرئيسية التي تنبثق عنها أنشطة المنظمة، إذ يعد التحسين الحاصل على العمليات الداخلية مؤشراً مهماً للنجاح المالي في المستقبل.
- منظور الزبون: يهتم هذا المنظور على ضرورة النظر إلى أنشطة المنظمة من خلال عيون الزبون لذا تعمل المنظمة على إيفاء حاجات الزبون ورضاه الأهمية الكبرى.
- المنظور المالي: يقيس هذا المنظور النتائج النهائية التي تحققها المنظمة إلى حصة أسهمها. وكثيراً من يعتبر هذا النموذج أكثر ملاءمة في تقييم رأس المال المعرفي الوطني وقياسه، لأنه يقدم نظاماً قياسياً متعدد الأبعاد يعمل كدليل لصناع الاستراتيجيات والسياسات لإدارة رأس المال المعرفي واستثماره.

المطلب الثاني: الأطراف المعنية بخلق القيمة

هناك مجموعة من الافراد التي تستفيد من القيمة سواء أطراف خارجية من عملاء، موردين والجمهور العام، وأطراف داخلية متمثلة في العمال، المساهمين والمدراء الخ، وهذا لا يحصل إلا من خلال تحقيق المؤسسة للقيمة عن طريق مجموعة من هؤلاء الأطراف؛ ومنه نذكر بإيجاز الأطراف المعنية بخلق القيمة " أصحاب المصالح فيما يلي:

1) الأطراف الداخلية:

هم الذين ينتمون الى الكيان الداخلي للمؤسسة، وتصنف الى:

- أ) العاملون: يقومون بأداء مهامهم مقابل اجرورهم مع شعورهم بالرضا الوظيفي، والظروف الجيدة للعمل.
- ب) المساهمون: تزويد المؤسسة برأس المال من قبلهم، مقابل عوائد مناسبة مع العلم انهم يتمثلون في الملاك، رؤوس الاموال وحملة الاسهم.
- ت) المديرون والمسирون: من يسهر على السير الجيد والحسن للمؤسسة ويعمل على صياغة الاستراتيجيات التي تدعم موقع المؤسسة.

2) الأطراف الخارجية:

حيث يزودون المؤسسة بموارد هامة او اسهامات في مقابل مراعاة مصالحهم والحفاظ عليها، فهم افراد وجماعات او

هيئات يمكن تصنيفها الى:

- أ) الموردون: تزويد المؤسسة بالموارد الأولية مقابل تحقيق الإيرادات.
- ب) العملاء: دفع النقود من أجل الحصول على منتجات عالية الجودة لتعظيم إيرادات المؤسسة.
- ت) الاتحادات النقابية: تزويد المؤسسات بموظفين منتجين مقابل الحصول على مزايا لأعضائهم متناسبة مع إسهاماتهم في المؤسسة.

المبحث الثاني: مؤشرات خلق القيمة والأطراف المعنية بها

ث) الحكومة: هي من ينظم السير الحسن للمؤسسة من خلال القوانين واللوائح التي تقدمها وتعمل على تحقيق المنافسة الشريفة العادلة، آملة بالتزام المؤسسات بهذه القوانين، وحصولها على إيرادات الضرائب والرسوم والغرامات.

ج) الجمهور العام: لزود المؤسسة بالبنية الأساسية القومية مقابل الحصول على ضمانات بتحسين جودة الحياة لاستمرار وجود المؤسسة.

الأطراف	الأطراف ذات المصالح	القيمة المقدمة للمؤسسة	القيمة المتوقعة
الأطراف الداخلية	المساهمون	رؤوس الأموال	العائد على الاستثمار
	العاملون و الموظفون	عمال، مهارات	رواتب عادلة، الشعور بالرضا الوظيفي
	المديرون و المسيرين	التسيير الحسن للمؤسسة، صياغة الاستراتيجية المناسبة	رواتب مناسبة، توفير الاحترام و التقدير
الأطراف الخارجية	العملاء	النقود لشراء السلع و الخدمات	الجودة المالية، المصداقية
	الموردون	الموارد الأولية	الإيرادات، استمرارية الصفقات، استقرار السداد
	الحكومة	قوانين، لوائح، ضرائب ورسوم	الالتزام بالقوانين، إيرادات الضرائب والرسوم
	الاتحادات النقابية	عمال، موظفين، منتجين	مزايا لأعضائها
	الجمهور العام	البنية الأساسية القومية	الاستمرارية و بقاء المؤسسة

المبحث الثاني: مؤشرات خلق القيمة والأطراف المعنية بها

المطلب الثالث: آليات خلق القيمة: (وسام)

تستخدم المؤسسة عدة آليات لاستغلال عوامل خلق القيمة، بعضها على المستوى الداخلي (الاستراتيجي والعملياتي)، والبعض الآخر خارجي (علاقتها مع مؤسسات أخرى)، ويمكن تقسيمها إلى مجموعتين:

أ) الآليات الاستراتيجية:

- الميزة التنافسية: قدم «A.Rappaport (1987)» نموذجاً لنمو خلق القيمة يربط بينها وبين الميزة التنافسية بناءً على أعمال "ميشال بورتر (1986)" يوضح النموذج أن خلق القيمة هو نتيجة الخيارات الإستراتيجية للمؤسسة والتي تتمثل في: (مجال النشاط، التموضع الاستراتيجي، الميزة التنافسية).
- عمليات النمو الداخلي: هي عبارة عن قرارات التخطيط للإنفاق الرأسمالي الذي يتوقع أن يحقق عائداً يتجاوز سنة مالية واحدة تخص حياة استثمارات جديدة، أو تحديث مشروعات قائمة، أو زيادة الطاقة الإنتاجية لها.
- عمليات النمو الخارجي: تتم غالباً في البورصة بالنسبة للمؤسسات المسعرة، وتكون بين مؤسستين أو أكثر من خلال المساهمة في رأس مال مؤسسة أخرى.

ب) الآليات المالية:

تتوفر المؤسسة على عدة آليات مرتبطة بالقرارات المالية تمكنها من تعظيم قيمتها، والمتمثلة في إعادة شراء الأسهم، وإدارة المخاطر والإيرادات المالية.

ز

المبحث الثالث: مقاربات واختيار الهيكل المالي لإنشاء القيمة

المبحث الثالث: مقاربات واختيار الهيكل المالي لإنشاء القيمة

المطلب الأول: الهيكل المالي وتعظيم القيمة

- بالمعنى الواسع: يقصد به جميع الوسائل والموارد المتاحة لتمويل المؤسسة من موارد طويلة الاجل في شكل اموال خاصة او ديون متوسطة وطويلة الاجل، وايضا ديون الاستغلال في شكل قروض مالية وقروض مقدمة من الموردين خاصة في حالة سهولة الاقتراض.
- بالمعنى الضيق: يقصد به هيكل الاموال الدائمة للمؤسسة اي الاموال الخاصة والديون المتوسطة والطويلة الاجل، يتمثل اختيار هيكل التمويل في تحديد الاهمية مقدار الذي تمنحها المؤسسة لكل مورد ووسيلة في التمويل الشامل لها.

المطلب الثاني: مقاربات ونظريات انشاء القيمة

1/ المقارنة التقليدية: لقد تبنت هذا النموذج عدة مدارس، والتي كانت تقدم في بعض الأحيان حجج وبراهين متعارضة، أهم هذه النظريات هي نظرية الاستغلال والنتيجة الصافية.

➤ نظرية النتيجة الصافية: حسب هذه النظرية يوجد هيكل أمثل لرأس المال يتمثل في البحث عن تعظيم والاستدانة للتقليل من التكلفة المتوسطة المرجحة، لرأس المال والذي يؤدي لزيادة القيمة الإجمالية للمؤسسة وأيضاً القيمة الاسمية للأسهم.

تقتض هذه النظرية بأن المساهمين هم أكثر حساسية لقيمة المحفظة المالية التي بحوزتهم الأوراق المالية من المردودية المنتظرة، وبالتالي فإنهم يقبلون عائد ثابت بدلا من تعرضهم لمخاطر إضافية، في حالة ارتفاع قيمة أسهمهم.

تقتض هذه النظرية بأن المساهمين هم أكثر حساسية لقيمة المحفظة المالية التي بحوزتهم الأوراق المالية من المردودية المنتظرة من المشروع، وبالتالي فإنهم يقبلون عائد ثابت بدلا من تعرضهم لمخاطر إضافية، في حال ارتفاع قيمة أسهمهم.

وعليه بإمكان المؤسسة زيادة قيمتها السوقية "قيمة الأسهم" وذلك بإجراء اختيار حكيم لمديونيتها، والذي ينتج عنه ما يعرف عنه بأثر الرافعة المالية.

➤ نظرية مقارنة نتيجة الاستغلال: حسب هذه النظرية لا يوجد هيكل أمثل لرأس المال، وبالتالي لا وجود لفارق بين التمويل بواسطة الأموال الخاصة والأموال المقترضة ومن ثم ثبات كل من التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال وقيمة المؤسسة مهما تغيرت طريقة التمويل.

المبحث الثالث: مقاربات واختيار الهيكل المالي لإنشاء القيمة

تقتض هذه النظرية ان المساهمين على علم بالمخاطر الإضافية التي تنجم عن قرار المؤسسة بزيادة الاستدانة، لذلك فهم يرفعون معدل المردودية المطلوب، لهذا فإن معدل التكلفة المتوسطة المرجحة يبقى ثابتا بما أن الزيادة في استعمال موارد اقل تكلفة تقابل بزيادة مماثلة لتكلفة الأموال الخاصة.

➤ تقييم المقاربة التقليدية: إن الفرضيات التي قامت عليها النظرية التقليدية غير واقعية مثلا ديون بديون مخاطر، كما أن للرافعة المالية أثر ايجابي عند مستويات معينة في بعض الحالات، وأثر سلبي في البعض الآخر.

بالإضافة الى ذلك فإن كلا المساهمين والدائنين يجدون عند حد معين من الاستدانة ليس من الضروري نفسه زيادة في الخطر والذي يؤدي إلى زيادة معدل المردودية المطلوب منهم، الشيء الذي يغير من التكلفة الوسطية المرجحة.

2/ مقاربة مودجلياني وميلر Modigliani et Miller: حاول كل من مودجلياني وميلر الإجابة عن وجود هيكل رأس المال الأمثل وهذا بتقديم تحليل علاقة قيمة المؤسسة بهيكلها التمويلي في محيط يخلو من الضرائب أولا سنة 1958 ثم ثانيا في محيط ضرائب سنة 1963 وفق بعض الفرضيات:

أ. النموذج في غياب ضرائب على أرباح المؤسسات الجنات الضريبية:

حسب العالمين فإنه في محيط خال من الضرائب، لا يوجد هيكل أمثل لأرس المال، بحيث لا يؤدي تغيير هذا الأخير هيكل التمويل الى تغيير مردودية الاصول، بل يؤثر فقط على توزيع النتيجة بين المساهمين والدائنين، كما ليس له أي تأثير على قيمة المؤسسة والتكلفة الوسطية المرجحة لأرس المال.

لم يتجاهل نموذج مودجلياني وميلر أثر الرافعة المالية، إلا أنها واضحا أن الأرباح الإضافية المحققة من اللجوء إلى الاستدانة الرافعة المالية تقابل بارتفاع مماثل في المعدل المطلوب من المساهمين، بالنظر إلى الخطر الناتج عن ذلك، وبالتالي لا يحدث أي تغيير في ثروة المساهم زيادة معدل الأرباح الموزعة على الأموال الخاصة، ومن ثم قيمة المؤسسة ككل CMPC والتكلفة الوسطية المرجحة الثابتة.

وعليه فإن التكلفة الوسطية المرجحة لراس المال مستقلة عن الرافعة في محيط يخلو من الضرائب.

ب. النموذج في وسط تفرض فيه الضرائب على أرباح الشركات:

في مقال نشره مودجلياني وميلر سنة 1963 اعترف العالمان بالدور المهم للمديونية في التمويل، نظرا لما تحققه من تخفيض ففي الضرائب، مستنتجين بذلك أن الهيكل التمويل المالي الأمثل يتمثل في تعظيم الاستدانة.

وبما أن التكاليف المالية هي تكاليف تدرج في جدول النتائج التي تخفض من المبلغ الخاضع للضريبة، ومن ثم تحقق اقتصاد ففي الضرائب الشيء الذي يحدث اختلاف في النتائج الجبائية لمؤسستين، إحداها تعتمد فقط على الأموال الخاصة والأخرى تضيف إلى ذلك الأموال المقترضة.

المبحث الثالث: مقاربات واختيار الهيكل المالي لإنشاء القيمة

➤ تقييم المقاربة:

إن التحكيم الذي اعتمد عليه كل من مودجلياني وميلار في نموذجيهما لا يمكن أن يعمل بشكل جيد، وهذا لأن السوق نفسها ليست نفسها خالية من العيوب والنقائص، تكلفة التحويل، انعدام معلومات عن تكلفة الاستدانة بالنسبة للمؤسسة والأشخاص. كما لم يأخذ هذا النموذج بعين الاعتبار خطر الإفلاس المرتبطة بالاستدانة المفرطة.

3/ نظرية الوكالة وتعظيم قيمة المؤسسة: لقد حاول كل من جونسن وماكلين 1976 توضيح أن اختيار هيكل تمويل معين يكون في المؤسسة بالشكل الذي يتيح تقليل تكاليف الوكالة، بواسطة تعظيم مستوى الاستدانة للوصول إلى تشكيل هيكل تمويل مثالية من شأنها:

- تقليل تضارب المساهمين والمقرضين على توزيع العائد المحقق خلال الدورة.
- وسيلة لضبط تصرفات المسيرين بطريقة تمنع التحويل لا شرعي لثروة المساهمين لحسابهم الشخصي.
- إلزامهم المسيرين على تحقيق عائد للاستغلال كافي لتسديد التكاليف والقروض السنوية.
- تدعيم رقابة المسيرين كنتيجة لتسليط رقابة إضافية من قبل البنوك.

4/ نظرية الإشارة:

تعود هذه النظرية للباحث ستيفان روس Stephen Ross 1977، الذي ارتكز في وضع هذه النظرية على فكرتين:

- لا تتقاسم جميع الأطراف المعلومات المتعلقة بالمؤسسة، بحيث يملك المسيرين معلومات دقيقة عن المؤسسة ليست بجوزة المستثمرين.
- حتى وأن افترضنا حياة جميع الأطراف للمعلومة، فإن هذه الأخيرة لا تفهم ولا تترجم بنفس الطريقة من قبل المستثمرين المساهمين والمقرضين؛ أي وجود عدم تناسق أو تماثل في حصول وقراءة المعلومات الخاصة بالمؤسسة.

5/ نظرية التوازن أو التحكيم:

هذه النظرية الداعمة ضمناً للتوزيع الأمثل للاستدانة والأموال الخاصة هيكل التمويل، ترتكز في تحليلها على أساس محاولة تعظيم قيمة المؤسسة مع الأخذ بعين الاعتبار انعكاسات الاستدانة على المستثمرين بعد إزالة فرضية عدم وجود خطر الإفلاس والوكالة، بحيث تبحث عن تسوية هيكل التمويل حسب المزايا وتكلفة الأموال الخاصة والاستدانة. ومن ثم تحديد توافق

المبحث الثالث: مقاربات واختيار الهيكل المالي لإنشاء القيمة

أمثل بين تكلفة خطر الإفلاس، الوكالة والقيمة الحالية للاقتصاد في الضرائب المرتبطة بقابلية الطرح الجبائي لتكاليف الاستدانة.

ولذلك تؤكد هذه النظرية على وجود نقطة توازن متمثلة في نسبة المثالية للاستدانة، تتحقق عندما يتساوى هامش الربح المحقق من الاستدانة الإضافية وتكلفتها الهامشية.

6/ نظرية التمويل الهرمي " نظرية التسلسل السلمي للتمويل أو نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل ":

تعود فكرة هذه النظرية للبحث الذي قام به دونالدسون 1963 والذي بين فيه الاختلاف الموجود بين المسيرين والمساهمين في أولوية اختيار مصادر تمويل الاستثمارات، إذ يميل المسكرون الى التمويل بالتمويل الذاتي عن باقي مصادر التمويل بغية عدم التعرض من جهة للقيود التمويلية التي قد يفرضها عليهم المساهمين والمقرضين، والتي تحد من حرية تصرفاتهم المالية بالمؤسسة، ومن جهة أخرى تجنب تدني القيمة السوقية للأسهم ومن ثم رأس مال المؤسسة. بينما يفضل المساهمين التمويل بالاستدانة إذا كانت فرص توظيف أموالهم المتاحة في السوق أعلى من تكلفة الاستدانة للمؤسسة.

لقد بين الباحثان أن هيكل التمويل للمؤسسة لم تعد موضوعاً للتحكيم بين مزايا الاستدانة وتكاليف الإفلاس والوكالة، بل أصبحت ترتيباً سلمياً يحدد من قبل مسيري المؤسسة. أو بمعنى آخر انه ليس على المؤسسة الحفاظ على مستوى معين من الاستدانة لتحقيق هيكل تمويلي الأمثل، لأن مسيري المؤسسة يميلون إلى الاعتماد أو لا على التمويل الذاتي، ثم إذا لزم الأمر التمويل الخارجي فإنهم يلجئون إلى: الأوراق المالية الأكثر ضماناً، السندات العادية، السندات القابلة لتحويل إلى أسهم وأخيراً طرح الأسهم.