

المحور السادس:
أمثلة الهيكل المالي
والنظريات المفسرة له

مقدمة

لا يكتفي المدير المالي في بناء السياسة التمويلية للمؤسسة بالتعرف على مصادر التمويل المتاحة حسب تصنيفها داخلية وخارجية أو مباشرة وغير مباشرة أو طويلة متوسطة وقصيرة الأجل بل يسعى للحصول عليها بأفضل الشروط وامتلاك مزيج مناسب من تلك الأموال بغية تكوين هيكل مالي أمثل وتوزيعه على جانب الأصول من تشبثات غير جارية وأخرى جارية، تمكنها من القيام بدورة الاستغلال لتعظيم قيمتها.

وتترجم الإستراتيجية التمويلية من خلال مختلف السياسات المالية المتبعة في المؤسسة، وكذلك مخططات التمويل، وتحدد سياسة التمويل في المؤسسة من خلال تشكيل الهيكل التمويلي وتكلفته، والاهتمام بتدنيه مختلف مصادر التمويل، وبالتالي تدنيه التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال، وهذا ما يقودنا إلى ما يسمى بالهيكل التمويلي الأمثل.

1. مفهوم الهيكل المالي وهيكل رأس المال:

يجب الإشارة إلى وجود فرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال الذي يعتبر هذا الأخير جزءاً منه، ويمكن توضيح ذلك من خلال تعريف كل منهما على حدى.

1.1. تعريف الهيكل المالي

يعرف الهيكل المالي بأنه مزيج مصادر التمويل التي تستخدمها المؤسسة، ويفرق بعض الكتاب بين هيكل رأس المال والهيكل المالي، فالأول يشير إلى مصادر التمويل طويل الأجل والثاني يشير إلى مجموع مصادر التمويل طويل وقصير الأجل.

كما يعرف أيضاً بأنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها على الأموال لغرض تمويل استثماراتها، وهو ضمن جميع العناصر المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية.

كما يعرف بأنه نتيجة تراكمية لقرارات التمويل التي يتبع فيها المدراء الماليون التسلسل الهرمي للموارد المالية المتاحة.

تشكل عناصر الهيكل المالي جانب المطلوبات في عناصر الميزانية لأي مؤسسة. ويمكن تقسيم الهيكل المالي إلى عدة مجموعات ومنها:

- الالتزامات قصيرة الأجل.
- الخصوم طويلة الأجل (الأموال الدائمة)، ومن أهمها: الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات والأرباح والقروض طويلة الأجل وجميعها تشكل مصادر الأموال المتاحة للشركة لخطوة إعداد الميزانية

2.1. تعريف هيكل رأس المال

يراد بهيكل رأس المال ذلك الجزء من الهيكل المالي للمؤسسة الدائم أو طويل الأجل سواء كان في شكل حقوق الملكية أو الاستدانة.

إذن يتألف هيكل رأس المال من المصادر التالية:

- الالتزامات طويلة الأجل ومنها قروض طويلة الأجل، الأسهم الممتازة.
- حقوق المساهمين من أسهم عادية وأرباح محتجزة.

يترجم الهيكل المالي للمؤسسة البنية المالية التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها، فتختلف تكلفة التمويل من مورد مالي إلى آخر حسب الطبيعة، فإذا كان مصدر التمويل هو الاستدانة فإن المؤسسة في وضع مخاطرة، نظراً لكونها ملزمة بتحمل تكلفة الأموال التي حازت عليها على سبيل الاستدانة مهما كانت. مردودية تلك الأموال. عندئذ نقول إن المؤسسة أمام ما بتكلفة الاستدانة. بينما إذا كان يسمى مصدر التمويل هو الأموال الخاصة فإن الأمر يختلف تماماً، حيث أن المؤسسة في هذه الحالة أمام ما يعرف باسم تكلفة الأموال الخاصة، إذ أن هذا المصدر من التمويل يمثل ملكية في رأسمال المؤسسة، وهي بالتالي على علاقة بالأرباح المتوقعة من طرف المساهمين. وعليه فإن المؤسسة معرضة لمخاطرة تحقيق مردودية مساوية على الأقل لما هو متوقع من طرفهم (معدل العائد المطلوب).

كما أنه قد يكون مصدر تمويل المؤسسة مزيجاً من الموردین السابقین، وهي الحالة الأكثر شيوعاً، ومن ثم تتحمل المؤسسة النوعين من التكلفة (تكلفة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة).

3.1. تعريف الهيكل المالي الأمثل (هيكل رأس المال المستهدف):

يقصد بالهيكل المالي الأمثل بهيكل التمويل الذي يحقق أكبر ربح لملاك المؤسسة، أي الذي يحقق أقصى قيمة سوقية للسهم.

أيضاً يعرف بأنه "نسب خليط التمويل المرغوب من الديون وحقوق الملكية، التي يتحقق عندها تعظيم قيمة سهم المؤسسة في السوق" كما يعرف بأنه "ذلك الخليط المتجانس من مصادر التمويل التي تشمل التمويل الممتلك والتمويل المقترض والذي يمكن الإدارة من تعظيم مستوى الربحية وتحقيق هدفها المتمثل في تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد من خلال جعل كلفة التمويل في حدها الأدنى وقيمة المنشأة في حدها الأعلى"

تتطلب أمثلية الهيكل المالي تحقيق المؤسسة توازن بين الأرباح وبين المخاطر المرتبطة بهيكل التمويل، إذن فوجود هيكل تمويل أمثل بالنسبة للمؤسسة سيترك آثاراً إيجابية يمكن إدراجها في النقاط التالية:

- تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وتعظيم ثروتها.
- تدنيه التكلفة المرجحة للأموال وإمكانية الحصول على الأموال اللازمة والاستفادة من الفرص الاستثمارية.
- تنمية الثروة والاستخدام الأمثل للموارد، ورفع معدل الاستثمار، والنمو الاقتصادي، مما يكون له الأثر الاجتماعي في خلق مناصب شغل وتنمية الدخل الوطني.

تقتضي السياسة التمويلية السليمة الوصول إلى درجة من التوازن بين كل من الملكية والمديونية من جهة، ومن جهة أخرى التوازن بين الأرباح وبين المخاطر المرتبطة بهيكل التمويل. إضافة إلى ضرورة مراعاة الأسس والمبادئ العلمية السليمة عند الاعتماد على التمويل الخارجي أو التوسع فيه. ومن هذه المبادئ ضرورة وجود هيكل مستهدف لرأس المال تتسق وتنسجم معه كل القرارات التمويلية بما يساعد في رسم الصورة المستقبلية لعمليات التمويل (هيكل مالي أمثل). حيث لا يتمتع هذا الهيكل بالثبات بل يتغير حسب الظروف والأحوال.

تكمن الإشكالية في مدى قدرة الإدارة على تحديد نسبة كل مصدر من مصادر التمويل وفي إمكانية الوصول إلى الهيكل الأمثل، علماً أنه من الناحية النظرية أمر ممكن، أما عملياً فهناك مجموعة من الضوابط والمحددات التي يجب أن تأخذ بعين الاعتبار عند بناء هيكل رأس المال سيما في ظل تطور الأسواق المالية وتطور أدواتها. ويرى البعض أن الخطة المالية تعتبر سليمة أو غير سليمة حسب مطابقتها للظروف، وأنه لا توجد خطة كاملة وأن قليل من الخطط يمكن الادعاء بأنها بنيت على تقييم دقيق لجميع المتغيرات.

2. العوامل المؤثرة على الهيكل المالي الأمثل

تتمثل أهم الاعتبارات المؤثرة في اتخاذ قرار التمويل والمقيدة لاستخدام الدين في هيكل التمويل فيما يلي:

- مدى استقرار المبيعات: إذ يمكن للمؤسسات التي تتمتع باستقرار في مبيعاتها الاعتماد بشكل أكبر على الدين لارتفاع قدرتها على تحقيق الدخل للوفاء بالتزاماتها بأقل درجة من الخطر، عكس الحالة التي يكون يسود فيها تقلب في مستوى المبيعات؛
 - هيكل الأصول ونوعيتها: تتمتع المؤسسات التي تعتمد على أصول ملموسة قابلة للرهن أو طويلة الأجل بقدرة أكبر على جذب المقرضين، وبالتالي تزداد نسبة المديونية لديها مقارنة بالمؤسسات التي يغلب على موجوداتها أصول غير ملموسة أو مخزونات وذمم قصيرة الأجل؛
 - الرفع التشغيلي: تعد المؤسسات التي يكون عامل الرفع التشغيلي لديها منخفضا مع ثبات العوامل الأخرى أكثر قدرة على استخدام الرفع المالي نظرا لانخفاض مخاطر الأعمال لديها؛
 - الربحية: غالبا ما تعتمد المؤسسات ذات العوائد المالية المرتفعة على استثماراتها بشكل كبير على مصادرها الداخلية لتلبية حاجياتها التمويلية؛
 - الضرائب: نظرا لأثر الضريبة على أرباح المؤسسة باعتبارها من الأعباء القابلة للحسم من الدخل الخاضع للضريبة، فكلما ارتفعت معدلات الضريبة ارتفعت مزايا استخدام الدين؛
 - السيطرة على المؤسسة: تقود اعتبارات السيطرة لاتخاذ القرار بشأن نوع رأس المال الذي يحقق ذلك باعتبار هذا النوع يختلف من حالة لأخرى؛
 - اتجاهات الإدارة: يتأثر قرار التمويل باختلاف الرؤى واختلاف تقديرات هيكل رأس المال المناسب، وبتفاوت المدراء في سلوكهم من حيث استخدام الدين فمنهم المغامر ومنهم المحافظ؛
 - اتجاهات المقرضين ووكالات التصنيف: عادة ما تناقش المؤسسات هيكل رأسمالها مع المقرضين ووكالات التصنيف وتعطي وزنا لآرائهم، فإذا تبين للمؤسسة أن إصدار المزيد من السندات يؤدي إلى تخفيض تصنيفها الائتماني فحتما سيتأثر قرارها التمويلي؛
- وعند تحديد المؤسسة لهيكل التمويل المستهدف فيجب أن تراعي مجموعة من الخصائص التي يجب توفرها في الهيكل المراد تحديده، يكون له دور فاعل في تعظيم قيمتها وأيضاً عدم الإضرار بمصالح الملاك، تتمثل هذه الخصائص في:
- درجة الرفع المالي: وهو تعبير للدلالة على أثر المديونية على رفع مردودية الأموال الخاصة، أي التأثير الممارس من طرف المديونية على مردودية الأموال الخاصة، ويتحقق هذا التأثير عندما تكون مردودية الأموال الخاصة أكبر من تكلفة الديون.
 - عامل المخاطرة: إن المفاضلة بين الهياكل التمويلية واختيار الهيكل التمويلي الملائم، يتطلب أخذ عامل المخاطرة بعين الاعتبار، بمعنى أدق على المؤسسة أن تختار هيكل التمويل الذي يعظم مردوديتها، وفي نفس الوقت يقلل من المخاطرة، وهي معادلة صعبة يتطلب التحكم السليم فيها. فالمؤسسة عليها مراعاة قدرتها على الوفاء بالتزاماتها عند اعتمادها على الاقتراض، مع تجنب الملاك أي مخاطر مالية إضافية؛

- **المرونة:** وهو إتصاف الهيكل المالي بالقابلية للتغير وتعديل المصادر التمويلية وهذا تبعا للتغيرات الناتجة عن الحاجة إلى الأموال أو في تكلفتها؛
- **الربحية:** تحقيق من خلال الهيكل المالي المعتمد أعلى العوائد الممكنة مع تدنية تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن؛
- **الرقابة:** وذلك عن طريق تقليل المخاطر الممكنة لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة المؤسسة.

3. النظريات المفسرة للهيكل المالي الأمثل

لقد أدى تطور وسائل التمويل المختلفة إلى البحث عن كيفية اختيار الهيكل المالي الأمثل الذي تحقق من خلاله المؤسسة تخفيض تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن وذلك من خلال دراسة العلاقة بين هيكل التمويل ومزيجه من الأموال الخاصة والأموال المقترضة وهو ما يسمى بأثر الرافعة المالية، حيث أن الاستدانة يمكن أن تكون له آثار إيجابية على مردودية الأموال الخاصة رغم المخاطر المالية التي تتضمنها. حيث تضمنت النظرية المالية للمؤسسة تساؤلين أساسيين هما: هل يوجد هيكل تمويلي أمثل؟ وإلى أي حد يمكن الاعتماد على القروض؟ ولذلك ظهرت عدة نظريات حاول من خلالها روادها الإجابة على هذين التساؤلين.

1.3. النظريات الكلاسيكية المفسرة للهيكل المالية

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

أ. النظرية التقليدية

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

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

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

وفي المرحلة الثالثة والأخيرة، تتجاوز المؤسسة نقطة الاقتراض المثلى، وهو ما يؤدي إلى ضياع مزايا الاعتماد على القروض كمصدر منخفض للتكلفة، وذلك لأن المساهمين يطالبون بزيادة في معدل العائد المطلوب من قبلهم بسبب

الزيادة في المخاطر المترتبة على الاعتماد على القروض، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع في تكلفة رأس المال، وبسببها تنخفض القيمة السوقية للمؤسسة.

ب. نظرية صافي ربح العمليات

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

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

تقوم هذه النظرية على عدة فرضيات، وهي:

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

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

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

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

ج. نظرية موديقلياني وميلر 1958

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

إذ أكدنا على أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن الهيكلية المالية لها، كما أن تكلفة رأس المال مستقلة تماما عن الهيكلية المالية للمؤسسة، حيث تعتبر هذه النظرية أولى النظريات التي تتعلق بإطار الهيكلية المالية للمؤسسات، تفترض وجود سوق المنافسة التامة وفي عالم بدون تكاليف الإفلاس ولا تكاليف التبادل وتوفر المعلومات للجميع. تؤكد نظرية موديقلياني وميلر وفي ظل ظروف معينة، بأنه لا يهم بالنسبة للمساهمين ما إذا كانت المؤسسة تمول بالاقتراض أو ببيع الأسهم، لأن قرارات التمويل ليس لها أي أثر على ثروتهم، والفكرة المحركة لهذه النظرية هي أنه كمشروع منتج، فإنه لكل مشروع تكون لديه فرص خاصة للربح ويواجه كذلك مخاطر، وإن كلا من الربح والمخاطر توجد بغض النظر عن كيفية التمويل.

تقوم نظرية موديقلياني وميلر على عدة فرضيات، وهي:

- عدم وجود تكاليف وساطة في تنفيذ المعاملات المالية.
 - حرية الدخول والخروج من السوق، حيث إن المؤسسات تعمل في ظروف المنافسة التامة. وعليه، فإن هذه المؤسسات تستطيع الدخول والخروج لشراء وبيع ما ترغب به من أوراق مالية دون التأثير على أسعار تلك الأوراق المالية.
 - يستطيع المستثمرون الأفراد الاقتراض بنفس الشروط ومعدل الفائدة التي تستطيع المؤسسات الاقتراض به.
 - يملك المستثمرون المعلومات نفسها التي لدى إدارة المؤسسة حول فرص المؤسسة الاستثمارية.
 - عدم وجود ضرائب على دخول الأفراد.
 - يتصرف كافة المستثمرين في الأسواق المالية بالرشادة والعقلانية.
 - إمكانية تقسيم مؤسسات الأعمال إلى مجموعات متجانسة إذا كانت أرباحها المتوقعة لها نفس خصائص المخاطرة. وبالتالي، فإن المؤسسات التي تعمل في نفس الصناعة تكون لديها شريحة متجانسة من حيث المخاطرة.
 - تتضمن سياسة توزيع الأرباح لدى المؤسسة توزيع كافة الأرباح، أي لا وجود لأرباح محتجزة، بالإضافة إلى عدم وجود ضرائب على الأرباح الموزعة.
- جاءت نظرية موديقلياني وميلر ضمن اقتراحين، يشير الاقتراح الأول إلى أنه في ظل أسواق مالية كاملة، فإن المؤسسات لها نفس القيمة السوقية بغض النظر عن نسب الرافعة المالية لها وكذا مخاطر عدم السداد.
- يؤكد موديقلياني وميلر في اقتراحهما الأول على أن القيمة السوقية لأية مؤسسة سواء كانت مقرضة أو مقترضة مستقلة تماما عن هيكلتها المالية وأن هذه القيمة تتحدد خلال من خصم صافي العمليات الذي تحدثه المؤسسة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة، كما أن القيمة السوقية للمؤسسة ما إلا انعكاسا لقرارات الاستثمار فيها وفعاليتها تلك القرارات وقوتها الإيرادية.
- القيمة السوقية V_j للمؤسسة j حسب الاقتراح الأول لموديقلياني وميلر ما هي إلا صافي الربح التشغيلي المتوقع NOI مخصوما بمعدل تكلفة الأموال الذاتية للمؤسسة غير مقترضة K_{an} لنفس شريحة المخاطرة، أي:

$$V_j = \frac{NOI}{K_{eu}}$$

فالقائمة السوقية لمؤسسة مقترضة V_L تساوي القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة V_N من نفس شريحة المخاطرة أي $V_L = V_N$.

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

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

يشير الاقتراح الثاني لموديقلياني وميلر بأن الرافعة المالية للمؤسسة ليس لها أي أثر على التكلفة المرجحة لرأس المال أي تكلفة رأس المال، وأن تكلفة الأموال الذاتية هي دالة خطية لنسبة الديون على الأموال الذاتية. رغم أن التغيير في الهيكلية المالية للمؤسسة لن يغير من القيمة السوقية لها كما جاء في الاقتراح الأول لموديقلياني وميلر، إلا أن ذلك سيحدث تغيرا مهما في قروض المؤسسة وحقوق ملكيتها.

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

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

ومن خلال الفرضيات التي وضعها موديقلياني وميلر، فإنه لا وجود للضريبة، أي $T = 0$ ، ومنه فإن تكلفة رأس المال k حسب موديقلياني وميلر هي:

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

وبتعديل بسيط على المعادلة السابقة يمكن استنتاج الصيغة الرياضية لتكلفة الأموال الذاتية أو المعدل العائد الذي يطلبه المساهمون k_e كما يلي:

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

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

د. نظرية موديقلياني وميلر 1963

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

أكد موديقلياني وميلر سنة 1963 بأن للديون أثرا إيجابيا على قيمة المؤسسة مهما كانت نسبتها ومستواها في الهيكله المالية لها وذلك بسبب ما تحققه الديون من اقتصاد ضريبي، والذي ينشأ بسبب اعتماد المؤسسة على الاستدانة في التمويل، حيث إن زيادة التمويل بالديون في الهيكله المالية للمؤسسة يترتب عليها انخفاضا مستمرا في تكلفة رأس المال، مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، وينشأ هذا التأثير نظرا لاعتبار فائدة الديون كمصاريف تتحملها المؤسسة قبل أن تخضع للضريبة. ولذلك، فإن القيمة السوقية للمؤسسة مقترضة تكون أعلى من القيمة السوقية للمؤسسة غير مقترضة بمقدار الاقتصاد الضريبي. وتعطى رياضيا كما يلي:

$$V_L = V_U + T D_L$$

والملاحظ من النتيجة الأخيرة، أن القيمة السوقية للمؤسسة مقترضة V_L تساوي القيمة السوقية للمؤسسة غير مقترضة V_U إضافة إلى الاقتصاد الضريبي $T D_L$.

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

وعليه، فإنه حسب نظرية موديقلياني وميلر وبإدخال الاقتصاد الضريبي وتكلفة الإفلاس، فإن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تساوي القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة مضافا إليها الاقتصاد الضريبي ناقص القيمة الحالية المتوقعة لتكلفة الإفلاس (EPVCB)، وتصاغ رياضيا كما يلي:

$$V_L = V_U + T D_L - EPVCB$$

2.3. النظريات الحديثة لتفسير الهيكله المالية للمؤسسة

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

أ. نظرية الوكالة

اعترض كل من جونسون وماكلين (Jensen and Meckling (1976) نظرية موديقلياني وميلر فيما يتعلق بأن قرارات المؤسسة الاستثمارية مستقلة عن هيكلتها المالية. فالمساهمون في المؤسسة المقترضة على سبيل المثال يمكنهم زيادة مخاطر الاستثمار لأصحاب السندات من خلال زيادة الديون، وذلك من خلال مشكلة إحلال أو

استبدال الأصول، هذا السلوك من طرف المساهمين يؤدي إلى ظهور تكاليف الوكالة Agency Costs التي يجب على المؤسسة أن تسيطر عليها وتأخذها بعين الاعتبار في تحديد هيكلتها المالية. تركز نظرية الوكالة على الفرضيات الموالية:

يتمتع أطراف الوكالة بالرشادة النسبية كما أن تصرفاتهم مؤسسة على تعظيم منافعهم الذاتية. دوال أهداف الموكل والوكيل غير متوافقة، كما أن هناك قدرا من التعارض في المنافع بينهما. بالرغم من وجود تعارض في دوال أهداف طرفي الوكالة، فإن هناك حاجة مشتركة للطرفين في بقاء العلاقة أو مؤسسة قوية في مواجهة المؤسسات الأخرى. هناك عدم تماثل في المعلومات لدى كل من الموكل والوكيل فيما يتعلق بموضوع الوكالة. يترتب على ما سبق، ضرورة توافر قدر من اللامركزية للوكيل يمكنه من اتخاذ بعض القرارات والقيام ببعض التصرفات دون الرجوع للموكل. للأصيل الرغبة في تعميم عقود للوكالة تلزم الوكيل بالسلوك التعاوني الذي يعظم منفعة طرف الوكالة ويجول دون تصرف الوكيل على نحو يضر بمصالح الموكل.

أثبت هارت (1993) Hart وهارت وآخرون (1995) Heart et le بأن تكلفة الوكالة تنشأ عن إدخال الديون في الهيكلية المالية. وأضاف لابورتا وآخرون (2000) Laporta et Ali أن القانون الأساسي للمؤسسة وتنظيم الرقابة لها أثر على تكلفة الوكالة.

تتم نظرية الوكالة في المؤسسات حسب بارل ومينز (1932) Means&Berle وجونسون وماكلارين (1976) Meckling&Jensen بمختلف المنازعات التي تنشأ انطلاقا من تضارب المصالح بين المساهمين والمسيرين وبين المساهمين والدائنين.

يمكن صياغة القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة V_L مقارنة بالقيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة V_U بإدخال كل من الاقتصاد الضريبي D والقيمة المتوقعة الحالية لتكلفة الإفلاس $EPVCB$ وتكلفة الوكالة A كما يلي :

$$V_L = V_U + T D_L - EPVCB - A$$

ب. الضريبة الشخصية والهيكلية المالية

أدخل ميلر (1977) (Miller) في تحليل جديد للهيكلية المالية الضريبة الشخصية التي يتحملها المساهمون على دخولهم من تلك الأسهم وكذلك التي يتحملها المقترضون على سنداقتهم. كما أشار إلى الحالة الوحيدة التي يتحقق بها الاقتصاد الضريبي، وهي عندما لا يخضع الدخل الشخصي لحملة الأسهم للضريبة على دخولهم من تلك الأسهم. وفي حالة جود الاقتصاد الضريبي TS فإنه يحسب بالصيغة

$$TS = 1 - \frac{(1-T)(1-T_1)}{(1-T_2)} \times D$$

حيث تمثل T معدل الضريبة على الأرباح، أما T_1 فهي تمثل معدل الضريبة الشخصية على دخل المساهمين، وتمثل T_2 معدل الضريبة على دخل المقرضين أي حملة السندات.

ويعتقد ميلر أنه إذا كان $T_1 < T_2$ كنتيجة لانخفاض الضريبة على الأرباح للأسهم، فإن صافي دخل حملة السندات لا بد وأن يكون كبيرا لتعويض ارتفاع الضريبة على دخولهم، وإلا فإن المؤسسة لن تجد من يقرضها. وأشار

كذلك إلى أن الاقتصاد الضريبي يتلاشى أو يصبح سالبا إذا كان معدل الضريبة على الدخل الشخصي لحملة الأسهم أقل من معدل الضريبة على الدخل الشخصي لحملة السندات. وفي هذه الحالة، يصبح من المتوقع أن تستمر المؤسسة في زيادة نسبة الاقتراض حتى يصبح $(1 - T_2) = (1 - T_1)(1 - T)$ ، وهو ما يمثل حالة التوازن أي انعدام الاقتصاد الضريبي، وبذلك فإن أية زيادة في الاقتراض لن تضيف شيئا لقيمة المؤسسة.

ج. نظرية الترتيب السلمي

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

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

يمكن ترتيب مصادر التمويل حسب نظرية الترتيب السلمي كما يلي:

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