المحور التاسع: نظريات الهيكل المالي

1. مفهوم هيكل المالي: يقصد بالهيكل التمويلي (Financial structure)، توليفة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتغطية استثماراتها. وهو يمثل الجزء الأيسر من الميزانية. حيث يترجم للمؤسسة الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها. كما يعكس الهيكل المالي السياسة المالية التي تتبعها الشركة في تحديد مزيج الأدوات المالية المستخدمة في تمويل الاحتياجات المالية. وهو يتكون من جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض، وأيضا سواء من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل.

- الهيكل المالي الأمثل: فيقصد به مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدننه تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة. كما يعرف بأنه " ذلك الهيكل الذي يعظم القيمة السوقية للأموال الخاصة من خلال تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة ككل وذلك من خلال اختيار لمزيج تمويلي يخفض تكلفة التمويل لأقصى درجة ممكنة.

2. النظريات المفسرة للهيكل المالي: قد تعددت النظريات الخاصة بالهيكل المالي فظهرت مقاربات تقرر بوجود هيكل مالي أمثل بناء على عدة فرضيات وتحليلات تصب كلها في خانة تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وتخفيض تكلفة التمويل إلى حدها الأدنى، وفي المقابل تنفي العديد من الدراسات فكرة تحقيق هيكل مالي أمثل انطلاقا كذلك من عدة فرضيات وتفسيرات للسلوك التمويلي دون التوصل إلى نظرية أو مقارنة تم الاتفاق عليها، كما ظهرت عدة نظريات حديثة مفسرة للهيكل المالي.

أ. النظريات المؤيدة لوجود هيكل مالي أمثل:

- نظرية الربح الصافي: يرى مؤيدي نظرية الربح الصافي بما أن هناك اختلاف في تكلفة مصادر التمويل فإن السلوك العقلاني يقتضي من المؤسسة زيادة نسبة المصدرة الأقل تكلفة (الديون) في هيكلها المالي. أي أن مؤيدي هذه النظرية يؤكدون على إمكانية التأثير على قيمة المؤسسة وعلى التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال من خلال التغير في نسبة المديونية، فزيادة نسبة الاستدانة سوف تضمن انخفاض تكلفة رأس المال مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤسسة (نظرا للعلاقة العكسية بين تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة).

نظرية الربح الصافي قائمة أساسا على ثلاث فرضيات أساسية: لا تدفع المؤسسة ضرائب على الأرباح، تكلفة الديون هي دائما أقل من تكلفة الأموال الخاصة، استعمال الديون لا ينتج إي مخاطر مالية. فالرفع المالي مرتبط ارتباط وثيق بنظرية صافي الربح ويشكل متغير مهم في الهيكل المالي للمؤسسة ومع مزيج مناسب بين الديون والأموال الخاصة تتمكن المؤسسة من تكوين هيكل مالي أمثل والذي يتميز بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة

(Maximisation) مع تدنئه تكلفة رأس المال (Minimisation)، والذي يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية.

والهيكل المالي الأمثل طبقا لهذا المدخل يتضمن أكبر نسبة ممكنة من الأموال المقترضة حيث تصل إلى أقصاها عندما تعتمد المؤسسة في تمويلها على الديون بنسبة 100%.

– النظرية التقليدية: يقر أصحاب هذا المدخل بوجود هيكل مالي أمثل ينشأ عن نقطة إقراض مثلى تتحقق عند تشكيلة متميزة من الديون والأموال الخاصة تجعل التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل عند حدها الأدنى، لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى وذلك عند مستويات مميزة من الرفع المالي، إضافة إلى ارتفاع تكلفة التمويل الخاص مع كل زيادة في هذه المستويات وذلك نتيجة زيادة درجة الخطر المالي التي يتعرض لها الملاك.

بنيت النظرية التقليدية على أساس مجموعة من الفرضيات أهمها:

- توزيع الأرباح داخل المؤسسة يكون قبل الضريبة؛
- خطر الاستغلال الذي تتحمله المؤسسة ثابت حتى في حالة القيام باستثمارات جديدة؛
- توقعات العوائد من طرف المساهمين معروفة ومتجانسة؛
- في حالة تغير نسبة: الأموال لمقترضة/ الأموال الخاصة، فإن مورد التمويل الجديد يتم اللجوء إليه من أجل التقليل من مصدر الأخر.

ب. النظريات المعارضة لوجود هيكل مالي أمثل

– نظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل: يجيب الاقتصاديان (Modigliani et Miller) على السؤال حول أمثلية الهيكل المالي ب «لا»، أي لا يوجد هيكل مالي أمثل، حيث يريان بأن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلتان عن الهيكل المالي، ففي ظل سوق مالية كفء وغياب الجباية يوجد تكافئ بين مختلف أنماط التمويل، وقد بينت النظرية على ما يسمى بالمراجعة أو التحكيم.

واستندت النظرية على جملة من الفروض غير الواقعية وهي:

- أسواق رأس المال كاملة (لا يوجد عدم تماثل المعلومة)؛
- يمكن لأعوان الاقتصاديين الإقراض و الاقتراض بمعدل ثابت ودون حدود؛
- عدم وجود تكلفة الإفلاس؛
- لا يوجد إلا نوعين من القيم (الأسهم والسندات)؛
- آثار الضريبة لا تأخذ بعين الاعتبار؛
- عدم وجود توسع للمؤسسة أي أن التدفقات النقدية تبقى ثابتة عبر الزمن؛

- يتحصل المستثمرين على نفس المعلومات (تماثل المعلومات بين مختلف المستثمرين و المساهمين ويفترض أن تعمل الإدارة بما يتلاءم وأهداف المساهمين)؛
- توجد كل المؤسسات في نفس مستوى الخطر و تحقق نفس المرد ودية؛
- استقلالية قرارات التمويل عن قرارات الاستثمار.

- **نظرية ربح الاستغلال:** أو ما يسمى بصافي ربح العمليات، يقوم هذا المدخل على افتراضين أساسيين مفادهما أن تكلفة رأس المال k_0 تكون ثابتة أيا كانت نسبة الاستدانة في المؤسسة، أن تكلفة الاستدانة K_d ثابتة هي الأخرى، في حين ترتفع تكلفة الأموال الخاصة مع كل زيادة في معدل الاستدانة. ويستند هذا المدخل على أن زيادة الاقتراض وما يصاحبها من زيادة المخاطر تؤدي إلى مطالبة أصحاب الأسهم بزيادة معدل العائد المطلوب مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال الخاصة، ومن ناحية أخرى فإن زيادة تكلفة الأموال الخاصة يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تكلفة الاستدانة ناتج من زيادة الاعتماد على هذا المصدر ذو التكلفة المنخفضة نسبيا ولهذا فمن المتوقع أن تضل تكلفة الأموال الكلية ثابتة، مما يترتب عليه بالتبعية ثبات قيمة المؤسسة.

ج. النظرية الحديثة في تفسير الهيكل المالي:

- **نظرية الإشارة (ROSS) 1977:** وفقا للافتراضات الخاصة بنظرية مود يجلياني وميلر فإن المعلومات متوافرة للجميع سواء المستثمرين أو المدراء، وتسمى هذه الخاصية بحالة التماثل المعرفي أو المعلوماتين ولكن غالبا ما يتاح للمدراء كم أكبر من المعلومات لا تتوافر لدى المستثمرين خارج المؤسسة، وهذه الحالة تسمى بحالة عدم التماثل في المعلومات، مما يكون لذلك من تأثير قوي على الهيكل المالي.

وتعتمد نظرية الإشارة على عدم التكامل في المعلومات المصرح بها من قبل المسيرين في السوق المالي، وتمثل هذه الإشارة في القرارات الهامة مثل: الرفع من رأس المال، مستوى الديون، تعديل الأسهم..... الخ، هذه الإشارة تعطي دلالة على أن المؤسسة في المستوى عالي من الكفاءة أم لا، وبالخصوص إذا تعلق الأمر بمستوى المديونية، مما يظهر أن المؤسسة تتمتع بهامش أمان وبإمكانها الاعتماد على الاستدانة والمناور من أجل تحقيق الأرباح، ولكن الإشكال يكمن في مصداقية المعلومات والإشارات المصرح بها، على غرار الفضائح المالية التي وقعت في الولايات المتحدة الأمريكية المتعلقة بالمعلومات المظلمة المصرح بها، والتي لا تعكس مطلقا المستوى الحقيقي للمؤسسات، الأمر الذي أدى إلى ظهور فضائح. هذا من جهة، ومن جهة أخرى تعارض أهداف المساهمين من مصالح الأطراف المسيرة، مما يشكك في تصريحات المسيرين بشأن مصير أملاك المساهمين في المؤسسة

محتوى النظرية: تقترح هذه النظرية نمودجا لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي. فيميز المستثمرين بين كل المؤسسات المتواجدة في السوق ويصنفونها إلى نوعين A و B حيث أن المؤسسات من النوع A أحسن أداء من المؤسسات من النوع B ومن أجل تصنيف مؤسسة ما في أحد الصنفين يحدد المستثمرون في

السوق مستوى حرجا الاستدانة D قد رأى هذه النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد (A) لها قدرة على الاستدانة يصل إلى D والعكس بالعكس..... ونظرية الإشارة تستند على فكرتين :

● نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات حيث أنه بإمكان المديرين في المؤسسة ما تمهه معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين؛

● وحتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة.

وإجمالاً فإن هذه النظرية، التي كانت في البداية ترى أن مستوى الاستدانة يعتبر كإشارة صادرة من مستوى المؤسسة يدل على نوعية المؤسسة وعلى قيمة مشاريعها المستقبلية.

- **نظرية التوازن:** لقد جاءت هذه النظرية بفكرة أن الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة تتحقق بالتوازن بين الميزة الجبائية للقروض وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، وقد عرفت هذه النظرية في إعدادها مرحلتين كما يلي:

المرحلة الأولى: ففي هذه المرحلة تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس على نموذج (Modigliani) و (Miller) وبينت أن الاستدانة تؤدي إلى ارتفاع أثر الرافعة وأيضاً تظهر تكلفة الإفلاس.

المرحلة الثانية: جاءت هذه المرحلة كتعديل للمرحلة السابقة، حيث أخذت تكلفة الوكالة بعين الاعتبار.

● **تكلفة الإفلاس:** حسب (Malècot) (1984) فإن تكاليف الإفلاس من الصعب تجاهلها باعتبار أنها تشمل مجموعتين من التكاليف: المجموعة الأولى تضم تكاليف مباشرة (تكاليف إدارية، تكاليف إعادة التنظيم، تكاليف الإنابة، تكاليف البيع القسري والمستعجل للأصول وتكاليف الاجتماعية)، بينما تضم المجموعة الثانية من التكاليف تكاليف غير مباشرة (تكاليف الصورة أي المصدقية المالية والتجارية وتكاليف ضياع الفرصة)، كما يدل (1991) (harris et Raviv) على أهمية هذه التكاليف أي أنه في العديد من الدول يعتبر القانون المتعلق بالتصفية بعداً متضمناً في عقد الدين، فالتشريعات المتعلقة بالإفلاس من جهة والتطبيق الصارم نسبياً لحقوق المدينين من جهة ثانية زاد من احتمال متابعة مسيري المؤسسات المستدينة.

وإذا كانت الاستدانة تعرض المؤسسة لمخاطر الإفلاس فهل العلاقة بين المتغيرين خطية؟ الجواب عن هذا السؤال تحوم علاقة الاستدانة بالخطر، فعندما تكون نسبة الاستدانة في مستوياتها الدنيا، فإن مخاطر الإفلاس تزداد مع الزيادة في نسبة الاستدانة وذلك بعلاقة خطية، وتستمر العلاقة على هذا النحو إلى أن تصل نسبة الاستدانة إلى نقطة معينة، بعدها تبدأ مخاطر الإفلاس في الزيادة بمعدل أكبر من معدل الزيادة في نسبة الاستدانة، وكقاعدة عامة كلها زادت مخاطر الإفلاس زادت أثارها العكسية على كل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة.

● **تكلفة الوكالة:** يعد الملاك الطرف الرئيسي في المؤسسة ويعرفون بأصحاب المصلحة الرئيسية في استمرار وبقاء المؤسسة، الأمر الذي يدعو إلى موائمة أهداف الإدارة التي يصبو إليه الملاك. فمن البديهي أن يؤثر هذا القرارات حتما بشكل أو بآخر في مصالح الملاك، وعليه يرى الملاك أن تكون القرارات المستهدفة تصبوا إلى حماية أملاكهم نحو بر الأمان. حيث أن علاقة الوكالة هي عقد يقوم بموجبه شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يدعى الوكيل، من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وباسمه. فتتفرغ هذه النظرية تفسير السلوك مختلف المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة، مثل المدراء، الملاك أو المساهمين، المقترضون، والمدينون بشكل عام ومحاولة ملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل، وتنطلق هذه النظرية من فرضيتين: أولا ليس بالضرورة أن تكون أهداف المدراء والملاك متطابقة، ثم أن المتعاملين ليسوا متساويين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها.

فعلاقة الوكالة ينجم عنها نوعان من تضارب المصالح، فهي تؤدي إلى بروز تناقض في المصالح بين المسير والمساهمين من جهة وبين المساهمين والمدينين من جهة أخرى.