



جامعة حلوان
كلية العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية و المحاسبة

مطبوعة بيداغوجية بعنوان :

محاضرات في
التسيير و الاستراتيجية المالية

موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر تخصص مالية المؤسسة

من إعداد

د. طهراوي دومة علي

(استاذ محاضر قسم أ)

السنة الجامعية: 2022-2023

لقد وضعنا هذه المطبوعة كيفية مع
مقررات ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية
وعلوم التسيير بطريقة ميسرة في الفهم
لطالب الماستر في شعبة العلوم المالية و
المحاسبة . وهذا من أجل فتح آفاق التدريس
والبحت ، حيث نأمل التعمق مستقبلا في هذا
العمل.

الأهداف : تهدف هذه المطبوعة البيداغوجية
في مقياس التسيير و الاستراتيجية المالية
إلى:

-تذكير الطالب بالمعارف السابقة لاسيما ما
تعلق بالتسيير المالي.

- تعريف الطالب على اهم المبادئ الاساسية
للاستراتيجيات المالية للمؤسسات.

-الإلمام بالتطورات المستجدة في ميدان
مالية المؤسسة بصفة عامة والاستراتيجية
المالية بصفة خاصة.

-تمكين الطالب من فهم مختلف النظريات
والنماذج المفسرة للسياسات المالية

للمؤسسة في الاجل المتوسط والطويل.

- تعميق مفاهيم الاستراتيجية المالية
بالمؤسسة لتمكين الطالب من أخذ القرارات
المالية المناسبة مع مراعاة حجم المخاطر
المتعلق بالبيئة المحيطة.

-اكتساب الطالب معارف مكملة لتخصصه
في المالية ذلك من خلال وصله مع المقاييس
الآخري.

الفهرس العام

الصفحة	المحتويات
	الفصل الأول : تحليل الهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية
02	1- سياسة تمويل المؤسسة الإقتصادية
12	2- تكلفة مصادر التمويل
	الفصل الثاني: النظريات المفسرة لهيكل التمويل
28	1- هيكل التمويل في ظل سواق مالية كاملة
46	2- هيكل التمويل في ظل عدم مثالية الأسواق
61	3- هيكل التمويل في ظل الاتجاهات المالية الحديثة
	الفصل الثالث : سياسة توزيع الأرباح
82	1- مفاهيم حول سياسة توزيع الأرباح
82	2- التخصيص الأمثل لموارد المؤسسة
84	3- نظرية حياد توزيع الأرباح
86	4- نظريات عدم حياد توزيع الأرباح
86	5- النظريات الحديثة لتوزيع الأرباح
87	6- تطبيقات حول توزيع الأرباح
92	8- عمليات خاصة مع سياسة توزيع الأرباح
	الفصل الرابع: العمليات الخاصة بالمؤسسة: الشركات القابضة ، الاندماج و الاستحواذ
94	1- مفهوم المجموعة و الشركة القابضة
99	2- إعادة شراء مؤسسة مع أثر الرافعة RES و LBO
103	3- العروض العمومية
107	4- الإندماج و الاستحواذ

مقدمة :

تعتبر الموارد المالية هي أول مورد يتم التفكير فيه عند إنشاء المؤسسة الاقتصادية هذه الوارد بفضلها يتم إنشاء أو شراء أو تكوين باقي الموارد العملية والمادية والبشرية فالمؤسسة الاقتصادية تحتاجها عند الإنشاء وعند التجديد وعند التوسعة، كما تحتاجها المؤسسة في فترة الاستغلال ، وبالتالي يستمر الاحتياج لهذه الموارد زمنيا مع استمرارية حياة المؤسسة، وتبحث عادة المؤسسة عن هذه الموارد ذاتيا أو خارجيا ولكن كلما كانت الموارد خارجية كلما فقدت المؤسسة السيطرة والتحكم وكلما كانت أكثر عرضة للمخاطر النظامية والخاصة. وبالتالي فإشكالية هذه المطبوعة هي البحث في موضوع المالية بالمؤسسة والاستراتيجيات المالية لها كسياسات التمويل و توزيع الأرباح ومصادر التمويل بها وأنواعها ومعدل العائد المطلوب واعداد الهيكله ، وسياسات الاندماج و الاستحواذ.... الخ. من المواضيع التي تتعرض لهذه المسألة .

الفصل الأول: تحليل الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية

تمهيد:

يعد موضوع هيكل التمويل من المواضيع المهمة في مجال الإدارة المالية والتي اكتسبت أهمية من خلال تأثيرها وارتباطها بأهداف الإدارة المالية المتعلقة بتعظيم الأرباح (العوائد) و/أو تعظيم القيمة السوقية للسهم وذلك لتعظيم ثروة المالكين وهو الهدف الذي تسعى إلى تحقيقه أغلب المؤسسات. لهذا نسعى من خلال هذا الفصل الغوص في مفهوم المزيج التمويلي انطلاقاً من السياسة التمويلية للمؤسسة و بناء الهيكل المالي، وما هي المصادر التي يمكن أن يتشكل منها وتكلفة كل منهم، كل هذا حتى يكون في مقدور المؤسسة بناء هيكلها المالي المثالي، أي الذي يجعل التكلفة المرجحة للوحدة النقدية من مصادر التمويل المختلفة عند حدها الأدنى وقيمة وقيمة المؤسسة في حدها الأقصى. نتطرق في هذا الفصل إلى ما يلي:

1- سياسة تمويل المؤسسة الاقتصادية

2- تكلفة مصادر التمويل

1- سياسة تمويل المؤسسة الاقتصادية

ولما كان التمويل من أهم الوظائف في المؤسسات ووجب على عاتق إدارة المؤسسة، أن يكون لها سياسة تمويلية بما يضمن اختيار أفضل تشكيلة تمويلية بالشكل الذي يعظم عوائدها الاستثمارية. ولهذا سنتناول في هذا المبحث العناصر التالية، التمويل، سياسة التمويل، وهيكل التمويل.

1-1- مفهوم التمويل :

التمويل هو أحد أهم مواضيع السياسة المالية للمؤسسة والتي لا تخرج غالباً عن سياسة التمويل الذاتي أو توزيع الأرباح أو الاستدانة أو فتح رأس المال، وهنا سنتناول تعريف التمويل وأهميته.

• تعريف التمويل:

التمويل هو كافة الأنشطة والأعمال التي يقوم بها الأفراد والمؤسسات والقائمة على أسس علمية، للبحث عن أحسن الطرق لتوفير الموارد والمبالغ المالية¹، من أجل التغطية الكاملة لاحتياجات المشروع سواء من الداخل أو الخارج، وبالكمية والنوعية الملائمة²، أي هو السبل لبناء رؤوس الأموال لإنشاء المشاريع أو التوسع فيها سواء كانت عامة أو خاصة³، وكذا تغطية مصاريفها الاستغلالية، وذلك انطلاقاً من اختيار أفضل مصادر التمويل من حيث التكلفة والمخاطرة وحسن استخدامها لبناء طاقات إنتاجية للسلع والخدمات كفيلة بإعطاء قيمة مضافة وبالشكل الذي يعظم القيمة النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلاً (العوائد)⁴.

¹ رابع خوني و رقية حساني، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، الطبعة الأولى، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، 2008، ص ص 95 - 96.

² الحجازي عبيد علي احمد، مصادر التمويل، دار النهضة، بيروت، لبنان، 2001، ص ص 11 - 12.

³ أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم، عنابة، الجزائر، 2008، ص 24.

⁴ فورد ستون بوجين، التمويل الإداري، دار المريخ، الرياض، السعودية، 1993، ص 20.

ومما سبق يمكن القول أن التمويل هو إتاحة الموارد النقدية والمالية من المصادر الملائمة وبتكلفة مناسبة وقت الحاجة لها، إما توفير السيولة لمعالجة عجز ما، أو تكوين رؤوس أموال لإنشاء مشروع حديث أو التوسع والتطوير، أو بعث النشاط في مشروع كان معطل، سواء كانت مشاريع عامة أو خاصة، وكذلك أداء الأنشطة المختلفة مما يضمن تحقيق الأهداف والبقاء والاستمرارية في السوق وبما يكفل التوازن بين مختلف أطراف المشروع من مستثمرين وعمال ومدربين ومجتمع ومستهلكين.

1-2- أهمية التمويل:

من بين أهميات التمويل:¹

- يساهم في تدعيم النشاط الاقتصادي و ذلك بخلق مشاريع جديدة، و إحياء المعطلة منها.
- مساهمته في تفعيل و تنشيط ميكانيزمات الجهاز المصرفي من خلال حركة رأس المال، وإعطاء الحركة والحيوية الضرورية لتحقيق وتيرة نمو اقتصادي و تنمية شاملة.
- المساعدة المؤسسات على تسوية توازنها المالي ومحافظة على سيولتها وحمايتها من خطر الافلاس والتصفية وتحرير الأموال المجمدة داخل وخارج المؤسسة.²
- هناك مؤشرات تظهر أمام المؤسسة تجعلها تطلب التمويل الجاري أو تنقاد للتمويل متوسط وطويل الأجل وفي الغالب تكون هذه المؤشرات نابعة من طبيعة الإحتياج الواجب تغطيته في المؤسسة:

أ- التمويل قصير الأجل:

التمويل قصير الأجل هو الأنسب لسد حاجات المؤسسة القصيرة الأجل كونه الملائم من حيث القيمة والمدة³، والنابعة في الغالب من نشاطها الاستغلالي كزيادة ونمو الانتاج وتمويل عناصر أصولها المتداولة (زيادة حساب المخزونات...)، أو مواجهة خلل التوازن المؤقت بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة، عندما تكون التدفقات إلى الخارج اكبر، فقد تحتاج المؤسسة إلى مصاريف طارئة أو دفع ثمن صفقات تجارية مفاجئة أو اكتساب خصم تعجيل الدفع أو دفع الضرائب المستحقة مع عدم توفير سيولة كافية تمكنها من القيام بذلك، ومن الطبيعي أن تلجأ المؤسسة إلى الائتمان التجاري أو المصرفي قصير الأجل، عندما تكون حاجتها إلى النقدية حاجة طارئة وغير دائمة⁴. بهذا تضمن المؤسسة عدم تعطل نشاطها فهذا نوع من التمويل يعد المحرك الأساسي للعمليات الجارية⁵. ومن الأسباب الذي تجعل المؤسسة تلجأ إلى إلى هذا النوع من التمويل بدل غيره:¹

¹ - رابح خوني و رقية حساني، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، الطبعة الأولى، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر،

2008، ص 96.

² بحث حول التمويل، اطلع عليه بتاريخ 2021/02/12 على الساعة 03:22، رابط الموقع:

<https://9alam.com/community/threads/bxhth-xhul-altmuil.1020/>

³ - منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص ص

6 - 7.

⁴ زياد رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1996، ص 124.

⁵ نور الدين خبابة، الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1997، ص 467.

- صغر نسبة المخاطرة لقصر فترة هذا النوع من القروض.
 - ربما قلة المخاطر في هذه القروض تأثر على تكلفتها (أقل تكلفة).
 - قلة المخاطر تجعل هذا النوع من القروض متوفر (اقبال المستثمرين عليه - أي مانحيه)
 - أحيانا يكون مجاني كما هو الحال في الائتمان التجاري (الشراء بالأجل) طالما هناك احترام لشروط التعاقد.
 - أحيانا احتياج المؤسسة للتمويل يكون موسمي أو طارئ، لهذا التمويل قصير الأجل هو الأنسب.
- ب- التمويل متوسط وطويل الأجل:**
- هدف هذا النوع من التمويل هو تغطية الحاجات متوسطة وطويلة الأجل المرتبطة بالنشاطات الاستثمارية، كالحصول على وسائل ومعدات انتاج، أراضي ومباني صناعية وتجارية وإدارية...، ونجد أن المؤسسات تسعى للتمويل طويل الأجل بغرض تحقيق ما يلي:²
- تمويل شراء الأصول الدائمة والاستثمارات الرأسمالية والتوسعات طويلة الأجل ذات العمر الطويل.
 - تمويل الجزء الدائم من رأس المال العامل، على أن يتم تمويل الجزء الآخر بخليط من السحب على المكشوف والتمويل قصير الأجل.
 - وتلجا المؤسسات إلى هذا النوع من القروض على أساس عدة مبررات نذكر منها:
 - عدم إمكانية التمويل بالأسهم سواء العادية أو الممتازة والسندات.
 - سرعة توفير هذا النوع من التمويل خاصة إذا كانت الشركة تتمتع بسمعة جيدة، أما التمويل بالأسهم فيحتاج، إلى وقت كبير.³
 - ضعف السوق المالي واحتمال عدم قدرة المؤسسة على تمويل نفسها عن طريق الأسهم.
 - يعتبر أقل تكلفة مقارنة بالأسهم لأنها أقل مخاطرة منها.
 - الميزة الضريبية للأموال المقترضة.⁴
 - عدم تأثير التمويل بالاقتراض على المركز التنافسي لكبار المساهمين في الشركة.

3-1- مفهوم سياسة التمويل

تعتبر سياسة التمويل من أهم السياسات التي توليها المؤسسة الاقتصادية اهتمامها ورغبة منا في إثراء الموضوع سنتطرق في هذا المطلب لثلاث عناصر كما يلي تعرف سياسة التمويل أهدافها ومحدداتها ومراحلها.

1-3-1- تعريف سياسة التمويل:

هي الخطوات والطريقة المنتهجة من قبل الإدارة القائمة على نشاط التمويل في المؤسسات، والتي تمكنه من تحديد أمثل طريقة يجب اعتمادها في تمويل مختلف نشاطات واحتياجات المؤسسة⁵ و إتاحة كافة الشروط والمعايير التي تسمح بإجراء مفاضلة موضوعية بين قنوات التمويل المتاحة لبناء الهيكل المالي

¹ عدنان هاشم، أساسيات الإدارة المالية، مطبعة الزهراء، بغداد، العراق، 1997، ص 264.

² محمد سويلم، الإدارة المالية في ظل الكوكبية، دار الهاني للطباعة، المنصورة، 1997، مصر، ص 423.

³ عاطف وليم اندرواس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص 387 .

⁴ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن،

ص 172.

⁵ steve lumby – chris jones, **corporate france theory and practice**, homson–london, 2003,

الذي ترغب فيه المؤسسة وترى أنه يتماشى ووضعها المالي لتحقيق أهداف المؤسسة المحددة بواسطة إستراتيجيتها المالية والتي ترمي غالبا إلى تدنية تكلفة المزيج التمويلي في سبيل تعظيم قيمتها وعوائده. ومنه نقول أن سياسة التمويل هي القرار المتعلق بنوع التمويل الذي ستعتمده المؤسسة لتمويل نشاطها الاستغلالي أو الاستثماري المحددان في إستراتيجية المؤسسة بعد تحديد مختلف أنواع التمويل المتاحة و المفاضلة بين هذه المصادر باستعمال مجموعة من المعايير بحيث يحقق قرار التمويل هدف المؤسسة في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة بتخفيض التكلفة و تعظيم المردودية وتقليل المخاطر.

4-1- أهداف سياسة التمويل:

لسياسة التمويل عدة أهداف:¹

1-4-1- تمويل الاستثمارات ودورة الاستغلال: أحيانا المداخل المتوفرة تكون غير كافية لتغطية مصاريف دورة الاستغلال أو الاستثمار، هنا أهمية سياسة التمويل من خلال البحث مصادر التمويل سواء من طرف المساهمين أو البنوك أو الدولة أو المصالح العمومية (إعانات) الجيدة إضافة للبحث عن كيفية تسديد تلك المصادر.

2-4-1- ضمان مستوى من السيولة: يغطي الالتزامات المالية للمؤسسة ويحميها من مخاطر التوقف عن الدفع والإفلاس.

3-4-1- تعظيم المردودية: تسعى السياسة التمويلية تعظيم العوائد انطلاقا من خلال خفض تكاليف التمويل.

4-4-1- محاولة زيادة حجم المؤسسة واكتسابها قوة و تحقيق النمو: لا يقدر حجم المؤسسة من الناحية المالية برقم الأعمال أو القيمة المضافة أو بحجم الاستثمارات بل بالمجموع العام لهذه العناصر الذي يمثل قيمة المؤسسة و يختلف هذا التقييم بين المسيرين و المساهمين.

أ. بالنسبة للمساهمين: يجب تحقيق المؤسسة لحجم معين لكي تكون ذات مردودية بحيث يشكل حجمها شرطا لقبانها سواء امتلكوا جزءا أو معظم أسهمها لأنها تمثل دليل على استقرار مداخلهم و ذمتهم و لذلك فهم يعتمدون لتعظيم حجم المؤسسة وتحقيق نمو خارجي و تنويعه للتقليل من خطره، فمقياس القوة في اقتصاديات المديونية هو حجم الأصول الصافية للمؤسسة بينما في اقتصاديات الأسواق المالية هو القيمة السوقية في البورصة و ليس القيمة المحاسبية.

ب. بالنسبة للمسير: كلما كان الثقل المالي للمؤسسة أكبر كلما:

- سهل للمسير تحقيق معدل مردودية مرغوب للمستثمرين.

- ابتعاد المؤسسة عن زيادة رأسمالها.

5-4-1- التأقلم مع المحيط المالي: يفرض المحيط المالي على المؤسسة مجموعة من القيود و التهديدات كما يمكن أن يتيح فرص لذا لا بد على سياسة التمويل التأقلم مع مكونات المحيط المالي بالتشخيص الجيد لمحيط المؤسسة المالي و مكوناته المختلفة مما يتيح لها استغلال الفرص و تجاوز التهديدات.

5-1- مراحل إعداد سياسة التمويل:

يمكن إعداد سياسة التمويل من خلال المراحل التالية:¹

¹ - محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة

من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، مالية مؤسسة، جامعة محمد خيضر: بسكرة،

الجزائر، 2015/2016، ص ص 98 - 99.

1-5-1- تحديد احتياجات التمويل:

تحدد المؤسسة المؤسسة احتياجاتها المالي بدقة وأي يكمن العجز فيها حتى يسعها اختيار القناة التمويلية الموافقة لذلك، وأول مرحلة في هذه النقطة هو النظر إذا الاحتياج متعلق بدورة الاستغلال أو الاستثمار للمؤسسة، وهل احتياج طارئ أو جرى التعرض له مسبقا...

1-5-2- تحديد أنواع مصادر التمويل الممكنة:

بعد تحديد المؤسسة لحاجتها من الأموال تأتي مرحلة البحث عن قناة التمويل المتاحة أمامها والممكن الحصول عليها (مصدر داخلي، خارجي، سوق النقد، السوق المالي...الخ)، لتغطية حاجة النشاط المراد تمويله.

1-5-3- المفاضلة بين مصادر التمويل:

بعد أن حدد المؤسسة لاحتياجاتها بطريقة مدروسة، وفي المقابل عينت من أي في وسعها الحصول على الأموال يأتي الآن تحديد أي من تلك الطرق هو الأنسب أي ينبغي المفاضلة بينها وفق عدة معايير أهمها: التكلفة، المردودية والمخاطرة.

1-5-4- التفاوض مع الجهات الممولة:

قد سبق وحدد المؤسسة للجهة التي ستقرضها، الآن أمامها تحدي آخر وهو الدخول في مفاوضات معها، سواء كانت هذه الجهة بنك حيث يجب الإتفاق حول شروط القرض (أصل القرض - فائدته - أجله، وكفالاته)، كما قد تكون هذه الجهة هم مساهمين سواء كانوا مرتقبين فمساهمتم في حصة رأس مال المؤسسة الطارحة للأسهم لا يكون إلى بعد تفاوض كالاتفاق على عاندهم، كما قد يكونوا مساهمين حاليين هم المساهمين الموجودين الحائزين على نسبة من رأس المال للمؤسسة و يمتلكون عدد معين من الأسهم، تتفاوض المؤسسة مع حيث قد تدخل معهم المؤسسة في تفاوض من أجل إحتجاز توزيعاتهم لأغراض تمويل الإحتياج مقابل مثلا منحهم أسهم جديدة مكافئة لها...الخ.

5- اختيار مصادر التمويل و الحصول عليها:

بعد مرور إدارة المؤسسة المكلفة بالتمويل وإعداد سياسته بكامل المراحل السابقة لم يبقى أمامها الآن الحصول على مواردها المالية وتعبئتها وتوظيفها أحسن إستغلال، والشروع في تنفيذ إستراتيجية المؤسسة وتمويل احتياجاتها ومشاريعها التي ينبغي أن تحقق من ورائها مردودية اكبر مما يؤدي لتعظيم ثروة المساهمين وقيمة المؤسسة.

1-6- مفهوم هيكل التمويل

لا يقتصر عمل المدراء الماليين على مجرد التعرف على مصادر الأموال، بل أن يحصل عليها بأفضل الشروط و أن يشكل المزيج من الأموال الذي يترتب عليه أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة، و يعرف هذا المزيج بالهيكل المالي، حيث يرتبط الأداء المالي للمؤسسة بمدى قدرتها على تشكيل التوليفة المثلى و مدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بوتيرة تكافئ دوران أصلها الاقتصادي بما يضمن تشكيل الثروة، و الرفع من معدل النمو، و بالتالي قيمة المؤسسة بشكل عام.

1-6-1- تعريف هيكل التمويل وهيكل رأس المال:

¹ - محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة

من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، مالية مؤسسة، جامعة محمد خيضر: بسكرة،

الجزائر، 2016/2015، ص 93.

بالحديث عن التمويل الذي تعتمده المؤسسات يبرز مفهومين شائعين وجب التفرقة بينهما:

• الهيكل المالي (Financial Structure):

يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة، فالهيكل المالي هو توليفة من مصادر التمويل، أو مزيج من حقوق الملكية (الأموال الخاصة): وهي تلك المساهمات التي يساهم بها ملاك المؤسسة مقابل حصولهم على حقوق معينة، والديون: وهي حصول المؤسسة على مبلغ والاستفادة منه وذلك بإبرام عقد تلتزم به بسداد ذلك المبلغ للهيئة المعنية¹، والتي اختارتها المؤسسة لتمويل من ضمن ما هو متاح ويمكن من موارد أمامها لتمويل استثماراتها وموجوداتها، ويشكل هيكل التمويل الجانب الأيسر من المركز المالي أي الميزانية العامة (المالية) أي جانب الخصوم والموارد وسواء كانت طويلة الأجل أو قصيرة.²

• هيكل رأس المال (Capital Structure):

والذي يعرف بالتمويل الدائم للمؤسسة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل، وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال يعتبر جزءاً من الهيكل المالي للمؤسسة.³ ويمكن إبراز العلاقة بينهما من خلال المعادلة التالية:⁴

المزيج التمويلي (Financing Mix) = أجمالي المطلوبات

هيكل التمويل = هيكل رأس المال + المطلوبات المتداولة

في حالة التمويل الذاتي تكون المؤسسة أمام ما يعرف باسم تكلفة الأموال الخاصة أو تكلفة حقوق الملكية، إذ أن هذا المصدر من التمويل يمثل ملكية في رأس مال المؤسسة، وهي بالتالي على علاقة بالأرباح المتوقعة من طرف المساهمين، وعليه فالمؤسسة معرضة لمخاطرة تحقيق مردودية مساوية على الأقل لما هو متوقع من طرفهم، أما حال التمويل بالاستدانة للمؤسسة هنا المؤسسة في وضع مخاطرة، لأنها ملزمة بدفع تكاليف الأموال التي حازت عليها على سبيل الاستدانة مهما كانت مردودية تلك الأموال عندئذ نقول أن المؤسسة أمام ما يسمى بتكلفة الاستدانة.

¹ عماد عبد الحسين دلول ومحمد فوزي مهدي، الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة (دراسة تحليلية لعينة مختارة من المصارف العراقية)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، (العدد 99، المجلد 23)، تخصص الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، 2016/11/13، ص 318.

² إسلام فيصل أحمد، أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العاملة الأردنية وعلى سياستها في توزيعات الأرباح (دراسة اختيارية)، مذكرة الماجستير، كلية الأعمال، قسم المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، كانون الأول/ 2012/2011، ص 12.

³ محمد صالح الحناوي وجلال العبد، الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 320.

⁴ عادل حاتم ناصح، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق لأوراق المالية للفترة (2004 - 2011)، مجلة العلوم الاقتصادية، (العدد 27، المجلد 10)، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة البصرة، العراق، تشرين الثاني 2014، ص 87.

يتضح مما سبق أن لكل نمط من التمويل درجة مخاطرة و تكلفة تمويل معينين، وعليه يتوجب على المؤسسة حسن اختيار هيكلها المالي في ضوء العائد المطلوب و الخطر الممكن قبوله، الذي يندرج ضمن السياسة المالية للمؤسسة.¹

1-6-2- الهيكل المالي الأمثل والمستهدف:

ونتطرق فيه إلى:

• الهيكل المالي الأمثل OPTIMUM CAPITAL STRUCTURE:

يقصد بأمثلية الهيكل المالي للمؤسسة مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين مختلف مصادر التمويل المتوفرة بالشكل الذي يجعل تكلفتها في أدنى حدها الممكن، وجعل قيمتها وأدائها في أقصى مستوياتها، أي هو خلق مزيج متجانس من الديون و حقوق الملكية بما يكفل التوازن بين العوائد والمخاطر (كخطر عدم السداد مثلا) وبطريقة تعظم عوائد المساهمين (قيمة الأسهم) والعوائد على الأصول الاقتصادية.²

يتبين لنا أن أمثلية الهيكل المالي تدور حول الموازنة بين تلك المخاطر المتعلقة بتسديد أعباء الاستدانة، وبين العوائد والأرباح المتحققة من الوفورات الضريبية الناشئة عن الاستدانة وما تحققة من انخفاض في تكلفة رأس المال، كما أن سعي الإدارة نحو الأمثلية يكون بعدم تقليل الاستدانة حتى لا تحرم المؤسسة من الوفر الضريبي ومن جهة أخرى عدم الإفراط في اللجوء إلى الديون حتى لا تقع المؤسسة في خطر الإفلاس.

• الهيكل المالي المستهدف The Target Financial Structure:

لو نظرنا إلى الهيكل المالي لعدد كبير من المنشآت لوجدنا اختلافات كبيرة في مكونات هذا الهيكل فهناك من يعتمد على أموال الملكية بدرجة كبيرة وهناك من يعتمد بدرجة أكبر على الأموال المقترضة وهذا يتوقف على ظروف كل منشأة.

لا توجد طريقة تحدد بدقة المبلغ المطلق من كل مصدر وتحديد القيمة المثلى من كل مجموعة من مجموعات المصادر التمويلية المتاحة وليس هناك تحديد معدل أمثل لنسبة المديونية إلى حق الملكية وهذا يعني أنه لا يوجد هيكل مالي أمثل للتمويل بل هناك التمويل المستهدف وهو ما يجب أن تحافظ المؤسسة على وجود هيكلها داخل حدوده وذلك بهدف تعظيم القيمة السوقية وتخفيض التكاليف الحدية للتمويل لذا يفضل استخدام مصطلح هيكل التمويل المناسب وهو الهيكل الذي يعمل على تحقيق التوازن بين عناصر هيكل التمويل وبين عناصر الأصول بما يضمن تدبير احتياجات المنظمة المالية بأقل تكلفة وعبء مالي

¹ دادن عبد الغاني، و آخرون، مداخلة بعنوان "دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و الرفع المالي كاستراتيجية للنمو الداخلي" الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطويرها في الاقتصاديات المغاربية، الجزائر، 2003، ص 02 .

² محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، مالية مؤسسة، جامعة محمد خيضر: بسكرة، الجزائر، 2016/2015، ص 170 - 171.

مع الحد من المخاطر المالية وتقليل أثرها على نمو المنظمة إلى جانب تعظيم الأرباح السنوية وتحقيق معدل تزايد الأموال المستثمرة.¹

1-7- العوامل المحددة لهيكل المالي

عندما تقرر المنشأة نوعية الأصول التي ترغب في اقتنائها أو المشاريع التي تهدف إلى إنجازها، فإنها تقيم مختلف مصادر التمويل المختلفة في ضوء الاعتبارات التالية:

أ- العوامل الداخلية:

و من بين هذه العوامل ما يلي:²

- **معدل نمو المبيعات في المؤسسة ودرجة استقراره:** إيجابية هذه المؤشرات بالنسبة

نمو رقم أعمال المؤسسة وحفاظه على ذلك على الدوام يمنحها مرونة كبيرة بسبب الهوامش الربح التي تحققها، حيث يسعها استخدام مواردها الذاتية ومحجوزاتها...، وحتى التمويل عن طريق القروض وغيرها لا يشكل خطر كبير لها، حيث يسعها مواجهة التزاماتها، لهذا يمكن القول أن هناك علاقة مباشرة وطرديّة بين نسب الاقتراض واستقرار المبيعات والمردودية.³

- **معدل النمو:** تكمن قيمة المؤسسة وثروة مالكيها في القيمة الحالية للفوائد التي تنتجها الأصول الموظفة من جهة، ونموها من جهة أخرى، حيث هذا النمو يصاحبه تزايد في الاحتياجات وهنا غالبا تفضل المؤسسة اللجوء للاقتراض كونه أقل كلفة من جهة ولها قدرة على مواجهة من جهة أخرى.

- **هيكل الأصول وقيمة الأصل الضامن:** حيث أن المانحون للانتمان (المقرضون) غالبا ما يكون مقرون بطلب ضمانات من المؤسسة المقترضة (وغالبا ضمانات تكون هي موجودات المؤسسة) لهذا يجب مراعاة نسب الهيكل (وحجم المؤسسة)، فأى من الأصول يمكن استخدامها كضمان للقرض.

- **اتجاهات رجال الإدارة:** هنا المقصود هو المورد البشري في المنظمة والذي نعني به المديرين والمسيرين والذي يصب تحديد سلوكه بدقه في اختيار وسائل التمويل أو تعميم الأحكام لكن غالبا يكون مضبوط بأمرين، الأول هو التحكم و السيطرة على إدارة المنشأة، والثاني هو الخطر، فعليهم (المسرين) الموافقة بين مصالحهم ومصالح الملاك.⁴

السيطرة: Degree Of Control: غالبا ما يحرص أصحاب المنشأة على المحافظة على سيطرتهم على المنشأة غير منقوصة مما يجعلهم يعزفون عن استخدام أموال الملكية لزيادة رأس مال الشركة التي تأدي لخلق ملاك جدد ويتوجهون للاستئانة.

¹ سعيدة بورديمية، التسيير المالي، مطبوعة جامعية، قسم علوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945: قالمة، الجزائر، 2015/2014، ص 77 .

² بكاري بلخير وضيف أيوب، محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة "دراسة تطبيقية لعينة عاملة في قطاع الخدمات بولاية ورقلة للفترة (2011 - 2014)"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، (العدد 1، المجلد 10)، مخبر التمويل، مالية المؤسسة ومالية الأسواق، جامعة أحمد دراية: أدرار، الجزائر، 2017، ص 594 - 595.

³ بكاري بلخير وضيف أيوب، مرجع سبق ذكره، ص 594.

⁴ بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار "دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة في فلسطين"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية: غزة، فلسطين، أغسطس 2005، ص 41 - 45.

المخاطرة The Risk: المقصود بالخطر هنا هو مخاطر عدم الوفاء (**المخاطر المالية**) وهو احتمال عدم قدرة المنشأة على الوفاء بالالتزامات تجاه أصحاب الأموال، وما يترتب على عدم قدرتها هذه من نتائج قد تكون مصيرية بالنسبة للمنشأة، خاصة إذا كانت الأموال مقترضة، والعسر المالي الناتج عسرا حقيقيا.

- **التكلفة Costing:** تكلفة أدوات التمويل لها تأثير هام عند تحديد نوع الورقة المالية (أسهم ممتازة، عادية أو سندات...) التي تناسب تغطية الحاجة لتمويل معين في المؤسسة، و يمتد تأثيرها إلى درجة إمكانية تغيير الهيكل المالي.

- **الملائمة Matching:** بين الاستخدامات ومصادر التمويل من حيث الأجل والقيمة، لكن هذا يتوقف على السياسة المالية التي تتبعها المؤسسة [السياسة المطابقة (المثلى)].

- **المرونة Financial Flexibilit:** المقصود بالمرونة الإمكانية والحرية في إرجاع الأموال إلى أصحابها عند عدم الحاجة إليها أو استبدال مصادر الأموال لكن هذا غير صالح مع جميع أدوات التمويل (مثل الأسهم العادية).

- **تركيبية رأس المال:** تفيد تركيبية رأس المال من الخيارات المطروحة أمام المنشأة فمثلا اذا كانت نسبة الديون مرتفعة فقد لا تستطيع المنشأة طرح السندات، ولا بد لها من بيع الأسهم والمهم أن تحتفظ المؤسسة بنسبة متوازية من مصادر التمويل المختلفة.

- **سيولة الأصول:** ترجع أهميته إلى أثره في تحديد إستحقاقات الدين، وكذلك نسبة الديون في هيكل التمويل، إذ أنه كلما زادت درجة سيولة الأصول كلما أمكن الاعتماد على القروض بنسبة أكبر لأنه كلما كانت الأصول أقل سيولة كلما كانت أقل مرونة في خدمة القرض بالإضافة لمدى سهولة أو صعوبة رهن الأصل أي إذا كانت الأصول المتاحة للمؤسسة تصلح لإستخدامها كضمان للأصل.

- **التدفقات النقدية:** يرتبط استقرار التدفقات النقدية ارتباطا وثيقا بتحديد المقدار الأمثل من القروض الذي ينتج عنه الوضع الأمثل لحملة الأسهم، مما يستلزم تحليل التدفق النقدي لمعرفة التدفقات النقدية الخارجة المترتبة على أعباء خدمة القرض، وما مدى قدرة التدفقات الداخلة على تغطيتها، وذلك لتجنب الوقوع في دائرة العسر المالي¹.

- **التوقيت Timing:** وهو ذو صلة مباشرة بالعوامل السابقة، بحيث يجب استخدامات المصدر الملائم في الوقت المناسب، مع متابعة مختلف التغيرات ومواكبتها في الوقت الضروري لذلك، " إن توقيت الحصول على الأموال أمر مهم جداً، والمقصود به مراعاة حركة الاقتصاد من ركود وإقتصاد " - سنتطرق لهذا في العناصر الموالية².

ب- المحددات الخارجية للهيكل المالي:

على مؤسسة العمل على التكيف معها فقط :

- **الدورات التجارية:** تتسم الدورة التجارية بوجود فترتين - فترة كساد و فترة رواج:

- فإن كان الإقتصاد يمر بنهاية مرحلة الركود ويتجه نحو مرحلة الانتعاش: فإنه من الأفضل أن يتم التمويل بأموال الاقتراض، وذلك لأن أسعار الفائدة تكون متدنية وأن المنشأة مقبلة على مرحلة ازدهار تستطيع فيها سداد الفوائد والأقساط بكل سهولة، إضافة لميزة الوفر الضريبي المصاحبة لهذا المصدر،

¹ - السعيد فرحات جمعة، جاد الرب عبد السميع، " الإدارة المالية و البيئة المعاصرة"، المكتبة العصرية، مصر، 2001، ص ص 254 - 255.

² أحمد العلي، أثر الرفع المالي على السيولة والربحية دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة البعث، (العدد 01، المجلد 40)، سوريا، 2018، ص 83.

وكذلك ستستفيد من انخفاض القيمة الشرائية للنقود في حالة الازدهار بسبب عوامل التضخم التي ستسود آنذاك، فتقوم بسداد أموال قوتها الشرائية أقل من القوة الشرائية للأموال التي اقتترضتها.

- أما في حالة كون الاقتصاد يمر بنهاية فترة الازدهار ويتجه نحو الركود: فإنه من المستحسن أن تستعمل المنشأة أموال الملكية (إصدار أسهم جديدة) لتمويل حاجاتها وذلك لأن الأسهم لا ترتب على المنشأة أية التزامات ثابتة، كما تفعل السندات أو القروض وكذلك فإنه في مرحلة الازدهار تكون أسعار الفوائد عالية لذلك يكون من الأفضل عدم الاقتراض، كما أن أسعار الأسهم تكون مرتفعة نسبياً بسبب الازدهار، والإقبال على شرائها يكون كبيراً لذلك يكون من السهل على المنشأة التمويل بأموال الملكية في ظل مثل تلك الظروف.

- **ظروف أسواق رأس المال و توفر الأموال من مصادرها المختلفة Availability:** هنا تتدخل عوامل خارجة على إرادة الشركة في اختيار مصدر التمويل يجعلها تخضع لحركات الاقتصاد والسوق المالية بشكل عام، حيث يركز على مدى توافر الأنواع المختلفة من الأموال من عدمه في الأسواق المالية (يمنحها مجال من المفاضلة بين البدائل)، مثلاً عدم إقبال المستثمرين على أسهمها المصدرة، أو طلب المؤسسة لقرض قيمته ليس في وسع الممول... الخ، هذا يحد من مصادر الأموال أمام المؤسسة.

- **اتجاهات المقرض:** إن اتجاهات و آراء المقرض تلعب دوراً في غاية الأهمية في تحديد الهيكل المالي للمنشأة، فيلاحظ في غالبية الأحوال أن المنشأة تناقش هيكلها المالي مع المقرض المحتمل و تعطي وزناً كبيراً لرأيه، وكثيراً ما يرفض المقرض الزيادة غير الطبيعية في نسب الإقراض لأن ذلك معناه تهديد مصالحة في المنشأة¹.

- **الوفر الضريبي:** من العوامل التي تشجع المؤسسة على الاقتراض (استخدام التمويل المقرض) هو ما تحققه من مزايا ضريبية **The Firm's Tax Position**، الناتج عن ظهور الفوائد في قائمة الدخل حيث أن فوائد هذه القروض تعتبر مصاريف تخصم من الدخل قبل حساب الضريبة²، لهذا يراعى السياسة الجبائية ومعدلات الضريبة وإذا كانت المؤسسة خاضعة أو معفية من الضريبة.

- **التقلبات الموسمية:** إذ يتوجب على المؤسسة الملائمة بين مصدر التمويل و طبيعة استخدامها، مثل إذا كانت مبيعات المؤسسة فصلية يفضل قروض قصيرة.

- **درجة حساسية المبيعات للدخل القومي:** إذ كانت الصناعة من النوع الذي تتسم مبيعاته بالحساسية لتغيرات الدخل القومي، فإنه يتعين عدم التماهي في الإقتراض طويل الأجل، لأنه قد يرجع بنتائج عكسية على دخل الملاك، فضلاً عن احتمال تعرض المؤسسة لمخاطر عدم السداد و من ثم يكون التمويل الذاتي و الإقتراض قصير الأجل أكثر قبولاً لمواجهة حالات التوسع و الانكماش.

- **دورة حياة الصناعة:** يختلف شكل الهيكل المالي للمؤسسة باختلاف المرحلة التي تمر بها الصناعة، فنجد مثلاً مرحلة الانطلاق يفضل الاعتماد على الأسهم العادية بسبب زيادة مخاطر الفشل المالي، أما في

¹ بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار " دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة في فلسطين"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية: غزة، فلسطين، أغسطس 2005، ص ص 41 - 45.

² بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار " دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة في فلسطين"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية: غزة، فلسطين، أغسطس 2005، ص ص 41 - 45.

مرحلة النمو يزداد الاهتمام بعامل المرونة للتأكد من إمكانية الحصول على الأموال عند الحاجة إليها... الخ.، والنضج و التدهور يفضل استخدام الموارد الذاتية وتجنب القروض خاصة طويلة منها.

- **المنافسة:** إن المقدرة على خدمة الديون تتوقف على ربحية المنشأة و على حجم المبيعات، وكلاهما يتأثر بعنصر المنافسة والتي تتوقف على طبيعة الصناعة أو القطاع الذي تنتمي له المؤسسة، وهل سهل على المنشآت الجديدة الدخول لسوقها أو لا.

- **طبيعة المؤسسة القانونية:** يتأثر الهيكل المالي باختلاف طبيعة المؤسسة القانونية، إذ تميل المؤسسات الفردية و شركات الأشخاص إلى عدم الاعتماد على القروض، خوفا من مخاطر عدم السداد التي قد تصل إلى الممتلكات الخاصة للملاك، وفقا لمبدأ المسؤولية غير المحدودة، أما شركات المساهمة فإنها تكون أكثر قدرة على الاعتماد على القروض طويلة الأجل من غيرها من الأشكال القانونية الأخرى، و ذلك بسبب استمرارها و عدم ارتباط بقائها ببقاء الملاك، الذين يفضلون معيار الأمان على معيار الدخل.

- **طبيعة عمل المنشأة:** تقيد طبيعة العمل الذي تمارس فيه خيارات التمويل، فمثلا هناك بعض المنشآت التي لا تملك الكثير من الموجودات الثابتة لرهنها أو لبيع السندات لضمانها مثل البنوك أو الشركات أو شركات التأمين والشركات المالية، وبالتالي قد تكون مثل هذه المؤسسات مجبرة على اصدار الأسهم بدلا من السندات.

- **حجم المؤسسة :** يعتبر هذا العامل وثيق الصلة بالطبيعة القانونية، لأنه في الغالب تكون المؤسسات الفردية و شركات الأشخاص ذات حجم صغير نسبيا و ذلك بالمقارنة مع شركات الأموال التي تكون ذات أحجام كبيرة نسبيا.

حيث أشارت العديد من الدراسات إلى أن لحجم المؤسسة تأثير على نسبة الاقتراض داخل الهيكل المالي، وقد قدمت هذه الدراسات عدة أسباب لوجود علاقة إيجابية بين حجم المؤسسة والمديونية، أولهما أن احتمالات الإفلاس تنخفض في المؤسسات ذات الحجم الكبير، كما أن المؤسسات الكبيرة تملك الإمكانيات أكثر في اللجوء إلى الأسواق المالية وتستطيع الاقتراض بشروط أيسر وتنوع مصادر التمويل، على عكس المؤسسات صغيرة الحجم تعتمد على التمويل قصير الأجل أو أموالها الخاصة بشكل أساسي.

- **عمر المؤسسة:** المرحلة الزمنية التي تعيشها المؤسسة تؤثر على صورتها ومصداقيتها لدى الجهات الممولة، بسبب أن درجة الخطر التي تتعرض لها المؤسسة تتأثر بمراحل حياتها .

2- تكلفة مصادر التمويل

نتطرق من خلال هذا المطلب إلى بعض التعاريف الخاصة بتكلفة رأس المال، وهذا بهدف الإلمام بمفهومها كما نتطرق لأهميتها والعناصر المؤثرة فيها:

1-2- تعريف تكلفة الأموال Cont of financing:

هناك عدة تعاريف ونقتصر في البحث التعاريف الآتية:

تكلفة رأس المال هي الحد الأدنى الواجب تحقيقه من المشاريع الاستثمارية للمحافظة على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة دون تغيير،

* تعريف تكلفة الأموال من المنظور الرياضي والاقتصادي:

- **منظور رياضي:** يرى أن تكلفة الأموال أنها المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة.

- **ومنظور اقتصادي:** يعرف تكلفة الأموال على أنها هي معدل المرودية المفروض (Exigé) على الأصول الاقتصادية التي تم تمويلها عن طريق كل من الأموال الخاصة والديون و تحقيق معدل عائد أكبر من هذا المعدل يؤدي إلى تحسن الحالة المالية لأصحاب المؤسسة مع زيادة القيمة السوقية للمؤسسة، بينما تحقيق معدل أقل من هذا الحد الأدنى يؤدي إلى عكس ذلك

* تكلفة الأموال و القرارات المالية:

تستدعي التمييز بين مفهومين أساسيين لها وهما: التكلفة الصريحة و التكلفة الضمنية.

- **التكلفة الصريحة لرأس المال:** التكلفة الصريحة لرأس المال هي معدل الخصم الذي يساوي بين القيمة للتدفقات النقدية الداخلة من الأموال الإضافية المستخدمة في تمويل الاقتراح الاستثماري، و بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الإضافية الخارجة، و هذه التدفقات الخارجة قد تتمثل في مدفوعات الفوائد و سداد أصل القرض أو نصيب الأسهم من الأرباح، و تستخدم المعادلة العامة التالية لحساب التكلفة الخاصة لرأس المال:¹

$$I_0 = \sum_{t=0}^n \frac{Q_t}{(1+K)^t} \quad \text{I}_0 \rightarrow \frac{Q_1}{(1+K)^1} + \frac{Q_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{Q_n}{(1+K)^n}$$

I_0 : صافي التدفقات النقدية الداخلة في الفترة 0.

Q_t : التدفقات النقدية الخارجة في الفترات 1، 2، ...، n.

K : التكلفة الظاهرة لرأس المال.

يتضح من المعادلة أن التكلفة الظاهرة هي معدل العائد الداخلي للتدفقات النقدية للفرصة التمويلية.

- **التكلفة الضمنية لرأس المال:** التكلفة الضمنية لرأس المال هي تكلفة الفرصة البديلة، وهي معدل العائد على الاستثمارات الأخرى المتاحة أمام المشروع بالإضافة إلى الاستثمار الذي تم أخذه في الاعتبار، لهذا يمكن تعريف التكلفة الضمنية بمعدل العائد الخاص بأفضل فرصة استثمارية للمشروع و مساهميه.

رغم كثرة التعاريف المتعلقة بتكلفة رأس المال وتعددتها، إلا أن هذه التعاريف تتفق على أن معدل تكلفة رأس المال هو ذلك المعدل الأدنى الواجب تحقيقه من الاستثمار. فتكلفة الأموال من حيث قياس المرودية، أساسا معياريا لمقارنة جودة مصادر التمويل المتوفرة، حسب تكلفة كل مصدر تمويلي أو وفق تكلفة إجمالية متوسطة للأموال، أما بالنسبة للمساهمين فهي معدل المرودية الواجب المحافظة عليه، حتى لا تتعرض الأسهم أو الأرباح المتوقع الحصول عليها إلى الانخفاض.

2-2- أهمية تحديد تكلفة الأموال:

¹ شرابي باية كتنز، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة - حالة عينة من المؤسسات الجزائرية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة، جامعة الجزائر 3، الجزائر، ص 53.

تأتي أهمية دراسة كلفة رأس المال من طبيعة الموارد المالية التي تتصف بالندرة وارتفاع أهميتها النسبية في تكاليف المشروع، وهذا يتطلب اختيار وتخصيص الموارد المتاحة بأسلوب امثل لتحقيق أهداف المشروع

حيث نذكر من الأهمية ما يلي:¹

- إن حساب تكلفة الأموال لكل عنصر من عناصر التمويل سوف تمكن الإدارة المالية من اختيار أنسب تلك المصادر من ناحية التكلفة.
- تعتبر تكلفة الأموال أحد معايير قبول أو رفض المشروعات الاستثمارية و تستخدم كمعيار للمفاضلة بين عدة بدائل استثمارية و تحديد مدلولاتها إضافة إلى دوره في قرارات الأسعار.
- إن العديد من القرارات المالية من ضمنها تلك القرارات المرتبطة بإيجاد الموجودات و إعادة تمويل السندات و سياسة رأس المال العامل، يستخدم حسابا دقيقا لتكلفة الأموال.
- في اتخاذ قرارات الموازنة فان خصم التدفقات النقدية يتم بالاعتماد على تكلفة الأموال كمعدل خصم تخصم به التدفقات النقدية و حساب صافي القيمة الحالية أو معدل العائد الداخلي.
- إن تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة كهدف استراتيجي للإدارة المالية يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات المؤسسة من ضمنها الأموال بحدودها الدنيا، و لذلك و لغرض تخفيض تكلفة الأموال فان المنطق يتطلب حسابها.

2-3- العوامل التي تؤثر في تكلفة الأموال:

تتأثر تكلفة الأموال بعدد من العوامل بعضها يخرج عن نطاق سيطرة المؤسسة، فيما يقع البعض الآخر تحت سيطرة المؤسسة:²

أولا- العوامل التي لا تخضع لسيطرة المؤسسة:

- **مستوى أسعار الفائدة:** إذا كانت أسعار الفائدة السائدة في الاقتصاد الوطني تتجه للارتفاع فإن تكلفة التمويل تزيد لأن المؤسسات ستكون مضطرة لدفع معدلات فائدة أعلى للمقرضين وحملة السندات. ولا يقتصر تأثير ارتفاع الفائدة على القروض والسندات فقط بل يؤدي أيضا إلى رفع تكلفة كل من الأسهم الممتازة والأسهم العادية وذلك طبقا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (سنتطرق له لاحقا).
- **معدلات الضرائب:** تؤثر أسعار الضرائب على تكلفة الأموال ومن تم على التكلفة الوسطية المرجحة فهي تؤخذ في الاعتبار عند احتساب تكلفة الاقتراض، كما أن مستوى الضرائب يؤثر بطريقة أخرى على

¹ شرابي باية كزرة، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة - حالة عينة من المؤسسات الجزائرية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة، جامعة الجزائر 3، الجزائر، ص 56.

² غنية بوربيعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة الماجستير، تخصص علوم التسيير، مالية مؤسسات، جامعة الجزائر 3: الجزائر العاصمة، الجزائر، 2011 - 2012، ص 67.

تكلفة الأموال، فإذا قررت الحكومة مثلا تحديد معدلات منخفضة للضرائب على الأرباح الرأسمالية عن المعدلات المقررة على الربح الدوري، فإن هذا يعطي أفضلية للتمويل بالأسهم العادية، حيث يؤدي ذلك الإجراء إلى تخفيض تكلفة الأسهم بالمقارنة بتكلفة الاقتراض، الأمر الذي ينعكس على الهيكل المالي المستهدف للمؤسسة، حيث تتجه المؤسسات نحو مزيد من التمويل باستخدام الأسهم العادية والأرباح المحتجزة في مواجهة التمويل بالاقتراض.

ثانيا- العوامل التي تخضع لسيطرة المؤسسة:

تتعدد العوامل التي تخضع لسيطرة المؤسسة وتؤثر على هيكلها المالي، لعل أهمها ما يلي:

- سياسة الشركة بشأن الهيكل المالي: افترضنا حتى الآن أن للمؤسسة هيكل مالي مستهدف وأنها استخدمت أوزان مكونات وعناصر هذا الهيكل لتحديد التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال، غير انه يمكن للمؤسسة أن تغير من هيكلها المالي بشكل يغير أيضا من تكلفة الأموال وكما سلف الذكر، فإن تكلفة الاقتراض بعد الضريبة تكون أقل من تكلفة التمويل باستخدام حقوق الملكية. فإذا قررت المؤسسة استخدام المزيد من القروض والأقل من الأسهم العادية، فإن هذا يغير من الأوزان النسبية لمصادر التمويل داخل الهيكل التمويلي بشكل يخفض من التكلفة المتوسطة المرجحة للهيكل المالي.

- سياسة التوزيعات: تمثل الأرباح المحتجزة الرصيد المتراكم للأرباح التي لم يتم توزيعها على المساهمين، وتبعاً لذلك فعند مستوى معين من الأرباح المحققة فإن ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة يؤدي إلى انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة بشكل قد يعرض المؤسسة لنقطة الانكسار حيث لا تكفي الأرباح المحتجزة لتمويل احتياجات المؤسسة من الموارد الإضافية اللازمة لتنفيذ الاستثمارات الجديدة، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال.

2-4-4- تكلفة أموال الخاصة:

تكلفة الأموال الخاصة هي معدل المردودية المطلوب أو المتوقع من طرف المساهمين في المؤسسة فحملة الأسهم يسعون للحصول على عائد ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من استثمارات أخرى لها نفس درجة المخاطرة وهو ما يطلق عليه تكلفة الفرصة البديلة.

2-4-4-1 قياس تكلفة أموال الخاصة:

أولا- نموذج تسعير الأصول المالية:

- مفهوم النموذج: Capital asset pricing model CAPM Sharpe(1964)

يمكن استخدام نموذج توازن الأصول الرأسمالية (Modèle d'équilibre des actifs financiers) MEDAF لتحديد تكلفة أموال الملكية، حالة تقييم مردودية الاستثمارات المتوقعة وذلك بالأخذ بعين الاعتبار المخاطرة، وذلك انطلاقاً من تحديد التكلفة الواجب دفعها مقابل استخدام خالي من الخطر للأموال، أو بعبارة أخرى العائد الذي يحصل عليه المستثمرين في أصول مالية خالية من المخاطر وهذا نجده متمثل في السندات الحكومية وأذونات الخزنة التي تتميز بدرجة خطر منخفضة جداً، مضافاً إليه علاوة مخاطرة (β Beta) تعكس مستوى المخاطر المصاحبة لهذه الورقة المالية والذي يساوي علاوة

الخطر للسوق المالي¹، وتختلف هذه العلاوة من سهم لآخر ومن مؤسسة لأخرى، وكذلك تتغير حسب القطاعات.

وبما أن الأمر يتعلق بتقديرات احتمالية للمستقبل فإنه يتم استعمال الأمل الرياضي، لذلك تحسب المردودية المتوقعة وفق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية²:

$$E(R_X) = R_F + \beta \times [E(R_m) - R_F]$$

$E(R_m)$: متوسط عائد الأسهم المتداولة في السوق (معدل عائد السوق وهو عائد للمحفظة التي تضم جميع المؤسسات ممثل في متوسط عائد الأسهم المتداولة).

$[E(R_m) - R_F]$: علاوة (بدل) المخاطرة ويختلف بدل المخاطرة من ورقة مالية إلى أخرى بسبب عوامل السيولة وفترة الاستحقاق ومخاطرة عدم السداد ومخاطرة تقلبات العوائد والقابلية للتسويق... الخ.

$E(R_M)$: الأمل الرياضي لمردودية السوق المالي (عائد للمحفظة التي تضم جميع المؤسسات).

$E(R_X)$: الأمل الرياضي لمردودية السهم X (تكلفة).

R_F : مردودية الأصل بدون مخاطرة، يتحدد هذا المعدل أساسا بسعر الفائدة على الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة، وبالذات أذونات الخزينة و أوراق مالية قصيرة الأجل خالية من الخطر كليا و لذلك فان سعر الفائدة منخفض جدا مقارنة بأسعار الأوراق المالية الأخرى.

- حيث أن الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين يساوي معدل المردودية الخالي من الخطر R_F بالإضافة إلى علاوة الخطر $[E(R_m) - R_F]$.

β : معامل بيتا (beta Coefficient, β_i)، مقياس لخطر السوق (المخاطر المنتظمة)، ويقصد بمعامل بيتا معدل التغير في عائد السهم لكل وحدة واحدة من التغير في العائد من السوق، أي ذلك المعدل الذي يقيس درجة حساسية التغير في العائد من الأصل (السهم) للتغير في العائد من السوق.

- ويشار إلى أن أسهم الشركات التي يكون لها معامل (β) عالي (أكبر من واحد) سوف تكون عوائدها حساسة أكثر اتجاه تذبذب عوائد الأسهم بالسوق.³

¹ محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016/2015، ص 175.

² محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016/2015، ص 175.

³ مدحت إبراهيم الطراونه، قياس تكلفة الأموال في منشآت الأعمال، قسم إدارة الأعمال، (العدد 17)، جامعة مؤتة، الأردن، جوان 2002، ص ص 11 - 12.

في الصيغة السابقة، يمكن استخراج المخاطرة النظامية أو مخاطرة السوق β ، أو كما تسمى بينا السوق (Market beta)، التي تصاغ كما يلي:¹

$$\beta_i = \frac{[\text{COV}(R_m, R_X)]}{\text{VAR}(R_m)} = \frac{\text{COV}(X, m)}{(\delta_m)^2} = \frac{\text{التباين المشترك بين عوائد السوق وعوائد الأصل المالي}}{\text{تباين معدل مردودية السوق}}$$

نلاحظ أن تكلفة أموال الملكية (الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين) هي تكلفة الأوراق المالية الخالية من المخطر (معدل العائد الخالي من المخاطرة) R_f ، مضافا إليها علاوة الخطر المتمثلة في $\beta [E(R_m) - R_f]$ ، وهي علاقة خطية بين COV الورقة المالية والسوق كما برهن عليها كل من Sharp et Lintner.²

- مزايا وعيوب النموذج تسعير الأصول الرأسمالية: لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية ميزتان أساسيتان: فالأولى تعديل للمخاطرة، أما الثانية فإن النموذج ينطبق على المؤسسات التي لا يكون فيها نمو أرباح السهم ثابتا وبذلك، فإن النموذج يطبق على نطاق واسع من المؤسسات.

إلا أنه يطرح الإشكالات والمصاعب التالية:

أ- يفترض النموذج بأن المستثمرون يفضلون التعرض لنسبة أقل من المخاطرة للحصول على معدل العائد المتوقع، وإذا تعرض المستثمرون إلى درجة ما من المخاطر فسوف يفضلون العوائد الأعلى دون الأقل، لكن قد يحدث العكس في البورصة، فالنموذج يرفض المستثمرون الذين يقبلون عوائد قليلة مقابل التعرض لمخاطر كبيرة.

ب- يفترض النموذج أن العائد على الأصول توزع بشكل عشوائي ونسب متغيرة، ولكن العوائد غالبا ما توزع بشكل طبيعي.

ج- باستخدام هذا النموذج، فإن المستثمرين لهم نفس الإمكانية للحصول على المعلومات وأن جميعهم يوافقون على العائد المتوقع على الأصول.

د- لا يستطيع النموذج أن يوضح اختلاف وتباين عوائد الأسهم.

ن- يقوم النموذج بتجاهل الضرائب وتكلفة المعاملات التجارية.

ر- يفترض النموذج أنه بالإمكان تقسيم وتجزئة كل الأصول إلى صغيرة لا نهائية وأنه يمكن امتلاكها والتعامل بها في السوق.

¹ غربي حمزة ويدروني عيسى، العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 01، العدد 02، جامعة المسيلة، الجزائر، 2019، ص 151.

² Nathalie Mourgues, *Financent et coût du capital de l'entreprise*, Economica, paris, 1993, P 115.

ك- يفترض النموذج بأن المستثمرين الأفراد ليس لديهم أي تفضيلات في الأصول أو الأسواق سوى العلاقة بين العائد والمخاطرة.

س- يعتمد تقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على المعلومات التاريخية، لكن ليس دائما ما يكون المستقبل امتدادا للماضي.

د- إلى جانب صعوبة الحصول على المعلومات التي يتطلبها النموذج، مثل صعوبة تقديري معامل β ، صعوبة تقدير متوسط عائد السوق، لذا في حالة عدم الحصول على مثل هذه المعلومات الضرورية يتعذر تطبيق نموذج MEDAF.

لهذا يمكن الحصول على تكلفة الأموال من خلال نماذج أخرى:

ثانيا- النموذج المحاسبي (نموذج التوزيعات):

- **تعريف النموذج:** كما لها عدة تسميات منها نموذج التدفقات النقدية المخصومة أي القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية Dividend- Yield-plus-Growth- Rate Approach، كما تسمى هذه الطريقة نماذج الاستحداث (Modèles actuariels)، وتقوم بحساب معدل المردودية وذلك من خلال العوائد المتوقعة للأسهم، لكن في الواقع يصعب تقدير الأرباح المتوقعة في المستقبل بدقة، بسبب كون المدة غير محددة.¹

وفق هذا النموذج إن تكلفة مصدر التمويل المملوك سواء كان سهم عادي أو ممتاز الذي بحوزة مساهم في السوق، يحدد في شكل معدل يحسب على أساس عوائد الأسهم العادية مضافا إليها معدل النمو السنوي المتوقع للتوزيعات، والصيغة الرياضية لهذا النموذج هي كالآتي:²

$$P_0 = \sum_{i=1}^n D_i(1+g)^{-i} + P_n(1+K_e)^{-n}$$

حيث:

P_0 : القيمة السوقية للسهم عند بداية الفترة 0.

D_i : توزيعات الأرباح (العوائد) المتوقعة في نهاية الفترة.

P_n : قيمة السهم في الفترة n.

g : معدل النمو السنوي المتوقع للتوزيعات.

K_e : تكلفة الأموال الخاصة (الأرباح المحتجزة): معدل المردودية المطلوب من المساهمين

¹ محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015/2016، ص 173.

² Josette Pilverdiere, latreyet, **Finance d'entreprise**, 6^{eme} édition, édition economica, paris, 1993, p.332.

ولتبسيط هذا النموذج افترض قوردن وشابيرو (Gorden et Shapiro) أن الأرباح يمكن أن تتزايد كل سنة بمعدل متوسط (g):¹
ونبسط هذه العلاقة كما يلي:

$$0 \longrightarrow 1 \longrightarrow 2 \longrightarrow 3 \dots \longrightarrow n$$

$$0 \longrightarrow D_1 \longrightarrow D_1(1+g) \longrightarrow D_1(1+g)^2 \dots \longrightarrow D_1(1+g)^{n-1}$$

$$P_0 = D_1(1+K_e)^{-1} + D_1(1+g)^1(1+K_e)^{-2} + D_1(1+g)^2(1+K_e)^{-3} + \dots + D_1(1+g)^{n-1}(1+K_e)^{-n}$$

$$P_0 = D_1(1-t)^{-1} \frac{(1+g)^n(1+t)^{-n-1}}{(1-g)(1+t)^{-n-1}} = D_1 \frac{(1+g)^n(1+t)^{-n-1}}{(g-t)}$$

عندما يؤول n إلى ما لا نهاية، $(1+g)^n(1+K_e)^{-n}$ يؤول إلى 0، حيث $g < K_e$ وبالتالي:

$$P_0 = D_1 \frac{1}{K_e - g}$$

ومنه يكون معدل المرودية والذي يمثل تكلفة السهم بالعلاقة التالية:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_e - g}$$

$$P_0(K_e - g) = D_1$$

$$P_0 K_e - P_0 g = D_1$$

$$P_0 t = D_1 + C_0 g$$

$$K_e = \frac{D_1 + P_0 \times g}{P_0} = \frac{D_1}{P_0} + \frac{g}{P_0} = \frac{D_1}{P_0} + g$$

$$K_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

حيث معدل نمو توزيعات الأسهم (g) تحسب وفق المعادلة:²

$$g = r_{\text{réinvestis}} \times R_f$$

حيث: $r_{\text{réinvestis}}$: معدل الأموال المعاد استثمارها من قبل المؤسسة الاقتصادية.

R_f : المرودية المالية المتوقعة للسهم.

وتسمى هذه المعادلة بمعادلة (Gorden et Shapiro - 1962). أو نموذج تقييم الحصة.³

- **مزايا وعيوب النموذج:** لطريقة تقييم أرباح السهم عدة مزايا وسلبيات، فمن مزاياه أنه سهل الاستخدام، لكن هناك عدد من المشاكل العملية المرتبطة به، فالنموذج ينطبق على المؤسسات التي تدفع أرباح السهم فقط، وهذا يعني أن النموذج عديم الجدوى في كثير من الحالات، ثم إذا كانت المؤسسة تقوم بتوزيع أرباح

¹ محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015/2016، ص 173.

² الحجازي عبيد علي أحمد، مصادر التمويل مع شرح لمصدر القروض وبيان معاملته ضربيا، دار النهضة العربية، حلب، سوريا، 2001، ص 30.

³ مدحت إبراهيم الطراونه، قياس تكلفة الأموال في منشآت الأعمال، قسم إدارة الأعمال، (العدد 17)، جامعة مؤتة، الأردن، جوان 2002، ص ص 12 - 13.

السهم، فإن النموذج يفترض بثباته وهو غير محقق دائما، كما أن من سلبيات النموذج أيضا هو إهمال أثر المخاطر في حساب التكلفة.

ثالثا- نموذج التقدير على أساس المخاطرة: كما يعرف بنموذج العائد الخالي من المخاطرة أو نموذج مكافئ المديونية Dividend- Yield-plus-Growth- Rate Approach يستند هذا لنموذج على أساس طبيعة العلاقة بين تكلفة قروض المنشأة وبين أسهمها العادية، ويعد من الأساليب التي تعتمد على التقديرات الذاتية، حيث أن المحلل يقوم بتقدير تكلفة الأسهم العادية بالغالب عن طريق إضافة علاوة المخاطرة والتي تنحصر في الغالب بين 3 % و 5% من معدل الفائدة على مديونية المؤسسة طويلة الأجل، ويتم استخدام

المعادلة التالية في أسلوب عائد السند زائد علاوة المخاطرة لتقدير التكلفة:¹

$$K_s = \text{Bond yield} + \text{Risk premium}$$

تكلفة السهم = عائد السند + علاوة المخاطرة

2-4-2- تكلفة مختلف اشكال الاموال الخاصة :

انطلاقا من النماذج الثلاث يمكن توضيح كيف يمكن تقدير كلفة تمويل كل مصدر من مصادر التمويل الخاصة كما يلي:

أولا- تكلفة الأسهم:

لكل مصدر من مصادر التمويل تكلفة خاصة به، ومن خلال هذا الفرع نحاول التطرق إلى التكلفة الخاصة بأهم مصدر من مصادر أموال الملكية، وهي الأسهم ولما كانت الأسهم تتنوع ما بين أسهم عادية وأخرى ممتازة، سنستعرض تكلفة كل نوع منهما على حدى.

- تكلفة الأسهم العادية:

تشمل تكلفة الأسهم العادية الجديدة على عمولات الإصدار، مصاريف التسجيل والاكنتاب... الخ، ومن الممكن أن يتم طرح هذه الأسهم في بداية الأمر بسعر أقل من قيمتها لضمان نجاحها، هذا ما يجعلها أكثر تكليفا من استخدام الأرباح المحتجزة (التمويل الذاتي)²، ضف إلى ذلك توزيعات الأرباح التي يطالب بها حملة الأسهم العادية متى حققت المؤسسة نتائج ايجابية. ولايجاد تكلفة الأسهم العادية نتبع العلاقة التالية:³

$$K_C = \frac{D_1}{P_0(1-F_0)} + g$$

K_C : تكلفة الأسهم العادية.

¹ سعيدة بورديمة، التسيير المالي، مطبوعة دروس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، الجزائر، 2014/2015، ص 75.

² سيد الهواري، الاستثمار والتمويل، مكتبة عين الشمس، مصر، 1980، ص 213.

³ عبيد علي أحمد حجازي، مصادر التمويل مع شرح لمصدر القروض وبيان كيفية معاملته ضريبيا، دار النهضة، حلب، سوريا، 2001، ص 30.

D_1 : الأرباح المتوقعة لكل سهم عادي.

P_0 : القيمة السوقية للسهم العادي.

F_0 : مصاريف الإصدار للسهم العادي.

g : معدل النمو في مقسوم الأرباح (توزيعات) الأسهم العادية.

- تكلفة الأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم الممتازة كما سبق وأن ذكرنا من المصادر التمويلية المهجنة بين أموال الملكية وأموال الاستدانة، وتعرف تكلفة الأسهم الممتازة: هو معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الأسهم الممتازة حتى يمكن الحفاظ على الإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية دون تغيير.

حيث أن المعدل المطلوب عبارة عن توزيعات السهم الممتاز الواحد أي حصة السهم الممتاز من الأرباح مقسوما على صافي قيمة السهم الذي تحصل عليه المؤسسة¹، وعليه فإن تكلفة الأسهم الممتازة تساوي:

$$K_{ps} = \frac{D}{P(1-F_0)} \times 100$$

K_{ps} : تكلفة الأسهم الممتازة.

D : عائد السهم الممتاز.

P : السعر الاسمي للسهم الممتاز.

F_0 : نسبة نفقات الإصدار.

ثانيا- تكلفة الأرباح المحتجزة:

الأرباح المحتجزة هي أرباح تحققت غير أن المؤسسة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على حملة الأسهم وذلك بهدف تمويل استثمارات مختلفة، وحيث أن هدف الإدارة المالية هو تحقيق مصالح الملاك فإن المؤسسة لا ينبغي أن تحتجز هذه الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع على استثماره يساوي على الأقل معدل العائد على الاستثمار في فرصة بديلة متاحة للمساهمين ولذلك يستلزم قياس تكلفة هذا العنصر من مصادر التمويل².

وعلى اختلاف الاعتقاد السائد بأن الأرباح المحتجزة أموال مجانية لا تكلفة لها، فإن لهذا النوع من التمويل تكلفة (من وجهة نظر حملة الأسهم) الذين حرّموا من هذه التوزيعات، والعوائد التي كان من الممكن

¹ رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الميسرة للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997، ص 158.

² محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015/2016، ص 175.

حصولهم عليها إذا ما استثمروها في مشاريع بديلة¹، من جهة أخرى يمكن النظر إلى تكلفة الأرباح المحتجزة على أنها، معدل العائد الواجب تحقيقه من طرف المؤسسة عند استثمارها لهذه الأموال في مشاريع أخرى، والذي يجب أن يساوي على الأقل العائد الممكن الحصول عليه من طرف حملة الأسهم لو أنهم قاموا باستثمار هذه التوزيعات.²

إن كلفة التمويل بالأرباح المحتجزة تعد كلفة ضمنية تساوي التمويل بالملكية (الأسهم العادية) لأن الأرباح المحتجزة هي جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين. و بالتالي هي حق من حقوق المساهمين حيث أن البديل عن احتجاز الأرباح دفع قيمتها نقدا للمساهمين من الناحية العملية، وبصورة عامة أن كلفة الأرباح المحتجزة أقل من كلفة التمويل بالأسهم العادية لسببين:

- 1- إن الأرباح الموزعة تخضع للضريبة على الدخل و عند احتجازها لا تخضع للضريبة.
- 2- إن إعادة استثمار الأرباح الموزعة من قبل المساهمين أنفسهم يخضع لعمولة الوسطاء أي عند إعادة الاستثمار عن طريق شراء أوراق مالية في السوق المالي سيدفع المساهمون مبلغ إلى الوسطاء عند تنفيذ عمليات الاستثمار، بينما عندما تقوم المؤسسة بالتمويل بالأرباح المحتجزة فإنها لا تخسر عمولة الوسطاء. إن هذا معناه أن التمويل باستخدام الأموال المتركمة من الأرباح المحتجزة أقل كلفة من التمويل بالأسهم العادية لاستبعاد كلفة الضريبة و العمولة المشار إليهما. ويمكن احتساب كلفتها بالمعادلة التالية:

$$K_R = K_C (1-T) (1-B)$$

K_R : تكلفة الأرباح المحتجزة.

K_C : تكلفة التمويل بالملكية (الأسهم العادية).

T: معدل ضريبة على دخل المساهمين.

B: معدل عمولة الوساطة.

2-5- تكلفة المديونية :

تلجأ المؤسسات الاقتصادية عادة إلى الاقتراض في حالة عدم كفاية أموالها الخاصة، حيث إن تكلفة الاقتراض Cost Of Debts سواء تعلق الأمر بالقروض البنكية أو القروض السندية والقروض التجارية تتمثل في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمقرض، أي معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة عن طريقها، حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم بدون تغيير.

حيث يمكن القول بوجه عام بأن تكلفة التمويل الخارجي أقل من تكلفة التمويل الداخلي وذلك لسببين رئيسيين:³

أ- إن تكلفة إصدار الأسهم العادية أو الممتازة والتي تتحملها المؤسسة تكون عادة مرتفعة نظرا لترتيب أصحاب الأسهم عادة في آخر الترتيب عند عملية توزيع العوائد وتحملهم لمخاطر أكبر.

¹ سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 1997، ص 306.

² جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة 1، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، 1987، ص 209.

³ محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015/2016، ص 173.

ب- يحقق التمويل الخارجي للمؤسسة المقترضة مزايا ضريبية باعتبار الفوائد المدفوعة على القروض تكاليف يتم خصمها من الوعاء الضريبي، بينما لا تحقق الأسهم هذه الميزة
2-5-1- تكلفة الاقتراض طويل ومتوسط الأجل:

إن حساب تكلفة الاقتراض تفرض علينا التمييز بين التكلفة الظاهرة والتكلفة الحقيقية للقرض:

أولا- التكلفة الظاهرة للقرض:

تكلفة الاقتراض الظاهرة هي المعدل الذي يحقق تساوي القيم الحالية لمجمل التدفقات النقدية المتعلقة بالقرض والقيمة الصافية للمبلغ المقترض المتاح للمؤسسة.¹

من خلال التعريف السابق يمكن حساب التكلفة الظاهرة للقرض وذلك وفقا للمعادلة الآتية:

- تسديد فائدة كل سنة وفي السنة الأخيرة تسديد أصل القرض : تحسب تكلفة القرض كما يلي:

$$E = F_t \frac{1-(1+K_d)^{-n}}{K_d} + K_t (1 + K_d)^{-n}$$

بحيث:

E: صافي متحصلات الأموال المقترضة أي قيمة القرض أو قيمة السند مطروحا منها مصروفات التعاقد أو مصروفات الاصدار.

Ft: الفائدة السنوية.

Kd: معدل الفائدة السنوية بعد التعديل الضريبي

Kd = معدل الفائدة الاسمي x (1 - الضريبة).

Kt: أصل القرض.

- حالة إرجاع أصل القرض دفعة واحدة عند نهاية الفترة التعاقدية:

$$P_0 - F_0 = \frac{(iP + F_1)}{(1+K_d)^1} + \frac{(iP + F_2)}{(1+K_d)^2} + \dots + \frac{(iP + F_n + R)}{(1+K_d)^n}$$

P: القيمة الاسمية للسند أو القرض.

P₀: سعر الإصدار.

F₀: مصاريف إصدار السند أو القرض والمتمثلة في مصاريف الاستثمار والإعلان عن إصدار سندات جديدة أما في حالة القروض البنكية تكون مصاريف الإصدار عادة أقل وتتمثل في مصاريف دراسة ملف طلب القرض، ومصاريف الرهن.

F₁ ... F_n: مصاريف متنوعة دورية تتعلق بالقرض.

R: قيمة القرض التي ينبغي سدادها عند تاريخ الاستحقاق.

i: معدل الفائدة.

¹ Nathalie Mourgues, **Financent et coût du capital de l'entreprise**, Economica, paris, 1993, P 61.

- حالة إرجاع أصل القرض في شكل أقساط متساوية تزامنا ودفعات الفوائد:

$$P_0 - F_0 = \frac{(iP_1 + F_1) + R_1}{(1+K_d)^1} + \frac{(iP_2 + F_2) + R_2}{(1+K_d)^2} + \dots + \frac{iP_n + F_n + R_n}{(1+K_d)^n}$$

$P_1 \dots P_n$: القيم المتبقية من أصل القرض في حوزة المؤسسة المقترضة.

$R_1 \dots R_n$: الأقساط المتساوية لأصل القرض.

ثانيا- التكلفة الحقيقية للقرض:

لا تختلف التكلفة الظاهرة عن التكلفة الحقيقية للقرض، إلا في كون هذه الأخيرة تأخذ بعين الاعتبار الوفر الضريبي المتوقع من خصم تكاليف الاقتراض من الوعاء الضريبي، وذلك وفقا لمعظم التشريعات الضريبية المعمول بها في العالم، حيث تصبح تكلفة الاقتراض الحقيقية تساوي إلى:

$$P_0 - F_0 = \frac{(iP + F_1)(1-t)}{(1+K_d)^1} + \frac{(iP + F_2)(1-t)}{(1+K_d)^2} + \dots + \frac{(iP + F_n)(1-t) + R}{(1+K_d)^n}$$

t: هي معدل الضريبة.

2-5-2- تكلفة الاقتراض قصيرة الأجل:

كما ذكرنا سالفًا أنه يضم الائتمان التجاري والمصرفي:

أولا- تكلفة الائتمان التجاري:

يعتبر الائتمان التجاري مصدر تمويل مجاني في حالة غياب الخصم النقدي أو في حالة قيام المؤسسة بسداد قيمة مشتريها خلال فترة الخصم، غير أنه يعد وسيلة تمويل مرتفعة التكلفة إن لم تتمكن المؤسسة من دفع ما عليها خلال فترة الخصم. وتعتمد تكلفة الائتمان التجاري على شروط المورد والتي يميزها بندين أساسيين هما معدل الخصم النقدي الممنوح وترة التمتع بالخصم النقدي وعليه فإن تكلفة الائتمان التجاري ترتبط بشكل جوهري بالعقد المبرم بين المورد والزبون.

ثانيا- تكلفة الائتمان المصرفي:

تختلف طرق إيجاد تكلفة القروض قصيرة الأجل، وذلك تبعًا لمعدل الفائدة الاسمي الذي تقرضه البنوك التجارية على المقترضين، وكذا تبعًا للاتفاق المبرم بينهما فمن الممكن أن يقضي الاتفاق بدفع الفائدة بصورة قبلية عن استخدام القرض، أو في شكل أقساط أو بشكل بعدي أي يوم استحقاق هذا القرض:

- **تكلفة القرض قصير الأجل في حالة الدفع القبلي للفائدة:** يقضي الاتفاق المبرم بين البنك والمقترض في هذه الحالة أن يدفع المقترض الفائدة مسبقًا، أي قبل استخدام القرض، وذلك استخدام القرض، وذلك بخصم مبلغ الفائدة من مبلغ القرق المطلوب مسبقًا بحيث يستلم المقترض فقط الصافي من مبلغ القرض، وهذا ما يجعل معدل الفائدة الفعلية والتي تعتبر تكلفة بالنسبة للمقترض أعلى من معدل الفائدة الاسمي وذلك راجع إلى أن المبلغ الكلي للقرض أكبر من المبلغ الصافي للقرض

(المبلغ الصافي للقرض = المبلغ الكلي للقرض - مبلغ الفائدة) علما أن:

$$100 \times (T-1) \times \frac{\text{مبلغ الفائدة}}{\text{المبلغ الكلي للقرض}} = \text{سعر الفائدة الاسمي}$$

$$100 \times (T-1) \times \frac{\text{مبلغ الفائدة}}{\text{المبلغ الصافي للقرض}} = \text{سعر الفائدة الفعلي}$$

T: معدل الضريبة.

وعليه يمكن التعبير كذلك على تكلفة القرض قصير الأجل في حالة الدفع القبلي للفائدة كما يلي:¹

$$\text{معدل تكلفة القرض قصير الأجل} = \frac{\text{سعر الفائدة الاسمية}}{(1 - \text{سعر الفائدة الاسمية})} \times 100 \times (T-1)$$

2- **تكلفة القرض قصير الأجل في حالة دفع الفائدة في شكل أقساط** يتم الاتفاق في هذه الحالة على أن يرجع المقرض أصل القرض، ويدفع الفوائد على شكل أقساط متساوية، غير أن التسديد التدريجي يعني حدوث انخفاض تدريجي في أصل المبلغ المتاح للمقرض، وهذا يعني انخفاض المبلغ المستخدم فعلا من قبل المقرض بقيمة الأقساط المدفوعة، وعليه نستنتج أن المقرض يستفيد من القرض بكامله قبل دفع القسط الأول، أما بعد ذلك فهو يستفيد من مبلغ متناقص تناسباً والأقساط المدفوعة.

ومن الممكن أن نجد معدل الفائدة الفعلي للقرض قصير الأجل في حالة الدفع بالأقساط كالاتي:

$$\text{معدل الفائدة الفعلي} = \frac{\text{قيمة الفائدة الكلية} \times \text{عدد الدفعات}}{(\text{عدد الدفعات} + 1)} \times 100 \times (T-1)$$

3- **تكلفة القرض قصير الأجل في حالة الدفع بعدي للفائدة:** ينص الاتفاق المبرم بين البنك والمقرض في هذه الحالة على أن تستلم المؤسسة مبلغ القرض الذي طلبته كاملاً، ثم تسدد القرض لاحقاً مع الفائدة المترتبة عليه، وفي هذه الحالة عادة ما يتساوى معدل الفائدة الاسمية والفعلية:

$$\text{معدل الفائدة الاسمية} = \text{معدل الفائدة الفعلية} = \frac{\text{مبلغ الفائدة المدفوع}}{\text{مبلغ القرض الممنوح}} \times 100 \times (T-1)$$

2-5-3- تكلفة القرض الإيجاري:

يتم تسديد تكلفة استخدام الأصل للمستأجر من طرف المؤسسة المستعملة وفقاً لطريقة القرض الإيجاري في شكل أقساط دورية، ويتكون كل قسط من هذه الأقساط من جزأين كالاتي:²

- الجزء الأول: جزء من القيمة الأصلية للأصل محل التعاقد.
- الجزء الثاني: يمثل العائد الذي تحصل المؤسسة المؤجرة، ضف إليه مجمل المصاريف الخاصة بالأصل محل التعاقد التي تتحملها المؤسسة المستأجرة، مثل مصاريف نقل وتأمينه وصيانته في حالة نص العقد على ذلك.

¹ عبد الستار الصباح، سعود العامري، الإدارة المالية أطر نظرية وحالات علمية، دار وائل، عمان، الأردن، 2007، ص 252.

² pascal philipposian, **Le crédit bail et le leasing**, le cassiques, collection finance, SEFI édition, Québec, P P 56-57.

يمكن كذلك التعبير عن تكلفة قرض الإيجار بالمعدل الأدنى الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة، وهو المعدل r الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للاستثمار (الأصل محل التعاقد) مع القيمة الحالية للدفعات (بعد خصم الضريبة) مضافا إليه ما تفقده المؤسسة المستأجرة من وفرات ضريبية في ما يخص الاهتلاكات¹، لأن الأصول المستأجرة لا تسجل في دفاتر المحاسبة للمؤسسة المسأجرة كأصول مملوكة خلال فترة العقد، بالإضافة إلى قيمة إعادة شراء الأصل في نهاية الفترة التعاقدية إذا تم الاتفاق عليه بين الطرفين (المؤجر، المستأجر)، وعله تحسب تكلفة التمويل كما يلي:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{L(1-T)T.A_m}{(1+r)^T} + \frac{Rn(1-T)}{(1+r)^n}$$

V_0 : القيمة الحالية للأصل الذي تمت حيازته عن طريق القرض الإيجاري.

L : الأقساط التي يدفعها المستأجر.

T : معدل الضريبة على أرباح المؤسسات.

A_m : اهتلاكات الأصل محل التعاقد.

Rn : القيمة المتبقية من الأصل في نهاية الفترة التعاقدية (قيمة الحيازة على الاستثمار في نهاية الفترة التعاقدية).

2-6- تكلفة رأس المال :

بعد التطرق لحساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل، يأتي الدور الآن لمعرفة التكلفة الكلية لرأس المال - يقتصر على عناصر التمويل طويلة الأجل فقط: أي الموارد التمويلية الدائمة (متوسطة وطويلة الأجل) -، وحيث إن مصادر هيكل رأس المال في المؤسسة غير متساوية كما أن تكلفة كل مصدر مختلفة عن الأخرى، فلا يمكن استعمال المتوسط الحسابي البسيط لتقدير هذه التكلفة.²

يجب القيام بحساب التكلفة الإجمالية للتمويل لحساب تكلفة رأس المال لأي مؤسسة، والتي هي عبارة عن متوسط التكلفة المرجحة للأموال (**Weighted Average Cost Of Capital**) والمقصود بكلمة المرجحة هو الحصة النسبية لكل عنصر من عناصر هيكل رأس المال، وبالتالي يكون لكل مصدر من مصادر التمويل وزن معين مقابل مصادر التمويل الأخرى³، ويضرب الوزن المرجح لكل مصدر تمويلي في تكلفة هذا المصدر وجمع نتائج هذه العمليات نحصل على التكلفة المتوسطة المرجحة لهيكل رأس المال WACC.

أي مجموع كلف مصادر التمويل مرجحة بالأهمية النسبية لكل مصدر في مساهمته في تشكيل رأس المال.

$$k = K_e \times \frac{CP}{CP+D} + K_d \times \frac{D}{CP+D} \times (1-T)$$

¹ مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 197.

² غربي حمزة ويدروني عيسى، العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة، مجلة الحكمة، المسؤولية

الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 01، العدد 02، جامعة المسيلة، الجزائر، 2019، ص 155.

³ عبد الستار الصباح، سعود العامري، الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية، دار وائل، عمان، الأردن، 2007، ص

K_e : تكلفة مختلف عناصر حقوق الملكية (أسهم عادية + أسهم ممتازة + أرباح محتجزة).

K_d : تكلفة مختلف عناصر مصادر الاستدانة (قروض قصيرة الأجل: إئتمان تجاري أو مصرفي ، قروض طويلة أو متوسطة الأجل: سندات + قروض مصرفية).

$\frac{D}{CP+D}$: تمثل الوزن النسبي للاستدانة في الهيكل المالي ككل.

$\frac{CP}{CP+D}$: تمثل الوزن النسبي للأموال الخاصة في الهيكل المالي ككل.

T: الضريبة على أرباح الشركات.

وباعتبار أن القيمة السوقية للمؤسسة (V) ما هي إلا مجموع الديون مع الأموال الذاتية، أي تكلفة رأس المال تصبح كما يلي:¹

$$k = \frac{D}{V} \times K_d (1-T) + \frac{CP}{V} \times K_e$$

لطالما لكل مصدر تمويلي تكلفة تختلف عن المصدر التمويلي الآخر، يمكن إعتد التكلفة كأهم معيار للحكم على فاعلية مصادر التمويل، حتى أن تكلفة الأموال (تكلفة الهيكل المالي ككل للمؤسسة) تمثل الحد الأدنى لمعدل العائد المقبول على الاستثمارات، فكلما انخفضت هذه التكلفة كلما أثر ذلك على قيمة المؤسسة بالإيجاب، علما أن هذه التكلفة تجمع بين تكاليف كل من مصادر التمويل الخاصة (حقوق الملكية) أو التمويل بالاستدانة، وهي ما يصطلح عليها بالتكلفة الوسطية المرجحة للتمويل، لكن في الغالب يتم اعتماد تكلفة المصادر الدائمة في المؤسسة أي يستثنى مصادر التمويل قصيرة الأجل كأدنى عائد مقبول على الاستثمار وهي ما تسمى بالتكلفة الكلية لرأس المال.

أما الأداة التي يمكن أن تؤثر بها المؤسسة على مزيجها التمويلي هي الرافعة المالية بمعنى يمكن للمؤسسة استخدام الديون التي تعد كأداة تمويلية منخفضة الكلفة بالمقارنة، بسبب خاصية الوفر الضريبي من جهة وقلّة المخاطر التي تتعرض لها على أساس الدائنين من بين أول من يستوفون حقوقهم من المؤسسة، كما في الغالب ديونهم تكون مرهونة وعليها ضمانات من الجهة المستدينة- (العلاقة طردية بين العائد والمخاطر).

ان استعمال المؤسسة للديون وبشكل مدروس ومحسوب أي الموافقة بين العائد والمخاطرة من وراء هذا المصدر التمويلي في الغالب يقود إلى تحسين نتيجة المؤسسة قبل الفوائد والضرائب وهو ما سيكون له أثر جيد على عوائد المؤسسة، سواء مردوديتها على الموجودات أو على أموال الملاك، أو على قيمة المنشأة ككل.

¹ غربي حمزة وبدروني عيسى، العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة، مجلة الحوكمة، المسؤولية

الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 01، العدد 02، جامعة المسيلة، الجزائر، 2019، ص 155.

الفصل الثاني: النظريات المفسرة لهيكل التمويل

تمهيد:

مما سبق استخلصنا أن الهيكل المالي يعبر عن مختلف التوليفات من مصادر التمويل التي يمكن للمؤسسة المفاضلة بينهما، ومن باب الرشادة ان تحسن المؤسسة اختيار هيكلها المالي وهو ما يتطلب ترشيد السياسة المالية للمؤسسة، ويكون اختيار الهيكل المالي المناسب بما يحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة ويخفض التكلفة إلى الحد الأدنى مما يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة.

و تعتبر دراسة العلاقة بين الهيكل المالي وكل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة من اهم القضايا المعاصرة للإدارة المالية، حيث انه منذ أزيد من أربعين عاما يدور جدل بين العلماء والممارسين في مجال الإدارة المالية حول وجود هيكل مالي أمثل من عدمه، وما إذا كان هذا الهيكل المالي يؤثر على قيمة المؤسسة أم لا ويعتبر هذا الجدل المدخل الطبيعي لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات.

ومن الفرضيات من آمن بوجود هذا الهيكل المثالي ومنها من فمد ذلك، ومنها من انطلق من فرض مثالية الأسواق منها غير ذلك، ولذلك خصصنا هذا الفصل لتحليل المقاربات النظرية الأساسية التي درست الهيكل المالي للمؤسسة، وقسمناها إلى ثلاث أصناف فالصنف الأول يتعلق بدراسة الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق ومن بين النظريات نجد مدخل صافي الربح ومدخل صافي الربح التشغيلي، النظرية التقليدية، و نظرية مودكليني وميلر في ظل غياب الضرائب وتكلفة الافلاس، اما الصنف الثاني يتعلق بدراسة الهيكل المالي في ظل عدم كمال الأسواق ومن بين النظريات نجد مودكليني وميلر والضريبة على دخل المؤسسات، نظرية تكلفة الافلاس، ونظرية التسوية، أما الصنف الأخير عبارة عن الهيكل المالي في ظل التيارات الجديدة حيث تضم نظرية الوكالة، نظرية الإشارة، نظرية التسلسل الهرمي للتمويل.

سنحاول من خلال هذا الفصل **التطرق** الخوض في أهم النظريات التي حاولت دراسة أثر الهيكل المالي على تكلفة الأموال والقيمة السوقية للمؤسسات.

ولأجل ذلك قسمنا هذا الفصل لثلاث عناصر ذات علاقة بتلك النظريات من حيث فرض كمال الأسواق التي بنيت عليه أو من حيث الحداثة (أجل التأليف) في تلك النظريات كما يلي:

- 1- هيكل التمويل في ظل سواق مالية كاملة
- 2- هيكل التمويل في ظل عدم مثالية الأسواق
- 3- هيكل التمويل في ظل الاتجاهات المالية الحديثة

1- هيكل التمويل في ظل سواق مالية كاملة

هنا نستعرض مختلف وجهات النظر أو المقاربات التي قامت بدراسة الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق وعلاقته بتكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، بين مؤيدة ومعارضة لوجود هيكل مالي أمثل. والمتمثلة في المقاربات التالية: نظرية صافي الربح، الربح التشغيلي، النظرية التقليدية، ونظرية مودكلياني ومليير في ظل غياب الضريبة و تكلفة الافلاس.

1-1- نظرية الربح الصافي، ونظرية الربح التشغيلي (صافي ربح العمليات)

بعد عام 1952 حين قام أحد المفكرين في مجال الإدارة المالية وهو **David Durand** بعرض أسلوبين لتقييم قيمة المؤسسة من خلال مدى اعتمادها على القروض في تكوين هيكل رأس المال وهما أسلوب صافي ربح **Net Income** وأسلوب صافي ربح العمليات (الربح التشغيلي **Net Operating Income**)، وقد أثار الأسلوبان جدلا شديدا ترتب عليه ظهور اتجاهين من الفكر متناقضين فيما يتعلق بوجود أو عدم وجود هيكل مالي أمثل يترتب عليه تدنيه التكاليف وتعظيم قيمة المؤسسة. وفيما يلي سوف نتناول عرض وتحليل كل من وجهتي نظر كما يلي:

1-1-1- نظرية الربح الصافي **Net Income Theory**:

يرى مؤيدي نظرية الربح الصافي أن الاختلاف في تكلفة مصادر الأموال التي تشكل هيكل رأس المال، سوف تتيح الفرصة للإدارة المالية من خلال تغيير نسبة الرفع إلى زيادة مساهمة التمويل المقترض ذات التكلفة الأقل على حساب مساهمة التمويل الممتلك ذات التكلفة الأكبر.

أي أن مؤيدي هذه النظرية يؤكدون على إمكانية التأثير في القيمة السوقية للمؤسسة وفي تكلفة الأموال المرجحة من خلال التغيير في نسبة الرفع المالي، فزيادة نسبة الرفع المالي سوف تضمن انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة مما يؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة، من أجل تحليل مضامين النظرية، لا بد أولا من عرض ومناقشة الفروض التي تقوم عليها.

أولا- الفرضيات:

وتتمثل هذه الفرضيات فيما يلي:¹

أ- أن الزيادة في استخدام الاقتراض لا يغير من إدراك المستثمرين للمخاطر، ونتيجة لذلك فمعدل العائد المطلوب من قبل الملاك ومعدل العائد على السندات والقروض (معدل الفائدة) تظل ثابتة ولن تتغير بتغير نسبة الرفع المالي.

ب - نظرا لأن الملاك يجمعون صافي الربح بعد الفائدة فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر التي يتعرض لها المقرضين ونتيجة لذلك فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض (الفائدة على السندات) وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمين.

ت - حجم الاستثمار ثابت لا يتغير وهذا يعني ضمنا أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها الهيكل المالي ثابتة، غير أنه ليس هناك ما يمنع المؤسسة من تغيير المزيج الذي يتكون منه هذا الهيكل، ونظرا لأن حجم الاستثمار ثابت لا يتغير هذا يعني أن صافي ربح العمليات ثابت لا يتغير.

ثانيا- تحليل الفرضيات:

يتضمن الاقتراض الأول ثبات تكلفة كل من أموال الملكية وتكلفة الاقتراض، وطالما أن تكلفة أموال الاقتراض أقل من تكلفة أموال الملكية، كما يشير إلى ذلك الاقتراض الثاني فإن زيادة الاعتماد على

¹ محمد صالح الحناوي، نيهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 342.

التمويل المقترض في هيكل رأس المال في مؤسسة ما، يعني في الواقع أنه تم الاعتماد على مصادر أموال رخيصة نسبياً مقارنة بأموال الملاك الأمر الذي سوف يترتب عليه انخفاض التكلفة الكلية للأموال (التكلفة المرجحة)، ونظراً لثبات صافي ربح العمليات بسبب ثبات حجم الاستثمار فإن القيمة السوقية للمؤسسة سوف ترتفع مع كل انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة.¹

ومن التحليل أعلاه يعني أن استمرار الرفع المالي في صياغة هيكل الأموال في المؤسسة يعني استمرار انخفاض تكلفة الأموال المرجحة واستمرار ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، ويعني ذلك - من الناحية النظرية - عند الوصول بنسبة الرفع المالي إلى 100 % في المؤسسة.² ستكون التكلفة المرجحة للأموال في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى، هذا يعني أن القيمة السوقية للمؤسسة سوف تكون في الأعلى عندما تبلغ تكلفة الأموال المرجحة مستوى يساوي تكلفة الأموال المقترضة، ومن المنطق أن يتحقق ذلك عندما تعتمد المؤسسة كلياً على الأموال المقترضة فقط في صياغة الأموال، لكن هذا ما لا يسمح به من الناحية القانونية.

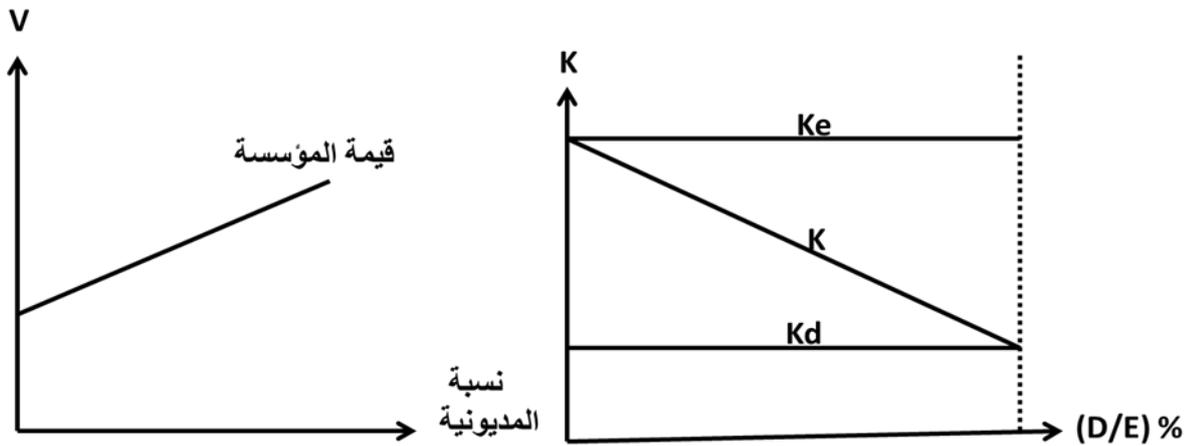
ونتيجة لذلك يرى أصحاب مدخل صافي الربح أن هيكل رأس المال المثالي هو الذي يتضمن أموالاً اقتراضاً فقط.

ولتوضيح المضمون لهذا التحليل النظري سوف نعتمد التحليل الآتي:³
صافي ربح الملاك = صافي ربح العمليات - الفوائد (تكلفة الاقتراض).

$$\frac{\text{صافي ربح الملاك}}{\text{معدل العائد المطلوب}} = \text{القيمة السوقية لحق الملكية}$$

القيمة السوقية للمؤسسة = القيمة السوقية لحق الملكية + القيمة السوقية للقروض.

الشكل رقم (01): العلاقة بين تكلفة رأس المال قيمة المؤسسة وبين الاقتراض وفقاً لمبدأ صافي الربح.



¹ محمد صالح الحناوي، جلال العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 317.

² Jacques Teulie, Patrick Topsacalian, **Finance**, 2^e Edition, Vuibert 1997, P 352.

³ Robert Cobbaut, **Théorie Financière**, Gestion Economica, 04^e Edition, Paris, 1997, P 382.

المصدر: دعاس مصعب، قرار التمويل في إطار محددات الهيكل المالي لمنظمات الأعمال - دراسة أكثر عمقا - (دراسة حالة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية خلال الفترة الممتدة بين (2007 - 2010)، مذكرة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2011-2012، ص 59.

يوضح الشكل رقم (-) أن كل من تكلفة الاقتراض وتكلفة أموال الملاك لا تتغير بتغير درجة الرفع المالي، ويتحقق الهيكل المالي المثالي عندما تعتمد المؤسسة على أموال الاقتراض فقط في تمويل أصولها .

ثالثا- نقد مدخل صافي الربح:

ويعاب على مدخل صافي الربح انه يفترض أن الملاك سوف لا طالبون بعائد إضافي نتيجة الاعتماد المتزايد للمؤسسة على الاقتراض، وهو افتراض غير واقعي إذ من المتوقع أن يصاحب الارتفاع في نسب الاقتراض في هيكل رأس المال ارتفاع في درجة المخاطر التي يتعرض لها الملاك، ومن ثم من المتوقع أن يطالب الملاك بعائد أعلى.¹

و يضاف إلى ذلك افتراض أن تكلفة القروض ستظل ثابتة برغم من الارتفاع في نسب الرفع المالي حيث يتعرض المقرضين لدرجات خطر مرتفعة، فينتقل جزء من المخاطر التي يتعرض لها الملاك إلى المقرضين بزيادة نسب الرفع المالي، خاصة تلك الحالات التي تظهر فيها بوادر مواجهة المؤسسة للعسر المالي.²

1-1-2- مدخل صافي ربح التشغيلي " Net Operating Income Approach " :

يؤكد مؤيدي نظرية صافي الربح التشغيلي (العمليات) (NOI) في صياغة الهيكل المالي إلى أن التغير في الرفع المالي لا يسبب أي تغير في تكلفة الأموال المرجحة (WACC) ولا في القيمة السوقية للمؤسسة والتي تحدد بالقيمة السوقية لحق الملكية زائدا القيمة السوقية للمؤسسة سوف تكون مستقلة عن أي تغيرات في الهيكل المالي وهي أيضا مستقلة عن تأثيرات تكلفة الأموال المرجحة (WACC).

إن المضمون العام لهذه النظرية يشير إلى أن زيادة الرفع المالي أي زيادة حصة التمويل المقترض في هيكل الأموال سوف يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية Financial Risk التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية (الملاك) وبسبب هذه الزيادة في المخاطر فإن الملاك لابد وان يطلبوا معدل العائد المطلوب يمثل تكلفة التمويل الممتلك لذلك فان تكلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع كل زيادة في الرفع المالي.

إن هذا الارتفاع في تكلفة التمويل الممتلك يعوضه الانخفاض في تكلفة التمويل المقترض الأمر الذي يجعل تكلفة الأموال المرجحة ثابتة لا تتغير والقيمة السوقية للمؤسسة ثابتة لا تتغير أيضا.

ولابد من الإشارة إلى أن تكلفة التمويل المقترض سوف تضم متغيرين أساسيين هما:³

1- تكلفة صريحة Explicit، ممثلة بسعر الفائدة.

2- تكلفة ضمنية Implicit، ناشئة عن الزيادة في تكلفة التمويل الممتلك بسبب ارتفاع مستويات الرفع المالي.

التغيرات في هيكل الأموال لا تأثير لها على القيمة السوقية للمؤسسة وأيضا لا تأثير لها على تكلفة الأموال المرجحة الأمر الذي يجعل فكرة وجود هيكل مالي أمثل فكرة غير مقبولة إطلاقا.¹

¹ محمد صالح الحناوي، جلال العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص ص 317 - 323.

² عبد الغفار الحنفي، رسمية زكي قرياقص، الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 194.

³ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 770.

أولاً- الفرضيات:

- والإثبات وجهة النظر أعلاه حول النظرية لا بد لنا من تحديد مجموعة من الفروض التي تقوم وهي:²
- أ - تتحدد القيمة السوقية للمؤسسة ككل بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي تكلفة الأموال المرجحة (WACC)، لذلك ليس من الأهمية تقسيم تلك القيمة بين الاقتراض والملكية.
- ب - يتحدد معدل خصم صافي ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال Business Risk لذلك فإذا ما ظلت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير فإن معدل الخصم (تكلفة الأموال المرجحة) يظل ثابت لا يتغير أيضاً.
- ت - إن زيادة مستويات الرفع المالي من خلال الحصول على قروض بطرح سندات وحيث يعتبر مصدر تمويل منخفض التكلفة يترتب عليه زيادة في درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية لذلك فإن المزايا الناجمة عن الاعتماد على القروض (السندات) تضع نتيجة مطالبة الملاك بمعدل عائد أعلى لتعويضهم عن المخاطر الإضافية التي يتعرضون لها، الأمر الذي يجعل تكلفة التمويل الممتلك متصاعدة كلما زادت مستويات الرفع المالي.
- ث - إن معدل الفائدة على القروض ثابتة.
- ج- لا توجد ضريبة على دخل المؤسسات.

ثانياً- تحليل الفرضيات:

وبما أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا حاصل جمع القيمة السوقية لحق الملكية والقيمة السوقية للقروض (السندات) وفق مضمون هذه النظرية، فإن:³

القيمة السوقية لحق الملكية = القيمة السوقية للمؤسسة - القيمة السوقية للقروض

وكما لا حظنا في نظرية صافي الربح (NO) أن:⁴

القيمة السوقية لحق الملكية = صافي ربح العمليات ÷ معدل العائد المطلوب من الملاك

هذا يعني أن:

$$\text{معدل العائد المطلوب (Re = Rcp)} = \frac{\text{صافي ربح العمليات}}{\text{القيمة السوقية لحق الملكية}}$$

إن معدل العائد المطلوب (م) من قبل الملاك ما هو إلا تكلفة التمويل الممتلك ولذلك وبشكل بديل يمكن حساب تكلفة التمويل الممتلك (م) بالمعادلة الآتية:⁵

$$\text{Rcp} = \text{تكلفة الأموال المرجحة} + (\text{تكلفة الأموال المرجحة} - \text{تكلفة القروض}) \times \frac{\text{القيمة السوقية القروض}}{\text{القيمة السوقية لحق الملكية}}$$

وبما أن تكلفة الأموال المرجحة (WACC) ثابتة، عليه فإن تكلفة التمويل الممتلك سوف تزداد بمعدل ثابت مع الزيادة في نسبة الاقتراض إلى حق الملكية بسبب زيادة درجات الخطر المالي.

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الأداء: مدخل حوكمة الشركات، الطبعة الأولى، دار

المعرفة الجامعية، 2009، ص 184

² محمد صالح الحناوي، جلال العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 317 - 333.

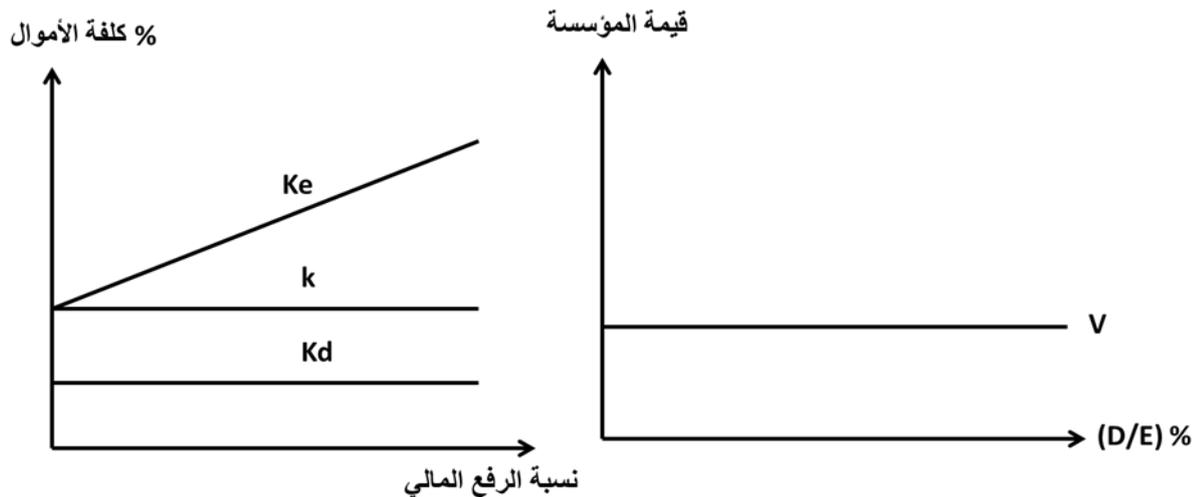
³ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 771.

⁴ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 771.

⁵ محمد صالح الحناوي، نيهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 349.

رغم التغير في نسبة الرفع المالي (نسبة القيمة السوقية للقروض إلى القيمة السوقية لحق الملكية) إلا أن القيمة السوقية للمؤسسة ظلت ثابتة كما أن تكلفة الأموال المرجحة (WACC) ظلت ثابتة أيضا مما يعني عدم وجود هيكل تمويل أمثل رغم أن تكلفة التمويل الممتلك قد تصاعدت مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي، إذ تحدد هذه النتائج مضمون نظرية صافي ربح العمليات التي تستطيع أن نعرض مضمونها في الشكل الهندسي الآتي:¹

الشكل رقم(02):العلاقة بين نسبة الرفع المالي وتكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وفق نظرية " NOI "



المصدر: بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة - دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2011/2012، ص78.

ثالثا- التبدليل على مدخل صافي ربح العمليات:

من أجل توضيح مدخل صافي الربح سوف نقوم بإعطاء مثال تطبيقي كما يلي:

- صافي ربح العمليات EBIT = 60000 دج.

- مبلغ الديون 150000 دج بتكلفة 10%، التكلفة = 15000 دج.

- التكلفة الكلية للأموال 15%.

من البيانات السابقة يمكننا الحصول على قيمة المؤسسة:

$$V = \frac{EBIT}{K} = \frac{60000}{0.15} = 400000$$

القيمة السوقية للأموال الخاصة = القيمة السوقية للمؤسسة - قيمة القرض

القيمة السوقية للأموال الخاصة = 400000 - 150000 = 250000 دج.

وبتحديد القيمة السوقية للأموال الخاصة يمكننا تحديد تكلفتها:

$$Ke = \frac{EBIT-I}{(V-D)} = \frac{60000-15000}{250000} = 18\%$$

ونفترض أن المؤسسة ستقوم بالحصول على قرض جديد بنفس معدل الفائدة قيمته 500000 دج فتصبح القيمة الكلية للاقتراض 200000 دج.

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 184

والتكلفة = $200000 \times 10\% = 20000$ دج.

قيمة المؤسسة تبقى ثابتة حيث قيمة المؤسسة $EBIT \div K = 400000$.

قيمة الأموال الخاصة ستخفض إلى 200000 دج وذلك حسب الافتراض الأساسي لهذا المدخل وهو أن المؤسسة تقوم باستخدام حصيلة الاقتراض في شراء الأسهم التي سبق لها إصدارها، ويمكن عرض النتائج كما يلي:

قيمة المؤسسة $V = 400000$

يطرح منها قيمة الديون $D = 200000$

نجد قيمة الأموال الخاصة $E = 200000$

تكلفة الأموال الخاصة:

$$K_e = \frac{EBIT-I}{(V-D)} = \frac{60000-20000}{250000} = 20\%$$

ولكي تتحقق من التكلفة الكلية للأموال ثابتة ولم تتغير بتغير الهيكل المالي نقوم بحساب تكلفة الأموال بعد الاقتراض:

- التكلفة قبل الاقتراض = 15%

- التكلفة بعد الاقتراض:

$$K = 0,1 \times \frac{200000}{400000} + 0,2 \times \frac{200000}{400000} = 15\%$$

من خلال هذا المثال يتضح أن التكلفة الكلية للأموال لا تتغير بينما نجد أن تكلفة الأموال الخاصة تزداد بزيادة نسبة الرفع المالي ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

رابعا- انتقادات مدخل صافي ربح العمليات:

لقد تعرض هذا المدخل لمجموعة من الانتقادات من أهمها:¹

- افتراضها بأن تكلفة الأموال الكلية تبقى ثابتة مهما كانت درجة الرفع المالي في المؤسسة، فالقيمة الرأسمالية للمؤسسة ككل هي عبارة عن القيمة الحالية للديون مضافا إليها القيمة الحالية للأموال الخاصة، فالزيادة في استعمال الديون التي من المفترض أنها أقل تكلفة من الأموال الخاصة سوف يقابله زيادة في معدل العائد المطلوب من طرف أصحاب الأموال الخاصة مما يدفع أصحاب الأموال الخاصة لرفع المعدل عند كل اقتراض جديد وبالتالي فالدائنون كذلك سيلجؤون لرفع معدل الفائدة وخاصة إذا كانت المؤسسة مثقلة بالديون وذلك لارتفاع درجة المخاطر التي يمكن أن تلحق بهم مما يرفع التكلفة الكلية للأموال.

- أن الفرضيات التي قامت عليها النظرية التقليدية غير واقعية (مثلا ديون بدون مخاطر)، كما أن للرافعة المالية أثر إيجابي عند مستويات معينة في بعض الحالات، وأثر سلبي في البعض الآخر، بالإضافة إلى ذلك فإن كلا من المساهمين والدائنين يجدون عند حد معين من الاستدانة (ليس من الضروري نفسه) زيادة في الخطر مما يؤدي لزيادة معدل المردودية المطلوب منهم، مما يغير من التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

3-1-1- النظرية التقليدية Traditional Theory

¹ R S Bhatia, *Encyclopaedia of investement and management*, Anmol Piblication, New Delhi, 2000, P 153.

يطلق مؤيدي هذه النظرية الصفة التقليدية عليها ليس لكونها قديمة من الناحية التاريخية، وإنما بسبب كون الأفكار التي جاءت بها مسلم بها من الناحية التحليلية والاستنتاجية، بالإضافة إلى ذلك أن المضمون النظري لأفكار مؤيدي هذه النظرية يعتمد وجهة نظر وسيطة بين نظرية صافي الربح (NI) ونظرية صافي ربح العمليات (NOI) ، ووفقاً لوجهة النظر التقليدية فإن قيمة المؤسسة يمكن أن ترتفع وتنخفض تكلفة الأموال عن طريق تشكيلة مميزة من أموال الملاك وأموال الاقتراض.

أولاً: الفرضيات

يؤكد مؤيدي هذه النظرية بوجود هيكل مالي أمثل **Optimal Financial Structure** ينشأ عن نقطة اقتراض مثلى يتحقق من تشكيلة مميزة من الأموال المقترضة والأموال المملوكة، هذه التشكيلة المميزة من مصادر التمويل المقترضة والمملوكة تجعل من تكلفة الأموال المرجحة في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى وذلك عند مستويات مقبولة ومميزة من الرفع المالي.¹ أضف إلى ذلك أن هذه النظرية تفترض أن تكلفة التمويل المملوكة سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي، وذلك بسبب زيادة درجات الخطر التي يتعرض لها الملاك في المؤسسة، وهم يفترضون - ضمن تحليل هذه النظرية - أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك الذي يمثل تكلفة التمويل المملوكة يبدأ بالارتفاع منذ اللحظة الأولى التي يبدأ فيها الاعتماد على التمويل المقترض في تشكيلة الهيكل المالي بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها عائد الملاك.² كما يفترض مؤيدي هذه النظرية أن تكلفة التمويل المقترض تظل ثابتة لمستويات عالية من الرفع المالي، إلا أن هذه التكلفة سوف تبدأ بالارتفاع التدريجي إذ ما تجاوزت المؤسسة الحدود المقبولة من الرفع المالي المتعارف عليها.³

ونظراً لارتفاع تكلفة التمويل المملوكة مع تناقص قيمته في تشكيلة الهيكل المالي، و تزايد مقدار القروض بسبب انخفاض تكلفته فإن تكلفة الأموال المرجحة (WACC) سوف تبدأ بالانخفاض منذ اللحظة الأولى الذي يتم فيها تغير الرفع في تشكيلة التمويل لصالح التمويل المقترض حتى تصل إلى أدنى حد لها عند مستوى معين من الرفع المالي وهذا ما يسمى بنقطة الاقتراض المثلى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة عند حدها الأعلى.

والسؤال الذي يطرح كيف تتحدد نقطة الاقتراض المثلى التي توصل إلى الهيكل المالي الأمثل ؟

إن الإجابة على هذا السؤال تقتضي منا توضيح من أن التمويل المقترض يعتبر منخفض مقارنة بالتمويل المملوكة، ولذلك فإن زيادة نسبة التمويل المقترض في الهيكل المالي تسهم في تخفيض تكلفة الأموال المرجحة (WACC).

غير أن تكلفة التمويل المملوكة ترتفع مع زيادة نسبة الأموال المقترضة مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال المرجحة الناجمة لكن الانخفاض في التكلفة المرجحة الناجمة عن زيادة القروض يفوق الارتفاع في تكلفة الأموال المرجحة الناجم عن ارتفاع تكلفة الأموال المملوكة، وهكذا تتحقق نقطة الاقتراض المثلى التي تجعل من تكلفة الأموال المرجحة في حدها الأدنى.

¹ Pierre Vernimmen, **Finance D'entreprise**, 8^e Edition, Par Pascal Quiry Et Yann Le Fur, Editions Dalloz , Paris, 2010, P 785.

² حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 778.

³ عبد الغفار حنفي وآخرون، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002، ص

ثم تحصل تغيرات عندما تستمر المؤسسة في زيادة الاعتماد على مصدر التمويل المقترض، فعلى الرغم من زيادة نسبته في الهيكل باعتباره مصدر رخيص التكلفة، إلا أن تكلفة حقوق الملكية (تكلفة التمويل الممتلك) تأخذ بالارتفاع بمعدلات كبيرة والنتيجة أن زيادة الاقتراض بتكلفته الرخيصة لم يعد كافياً لتحقيق تخفيض في تكلفة الأموال المرجحة (WACC) وذلك بسبب الارتفاع الكبير في تكلفة التمويل الممتلك، بعبارة أخرى تؤدي المغالاة في الاعتماد على القروض إلى تكلفة التمويل الممتلك بقدر يفوق الوفورات المترتبة على زيادة الاعتماد على الأموال المقترضة ذات التكلفة المنخفضة نسبياً، الأمر الذي يؤدي بتكلفة الأموال المرجحة أن تتجه نحو التصاعد بعد أن اتجهت نحو الانخفاض.¹

ورغم قبولنا بالتحليل أعلاه، يطرح سؤالاً آخر حول الكيفية التي تتغير فيها تكلفة الأموال المرجحة بسبب التغير في الهيكل المالي؟

ثانياً: البرهان

و وفقاً للمدخل التقليدي فإن الطريقة التي تتغير بها تكلفة الأموال نتيجة التغيرات في هيكل رأس المال يمكن أن تقسم إلى ثلاث مراحل هي:

- المرحلة الأولى:

تتصف هذه المرحلة بثبات تكلفة أموال الملاك أو زيادتها ببطء مع زيادة نسبة الاقتراض، إلا أن الزيادة في تكلفة الأموال المملوكة في هذه المرحلة تكون أقل من المزايا الناجمة عن زيادة الاقتراض في هيكل رأس المال والمتمثلة في انخفاض تكلفة الاقتراض. كذلك فإنه من خصائص هذه المرحلة أيضاً أن تكلفة الاقتراض تظل ثابتة، ونتيجة لذلك القيمة السوقية للمؤسسة سوف تبدأ بالزيادة الطفيفة كلما زاد الرفع المالي في الهيكل المالي بسبب التغيرات التي تحصل في تكلفة الأموال المرجحة واتجاهها نحو الانخفاض.²

- المرحلة الثانية:

تتصف هذه المرحلة بأن المؤسسة قد استخدمت نسبة من الرفع بحيث لا تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، نظراً لأن المزايا الناتجة عن الاعتماد على القروض والمتمثلة في انخفاض تكلفته سوف يقابلها ارتفاع بنفس المقدار في تكلفة التمويل الممتلك لتشكل ما يعرف بنقطة الاقتراض المثلى، علماً أن البعض من الكتاب يرون في هذه المرحلة أنها تتمثل في مدى معين من نسبة الاقتراض وليس بنقطة محددة.

- المرحلة الثالثة:

في هذه المرحلة تتجاوز إدارة المؤسسة في اقتراضها نقطة أو مدى الاقتراض الأمثل، وهو ما يترتب عليه أن تصبح مزايا الاعتماد على القروض كمصدر رخيص التكلفة تضيق تماماً مع الزيادة التي يطلبها الملاك على معدل العائد المطلوب من قبلهم بسبب زيادة خطر الاعتماد على القروض، بمعنى آخر إن الزيادة في معدل العائد المطلوب تكون أعلى من المزايا الناجمة عن الاعتماد على القروض، الأمر الذي يسبب ارتفاع في تكلفة الأموال المرجحة وبسببها تنخفض القيمة السوقية للمؤسسة.

وكما يلاحظ من متابعة مراحل أعلاه أن هناك تغيراً في سلوك العلاقة بين تكلفة الأموال المرجحة (WACC) وتكلفة التمويل الممتلك (معدل العائد المطلوب من الملاك) وأيضاً القيمة السوقية للمؤسسة.

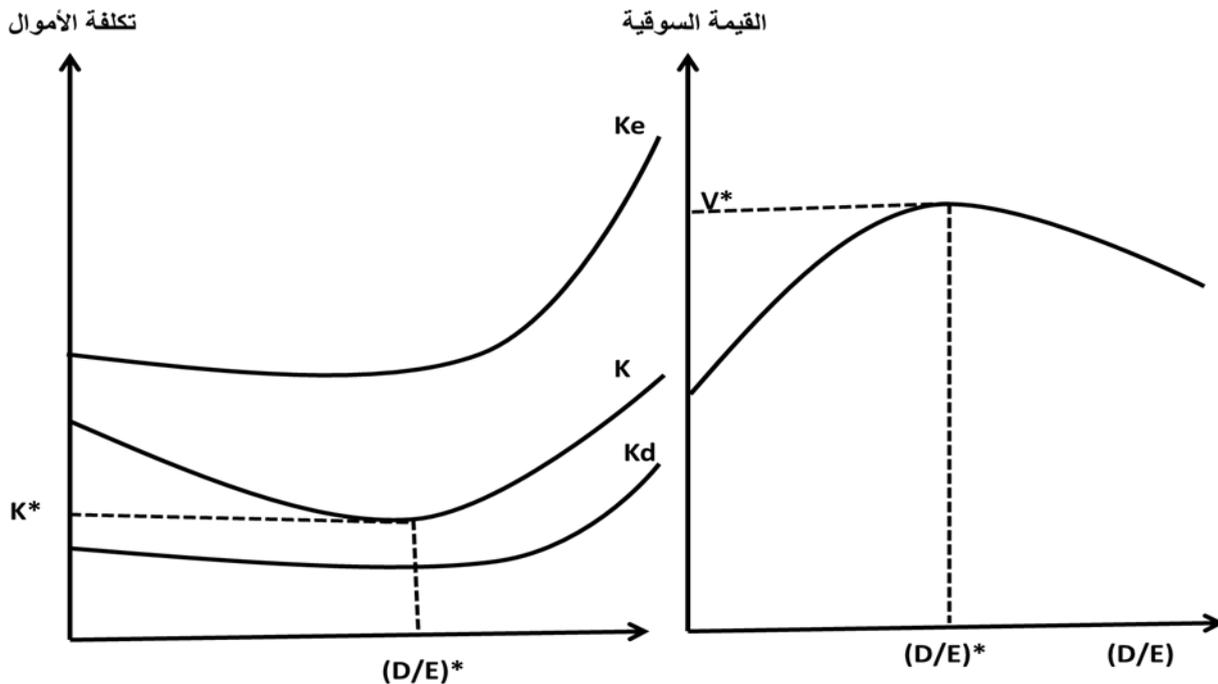
¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 780.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجامعية، الإسكندرية،

مصر، 2002، ص 330.

وذلك عندما تتغير تشكيلة هيكل الأموال بتغير مستويات الرفع المالي، هذه التغيرات نستطيع أن نعرضها في شكل الرسم الهندسي الآتي:

الشكل رقم (03): علاقة تكلفة رأس المال بنسبة الاقتراض وفقا للنظرية التقليدية



المصدر: عاس مصعب، قرار التمويل في إطار محددات الهيكل المالي لمنظمات الأعمال - دراسة أكثر عمقا - (دراسة حالة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية خلال الفترة الممتدة بين 2007 - 2010)، مذكرة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2011-2012، ص 72 - 82.

التحليل:

يمكن تمييز ثلاث مستويات لتكلفة الأموال تتلخص فيما يلي:¹

- المنطقة الأولى:

وهي تمثل نقطة تلاشي الخطر المالي نتيجة ضآلة نسبة المديونية حيث يتم التمويل أساسا عن طريق الملكية، وأن زيادة في نسبة المديونية تؤدي إلى تخفيض في التكلفة المرجحة للأموال طالما لم تتجاوز المديونية المستوى المقبول، وهو ما يوضح تزايد القيمة مع زيادة مستوى الرفع المالي - حيث تبقى تكلفة القروض دون تغير يذكر مع التزايد الضئيل في تكلفة الملكية وبذلك يمكن الوصول إلى مستوى أو نقطة تدنية التكلفة والتي يتحدد عندها الهيكل التمويل الأمثل.

- المنطقة الثانية:

وتمثل مستوى تجاوز المديونية للنسبة المقبولة وبذلك يزيد الخطر المالي، وينعكس أثره على تكلفة القروض وحق الملكية والمحصلة النهائية وهي اتجاه التكلفة المرجحة للأموال إلى الارتفاع.

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 401.

- المنطقة الثالثة:

وهي منطقة الإفراط في استخدام القروض مما يدفع بالتكلفة المرجحة إلى الارتفاع نتيجة التزايد في تكلفة القروض والملكية ويرى Dubois في هذه المرحلة تزايد التكلفة أسيا بدلالة نسبة المديونية.

ثالثا: نقد النظرية التقليدية

لقد تعرض هذا النموذج لانتقاد أساسي وهو قيامه على افتراض عدم وجود تكلفة الإفلاس كما يهمل المخاطر المالية المرتبطة بأثر الرافعة المالية التي كان من المفترض أن تؤدي لارتفاع تكلفة الأموال الخاصة نتيجة لتعرض مردودية الأموال الخاصة لتقلبات أكبر مع زيادة نسبة الديون ويحدث هذا حتى في ظل افتراض عدم وجود تكلفة الإفلاس، كما أن هذه النظرية تنطلق من أن معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين يبقى ثابت وأن قيمة المؤسسة ترتفع بالاستفادة من أثر الرافعة الإيجابي فإنه ابتداءً من نقطة معينة فإنه سوف يكون هناك رد فعل من طرف المساهمين فبأخذهم بعين الاعتبار المخاطر المالية يرفعون تدريجياً مطالبهم في المردودية ومن جهة أخرى يصبح المقرضون أكثر حساسية للمخاطر المرتبطة بمديونية المؤسسة فيطالبون هم كذلك بمعدلات فائدة مرتفعة، كما لم تحدد هذه النظرية قاعدة حسابية واضحة من أجل حساب نقطة التمويل المثلى التي تنخفض عندها تكلفة الأموال وتزداد القيمة السوقية للمؤسسة بل تفترض أن المؤسسة سوف تلجأ إلى المزيد من الاقتراض ثم تقوم بحساب التكلفة والقيمة السوقية أي أن عملية الحساب تتم بعد التمويل وليست قبل التمويل وهو ما قد يشكل مخاطر مالية على المؤسسة من خلال أثر الرافعة السلبية.

1-1-4- نظرية مودكلياني وميلر في ظل غياب الضريبة وتكاليف الإفلاس والوكالة

تشكل نظرية مودكلياني وميلر Modigliani Et Miller Theory اتجاها فلسفيا غاية في الأهمية في النظرية المالية المعاصرة، منذ أن نشرها نظريتهم عام 1958 إلا أن تلك النظرية لازال يتجاذبها الجدل الفكري بين المهتمين بالإدارة المالية وقد اسند لهم بحق أنهم مؤسسي المدرسة الحديثة للإدارة المالية. إن المضمون النظري لنظرية مودكلياني وميلر (M&M) بشأن صياغة الهيكل المالي وفي ظل عدم وجود الضريبة تتفق ونظرية صافي ربح التشغيلي السابقة التحديد، إذ أكد مودكلياني وميلر أنه في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بصياغة الهيكل المالي أي بتغيرات نسبة الرافعة المالية ولذلك هم أكدوا على عدم وجود هيكل مالي أمثل¹.

ويمكن شرح ما توصل إليه مودكلياني وميلر من خلال اقتراحهما الأول والثاني، إذ لوحظ أن هذين الاقتراحين قد أسسا على افتراضات معينة ترتبط بسلوك كل من المستثمرين وسوق رأس المال. وسوف نتعرض لهذه الافتراضات أولا ثم نناقش بالتفصيل اقتراحهما بشأن وجهة نظرهما في تأثير الرفع المالي (الاقتراض) على القيمة السوقية للمؤسسة.

أولا: الفرضيات

تتمثل الفرضيات فيما يلي:²

¹ Modigliani Et Miller, **The Cost Of Capital – Corperation: Finance And The Theory Of Investment** , American Economie Review, N^o 3 Juin 1958, P P 261–267.

² Pierre Vernimmen, **Corporate Finance : Theory And Practice**, Pascal Quiry, Maurizio Dallochio, Yann Lefur, Antonio Salvi, Editions John Wiley&Sons, Ltd, England, 2005, P 660.

- 1- أن للمستثمرين كامل الحرية في بيع وشراء الأوراق المالية وبشكل لا يؤثر على أسعار تلك الأوراق المالية.
 - 2- إمكانية قيام الأفراد (المستثمرين) بالاقتراض بنفس أسعار الفائدة وبنفس الشروط التي تحصل المؤسسات بها على القروض.
 - 3- إن كافة المؤسسات تعمل في ظل السوق الكفاء بمعنى أن المعلومات عن المؤسسات العاملة في السوق متاحة وللجميع ومجانية.
 - 4- إن كافة المستثمرين في السوق يتمتعون بالرشد، هذا يتضمن أن تكاليف العمليات (تكاليف الشراء وبيع الأوراق المالية) غير موجودة.
 - 5- يمكن تقسيم المؤسسات إلى مجموعات تنتمي إلى شرائح خطر متجانسة، حيث تنتمي المؤسسات إلى شرائح خطر متجانسة إذا كانت أرباحها المتوقعة لها نفس خصائص الخطر وهذا يعني وفق مودكلياني وميلر أن المؤسسات التي تعمل في نفس الصناعة تكون شريحة متجانسة من حيث الخطر.
 - 6- تتبع المؤسسات سياسة توزيع تقتضي بتوزيع كل أرباحها، بمعنى آخر لا توجد أرباح محتجزة.
 - 7- لا توجد ضريبة على دخل المؤسسات ولا تكاليف الإفلاس.
- يقسم مودكلياني وميلر نظريته إلى عدد من الاقتراحات، نشرحها فيما يلي:

أولاً- الاقتراح الأول:

يسمى بعض الكتاب الاقتراح الأول Proposition 1 لمودكلياني وميلر بنموذج الدائرة (The Pie Model) وذلك لأن اقتراحهم يصور مؤسستين متماثلتين في كل شيء عدا صياغة الهيكل المالي، وذلك فهم ينظرون إلى الهيكل المالي كنموذج دائرة.¹

في ظل الاقتراح الأول الذي قدمه مودكلياني وميلر فإن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماماً عن هيكل الأموال فيها، وأن القيمة السوقية للمؤسسة تتحدد من خلال صافي ربح العمليات أو EBIT الذي تحققه المؤسسة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة.

كما يلاحظ من الاقتراح الأول Proposition 1 لمودكلياني وميلر أنه يؤكد على أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا انعكاس لقرارات الاستثمار فيها وبفاعلية تلك القرارات وقوتها الأيرادية أي بفاعلية توزيعها بين الاستثمارات الثابتة والاستثمارات المتداولة وليس بكيفية تمويل تلك الاستثمارات أي أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة عن صياغة هيكل المالي.²

ويمكن صياغة الاقتراح الأول في شكل معادلة تكشف عن القيمة السوقية لأي مؤسسة تنتمي لأي فئة مخاطرة معينة كما يلي:

القيمة السوقية للمؤسسة = القيمة السوقية لحق الملكية + القيمة السوقية للقروض

$$\frac{\text{صافي ربح العمليات}}{\text{معدل الخصم}} = \frac{\text{EBIT}}{K} = (V) \text{ القيمة السوقية للمؤسسة}$$

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 790.

² Phillipe Gillet, les différents modes de financements et la structure optimal du capital, uv 103 université paris- dauphine, P 12.

الجدول (01): ملخص للعلاقات - الاقتراح الأول لموديليانى وميلر

مؤسسة مرفوعة	مؤسسة بدون ديون	
K_{ce}	K_{cn}	تكلفة الأموال الخاصة (k_c)
$Kd = r$	-	تكلفة الديون
$Ce = \frac{(X-rD)}{K_{cn}}$	$C_n = \frac{X}{K_{cn}}$	قيمة الأموال الخاصة = القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المرتبطة ب: CP
D	-	قيمة الديون (D)
$V_e = Ce + D$	$V_n = C_n$	قيمة المؤسسة

المصدر: بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة - دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونغاز، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2011/2012، 85.

قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي إذا: $(V_e = V_n)$

تؤكد المعادلة أعلاه على أن:

القيمة السوقية للمؤسسة تتوقف على ربح العمليات المتوقع من الأصول، وليس على تشكيلة هيكل رأس المال، وبمعنى آخر فإن هيكل رأس المال لا يؤثر على ربح العمليات ومن ثم لا يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة أي أنها مستقلة عن مستويات الرفع المالي.¹

كما أن موديليانى وميلر يؤكدان استقلالية تكلفة الأموال المرجحة ($wacc$) عن صياغة الهيكل المالي، وهي تعادل تكلفة أموال الملاك لمؤسسة أخرى تنتمي لنفس شريحة الخطر ولكنها لا تعتمد على القروض في التمويل (Un Levered Firm).²

ولكي يثبت موديليانى وميلر صحة الاقتراح الأول، والذي يشير إلى أن القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة إلا أنها تنتمي لنفس شريحة الخطر، إذ أكد على أنه لم يتحقق التساوي بين القيمتين، فسوف يظهر المراجحون Arbitrarians لإتمام العلاقة التوازنية بين القيمتين، وقد أطلق موديليانى وميلر على هذه العملية اسم عملية المراجعة (Arbitrage Process).

- تعريف عملية المراجعة:

يقصد بعملية المراجعة: " إعادة التوازن بين قيمة مؤسستين متماثلتين في كل شيء عدا السياسة التمويلية، فأحدى المؤسستين تعتمد كلياً على مصدر التمويل الممتمك أما المؤسسة الثانية فتعتمد على التمويل المقترض إضافة إلى التمويل الممتمك في صياغة الهيكل المالي، هذا يعني إعادة التوازن بين قيمة مؤسستين متماثلتين أحدهما مرفوعة والأخرى غير مرفوعة " .¹

¹ S.A Ross, R.W.Wzsterfield, J.F.Jaffe, **Finance Corporate**, Dunod, Paris, 2005, Pour La Traduction Française, P 506.

² Zvi Bodie Et Robert Merton, **Finance**, 3^e Edition, Edition Française Dirigée Par Christophe Thibierge Préface De Paul Samuelson, **Distibution Nouveaux Horizons – ARS**, Paris, 2011, P 471.

فإن الاختلاف في القيمة السوقية للمؤسستين سيكون اختلافا مؤقتا وأن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة المؤسسة أي أن تجعل القيمة السوقية للمؤسستين متساوية.

- تطبيق عملية المراجعة:

من وجهة نظر مودكلياني وميلر أن عملية المراجعة تتحقق وفق فكرة (الرفع المالي الداخلي أو الشخصي) والتي سوف يعتمد عليها المستثمرون (المراجحون) عند القيام بعملية المراجعة. وتشير فكرة الرفع المالي الداخلي أو الشخصي إلى قدرة المستثمرين على الإقراض بنفس معدلات الفائدة التي تستطيع بها المؤسسات الاقتراض، على ضوء هذا المضمون فإن عملية المراجعة سوف تتحقق كما يلي:²

أ - عندما تكون القيمة السوقية للمؤسسة المرفوعة (المقترضة) عالية:

1 -يقوم المستثمر ببيع كل استثماراته (كل أسهمه) في المؤسسة المقترضة.

2 -يقترض المستثمر أموالا يتناسب واستثماراته في المؤسسة المقترضة.

3 -يقوم المستثمر بشراء أوراق مالية (استثمارات) في المؤسسة غير المقترضة (غير المرفوعة) بما يساوي حصته من حقوق الملكية في الشركة المقترضة.

4 -إذا ما تمت عملية الترحيح، فإن المستثمر سوف يحقق عائد على استثماراته في المؤسسة غير المقترضة يساوي ذات العائد الذي يتحقق له في المؤسسة المقترضة ولكن باستثمار أقل عما كان يستثمر سابقا.

البرهان:

نعتبر وجود مؤسستين (L ، U) تنتميان لنفس قسمة المخاطرة حيث:

U: ممولة 100 % بالأموال الخاصة E، $(D\%, E\%) = (0\%, 100\%)$.

L: ممولة بأموال خاصة وديون، $(D\%, E\%) = (\frac{D}{E+D}\%, \frac{E}{E+D}\%)$.

بحيث: نسبة المديونية: $D\% = \frac{D}{E}$.

- نعتبر شخص يقوم بعملية الترحيح التالية وبالتالي يكون المحفظتين التاليتين:
المحفظة 01: بيع نسبة (α) من المؤسسة (L).

المحفظة 02: شراء نسبة (α) من المؤسسة (U)، وإقراض مبلغ $[\alpha (1 - \tau)DL]$ بمعدل (Kd).

حسب فرضيات نموذج MetM:

- دخل المحفظة 01:

DL: هو مبلغ مديونية المؤسسة L:

$[\alpha \times (BAIL.L - Kd \times DL) \times (1 - \tau)]$ عائد المساهمين: نتيجة صافية

(حسب الفرضيات: كل الأرباح توزع على الأسهم).

BAIL.L: الربح قبل الفوائد والضرائب للمؤسسة (L).

- دخل المحفظة 02:

¹ محمد صالح الحناوي، جلال العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،

2002، ص 339 .

² حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص ص 794 -

795.

$$[\alpha \times B_{AII}.U \times (1 - \tau)] - [\alpha \times (1 - \tau) \times Kd \times DL]$$

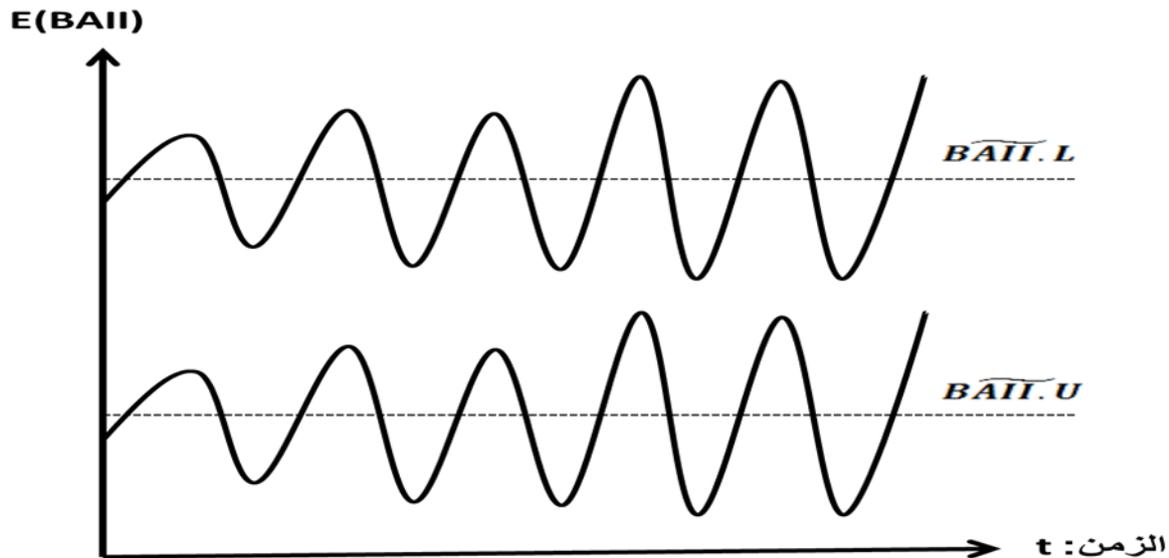
حيث:

$$[\alpha \times B_{AII}.U \times (1 - \tau)] : \text{نتيجة صافية.}$$

$$[\alpha \times (1 - \tau) \times Kd \times DL] : \text{المبلغ المقترض.}$$

كذلك حسب الفرضيان أن المؤسستان تنتميان لنفس قسمة المخاطرة معناه:

$$\overline{BAII}.L \times \lambda = \overline{BAII}.U$$



حيث $(\lambda > 0)$ ، ولنفترض أنه يساوي الواحد من أجل تسهيل البرهان $(\lambda = 1)$.

$$\text{إذا تصبح العلاقة أعلاه: } \overline{BAII}.L \times 1 = \overline{BAII}.U$$

$$\text{نضع: } X = \overline{BAII}.L = \overline{BAII}.U$$

إذا يصبح دخل (تدفق) المحفظة 01: $\alpha \times [X - Kd \times DL] \times (1 - \tau)$

ودخل (تدفق) المحفظة 02: $[\alpha \times X \times (1 - \tau)] - [\alpha \times (1 - \tau) \times Kd \times DL]$

$$\alpha \times (1 - \tau) \times [X - (Kd \times DL)]$$

كما هو ملاحظ: أن للمحفظتين (01) و (02) نفس الدخل وكذلك نفس المخاطرة العملية - مخاطرة النشاط

لأنهما يحققان نفس النتيجة قبل الفوائد والضرائب $(\overline{BAII}.L = \overline{BAII}.U)$ ، وبالتالي عند توازن

السوق المالية للمحفظتين يكون لهما نفس القيمة السوقية (رأس المال) أي:

$$\alpha \times E.L = [\alpha \times E.U] - [\alpha \times (1 - \tau) \times DL]$$

$$\alpha \times E.L = \alpha \times [E.U - (DL - \tau DL)]$$

$$E.L = [E.U - (DL - \tau DL)]$$

$$E.L + DL = [E.U + \tau DL]$$

$$V.L = [V.U + \tau DL]$$

ب- عندما تكون القيمة السوقية للشركة غير المرفوعة (الشركة غير المفترضة) عالية:

1- يسعى المستثمر إلى بيع كل استثماراته في المؤسسة غير المقترضة.

2- يقوم المستثمر بشراء استثمارات في المؤسسة المقترضة وبما يساوي حصته في المؤسسة غير المقترضة (غير المرفوعة).

3- إذا ما تمت العملية، فإن المستثمر سوف يحقق ذات العائد في المؤسسة المقترضة ولكن بمقدار من الاستثمارات أقل، أو أنه يحقق عائد أكبر على ذات استثماراته السابقة.

من التحليل أعلاه، نستطيع أن نصور عملية المراجعة من خلال قيام المستثمر في المؤسسة ذات القيمة السوقية الأعلى إلى بيع حصته الاستثمارية في هذه المؤسسة ويلجأ إلى الاستثمار في المؤسسة ذات القيمة السوقية الأقل وسوف يزيد من استثماراته من خلال الحصول على القروض وعلى حسابها الشخصي، وإذا ما تمت هذه العملية فإن المستثمر سوف يحقق ذات العائد الذي كان يحققه في المؤسسة ذات القيمة السوقية الأعلى ولكن باستثمار أقل مما كان يستثمره سابقاً أو أن يحقق عائد أكبر على ذات الاستثمار.¹

ويعتقد **مودكلياني وميلر** أن معظم المستثمرين سوف يستثمرون بهذه العملية حتى تحصل عملية المراجعة وتتعادل القيمة السوقية للمؤسسة الأعلى مع المؤسسة الأدنى.²

أما عن درجة المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، فيرى " **مودكلياني وميلر** " أنها أيضا لن تختلف، فالمستثمر في ظل وضعه الأول وهو يستثمر في المؤسسة الثانية كان يتعرض لدرجة مخاطر مع معينة نتيجة اعتماد المؤسسة على الاقتراض في هيكل رأس مالها، وأيضا في ظل انتقال أمواله إلى المؤسسة الأولى فقد قام المستخدم باقتراض مبلغ (عملية الرفع المالي الشخص) بنفس نسبة الاقتراض التي كانت في المؤسسة الثانية، ومعنى ذلك أنه يتعرض لنفس درجة المخاطر، والبعض الآخر يرى أنه طالما أن المؤسستين تنتميان لنفس شريحة الخطر، فإن اختلاف درجة المخاطر بينهما إن حدثت سوف لا تكون ذا بال يدرك من قبل المستثمرين.³

ثانيا- الاقتراح الثاني:

رغم أن التغيير في الهيكل المالي سوف لن يغير من القيمة الكلية للمؤسسة كما ورد في الاقتراح الأول، إلا أن ذلك يحدث تغييرا مهما في قروض المؤسسة وحق ملكيتها. وعليه فإننا سوف نختبر ماذا يحصل لمؤسسة ما يتم تمويلها بالقروض وحقوق الملكية عندما تتغير نسبة القروض إلى حق الملكية فيها أي عندما تتغير نسبة الرافعة المالية.

ولضمان عملية التحليل ضمن الاختبار أعلاه سوف نستمر بتجاهل الضريبة، إن معدل العائد المطلوب لمؤسسة ما والذي يتمثل بتكلفة التمويل المرجحة WACC ، الممثلة بالمعادلة التالية:⁴

$$WACC = R_{actif} = \text{كافة التمويل الممتلك} \times \frac{\text{القيمة السوقية لحق الملكية}}{\text{القيمة السوقية للمؤسسة}} + \text{كافة القروض} \times$$

القيمة السوقية للقروض

القيمة السوقية للمؤسسة

¹ S.A Ross, R.W.Wzsterfield, J.F.Jaffe, **Finance Corporate**, Dunod, Paris, 2005, Pour La Traduction Française, P 507.

² محمد صالح الحناوي، جلال العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 343.

³ عبد الغفار حنفي وآخرون، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 206.

⁴ R.Brealey & S. Myers, **Principe De Gestion Financière**, 7e Edition, Pearson Education France, 2003, P 524.

$$WACC = R_{actif} = r_{cp} \times \frac{CP}{CP+D} + r_d \times \frac{D}{CP+D}$$

ومن هذه المعادلة نستطيع أن نصيغ المعادلة الآتية:¹

$$\text{كلفة التمويل الممتلك} = (\text{معدل العائد المطلوب من الملاك}) = \text{كلفة التمويل المرجحة} + (\text{كلفة التمويل المرجحة} - \text{كلفة التمويل المقترضة}) \times \frac{\text{القروض}}{\text{حق الملكية}}$$

$$R_f = r_e + (r_e - r_d) \times \frac{D}{CP}$$

نعوض (مردودية مالية : عائد الملاك) R_f بقيمتها في المعادلة:²

$$WACC = R_{actif} = r_{cp} \times \frac{CP}{CP+D} + r_d \times \frac{D}{CP+D}$$

$$WACC = R_{actif} = \left[r_e + (r_e - r_d) \times \frac{D}{CP} \right] \times \frac{CP}{CP+D} + r_d \times \frac{D}{CP+D}$$

$$WACC = \frac{1}{CP+D} \times \left[\left(r_e + (r_e - r_d) \times \frac{D}{CP} \right) \times CP + r_d \times D \right]$$

$$WACC = \frac{1}{CP+D} \times \left[\left(r_e \times CP + (r_e - r_d) \times \frac{D \times CP}{CP} \right) + r_d \times D \right]$$

$$WACC = \frac{1}{CP+D} \times \left[(r_e \times CP + (r_e - r_d) \times D) + r_d \times D \right]$$

$$WACC = \frac{1}{CP+D} \times \left[(r_e \times CP + r_e \times D - r_d \times D) + r_d \times D \right]$$

$$WACC = \frac{1}{CP+D} \times \left[r_e \times CP + r_e \times D - r_d \times D + r_d \times D \right]$$

$$WACC = \frac{1}{CP+D} \times \left[r_e \times CP + r_e \times D \right]$$

$$WACC = \frac{1}{V} \times \left[r_e \times (CP + D) \right] = \frac{1}{V} \times \left[r_e \times (V) \right] = r_e$$

$$WACC = r_e$$

المردودية الإقتصادية = تكلفة التمويل المرجحة: تكلفة التمويل المتوسطة المرجحة

هذا هو الاقتراح الثاني المشهور لمودكلياني وميلر ومنه نستنتج من أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك في مؤسسة ما يعتمد على ثلاث متغيرات هي:

1- معدل العائد المطلوب من قبل المؤسسة (ممثلة بتكلفة التمويل المرجحة).

2- تكلفة التمويل المقترض.

3- نسبة القروض إلى حق الملكية (أي نسبة الرافعة).

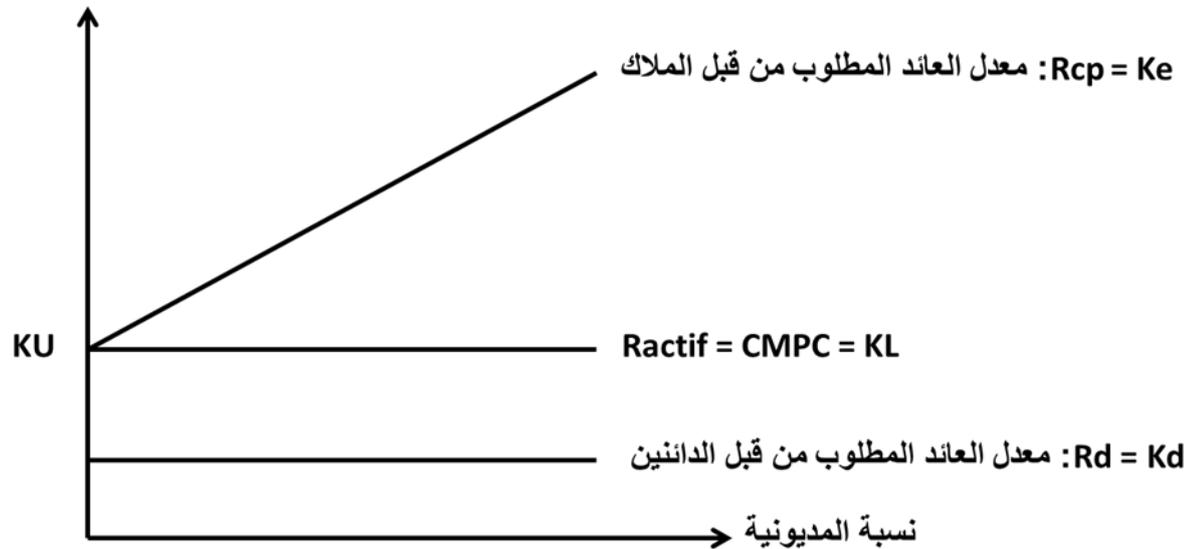
ومن هذا التحليل عرض مودكلياني وميلر مضمون الاقتراح الثاني وهو أن "معدل العائد المطلوب" من قبل الملاك مؤسسة تعتمد على القروض في الهيكل المالي، يساوي معدل العائد المطلوب من قبل مؤسسة مماثلة وتنتمي لنفس شريحة الخطر ولكنها لا تعتمد على القروض في هيكل تمويلها إضافة إلى عائد إضافي لتعويض المخاطر المالية الناجمة عن الاقتراض محدد بالفرق بين تكلفة التمويل المرجحة للمؤسسة وتكلفة التمويل المقترض مضروبا في نسبة الاقتراض إلى حق الملكية.

¹ Alain Burlaud, Arnaud Thauvron, Annaick Guyvarc'h, **Finance : Manuel**, Dscg2, Editions Foucher, Vanves, 2010, P 230.

² André Farber, Marie-Paule Laurent, Kim Oosterlinck, Hugues Pirotte, **Finance**, 2^e Edition, Pearson Education France, 2008, P 190 .

الشكل رقم (04): العلاقة بين تكلفة ونسبة الاقتراض في ظل الافتراض الثاني

معدل المردودية المطلوب = تكلفة الأموال



المصدر: بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة - دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2012/2011، ص 89.

حيث:

KU: تكلفة التمويل لمؤسسة غير مديونة.

KL: تكلفة الأموال لمؤسسة مرفوعة (بها استنادة)

كما يظهر من الشكل أعلاه، فإن مودكلياني وميلر قد افترضا أن تكلفة التمويل المرجحة WACC تظل ثابتة و لا تتغير مهما تغيرت مكونات الهيكل المالي في المؤسسة وهي تساوي في نفس الوقت معدل العائد المطلوب من قبل الملاك في مؤسسة مماثلة تنتمي لنفس شريحة الخطر و لا تعتمد على الافتراض في هيكلها المالي (Ractif) ويكون (KL = KU)¹. من خلال الشكل يمكن ملاحظة أن التكلفة الكلية لا تتجه نحو الانخفاض بلجوء المؤسسة إلى الاقتراض وإحلالها محل حقوق الملكية حتى وان بدت تكلفة الديون أقل من تكلفة الأموال الخاصة ويرجع ذلك إلى أن زيادة الاستنادة ذات تكلفة منخفضة من شأنه أن يزيد من مخاطر الأموال الخاصة وبالتالي زيادة تكلفتها بنفس مقدار النقص في التكلفة بسبب الاستنادة بحيث يبقى متوسط تكلفة الأموال المستثمرة في المؤسسة (تكلفة التمويل المرجحة WACC) كما هو دون تغيير وبالتالي فإنه يمكن التعبير عن الحقيقة الثانية لـ MM (لا تختلف قيمة المؤسسة والتكلفة الكلية باختلاف مصادر التمويل سواء كانت أموال خاصة أو أموال مقترضة).

¹ محمد صالح الحناوي، جلال العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،

2002، ص 343.

وبالتالي النقطة الهامة فيما قدمه " مودكلياني وميلر " في افتراضها الثاني هو « أن تكلفة الأموال تظل ثابتة لا تتغير ولا تتأثر مكونات هيكل رأس المال وتساوي في نفس الوقت معدل العائد على أموال الملاك في المؤسسة تنتمي لنفس شريحة الخطر ولا تعتمد على الاقتراض في هيكل رأسمالها »¹.

• انتقادات فروض " مودكلياني وميلر " :

قدم **مودكلياني وميلر** عملية المراجعة، ويكمن القصور فيما افترضناه من ضرورة توافر فرضية اكتمال سوق رأس المال والذي يتوقع أن تؤدي فيه عملية المراجعة دورها وأنه في حالة نقص أو عدم اكتمال سوق رأس المال فمن المتوقع أن تفشل عملية المراجعة ومن ثم سوف يحدث تفاوت بين القيمة السوقية للمؤسسة المستخدمة للاقتراض والأخرى غير المستخدمة له، ومن ثم سوف تفشل عملية المراجعة في إعادة التوازن لسوق رأس المال يؤيد ذلك الأسباب التالية:²

1- الافتراض القائل بأن الأفراد والمؤسسات يمكنهم الاقتراض والإقراض بنفس معدل الفائدة (المستثمر بإمكانه القيام بالرافعة المالية بدلا من المؤسسة)، افتراض غير صحيح من الناحية العملية، لأن حجم وأصول المؤسسات تجعل لديها قدرة على الاقتراض بمعدلات فائدة أقل من الأفراد.

2- ليس من الصحيح أن الرفع الشخصي هو بديل للرفع المالي للمؤسسة فوجود مسؤولية محدودة للمؤسسات مقابل مسؤولية غير محدودة للأفراد تضع كل من المؤسسات والأفراد في مواضع مختلفة داخل سوق رأس المال، فإذا اقتربت المؤسسة من الإفلاس فسوف يفقد المستثمرون جزء من ثروتهم المستثمرة في المؤسسة، أما إذا استخدم المستثمر رفعا ماليا شخصيا فإنه في حالة تعرضه للإفلاس فقد يفقد استثماراته في المؤسسة بل قد يمتد أثر ذلك ليشمل جزءا من ثروته الشخصية، وهو ما يعني أن المستثمر في ظل عملية الرفع المالي الشخصي يتعرض لدرجة مخاطر أكبر.

3- إن افتراض عدم وجود تكلفة للمعاملات - تكلفة شراء وبيع الأوراق المالية - (مجانبة الأسواق المالية وكفاءتها) أيضا افتراض غير واقعي لأنه من غير الواقعي تحقيق عدم وجود أي تكاليف للتحويل وتكاليف إصدار الأوراق المالية، وفي ظل تحمل المستثمر لتكلفة عمليات أثناء قيامه بعملية المراجعة، فقد تتيح هذه التكاليف بأي مزايا ناجمة عن المراجعة.

4- أن عدم وجود ضريبة على الدخل أمر غير واقعي - ولو أن **مودكلياني وميلر** - أسقطا هذا الافتراض فيما بعد وسوف نتناوله بالتفصيل - وأن وجود الضريبة يجعل تكلفة الاقتراض أقل من المعدل الفعلي للفائدة نظرا للمزايا الضريبية التي تحصل عليها المؤسسة من الاقتراض والمتمثلة في الوفورات الضريبية، لأن الفوائد على الديون قابلة للتخفيض من هيكل التكاليف وهو ما يؤدي لتخفيض الوعاء الضريبي للمؤسسة، بينما المساهمون ليس لهم الحق في الأرباح إلا بعد اقتطاع الضرائب وهو ما سيكون له تأثير على تكلفة الدين والأموال الخاصة.³

2- هيكل التمويل في ظل عدم مثالية الأسواق

فيما سبق لم يؤخذ بعين الاعتبار وجود الضريبة على دخل المؤسسات وكذلك إهمال تكلفة الإفلاس، أما في هذا العنصر وفي ظل عدم كمال الأسواق سوف نستعرض مختلف النظريات التي عالجت الهيكل

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 194.

² Hervé Hutin, **Toute La Finance D'entreprise En Pratique**, 2^e Edition, Editions

D'organisation, Paris 2002, P 276.

³ إلياس بن ساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس و تطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 147.

المالي في هذا الإطار وتتمثل في: نظرية مودكلياني وميلر والضريبة على دخل المؤسسات، الهيكل المالي في ظل وجود تكلفة الأفلاس، وأخيرا الهيكل المالي الأمثل ونظرية التسوية.

2-1- مودكلياني وميلر والضريبة على دخل المؤسسات

أدرك مودكلياني وميلر في دراستهما عام 1963 أن إسقاط فرضية عدم وجود ضريبة على دخل المؤسسات من شأنه ألا يحافظ على ما توصلا إليه قبل ذلك من ثبات تكلفة الأموال ومن ثم القيمة السوقية للمؤسسة المستخدمة للاقتراض، وأن وجود ضريبة على دخل المؤسسات سوف يترتب عليه أن تنخفض تكلفة الأموال، وترتفع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة عن القيمة السوقية لمؤسسة أخرى مماثلة وتنتمي لنفس شريحة الخطر غير أنها ممولة بالكامل عن طريق الملاك، وسوف ترتفع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة بمقدار الوفورات الضريبة الناتجة عن الاقتراض.¹

• الوفر الضريبي

يتحقق الوفر الضريبي نتيجة لاعتماد المؤسسة على القروض فزيادة التمويل المقترض في تشكيلة الأموال يترتب عليه انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة مما يسبب ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة، وينشأ هذا التأثير نظرا لاعتبار فائدة القروض تتحمل بها أرباح المؤسسة قبل أن يخضع للضريبة.² وقد عرف مودكلياني وميلر الدور المهم للقروض في تمويل المؤسسة من خلال الوفر الضريبي للمصاريف المالية، وما تمارسه من تأثير إيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة بسبب ما يخلقه من تخفيض مباشر في تكلفة الأموال المرجحة WACC والناجم عن كون القروض مصادر التمويل منخفضة التكلفة، وبالتالي حسب مودكلياني وميلر الهيكل المالي الأمثل يتحقق بتعظيم الإستدانة.³ ولذلك فإن القيمة السوقية لمؤسسة مرفوعة (مقترضة) سوف ترتفع عن القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة بالكامل بمصدر تمويل ممتلك رغم أنها تنتمي إلى نفس درجة الخطر وذلك بمقدار القيمة الحالية للوفر الضريبة.

أولا- الإقتراح الأول Proposition 1 :

أعاد مودكلياني وميلر ما توصلا إليه سابقا وأكدوا على أن: " القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة وتنتمي إلى نفس الدرجة من الخطر إلا أنها ممولة بالكامل بمصدر الملكية زائدا القيمة الحالية للوفر الضريبي ".⁴ يمكن توضيح ما سبق بالمعادلة التالية:⁵

¹ Pierre Vernimmen, **Corporate Finance : Theory And Practice**, Pascal Quiry, Maurizio Dallochio, Yann Lefur, Antonio Salvi, Editions John Wiley&Sons, Ltd, England, 2005, P 669.

² Jacques Teulie, Patrick Topsacalian , **Finance**, 2e Edition, Vuibert 1997, P 360.

³ Modigliani F, Et Miller M, **Corporate Income And The Cost Of Capital: A Correction** , The American Economic Review , 1963, P P 433 – 443.

⁴ Jonathan Berk, Perter Demazro, Edition Française Dirigée Par Gunther Capelle – Blancad, Nicolas Couderc, **Finance D'entreprise**, Pearson Education, France, 2008, P 549.

⁵ Pascal Barneto, Georges Gregorio, **Finance : Manuel Et Applications**, Dunod, Paris, 2007, P 424.

القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة = القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة + القيمة الحالية للوفر الضريبي

$$VL = VU + T D$$

حيث أن:

VL: القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة.

VU: القيمة السوقية للمؤسسة غير المستدينة.

T: معدل الضريبة على أرباح الشركات

D: قيمة الأموال المقترضة.

TD: القيمة الحالية للاقتصاد الضريبي.

البرهان: يمكن الحصول على هذه العلاقة أعلاه كما يلي:

$$VL = VU + T D$$

نعتبر مؤسستين E(L) و E(U) متماثلتين في كل شيء ما عدا هيكل رأس مالهما بحيث أن:

EU: مؤسسة غير مستدينة يضم هيكل رأس مالها أموالا خاصة فقط.

VU: القيمة السوقية للمؤسسة غير المستدينة.

VL: القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة.

EL: مؤسسة مستدينة يضم هيكل رأس مالها أموال خاصة و أموال مقترضة .

RL: يمثل العائد المتاح للملاك و المقرضين في المؤسسة (L) .

RU: يمثل العائد المتاح للملاك في المؤسسة (U).

Ke(L): تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة المستدينة .

Ke(U): تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة غير المستدينة.

T: معدل الضريبة على أرباح الشركات .

Kd: تكلفة الاقتراض و هي ثابتة بالنسبة للمؤسستين (معدل الفائدة).

D: قيمة الأموال المقترضة .

E: قيمة الأموال الخاصة .

X = XL = XUL: يمثل صافي ربح العمليات (صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب).

يمكن توضيح العائد المتاح في المؤسسة EU حسب العلاقة التالية:

$$R(U) = X(1-T) \dots\dots\dots (1)$$

كما يمكن توضيح العائد المتاح للملاك و المقرضين في المؤسسة EL حسب العلاقة التالية:

$$R(L) = (x - Kd.D)(1-T) + Kd D \dots\dots\dots (2)$$

$$R(L) = (x - Kd.D)(1-T) + Kd D \dots\dots\dots (2)$$

$$R(L) = x(1-T) - [Kd.D(1-T)] + Kd D$$

$$R(L) = x(1-T) - [Kd.D - Kd.D T] + Kd D$$

$$R(L) = x(1-T) - Kd.D + Kd.D T + Kd D$$

$$R(L) = x(1-T) + Kd.D.T$$

و يمكن إيجاد القيمة السوقية للمؤسسة E(L) و هذا بحساب القيمة الحالية لما سيحصل عليه كل من الملاك

والدائنين، و لذلك ينبغي خصم العائد الذي يطلبه الملاك

بمعدل Ke(L) و خصم التدفقات المتعلقة بالفوائد بمعدل Kd و هذا كما يلي:

$$VU = \frac{RU}{Ke(U)} \dots\dots\dots(3)$$

من العلاقة (1) نجد:

$$VU = \frac{X(1-T)}{Ke(U)} \dots\dots\dots(4)$$

اما بالنسبة للمؤسسة المستدينة فتتحدد القيمة السوقية لها كالتالي:

$$VL = \frac{X(1-T)}{Ke(U)} + \frac{Kd DT}{Kd} \dots\dots\dots(5)$$

من العلاقة (4) و (5) نجد أن:

$$VL = VU + TD$$

وتجد الإشارة أن M&M يؤكدان أن الفرق بين قيمة المؤسستين المشار إليه، لا ينبغي ينبغي أن يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للاقتصاد الضريبي المحقق، بحيث انه إذا زاد أو نقص الفرق عن ذلك، فان عملية التوزيع كفيلا بإعادة التوازن قيمتي المؤسستين و القيمة الحالية للاقتصاد الضريبي. والملاحظة الجديرة بالاهتمام في المعادلة هو أن القيمة السوقية للمؤسسة الممولة بالكامل عن طريق الملاك سوف تعادل القيمة السوقية لأسهمها، أما الملاحظة الأخرى الأكثر أهمية هو أن القيمة السوقية للمؤسسة المستخدمة للرفع المالي (الاقتراض) سوف تزداد باستمرار مع زيادة الاقتراض بهيكل رأس المال طالما كان معدل الضريبة على دخل المؤسسة موجبا.¹

من خلال التحليل أعلاه نستطيع أن نضع المعادلة الآتية للقيمة الحالية للوفورات الضريبية:²

$$\frac{\text{القيمة الحالية للوفر الضريبي}}{\text{معدل الخصم}} = (\text{معدل الضريبة} \times \text{مقدار القرض} \times \text{سعر الفائدة})$$

كما يلاحظ أن معدل الخصم الذي استخدم للوصول إلى القيمة الحالية ما هو إلا سعر الفائدة على القروض والسبب في هذا الاعتماد يعود إلى أن مخاطر الوفورات الضريبية لا بد أن تساوي المخاطر التي تتعرض لها فوائد القروض ذاتها وعليه لا بد من خصمها بمعدل خصم يساوي معدل الفائدة.

ثانيا- الاقتراح الثاني 2 proposition:

تقتضي الإقتراح الثاني بأن: تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة مقترضة، ينبغي أن تتساوى مع تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة، مضافا إليها مكافأة عن المخاطر المالية تتحدد على أساس: الفرق بين تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة وتكلفة الإقتراض التي يفترض مدكلياني وميلر أنها ثابتة لكافة المؤسسات. كما تتحد على أساس معدل الضريبة على أرباح المؤسسات، ونسبة الأموال المقترضة إلى حقوق الملكية في هيكل رأس المال المؤسسة. ونلخص فيما يلي:

$$CMPC = Rc \times \frac{C}{C+D} + i(1-T) \times \frac{D}{C+D} \dots\dots\dots(1)$$

نعلم أن:³

¹ André Farber, Marie-Paule Laurent, Kim Oosterlinck, Hugues Piroette, **Finance**, 2^e Edition, Pearson Education France, 2008, P P 196 – 197.

² Aswath Damodaran, **Pratique De La Finance D'entreprise**, 01 Ere Edition ,Groupe De Boeck , Bruxelles, 2010 Page, P 370.

³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 237.

$$Rc = R_{AE} + (R_{AE} - i) \times (1-T) \times \frac{D}{C} \dots\dots\dots(2)$$

نعوض (2) في (1) نجد:

$$CMPC = \left[R_{AE} + (R_{AE} - i) \times (1 - T) \times \frac{D}{C} \right] \times \frac{C}{C+D} + i(1-T) \times \frac{D}{C+D}$$

$$CMPC = \left[R_{AE} \times \frac{C}{C+D} + (R_{AE} - i) \times (1 - T) \times \frac{C}{C+D} \times \frac{D}{C} \right] + i(1-T) \times \frac{D}{C+D}$$

$$CMPC = \left[R_{AE} \times \frac{C}{C+D} + \frac{D \times (R_{AE} - i) \times (1-T)}{C+D} \right] + i(1-T) \times \frac{D}{C+D}$$

$$CMPC = \left[R_{AE} \times \frac{C}{C+D} + \frac{D \times (R_{AE} - i) \times (1-T)}{C+D} \right] + \frac{D \times i(1-T)}{C+D}$$

$$CMPC = R_{AE} \times \frac{C}{C+D} + \frac{D \times R_{AE} \times (1-T) - D \times i \times (1-T)}{C+D} + \frac{D \times i \times (1-T)}{C+D}$$

$$CMPC = R_{AE} \times \frac{C}{C+D} + \frac{D \times R_{AE} \times (1-T) - D \times i \times (1-T) + D \times i \times (1-T)}{C+D}$$

$$CMPC = \frac{R_{AE} \times C}{C+D} + \frac{D \times R_{AE} \times (1-T)}{C+D}$$

$$CMPC = \frac{R_{AE} \times C}{C+D} + \frac{D \times R_{AE} \times 1 - D \times R_{AE} \times T}{C+D}$$

$$CMPC = \frac{R_{AE} \times C + D \times R_{AE} \times 1 - D \times R_{AE} \times T}{C+D}$$

$$CMPC = \frac{R_{AE} \times (C + D) - D \times R_{AE} \times T}{C+D}$$

$$CMPC = \frac{R_{AE} \times (C + D)}{C+D} - \frac{D \times R_{AE} \times T}{C+D}$$

$$CMPC = R_{AE} \times \left[\frac{(C + D)}{C+D} - \frac{D \times T}{C+D} \right]$$

$$CMPC = R_{AE} \times \left[1 - \frac{D \times T}{C+D} \right]$$

$$CMPC_e = CMPC_n \times \left[(1 - T) \frac{D}{C+D} \right]$$

حيث:

R_{AE} : المرودية الاقتصادية (العائد على الأصول الاقتصادية).

Rc : المرودية المالية (عائد الملاك).

* أما بالنسبة للتكلفة فنفس المرح حيث: تكلفة رأس مال المؤسسة المستدينة فهي تساوي تكلفة رأس مال المؤسسة غير المستدينة مضافا إليها علاوة المخاطرة المالية الناجمة عن الاقتراض، وتناسب هذه العلاوة عكسية مع معدل الضريبة على أرباح الشركات، أي كلما كان معدل الضريبة صغيرا كلما كانت العلاوة كبير والعكس صحيح، مما يثبت اثر الضريبة على سياسة الاقتراض في المؤسسة، والذي يؤدي حتما إلى تحفيز المؤسسة على الاقتراض بدل الاعتماد على الأموال الخاصة، ويمكن التعبير عن هذه النتيجة وفقا للعلاقة التالية:¹

¹ دعاس مصعب، قرار التمويل في إطار محددات الهيكل المالي لمنظمات الأعمال - دراسة أكثر عمقا - (دراسة حالة

عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية خلال الفترة الممتدة بين 2007 - 2010)، مذكرة الماجستير، كلية العلوم

الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر 3، الجزائر،

2011-2012، ص 57.

$$Ke(L) = Ke(U) + [Ke(U) - Kd] \times (1-T) \times \frac{D}{E}$$

حيث أن:

Ke(L) : تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة المستدينة.

Ke(U) : تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة غير المستدينة.

T : معدل الضريبة على أرباح الشركات.

D : قيمة الأموال المقترضة.

E : قيمة الأموال الخاصة.

Kd : قيمة الاقتراض.

البرهان: يمكن الحصول على العلاقة هذه، أعلاه كما يلي:

نعتبر مؤسستين E_U و E_L ، متماثلتين في كل شيء ما عدا هيكله رأسمالهما بحيث أن:

EU : مؤسسة غير مستدينة يضم هيكل رأس مالها أموالاً خاصة فقط .

VU : القيمة السوقية للمؤسسة غير المستدينة .

VL : القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة .

EL : مؤسسة مستدينة يضم هيكل رأس مالها أموالاً خاصة و أموالاً مقترضة .

RL : يمثل العائد المتاح للملاك و المقرضين في المؤسسة (L).

RU : يمثل العائد المتاح للملاك في المؤسسة (U).

Ke(L) : تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة المستدينة.

Ke(U) : تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة غير المستدينة.

T : معدل الضريبة على أرباح الشركات.

Kd : تكلفة الاقتراض و هي ثابتة بالنسبة للمؤسستين (معدل الفائدة).

D : قيمة الأموال المقترضة.

E : قيمة الأموال الخاصة.

X : يمثل صافي ربح العمليات (صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب) .

يمكن توضيح العائد المتاح في المؤسسة EU حسب العلاقة التالية:

$$R(U) = X(1-T) \dots\dots\dots (1)$$

كما يمكن توضيح العائد المتاح للملاك و المقرضين في المؤسسة EL حسب العلاقة التالية:

$$R(L) = (X - Kd.D)(1-T) + Kd.D \dots\dots\dots (2)$$

$$R(L) = X(1-T) + Kd.D.T$$

ويمكن إيجاد القيمة السوقية للمؤسسة $E(L)$ و هذا بحساب القيمة الحالية لما سيحصل عليه كل من الملاك و الدائنين، و لذلك ينبغي خصم العائد الذي يطلبه الملاك بمعدل $Ke(L)$ ، و خصم التدفقات المتعلقة بالفوائد بمعدل Kd وهذا كما يلي:

$$V_L = \frac{Kd.D.T}{Kd} + \frac{X(1-T)}{Ke(u)} \dots\dots\dots (3)$$

انطلاقاً من العلاقة (2) فإن القيمة السوقية للأموال الخاصة للمؤسسة المستدينة تحسب في ظل وجود الضريبة على أرباح الشركات وفقاً للعلاقة التالية:

$$EL = \frac{(X - Kd.D.T)(1-T)}{Ke(L)}$$

$$Ke(L) = \frac{(Kd D)(1-T)+X(1-T)}{EL} \dots\dots\dots(4)$$

و حسب العلاقة (3) لدينا:

$$V_L = \frac{Kd DT}{Kd} + \frac{X(1-T)}{Ke(U)}$$

$$V_L = \frac{X(1-T)}{Ke(U)} + DT$$

$$V_L = \frac{Ke(U) DT}{Ke(U)} + \frac{X(1-T)}{Ke(U)}$$

$$V_L = \frac{Ke(U)DT+X(1-T)}{Ke(U)}$$

$$V_L Ke(U) = X(1-T) + TD Ke(U)$$

$$X(1-T) = V_L Ke(U) - TD Ke(U) \dots\dots\dots(5)$$

يمكن تعويض العلاقة (5) في (4) فنجد:

$$Ke(L) = \frac{(Kd D)(1-T)+X(1-T)}{EL}$$

$$Ke(L) = \frac{(Kd D)(1-T)+V_L Ke(U) - TD Ke(U)}{EL}$$

$$Ke(L) = \frac{(K(d) D)(1-T)+Ke(U) [V(L) - TD]}{EL} \dots\dots\dots(6)$$

و باعتبار ان القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة تساوي:

$$V_L = EL + D \dots\dots\dots(7)$$

و بتعويض (7) في (6) نجد:

$$Ke(L) = \frac{(K(d) D)(1-T)+Ke(U) [V(L) - TD]}{EL}$$

$$Ke(L) = \frac{(K(d) D)(1-T)+Ke(U) [(EL+D) - TD]}{EL}$$

$$Ke(L) = \frac{(K(d) D - K(d) DT) + [Ke(U)(EL+D) - Ke(U) TD]}{EL}$$

$$Ke(L) = \frac{[Ke(U)EL + (Ke(U)D) - Ke(U) TD] + (K(d) D - K(d) DT)}{EL}$$

$$Ke(L) = \frac{[Ke(U) EL] + D[(Ke(U) - Ke(U) T) + (K(d) - K(d) T)]}{EL}$$

$$Ke = \frac{[Ke(U) EL]}{EL} + \frac{D}{EL} \times [(Ke(U) - Ke(U) T) - (K(d) - K(d) T)]$$

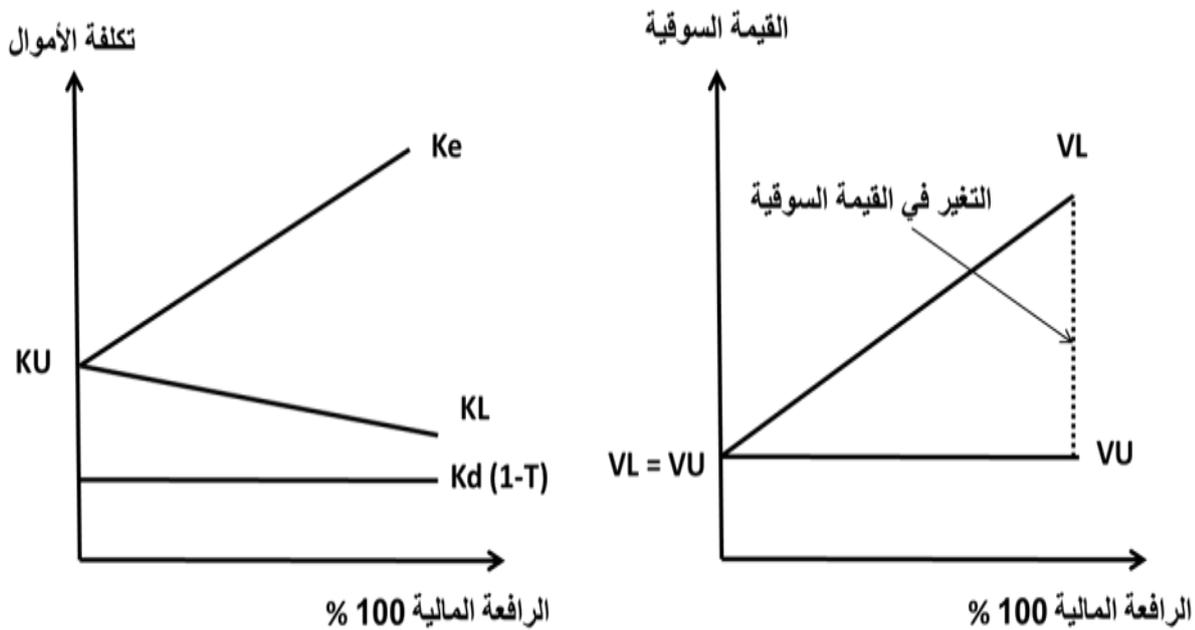
و منه نجد:

$$Ke(L) = Ke(U) + \frac{D}{EL} \times [(Ke(U) - Ke(U) T) - (K(d) - K(d) T)]$$

$$Ke(L) = Ke(U) + \frac{D}{EL} \times [Ke(U)(1 - T) - (K(d)(1 - T))]$$

$$Ke(L) = Ke(U) + [Ke(U) - K(d)] \times (1 - T) \times \frac{D}{EL}$$

الشكل رقم (05): موديليانى وميلر في ظل وجود الضرائب



المصدر: بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة - دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2012/2011، ص 94.

حيث:

VL: القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة و KL التكلفة الكلية المرجحة لتمويلها.
 VU: القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة (100% ممولة من الملكية) و KU التكلفة الكلية المرجحة لتمويلها.

من الملاحظ أنه إذا كانت تكلفة الديون $Kd(1-T)$ لا تتأثر بالرافعة المالية، فإن التكلفة المرجحة للأموال **CMPC** تتناقص كلما زادت كمية المبالغ التي تقترضها المؤسسة، ويظهر من الشكل أيضا أن قيمة المؤسسة تصل إلى أعلى حد لها عندما تصل نسبة التمويل بالقروض إلى 100%، هذه النتيجة متفقة مع فروض موديليانى وميلر، ولكنها ليست ملحوظة في الواقع العملي فلا يوجد هيكل تمويلي تصل نسبة القروض فيه 100%.

وبناء على ما توصل إليه موديليانى وميلر « فإن هيكل رأس المال المثالي يتحقق بالاعتماد الكامل على أموال المقترضة »¹.

يتضح من دراسة ميلر أنه يمكن استخلاص ما يلي:

1- ان خصم الفوائد لأغراض حساب الضريبة، يؤدي إلى تفضيل استخدام القروض.

¹ Jacques Teulie, Patrick Topsacalian , **Finance** , 2^e Edition, Vuibert 1997, P 361.

¹ محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، الظهران، 1993، ص 725 - 726.

2- ان التمايز في المعاملة الضريبية للإيرادات الناتجة عن الأسهم يؤدي إلى تخفيض معدل العائد المطلوب ومن ثم يفضل استخدام حقوق الملكية في التمويل، ولكن من الصعب معرفة الأثر المشترك (أي الصافي) لهذين العاملين، ويعتقد معظم المشتغلين في هذا المجال أن خصم الفوائد لأغراض الضريبة له تأثير قوي مما يرجح استخدام القروض في التمويل، ولكن نتيجة المعاملة المميزة للأرباح الرأسمالية تقلل من أهمية الإعفاء الضريبي للفوائد.

2-2- الهيكل المالي في ظل وجود تكلفة الإفلاس (Cost of bancruptcy)

تتفرد المؤسسات المقترضة بتحملها نوع من المخاطر تسمى بالمخاطر المالية وهذه المخاطر هي مخاطر إضافية تصيب المؤسسة بسبب احتمالات فشلها في تسديد ما عليها من قروض أو فائدة القروض أو كليهما.

إن هذا الاحتمال يعطي الحق لمقرضي المؤسسة في اتخاذ الإجراءات القانونية التي قد تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة، ولكي يتجنب المقرضون مثل هذه المخاطر إذا ما وقعت فهم يقومون من البداية بنقل هذه التكاليف إلى الملاك تحسبا لوقوع الإفلاس.

2-2-1- مفهوم الإفلاس

ليست كل المؤسسات بالضرورة ناجحة أو منتجة كفاية لتستمر في الوجود، فهناك بعض المؤسسات التي تصاب بالفشل في أعمالها، ويمكن تعريف الفشل بحسب مستوى حدته فإذا فقدت المؤسسة ملاءتها المالية فنيا أي أنها لم تعد تستطيع مواجهة التزاماتها الجارية بالرغم من أن ومجوداتها تفوق مطالبها، فإنها تعتبر فاشلة. لكن مثل هذا الفشل لن يؤدي بالضرورة إلى الإفلاس ومن الممكن معالجته وإيجاد الحلول المناسبة له، ولعل أقصى درجات فشل المؤسسة هو عندما تصل إلى درجة الإفلاس التي تتميز بعدم مقدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها الجارية، أي أن حقوق المساهمين في الميزانية تصبح سالبة لكونها استهلكت بتسديد الخسائر السابقة.¹

وإذا كانت المؤسسة تتبع سياسة تمويلية تعتمد أساسا على الإقتراض، فإن ذلك قد يؤدي إلى فشل المؤسسة فعندما تكون نسبة المديونية مرتفعة ويحدث انخفاض في الأرباح قبل الفائدة والضريبة الفعلية عما كان متوقعا، فإن هناك احتمالا كبيرا بأن لا تتمكن المؤسسة من تغطية التزاماتها المالية الثابتة، أي الفائدة على الدين ودفعات تسديد القروض مما قد يعرضها للإفلاس، ويكون ذلك أكثر احتمالا إذا كانت الأموال المستمدة من القروض قد استعملت لتمويل استثمارات طويلة الأجل لا يمكن استعادة تكاليفها إلا على المدى البعيد.

وعلاوة على ذلك " الإفلاس هي مجرد آلية قانونية تسمح للدائنين لتولي (الإستلاء) عندما تنخفض قيمة الموجودات مما يؤدي إلى الفشل المالي ".
* وعليه يمكن تعريف الإفلاس كما يلي:

- عملية تصفية أصول المؤسسة وذلك بسبب توقف المؤسسة عن الدفع لدائنيها.²

¹ بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة - دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركييب الكهربائي

فرع سونلغاز، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2012/2011، ص 86.

² Jacques Teulié, Patrick Topscalian, **Finance**, 2^e édition, Vuibert, paris, 1999, p 365.

- يحدث الإفلاس عند عدم تمكن المؤسسة من تسديد التزاماتها الحالية اتجاه التزامات الديون، أو عندما تقوم المؤسسة بعدم تخصيص مؤونات كافية لمواجهة الإفلاس أو الإفراط في استخدام هذه المؤونات لغير وجهتها.¹

- هو عدم تمكن التدفقات النقدية المحققة من طرف نشاط المؤسسة من تغطية فوائد أو أصل الدين مما يجبر المؤسسة على إعلان إفلاسها والتنازل عن أصولها لتسديد التزاماتها.²

السؤال الذي يطرح نفسه الآن هو:

ما هي مكونات الإفلاس وكيف يمكن أن يؤثر الإفلاس على تكلفة رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة ؟

2-2-2- تكاليف الإفلاس وأثرها على تكلفة الأموال والقيمة السوقية

إن تكاليف الإفلاس من الصعب تجاهلها باعتبار أنها تشمل مجموعتين من التكاليف: المجموعة الأولى تضم تكاليف مباشرة (تكاليف إدارية، تكاليف إعادة التنظيم، تكاليف المحامين والهيئات القضائية المختصة، تكاليف البنوك، تكاليف المحاسبين ووكلاء التصفية، تكاليف مالية، تكاليف الإنابة و تكاليف البيع القصري و المستعجل للأصول والتكاليف الاجتماعية... الخ)

هناك مجموعة من التكاليف الغير مباشرة التي يمكن أن تتحملها المؤسسة نتيجة لعملية الإفلاس والتي تتمثل أساسا في تكاليف الصورة المؤسسة أي المصدقية المالية و التجارية في المجتمع و تكاليف ضياع الفرصة مما ينتج عنه تحقيق خسائر اقتصادية هامة، ومن الصعب قياس هذا النوع من تكاليف الإفلاس³، وتكون نتيجة انخفاض في أرباح المؤسسة أو بسبب النقص في الكفاءة التشغيلية، والذي يحدث عادة قبل الإفلاس إما بسبب زيادة كميات الفوائد المستحقة للزيادة الديون أو زيادة أسعار الفائدة⁴. وهو ما ينتج عنه تحويل وقت الإدارة نحو عملية الإفلاس، وانخفاض المبيعات خلال وبعد الإفلاس و خسارة أهم الموظفين.

أولا- التكاليف المباشرة:

في دراسة قام بها **Lawrence Weiss (1990)** ، قدروا التكاليف المباشرة ل 37 مؤسسة أمريكية كبيرة للفترة الممتدة من 1986 إلى 1986 ، قدروا التكاليف المباشرة بحوالي 03 % من القيمة السوقية للمؤسسة أو ب 20% من قيمة الأسهم قبل الإفلاس.⁵

Warner (1977) أظهر أن المبلغ الصافي لهذه التكاليف يصل في المتوسط إلى 01 % من القيمة السوقية للمؤسسة سبع سنوات قبل الإفلاس، و ترتفع النسبة تدريجيا كلما اقترب الإفلاس مثلا، 2.5 % من القيمة السوقية للمؤسسة قبل 03 سنوات من حدوث الإفلاس. كما قدر Lubben أن مصاريف الوسائل القانونية ترتفع ب 1.5% من مجموع أصول المؤسسة المفلسة.

¹ William L Megginson and other, **Introduction to Corporate finance**, South Western, London, 2008, P 414.

² William L Megginson and other, **Introduction to Corporate finance**, South Western, London, 2008, P 417.

³ منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 246.

⁵ بوربيعة غنية، **محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة - دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي** فرع سونلغاز، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2012/2011، ص 90.

Miller سنة 1997 ، حدد أن التكلفة العالية للإفلاس يرجع ذلك إلى حقيقة أن الدراسات ذات الصلة بشكل خاص على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أو ذات الملكية الشخصية، إن إفلاسهم يؤدي إلى تصفية بدلا من إعادة التنظيم، بالنسبة للدراسات المتعلقة بالمؤسسات الكبيرة تكلفة الإفلاس تنخفض كلما كبر حجم المؤسسة.¹

ثانيا- التكاليف غير المباشرة:

ما يقال عن الدراسات السابقة هو أنها تركز فقط على التكاليف المباشرة وتجاهل التكاليف غير المباشرة في هذا المعنى بدأت **Altman E** أول دراسة تجريبية سنة 1984 لتقدير التكاليف غير مباشرة من الإفلاس، حيث كشف أن مجموع التكاليف المباشرة وغير المباشرة تصل إلى 20 % من القيمة الإجمالية للمؤسسة قبل الإفلاس.²

في دراسة لـ **Andrale Et Kaplan** كشف أن هذه التكاليف تصبح قريبة بالنسبة للمؤسسات التجارية ولكن أكثر ارتفاعا بالنسبة للمؤسسات الصناعية، وأجريت الدراسة على عينة المؤسسات المفرطة في الاستدانة وقدرت حجم التكاليف الإفلاس بين 10 و 12 % من القيمة السوقية للمؤسسة قبل الإفلاس.³

أيضا **LitzenBerger** ميز بين نوعين من التكاليف غير المباشرة : التكاليف الخاصة التي يتحملها المستثمرون (دائنون أو مالكيين أو معا) والتكاليف الاجتماعية التي يتحملها كليا أو جزئيا من قبل العملاء (الزبائن) في هذا الإطار يمكن القول أنه في حالة المنافسة الكاملة المساهمون فقط يستطيعون دفع جزء أو كل تكاليف غير المباشرة للإفلاس لكن في ظل وجود منافسة غير كاملة العملاء والمساهمون يتقاسمون هذه التكاليف كما أن الدائنون يمكن أن تسهم أو لا لدعم هذه التكاليف.⁴

بالإضافة إلى هذه التكاليف المباشرة و غير المباشرة فإن مفهوم تكاليف الإفلاس يمتد ليشمل الانخفاض في قيمة الأصول، إذ من المتوقع أن تكون إيرادات بيع أصول المؤسسة أقل من القيمة المحاسبية لها، كما يتضمن أيضا الخسائر – أو الهبوط المحتمل في الأرباح – نتيجة انخفاض أداء المؤسسة قبيل وقوع الإفلاس.

ثالثا- قيمة المؤسسة في ظل وجود تكاليف الإفلاس:

وتتوقف العلاقة بين الإفلاس والتكلفة على ثلاثة عناصر هي:

- 1- احتمالية الإفلاس.
- 2- التكاليف التي تتحملها المؤسسة عندما تحدث مصاعب أو أزمات مالية.
- 3- الآثار العكسية المحتملة للإفلاس على العمليات الجارية.

رابعا- احتمال الإفلاس:

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص ص 246 - 247.

² Robert goffin, **principes de finance moderne**, 2^e Edition, Gestion Economica, Paris, 1999, P 283.

³ G.Andrade Et N.S.Kaplan, **How Costly Is Financial (Not Economic) Distrss ? Evidence From Highly Leveraged Transactions That Became Distressed**, Journal Of Finance, 53 (Octobre 1998), P P 1443 - 1493.

⁴ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص ص 249 - 250.

احتمال الإفلاس هو احتمال إفلاس في المستقبل، فإنه يعتمد على حجم وتقلب التدفقات النقدية التشغيلية المتوقعة، لأنها تمثل إمكانية عدم القدرة على تغطية التكاليف إلى أن المؤسسة تدعم بعض التزاماتها التعاقدية.¹

ذلك على أساس أن قيمة المشروع في ظل خطر الإفلاس تقل بمقدار تكلفة الإفلاس حيث:

قيمة المؤسسة = القيمة الحالية للمؤسسة - القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس

في حين أن القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس تحسب كما يلي:

$$\text{القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس} = \frac{\text{تكلفة الإفلاس}}{\text{سعر الفائدة}}$$

أما تكلفة الإفلاس فتحسب العلاقة التالية:

تكلفة الإفلاس = قسط التأمين بعد الضرائب × احتمال الإفلاس

تكلفة الإفلاس المتوقعة = تكاليف الإفلاس الفعلية × احتمال الإفلاس

حيث يجب مراعاة كل من احتمالات الإفلاس عند مستويات المديونية المختلفة، وكذلك قسط التأمين بعد الضرائب عند تحديد تكلفة الإفلاس والقيمة الحالية لها.

فالمؤسسات التي تتصف بأن إيراداتها أكثر تقلباً فهي أكثر تعرضاً للإفلاس (مع بقاء المتغيرات الأخرى كما هي) وبذلك فهي تقلل من استخدام القروض في هيكل رأس المال بالمقارنة بالمؤسسات الأكثر استقراراً في إيراداتها.

فالمؤسسات ذات الرافعة التشغيلية العالية وهو ما يعني أن مخاطر النشاط عالية الأمر الذي يؤدي بها إلى تخفيض الرافعة المالية. تظهر المشاكل الخاصة بالإفلاس عندما تكون المؤسسة مفرطة عادة في استخدام القروض في التمويل، مما يعني أن التكاليف المترتبة على الإفلاس لا تحفز المؤسسات على التوسع في استخدام القروض.²

ويأخذ ذلك شكل ارتفاع معدل العائد الذي يطلبونه للاستثمار في سندات المؤسسة أو ارتفاع معدل الفائدة على القروض التي يقدمونها لها. وطالما أن الملاك لا يستطيعون التخلص من هذه المخاطر فإن السبيل الوحيد أمامهم هو المطالبة بمعدل عائد أعلى على استثماراتهم لتعويضهم عنها، هذا يعني وجود علاقة غير مباشرة بين زيادة الاقتراض وبين العائد المطلوب من قبل الملاك، وهذا بحد ذاته ارتفاع في تكلفة الأموال المرجحة WACC مما يؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة.³

وهكذا كلما زاد الاقتراض كلما زادت تكلفة الإفلاس وعليه يحصل ارتفاع في تكلفة الأموال المرجحة الأمر الذي يسبب انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة، وبما أن العلاقة عكسية بين تكلفة الأموال المرجحة WACC والقيمة السوقية للمؤسسة، لذلك أكد **مودكلياني وميلر** على أن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة سوف تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس وعليه فكلما زادت القروض كلما زادت تكلفة الإفلاس وبسبب ذلك استمرار الانخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة.⁴

إن الاقتراض يعرض المؤسسة لمخاطر الإفلاس حيث تبدأ هذه الأخيرة في الازدياد مقابل الزيادة في الاقتراض (علاقة خطية) وتستمر العلاقة على هذا النحو إلى أن تصل نسبة الاقتراض إلى نقطة معينة

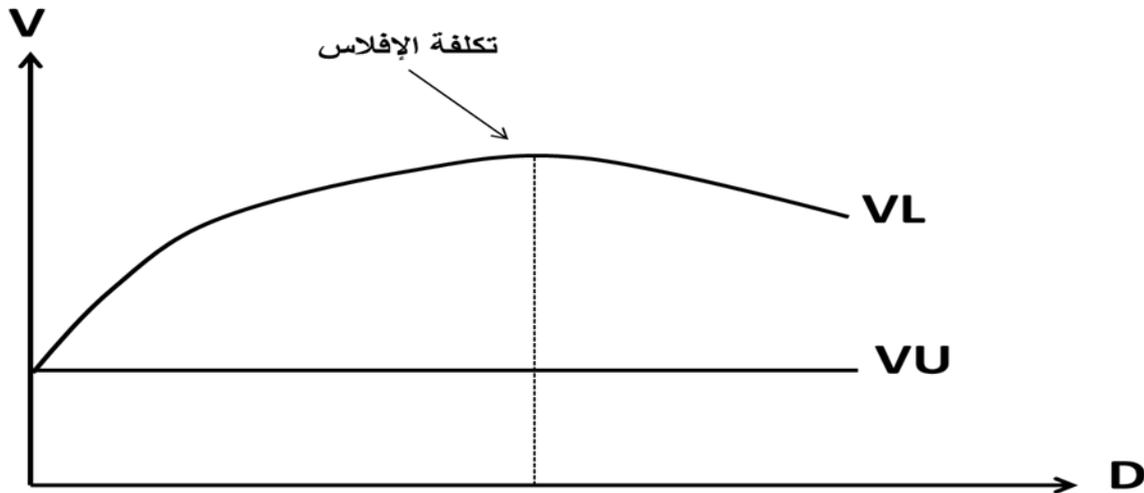
¹ Alain Burlaud, Arnaud Thauvron, Annaick Guyvarc'h, **Finance : Manuel, Dscg2**, Editions Foucher, Vanves, 2010, P 230.

² عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 366.

³ Laurent Batsch, **Finance Et Stratégie**, Gestion Economica, Paris, Janvier 1999, 302.

⁴ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 815.

بعدها تبدأ مخاطر الإفلاس في الزيادة بمعدل أكبر من معدل الزيادة في الاقتراض، وكقاعدة عامة كلما زادت مخاطر الإفلاس زادت أثارها العكسية على كل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة.
الشكل رقم (06): أثر تكلفة الإفلاس على قيمة المؤسسة



المصدر: مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2012/2011، ص 99.

2-3- الهيكل المالي الأمثل ونظرية التسوية (statique du trade-off)

إن العلاقة بين تكاليف الإفلاس و الوفورات الضريبية للديون تعرف بما يسمى نظرية التسوية أو الحل الوسط (Static-Trade-Off) ، أن هدفها هو كشف أن الهيكل المالي الأمثل لا يتحقق إلا عند التوازن بين المتغيرين (الإفلاس والوفورات الضريبية).¹
بالنسبة للنظرية التسوية (التوازن - المراجعة)، نسبة الاستدانة المثلى تقوم على مميزات وتكاليف المرتبطة بالإستدانة. كما رأينا سابقا، المؤسسات سوف يعدلون هيكلهم المالي (رأس المال) ليصلوا إلى نسبة الاستدانة التي تعتبر كنسبة مستهدفة لأنها تعظم قيمة المؤسسة.
إن رفع معدل الاستدانة لمؤسسة له آثار:²

1- أثر الرفع المالي

2- الأثر الجبائي

3- خطر الإفلاس.

ونحن نعرف أثر كل منهم على قيمة المؤسسة:

- أ- أثر الرفع المالي لا يغير من قيمة المؤسسة، إذا كان الرفع المالي يلعب أثر وحده، وخطر الإفلاس و الوفر الضريبي مستبعد قيم المؤسسة المستدانة هي نفسها لمؤسسة تم تمويلها كليا بالأسهم.
ب- أثر الجبائي يرفع من قيمة المؤسسة بالقيمة الحالية للوفر الضريبي.

¹ Jacques Teulie, Patrick Topsacalian , **Finance** , 2^e Edition, Vuibert 1997, P 361.

² Robert goffin, **principes de finance moderne**, 2^e Edition, Gestion Economica, Paris, 1999, P 284.

ج- خطر الإفلاس يخفض من قيمة المؤسسة بالقيمة الحالية لتكاليف الإفلاس.

في السوق كل شيء يمشي على قدم المساواة، الديون توفر أثرين للمؤسسة:

1 - المنفعة الضريبية المرتبطة بخصم الفوائد، وما هي إلا الوفورات الضريبية المرتبطة بالديون . في هذه الحالة الديون تخلق قيمة للمؤسسة من خلال القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

2- أثر سلبي مرتبط بتكاليف الإفلاس، القيمة الحالية لهذه التكاليف تعاقب قيمة المؤسسة، يتعلق الأمر في انخفاض القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

في سوق غير كاملة الأثرين يحدثان في وقت واحد لتحديد القيمة المؤسسة المستدينة من خلال مؤسسة متشابهة معها في كل النقاط غير أنها ليست مستدينة¹:

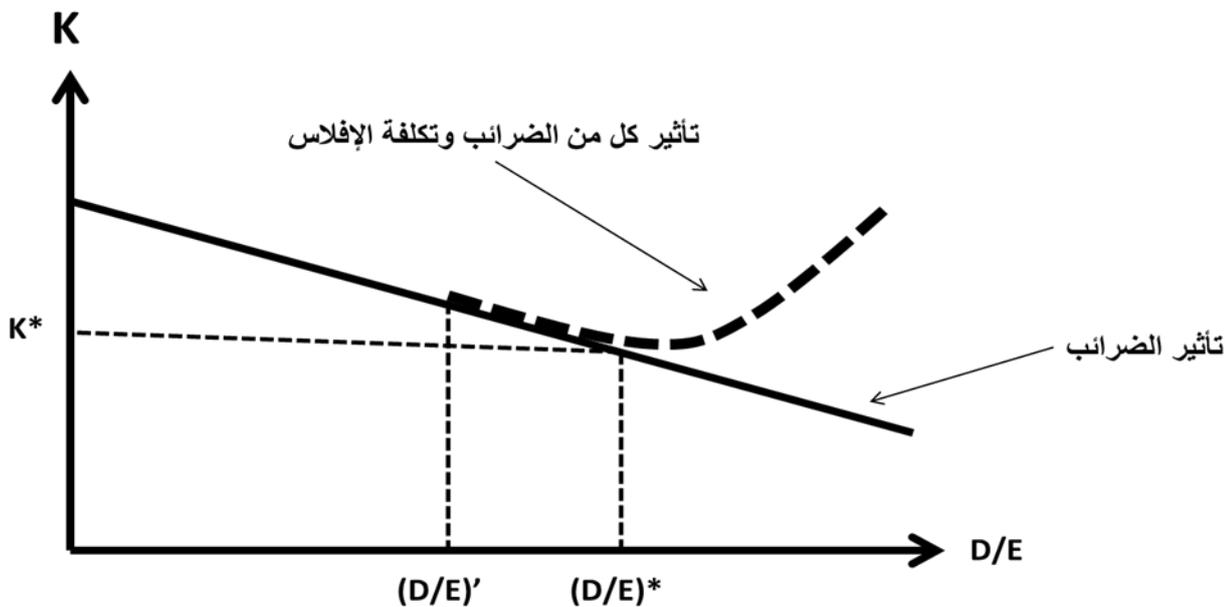
قيمة المؤسسة المستدينة = قيمة مؤسسة غير المستدينة + القيمة الحالية للوفورات الضريبية - القيمة

الحالية المتوقعة لتكلفة الإفلاس (VAECF)

$$VL = VUL + DT - VAECF$$

كما يمكن توضيح علاقة كل من تكلفة رأس المال و قيمة المؤسسة بنسبة الاقتراض اعتمادا على الشكلين الموليين:

الشكل رقم (07): علاقة تكلفة رأس المال بنسبة الاقتراض في ظل إضافة تكاليف الإفلاس.

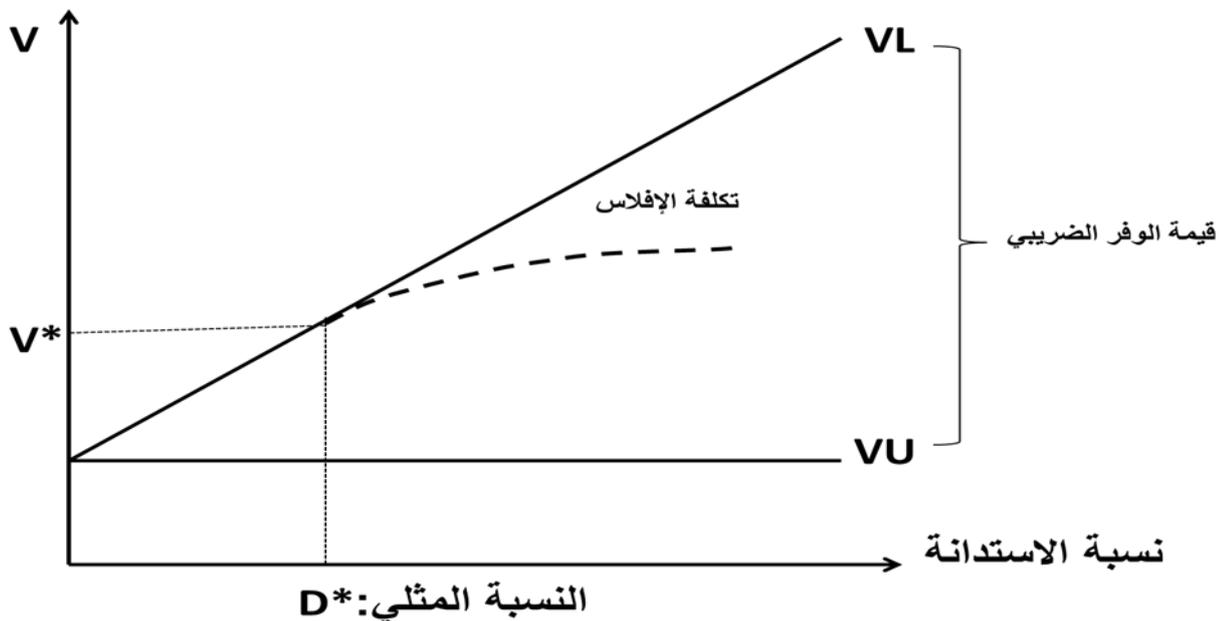


المصدر: دعاس مصعب، قرار التمويل في إطار محددات الهيكل المالي لمنظمات الأعمال - دراسة أكثر عمقا - (دراسة حالة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية خلال الفترة الممتدة بين 2007 - 2010)، مذكرة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2011-2012، ص 79.

الدراسات المطورة في هذه فرضية للمقاصة (تطهير أو إزالة) لخطر الإفلاس و الوفر الضريبي، تشير أن تكاليف الإفلاس تسمح بمعاينة الوفر الضريبي للاستدانة و تعطي إمكانية لتحديد هيكل مالي مثالي.

¹ Pierre Vernimmen, **Corporate Finance : Theory And Practice**, Pascal Quiry, Maurizio Dallochio, Yann Lefur, Antonio Salvi, Editions John Wiley&Sons, Ltd, England, 2005, P 779.

الشكل رقم (08): أثر تكلفة الإفلاس والوفر الضريبي على القيمة السوقية لمؤسسة



المصدر: بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة - دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2012/2011، ص 101.

من خلال الشكل السابق فإن قيمة المؤسسة بدون اقتراض V_U تأخذ شكل خط أفقي ثابت القيمة وأن قيمة المؤسسة في حالة الاقتراض V_L تأخذ شكل خط مستقيم يرتفع إلى أعلى بسبب الوفر الضريبي من ناحية وانعدام الضغوط المالية من ناحية أخرى ويكون ذلك صحيحاً في مرحلة الاقتراض بدرجات صغيرة وما قبل النقطة D^* إلا أن الزيادة في الاقتراض يبعد المؤسسة عن عالم مدقلياني وميلر وتبدأ تكلفة الضغوط المالية في الارتفاع وبالتالي يبدأ خط قيمة المؤسسة V_L في الانخفاض بسبب ارتفاع تكلفة الضغوط المالية بشكل متزايد إلى أن نصل إلى نقطة تتساوى عندها التكلفة الحدية لاقتراض وحدة واحدة من النقود مع الإيراد الحدي نتيجة الوفر الضريبي الناتج عن هذا الاقتراض وتمثل هذه النقطة أعلى قيمة للمؤسسة وعندها يكون مستوى الاقتراض أفضل ما يمكن بالنسبة لمؤسسة ولكنه في الواقع لا يوجد نموذج رياضي يتم استخدامه في تحديد قيمة النسبة المثلى بشكل دقيق وذلك لصعوبة التعبير عن الضغوط المالية في شكل كمي دقيق إذا الهيكل المالي الأمثل يتحقق عند تعظيم قيمة المؤسسة مع الأخذ بعين الاعتبار جميع المتغيرات، فالقرار الأمثل للاقتراض والذي يضمن أعلى قيمة سوقية للمؤسسة ما هو إلا محصلة للتوازن بين الأثر الإيجابي الذي تحدثه القيمة الحالية للوفورات الضريبية والأثر السلبي الذي تسببه تكلفة الإفلاس.¹

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 816.

3- هيكل التمويل في ظل الاتجاهات المالية الحديثة :

في هذا العنصر نستعرض النظريات التي اهتمت بدراسة إشكالية الهياكل المالية في ظل التيارات المالية الجديدة التي تدخل تحت إطار ما يعرف بالمنظور المتعدد الأشكال **The Multiform Approach**، الذي يعرف حالياً بما يسمى النظرية الحديثة للمشروع **The Modern Theory Of The Firm**، و التي ظهرت في منتصف السبعينات نتيجة الانتقادات التي وجهت لفكرة اللجنة الاقتصادية والمالية (انعدام الضرائب ومتغيرات أساسية أخرى)، لفكرة توافر السوق الكاملة **Perfect Financial Market** أين تتاح المعلومة لكل الأعوان الاقتصاديين، و سلوك هؤلاء الأعوان يكون رشيد.

3-1- نظرية تكلفة الوكالة (cost of agency) :

نموذج تكلفة الوكالة **Jensen Et Meckling** سنة 1976 تنظر للمؤسسة على أنها مجموعة من العقود للتفاوض بين الوكلاء بحرية لتحقيق أهداف مختلفة في ظل عدم التماثل المعلومات يتم تصميم اختيار هيكل المالي كطريقة لتخفيف من تكاليف الوكالة بسبب النزاعات بين المساهمين والمدراء من جهة والمساهمين والمقرضين من جهة أخرى.¹

قام كل من **Jensen Et Meckling** سنة 1976 بإدماج مفهوم تعدد الأهداف ضمن التصور الأكاديمي لنظرية المشروع، فالملك هدف معين (تعظيم القيمة) وللمسيرين أهداف عديدة، كما أن للدائنين (الجهات المانحة للقروض) هدف آخر . وتؤدي هذه التعددية للأهداف إلى نشوء ما يدعى **بصراع الوكالة** حيث يؤدي هذا الصراع إلى عدم التوافق من حيث اختيار الهيكل المالي.²

ويعرف كل من **jensen et meckling** " علاقة الوكالة " : على أنها عقد تقوم بموجبه شخص، يسمى بالرئيس ويستخدم شخصاً آخر يسمى الوكيل لتنفيذ مهمة محددة بإسمه.³ الفرص الذي يمكن أن تحدث نزاعات التي تكلم عنها المؤلف أو الكاتب تنشأ بين:⁴

- 1- المساهمين والدائنين، بقدر ما تكون الاستدانة مفرطة.
- 2- المساهمين والمدراء، بمقدار ما يكون الأرباح الناتجة عن المؤسسة تعود لمموليها وليس المدراء، هؤلاء الآخرين لا يشاركون بفعالية في إدارة المؤسسة (تسيير) إذا كانت مشاركتها في رأس المال المؤسسة مهم.

وفي هذين النوعين من الصراعات أو النزاعات تتكبد عنهم أو تنتج تكاليف الوكالة، إذن هناك تكاليف وكالة مرتبطة بالأموال الخاصة (النزاعات بين المسيرين أو المدراء أو المساهمين) وتكاليف وكالة

¹ Et-Taoufik, Benoit Gailly, **La Structure Financiere Des Pme De La Haute Technologie**, Les Côtes De Carthage 3, 4, 5 Et 6 Juin 2003, Xiième Conférence De l'Association Internationale De Management Stratégique. P 12.

² عبد الوهاب دادن، **الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2010/2009، ص 317.

³ Fatimata Ly-Baro, **Structure Financier De L'entreprise**, Economica, Paris, 2002, P 29.

⁴ Patrick Navatte, **finance d'entreprise et théorie des options**, gestion economica, paris janvier 1998, P 62.

مرتبطة بالديون (النزاعات بين المساهمين والدائنين) مع الزيادة في مستوى الديون الأولى تنخفض والثانية تزيد (التكاليف).¹

وجوهر النظرية هو طرح إشكالية وجود أهداف ذاتية خاصة بالمسيرين تؤدي بهم إلى انتهاج سلوك مخالفة عن سلوكهم حالة كونهم ملاكا.

تهدف نظرية الوكالة إلى تقديم خصائص التعاقد الأمثل الذي يمكن أن تكون بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على مبدأ النيوكلاسيكي الذي يستند إلى فرضية تضارب المصالح بحيث يهدف كل عون اقتصادي إلى تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة. وتفتتح هذه النظرية أسلوبا لتسيير صراع الوكالة بشكل أمثل، خصوصا فيما يتعلق بالقرارات المالية المناسبة. كما تحاول هذه النظرية تفسير سلوك المتعاملين بتمويل المؤسسة ومحاولة ملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل وذلك استنادا إلى فرضيتين:²

1- ليس بالضرورة أن تكون أهداف المسي رين والملاك متطابقة.

2- عدم تساوي المتعاملين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها.

3-1-1-التضارب بين مصالح المساهمين و المدراء:

فإذا كان المسير لا يحوز شخصا على كامل حقوق الملكية في المؤسسة، فإن وكالة التسيير التي تنجم على هذه الوضعية عادة ما تكون مصدر لتكاليف الوكالة. أسباب التضارب في المصالح يمكن أن تكون على شكل محاولة الوكيل تحويل ثروة غير مالية لصالحه باعتبار أنه لا يستفيد من العوائد الكلية لنشاطه، مع تحمله شخصا للمسؤولية (Jensen et Meckling (1976)، الخلف يمكن أيضا أن يكون ناتج عن حرص المسير الدائم على استمرار نشاط المؤسسة، حتى وان كانت التصفية أكثر فائدة من

المنفعة من وجهة نظر المساهمين (Harris et Raviv (1990).³

فظاهرة الاستثمار المفرط sur-investissement من جانب المسير تمثل هي الأخرى عامل للخلاف إذا كان المساهمين يرون أن توزيع التدفقات المالية المتاحة هو الأجدى.⁴ Jensen 1986 .

من المفترض أن يقوم المدراء بالعمل وفق مصالح موكلهم، لكن في الواقع عادة ما يلجئون إلى محاولة تعظيم ثرواتهم الشخصية، هذه الوضعية تولد تكاليف تسمى بتكاليف الوكالة Agency Costs و التي يمكن تصنيفها إلى ثلاث أنواع:⁵

¹ Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), **Theory Of The Firm : Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure**, Journal Of Financial Economics, Vol.3, P 312.

² Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), **Theory Of The Firm : Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure**, Journal Of Financial Economics, Vol.3, P 312.

³ عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2010/2009، ص 318.

⁴ M.C Jensen, **Agency Costs Of Free Cash Flows, Corporate Finance And Takeovers**, American Economic Review, Vol 76, 1986, P 323 – 339.

⁵ Robert goffin, **principes de finance moderne**, 2^e Edition, Gestion Economica, Paris, 1999, P 340.

- تكاليف المراقبة *control costs*، التي يتحملها الموكل من أجل التحقق من أن تسيير الوكيل منسجم مع هدف تعظيم منفعة، أي التكاليف التي تنجم عن تتبع ورصد الوكيل لدفعه بأن يعمل لتحقيق مصلحة موكله.

- تكلفة التبرير *justification of the costs*، مجسدة في المصاريف التي يقوم بها الوكيل من أجل التدليل على نوعية سلوكه للموكل، من خلال المؤشرات التي يظهرها الوكيل للموكل والتي يعبر له من خلالها على حسن التسيير.

- التكاليف الباقية *résidual costs*، والتي تظهر عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لهذا التوكيل. أي التي تنجم عن استحالة ممارسة مراقبة شاملة لتسيير الوكيل.

3-1-2- حل النزاعات عن طريق استخدام الدين:¹

لحل هذا المشكل الذي هو في نهاية المطاف حجم المؤسسة دون المستوى الأمثل، M.Jensen et W.Meckling من جهة، S.Grossman Et O.Hart من جهة أخرى، اقترحوا اللجوء للاستدانة لأنها تسمح للمؤسسة بالنمو و رفع من القيمة الإجمالية للمؤسسة. لقد بين المفكرون أن هذين التأثيرين يصبحان بسهولة أهدافا في آن واحد للمساهمين والمدراء.

بالنسبة للمدراء، وخصوصا لأولئك الذين ليسوا لا مساهمين (من حملة الأسهم) ولا من حملة السندات للمؤسسة ولكن التي تهدف إلى الحفاظ على مستوى أجورهم و المنافع العينية، الاستدانة لديها حافز للأداء . في الواقع كلما كانت المؤسسة مستدينة كلما كان خطر الإفلاس مرتفع، إذا كان هذا ما يحدث الآن سيفقدون عملهم، أجورهم ومنافعهم العينية.

و هذا عبارة عن تهديد كاف لتشجيعهم على أن يكون تسيير جيد و فعال، لذلك هل يسعون إلى تحقيق أقصى قدر من الأرباح، والى أبعد من ذلك قيمة مؤسستهم؟ الإجابة هو البديل لسببين رئيسيين هما:

1- في غياب المديونية خطر الإفلاس محدود، ولكن السوق سيفترض أن المدراء لا يقصدوا الحد الأقصى من الأداء قيمة المؤسسة تنخفض وهو يرتبط بنظام حوافز، الذي سوف يخسرونه . على العكس مع الاستدانة فإن خطر الإفلاس يكون أكثر ارتفاعا، و السوق سيفترض ان هذا التهديد يجبر المدراء على ان يصبحوا أكثر أداء و يبحثون عن تعظيم القيم للأرباح وللمؤسسة من خلال نظام التحفيزات.

2- بغض النظر عن نظام التحفيزات، يمكن أن نعتقد أن المدراء سيصبحون أكثر اندفاعا ويفخر أو يعتز بحجم المتزايد للأموال، وسيكون لديهم مسؤولية التسيير، هذا الحجم سيزيد مع الإصدارات الأسهم والديون بحيث أن قيمة المؤسسة ستزيد.

بالنسبة للمساهمين، نمو المؤسسة عادة ما يكون حافز (دافع) قويا بما فيه الكفاية للتمويل، فهم يختارون بين رفع من رأس المال أو طلب القروض .الأولى توزع المخاطر ولكن تفتح الباب أمام مساهمين جدد، مع خسارة المنافع (الأداء) وتكاليف الناجمة عن السلطة أو الرئاسة، أما الثانية تزيد من المخاطر لكن في هذه الحالة المساهمون يظهرون (سيتم) على شكل مدراء كما طرحناها سابقا . كنتيجة استخدام الاستدانة يفترض ارتفاع وأيضا تعظيم الأرباح و بالتالي قيمة المؤسسة.

هذا الحل يقترح العديد من الملاحظات والنتائج المهمة، نذكرها في 20 نقاط:¹

¹ Aimble Quintart, Richard Zisswiller, **Théorie De La Finance** , 2^e Edition, Mise A Jour Juillet 1990, Gestion Puf, France, P 299.

1- إذا كان إصدار الديون (السندات، القروض البنكية...) من المرجح أن تحل بعض النزاعات بين المساهمين والمسيرين، ويمكن بالعكس أن تخلق أخرى بين، من جهة المقرضين أو الدائنين و المساهمين والمدراء التي أثبتت أن مجرد مصالحهم يمكن أن تتلاقى من خلال ذلك . وسوف تناقش هذه المشكلة ولكن نستطيع أن نلاحظ بالفعل أن هذا الدين لا يؤدي فقط او يتسبب بتكاليف الإفلاس واعادة التنظيم يمكن أن يؤثر على تكاليف وهيكل رأس المال ولكن أيضا تكاليف الوكالة : تكاليف المراقبة لأن الدائنين يردون مراقبة المدراء والسيطرة، بالإضافة لتكاليف أخرى.

2- نلاحظ التأثير الذي يمكن أن يكون من نظام مشاركة المدراء في الربح : لأنها تتيح إجراء مقارنة بين التطورات السابقة ونموذج الإشارة ل . S.Ross في حين أن هذا النموذج يستخدم هيكل على أنه إشارة إلى إبلاغ السوق من الخصائص الحقيقية للمؤسسة، التحاليل الموضحة هنا تشير إلى ان المدراء يعطون للمساهمين عن طريق اختيار هيكل ديون مالية، وضمان تسيير الذي يلبي مصالح هؤلاء الآخرين.

3- كل من يستفيد من الديون و يبدو ضمنا أنه خلافا لموقف Modigliani Et Miller ، قرارات الاستثمار ليسوا كلياً مستقلين عن قرارات التمويل، يبدو ان هناك على الأقل علاقة إحصائية بين قيمة المؤسسة وهيكلها المالي.

فالمديونية في المؤسسة يمكن النظر إليها كأداة فعالة في فض تكاليف وكالة الأموال الخاصة لأن هذه الأخيرة تولد تقارب في المصالح بين المساهمين و المسير، ففي إطار المديونية ذات الطبيعة البنكية، ينجم عن الزيادة في حصة المديونية زيادة المراقبة من قبل لبنك لنشاط تسيير الوكيل Diamond 1984² . كذلك يؤدي الدفع للفوائد في آجال محددة إلى تخفيض إمكانيات الاستثمار غير الامثل من جانب المسير نظرا لأن ذلك من شأنه تخفيض التدفق المالي المتاح . وبالتالي فطبيعة عقد الاستدانة من شأنه أن يؤدي إلى مخاطر من بينها مخاطر فقدان منصب عمل المسير إذا ما حدثت تصفية استجابة لمطلب البنك.

في نفس الوقت، إذا كانت المديونية تؤدي إلى التقليل وبشكل فعال من تكاليف وكالة الأموال الخاصة المرتبطة بتضارب المصالح بين المسير و المساهمين، فان هذه المديونية تمثل من جانب آخر مصدرا للخلاف بين المساهمين و الدائنين و بالتالي مصدرا لتكاليف وكالة من صنف آخر.

3-1-3- التضارب بين مصالح المساهمين و المقرضين

عندما يقوم المقرض بتزويد المؤسسة بالأموال فإن سعر الفائدة يكون مبني على أساس تقييم المقرض لمخاطر المؤسسة، وبالتالي فإن علاقة المقرض بالمؤسسة تعتمد على تصرف المؤسسة في المستقبل، فبعد حصول المؤسسة على الدين عند سعر فائدة محدد، فإن مخاطر المؤسسة قد ترتفع بسبب استثمارها في مشاريع خطيرة أو عن طريق زيادة ديونها.

ومن ناحية أخرى، إذا كانت المشاريع الخطرة مربحة أو إذا استطاعت المؤسسة تحقيق عائد الديون الإضافية، فإن أصحاب المؤسسة (المساهمين) سوف يستفيدون من هذه الأعمال الخطرة، ولأن التزامات المؤسسة التي ستدفع للمقرض لا تتغير، فإن التدفقات النقدية التي ستحققها المشاريع الخطرة ستزيد من القيمة السوقية للمؤسسة، أي بمعنى آخر إذا حققت المشاريع الخطرة عوائد فإن جميع الفوائد ستعود على

¹ بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة - دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركييب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2012/2011، ص 105.

² D.Diamond , **Financial Intermediation And Delegated Monitoring**, Review of Economics Studies, n°51, 1984, P 137.

المساهمين، أما إذا لم تحقق هذه المشاريع الخطرة عوائد فإن المقرضين سيشاركون بالتكلفة (أي عدم قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها المالية).¹

مثل هذه التصرفات قد تضعف مركز المقرض من ناحية استرجاع أمواله من تدفقات المؤسسة النقدية. هذا يجعل المقرض يقوم بوضع محددات وتستخدم أساليب رقابية على المؤسسة خوفا من أن يقوم المدير بتصرفات لصالح المساهمين، فمثلا يستطيع المقرض أن يضع شروطا فيما يتعلق بقدرة المؤسسة على الاقتراض في المستقبل، أو أن يضع محددات على توزيعات الأرباح، طبعاً كلما زادت هذه المحددات كلما استطاعت المؤسسة الحصول على أسعار فائدة أقل على ديونها.²

فإذا كانت الاستدانة تمثل نمط أساسي في فض التضارب في المصالح بين المساهمين و المسير، فهي تولد تضارب آخر في المصالح مع المقرضين التي تولد بدورها تكلفة وكالة. على هذا الأساس هيكل رأس المال الأمثل يتحدد بالمراجعة بين ميزات الاستدانة (تخفيض تكاليف الوكالة بين المساهمين والمسير) و تكاليف ال وكالة المتعلقة بالعلاقة مع الدائنين. انفراد نظرية الوكالة يكمن في رفضها فرضية تطابق مصالح كل الشركاء partners في المؤسسة، واقتراحها وفق ذلك إدارة هذه التناقضات بشكل أمثل، خاصة بواسطة القرارات المالية المناسبة. فالهيكل المالي الأمثل هو نتاج المزج compromis بين مختلف مصادر التمويل التي تسمح بحل تنازع المصالح، معتبرة أن المديونية و الأموال الخاصة ترجح. مصالحا و تؤخر أخرى، هذا الهيكل المالي يجب أن يسمح بتعظيم القيمة الإجمالية للمؤسسة الفرضية السلوكية للمدراء هي تعظيم دالة منفعتهم، محدثين بذلك تضارب في المصالح.

3-1-4- الهيكل المالي الأمثل في ظل وجود تكاليف الوكالة

أي حسب نظرية الوكالة فإن الهيكل المالي الأمثل ينتج عن تحكيم مرضي بين أنماط التمويل المختلفة التي تسمح بحل إشكالية تضارب المصالح بين الأطراف المهتمين بمستقبل و حياة المؤسسة، وذلك باعتبار الاستدانة والأموال الخاصة تحد من بعض الصراعات وفي ذات الوقت تثير أخرى، بحيث يسمح هذا الهيكل الأمثل تعظيم القيمة الإجمالية للمؤسسة.

يظهر **Jensen Et Mackeling 1979** امتياز الاستدانة حسب نظرية الوكالة على مستويين:

- 1- تمنح الاستدانة إمكانية مراقبة سياسة الاستثمار لدى المسيرين.
- 2- تسمح الاستدانة للمساهمين بضبط وتحسين سلوك المسيرين وكذا الحصول على معلومات أكثر. تميز هذه النظرية بين ثلاثة أصناف لتكلفة الاستدانة:³
- يمكن أن يتخلى المساهمين عن مشاريع ذات قيم حالية موجبة إذا كان الفرق سالباً مع القيمة الحالية للمبالغ التي سوف تسدد.
- يمكن أن تكون الاستدانة عاملاً محرضاً للمساهمين على اعتماد مشاريع بدرجة من المخاطرة.
- التكاليف التي يتحملها المساهمون بسبب التقصي والبحث عن طبيعة الاستدانة المنتهجة من قبل المسيرين.

¹ Aswath Damodaran, **Pratique De La Finance D'entreprise**, 01 Ere Edition ,Groupe De Boeck , Bruxelles, 2010, P 737.

² فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد، الاردن، 2010، ص 285.

³ Samira Rifki, Abdessadeq Sadq, **Un Essai De Synthèse Des Débats Théoriques A Propos De La Structure Financière Des Entreprises**, In Revue Du Financier, N°31, (2001), P 16.

ولذلك فمن الممكن كتابة المعادلة التالية:

$$Ve = vn + va(\text{avantage fiscale}) + va(\text{cout d'agence de fond propres}) - va(\text{cout de faillite}) - va(\text{cout d'agence de la dette})$$

Ve: قيمة المؤسسة المستدينة.

Vn: قيمة مؤسسة مشابهة لها ولكن غير مستدينة.

هناك حالتين:

1- عندما يكون الهيكل المالي للمؤسسة ضعيف الديون، استخدام الديون يؤدي إلى إدارة أكثر صرامة التي توفر مزايا أكثر من العيوب التي تسببت فيها تضارب المصالح بين الدائنين والمساهمين، حيث ما تبقى من القيمة الحالية للتكاليف الوكالة للأموال الخاصة يخفض بنسبة بالاستدانة ناقص القيمة الحالية للتكاليف الوكالة للديون هي موجبة. هذا الرصيد يساهم في رفع قيمة المؤسسة.

2- عندما تصبح نسبة الرافعة المالية كبيرة، فاستخدام الدين يؤدي إلى تفاقم تكاليف الوكالة للديون، أين يكون الرصيد بين تكاليف الوكالة سلبيا وقيمة المؤسسة تنخفض.

تستند أمثلية الهيكل المالي حسب هذه النظرية إلى ثلاث متغيرات:

1- الهدف: تعظيم القيمة الإجمالية للمؤسسة.

2- الإمكانيات المستعملة: تدنية صراع تضارب المصالح، وتدنية التكاليف بالاستدانة بطريقة مثلى.

3- القيود: الأخذ في الحسبان تكاليف الوكالة للأموال الخاصة والديون.

قام كل من Jensen et Meckling سنة 1976 بتطبيق أبحاثهما بشكل ميداني على مؤسسة يملكها مسيرين فيها حصة معتبرة من رأسمالها، لذلك وجد أن هؤلاء المسيرين تمكنوا من وضع هيكل مالي أمثل مرده إلى وضعين مختلفين:¹

- من جهة في ظل وجود الضرائب على أرباح الشركات، يكون من مصلحة المؤسسة (المسريين) اللجوء إلى الاستدانة نظرا للوفر الضريبي الناتج التكاليف المالية.

- ومن جهة أخرى تؤدي الاستدانة إلى جلب تكاليف وكالة من أشكال:²

تكاليف المراقبة والتبرير، تكاليف مكافئة المخاطر المتعلقة بالاستثمارات والمخاطر المرتفعة

والمفروضة من قبل الجهات المناحة للقروض، وكذا تكاليف الإفلاس وفساد النظام

(désorganisation) المحتملة. وعليه سيكون من فائدة المؤسسة اعتماد الاستدانة إلى غاية تساوي

مقدار الارتفاع في قيمتها الناتج عن الاستثمارات الممولة عن طريق الاستدانة، مع التكلفة الحدية الناتجة

عن الاستدانة ومن ثم فإن مقدار الأمثل للجوء إلى هذه هو ذلك المستوى الذي يسمح بتدنية التكاليف الكلية

للوكالة، بمعنى التكاليف المتعلقة بالرفع في رأس المال ويكون هذا المنطق مقبولا عندما يكون المسيرين

مساهمون (ملاك) وبالتالي تكون الاهتمامات والمصالح منسجمة ومتوافقة مع باقي الملاك.

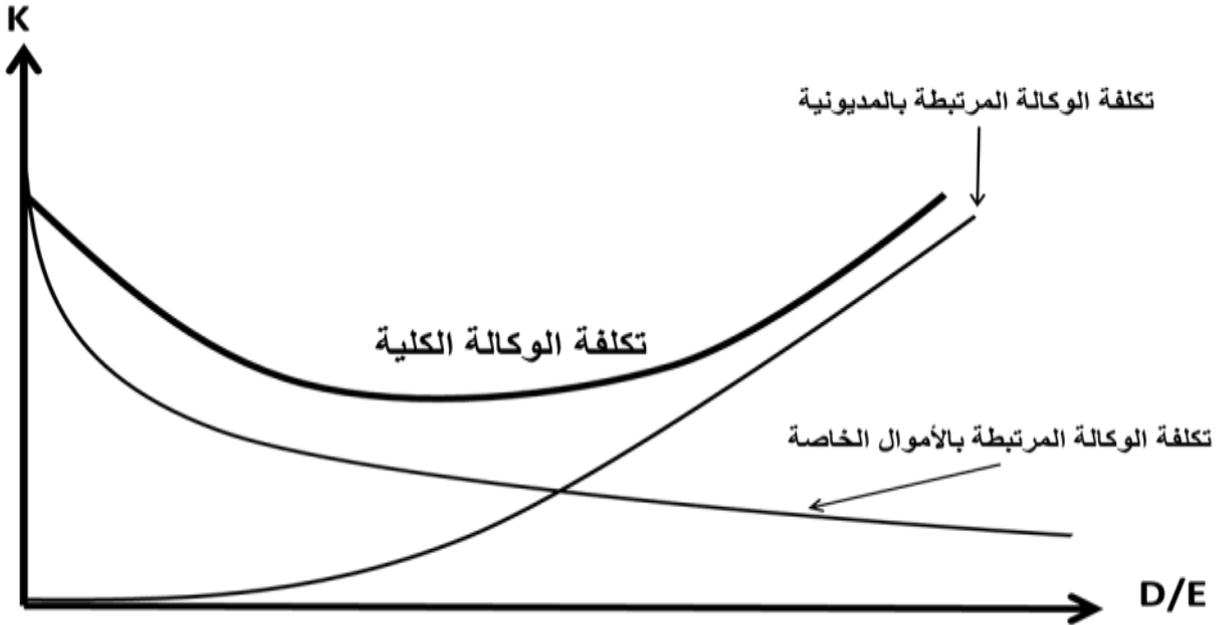
من ناحية يخفف الصراع بين المدير والمساهم الخارجي من خلال التخفيف من حدة الاعتماد على حقوق

المساهمين الخارجية (الأسهم) من خلال إنشاء التزام لدفع مبالغ نقدية في شكل الفائدة، من ناحية أخرى

¹ عبد الوهاب دادن، الجدول القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2010/2009، ص 317.

² عبد الوهاب دادن، الجدول القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2010/2009، ص 318.

الديون تولد تضارب مصالح بين حملة السندات والملاكين 1977 Myers، في شكل "نقص الاستثمار" وإحلال أو استبدال الأصول".¹ وهكذا فإن نظرية الوكالة ترى بأنه لتعظيم قيمة المؤسسة وحل إشكالية تضارب المصالح، لابد من الحصول على هيكل مالي أمثل يأخذ بعين الاعتبار الامتيازات والتكاليف الناتجة عن الاستدانة والأموال الخاصة.² ويمكن توضيح العلاقة بين تكلفة الوكالة و نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة في الشكل الموالي: الشكل رقم (09): علاقة تكلفة الوكالة بنسبة الاقتراض.



المصدر: بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة - دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2012/2011، 110.

تكون القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة في ظل وجود تكلفة الوكالة الناجمة عن الاقتراض وفق العلاقة التالية:³

¹ Jacques Teulie, Patrick Topsacalian, **Finance**, 2^e Edition, Vuibert 1997, P 368.

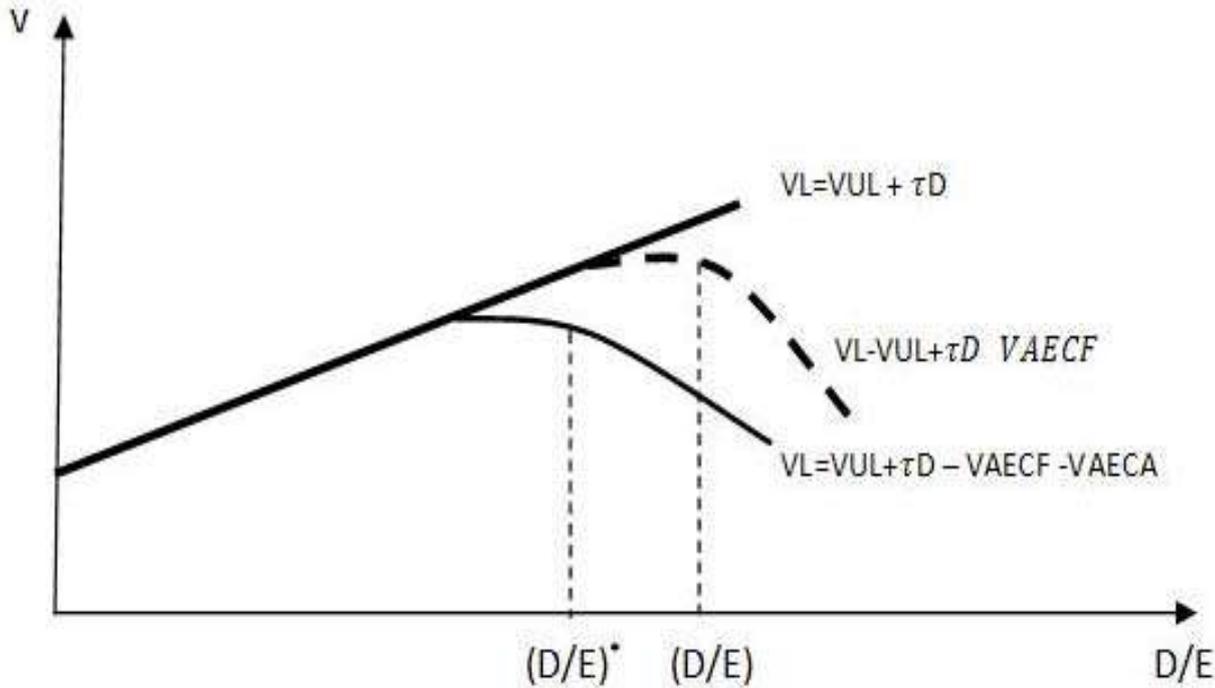
² Sanjay Rajagopal, **The Portability Of Capital Structure Theory: Do Traditional Models Fit In An Emerging Economy?**, Journal Of Finance And Accountany, vol 05, march 2011, P 03.

³ دعاس مصعب، قرار التمويل في إطار محددات الهيكل المالي لمنظمات الأعمال - دراسة أكثر عمقا - (دراسة حالة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية خلال الفترة الممتدة بين 2007 - 2010)، مذكرة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012-2011، ص 84.

$$VL = VUL + \tau D - VAECF - VAECA$$

القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة = القيمة السوقية للمؤسسة غير المستدينة + القيمة الحالية للاقتصاد الضريبي - (القيمة الحالية المتوقعة لتكلفة الإفلاس: VAECF + القيمة الحالية المتوقعة لتكلفة الوكالة: VAECA)

و يمكن توضيح العلاقة بين تكلفة الوكالة و قيمة المؤسسة من خلال الشكل الموالي:
الشكل رقم (10): علاقة قيمة المؤسسة بنسبة الاقتراض في ظل إضافة تكاليف الوكالة.



المصدر: دعاس مصعب، قرار التمويل في إطار محددات الهيكل المالي لمنظمات الأعمال - دراسة أكثر عمقا - (دراسة حالة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية خلال الفترة الممتدة بين 2007 - 2010)، مذكرة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2011-2012، ص 84.

يتضح من خلال الشكل أعلاه أن ظهور تكلفة الوكالة سوف يترتب عليه تخفيض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، أي أن النسبة المثالية للاقتراض إلى الأموال الخاصة قد انخفضت من النقطة (D / E) التي يتعادل عندها الاقتصاد إلى النقطة $(D / E)^*$ الضريبي الناتج عن الاقتراض معك ل من تكلفة الإفلاس و الوكالة، و هو ما يطلق عليه نظرية التوازن.

3-2- نظرية الإشارة (théorie de signal) - نظرية عدم تماثل المعلومات

يعود الفضل في ظهور هذه النظرية إلى المؤلف Ross سنة 1977، تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم التماثل أو تناظر المعلومات الذي يتصف به السوق، و الواقع أن المعلومات التي تتبناها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات (signaux) خاصة وفعالة تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء، وخاصية هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات

ضعيفة¹ ، هذا وتستند نظرية الإشارة إلى فكرتين أساسيتين هما: نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات، حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين، وحتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع فإنها سوف لا تترك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة².

3-2-1- تعريف المعلومات غير المتماثلة:

المعلومات غير المتماثلة 1984 Myers Et Majluf ، 1985 Stiglitz Et Weiss ، تعني بأن المدراء لديهم معلومات عن عمليات ومستقبل المؤسسة أكثر من المستثمرين، وعلى فرض أن المدير المالي يقوم بأخذ القرارات التي تعظم ثروة أصحاب المؤسسة (المساهمين)، بالتالي فإن المعلومات غير المتماثلة يمكن أن تؤثر على قرارات المدير المالي والمتعلقة بالهيكل المالي للشركة. حيث أنه من المعروف أن المؤسسة تلجأ إلى التمويل المقترض عندما تتوقع ظروفًا مستقبلية مشجعة، وذلك بسبب عدم رغبتها في وجود من يشاركها النمو المحتمل، أما عندما تتوقع المؤسسة ظروفًا سيئة في المستقبل، فإن المؤسسة تفضل اللجوء إلى جذب تمويل من مساهمين جدد للمشاركة في تحمل الصعوبات المحتملة. غير أن ذلك لا يعني أن كل إصدار جديد للأسهم العادية يعني وجود توقع عن الظروف السيئة، فالمؤسسة ترغب في كثير من الأحيان المحافظة على طاقتها الاقتراضية، لأن زيادة المديونية بشكل كبير من الصعب الحصول على المزيد من التمويل المقترض³.

فعلى سبيل المثال إذا كان هناك أمام المؤسسة مشاريع جيدة وان سعر سهم المؤسسة الحالي مقيم بأقل من قيمته الحقيقية في هذه الحالة، يكون من الأفضل لمساهمي الشركة الحاليين إذا قامت المؤسسة باستخدام الدين بدلًا من استخدام الأسهم العادية الجديدة للحصول على الأموال التي تحتاجها، استخدام الديون للحصول على الأموال ينظر إليه كإشارة تعكس وجهة نظر المؤسسة بالنسبة لسعر سهمها في السوق، أن الحصول على الأموال عن طريق الديون يعتبر إشارة إيجابية تقترح بأن الإدارة تعتقد بأن سعر سهم المؤسسة في السوق مقيم بأقل من قيمته الحقيقية، في هذه الحالة يكون من الأفضل لمساهمي الشركة الحاليين إذا قامت الشركة باستخدام الدين بدلًا من استخدام الأسهم العادية الجديدة للحصول على الأموال التي تحتاجها. استخدام الديون ينظر إليه كإشارة إيجابية وبالتالي يمكنها التفاوض للحصول على أسعار فائدة أقل، عندما يصبح هذا المستقبل الجيد للمؤسسة معروفًا للسوق، فإن الزيادة في سعر سهم المؤسسة سيعود بالنفع على المساهمين جدد لهم⁴.

أما إذا كانت إدارة المؤسسة تعتقد بأن مستقبل المؤسسة ضعيف وان سعر سهمها مقيم بأكبر من قيمته الحقيقية. في هذه الحالة، يكون من الأفضل لمساهمي المؤسسة الحاليين إذا قامت المؤسسة باستخدام

¹ Aimble Quintart, Richard Zisswiller, **Théorie De La Finance**, 2^e Edition, Mise A Jour Juillet 1990, Gestion Puf, France, P 272.

² قلي محمد ودوار إبراهيم، محددات وأمثلية هيكل رأس المال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: نموذج قياسي لمنهج الانحدار التدريجي « **Stepwise** »، الملتقى الوطني حول الإدارة المالية رفع أساسي لتحسين أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، عنابة، 2014/25/26، ص 05.

³ عدنان تابه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 432.

⁴ فايز سليم حداد، فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد، الاردن، 2010، ص 285.

الأسم العادية الجديدة للحصول على الأموال التي تحتاجها. ولهذا غالبا ما يفسر المستثمرين الإعلان عن إصدار أسهم عادية جديدة على انه إشارة سلبية مما يؤدي إلى انخفاض سعر سهم المؤسسة في السوق. ان الانخفاض في السعر بالإضافة إلى تكاليف الإصدار يجعل من تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية الجديدة مرتفعة جدا، وعندما يصبح مستقبل المؤسسة الضعيف معروفا للسوق، فإن الانخفاض في سعر سهم المؤسسة ستحملة كل من المساهمين الحاليين والمساهمين الجدد.

3-2-2- مفهوم نظرية الإشارة:

تكون الإشارة المستعملة بأشكال عديدة، إذ يمكن أن تكون صورة أو وصفا لتكلفة رأس المال، سياسة توزيع الأرباح، أو أيضا اللجوء إلى أوراق مالية معقدة (مركبة complex) أو إلى شروط خاصة في مختلف أشكال الهيكل المالي.¹

كما أن الإشارة ليست مجرد سر أو تصريح مضلل كما يعتقد الكثير، ولكنها قرار مالي حقيقي وواقعي يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية على مسيبتها في حالة ظهور واكتشاف عدم صحتها.

تقترح هذه النظرية نمودجا لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي، فيميز المستثمرون بين كل المؤسسات الموجودة في السوق ويصفونها إلى نوعين: A و B، المؤسسات من النوع A هي أحسن أداء من المؤسسات من النوع B. ومن أجل تصنيف مؤسسة ما في أحد الصنفين يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرج « Critique » للاستدانة *D. فترى النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد (الصنف A) لها قدرة على الاستدانة تصل أو تفوق المستوى *D، والعكس بالنسبة للمؤسسات من النوع B. لذلك يمكن القول بأنه على المؤسسات المتوقع لها مستقبل غير مناسب للجوء إلى زيادة رأس المال عن طريق إصدار وبيع أسهم جديدة لتجنب حدوث إفلاس ومشاركة المستثمرين الجدد في أي خسائر متوقعة، ومنه فإنه تفضل المؤسسات المتوقع أن يكون لها مستقبلا جيدا التمويل عن طريق القروض، في حين أن الشركات المتوقع أن يكون لها مستقبلا سيئا تفضل التمويل عن طريق الرفع في الأموال الخاصة. تثير هذه النظرية العديد من المشاكل حول التكلفة المتوسطة للأموال، حيث يتضح أن التكلفة المتوسطة المرجحة تزداد عندما تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي بإصدار وبيع أسهم جديدة بدلا من اللجوء إلى استخدام الأرباح في التمويل.²

الواقع أن المستثمر بطبيعته أبعد من أن يكون ساذجا في تصديقه لأي معلومة أو إشارة، فهو يستقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك وعليه لايد من الإشارة إلى انه:

- 1- يتساءل المستثمر أولا عن الفائدة التي تهدف إليها جهة الإشارة.
- 2- يحاول فهم صورة الفريق المدير للمؤسسة وسياسته في الاتصال.
- 3- يراعي مراقبة وحكم السلطات البورصة في حالة نشر معلومات غير صحيحة.

¹ Samira Rifiki, Abdessadeq Sadq, **Un Essai De Synthèse Des Débats Théoriques A Propos De La Structure Financière Des Entreprises**, In Revue Du Financier, N°31, 2001, P 18.

² قلي محمد ودوار إبراهيم، محددات وأمثلية هيكل رأس المال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: نموذج قياسي لمنهج الانحدار التدريجي « Stepwise »، الملتقى الوطني حول الإدارة المالية رفع أساسي لتحسين أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، عنابة، 2014/25/26، الصفحة 05.

تشير هذه النظرية العديد من المشاكل حول التكلفة الحدية للأموال، حيث يتضح ان التكلفة الحدية المتوسطة المرجحة تزداد عندما تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي بإصدار وبيع أسهم جديدة بدلا من اللجوء إلى استخدام الأرباح في التمويل.¹

ويرجع هذا الاختلاف بين تكلفتي نوعي التمويل إلى تكلفة الإصدار من ناحية ومن ناحية أخرى، قد يحدث أيضا زيادة في تكلفة الأموال إذا ترتب على الإصدار انخفاض في سعر السهم مما يؤثر في تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي.

3-2-3- حدود نظرية الإشارة:

تعتمد هذه النظرية على تماثل المعلومات المصرح بها من قبل المسيرين في السوق المالي، وتتمثل هذه الإشارات في القرارات الهامة مثل رفع رأس المال، مستوى الديون، تعديل السهم... الخ فهي تعطي دلالة على أن المؤسسة في مستوى عالي من الكفاءة وبالخصوص إذا تعلق الأمر بمستوى المديونية مما يظهر بأن المؤسسة تتمتع بهامش أمان لكن السؤال المطروح، هل هذه المعلومات تعكس فعليا الصورة الحقيقية للمؤسسة؟ ومن هنا يظهر إشكال يكمن في مصداقية المعلومات والإشارات المصرح بها مثل ما وقع في الولايات المتحدة الأميركية حيث أن المعلومات المصرح بها لا تعكس إطلاقا المستوى الحقيقي للمؤسسات، الأمر الذي أدى لفضائح، من جهة، ومن جهة أخرى فحسب نظرية الوكالة فأهداف المساهمون قد تتعارض مع مصالح المسيرين مما يشكك أيضا في تصريحات المسيرين بشأن مصير أملاك المساهمين في المؤسسة.

3-3- نظرية التمويل السلمي « Peking Order Théory »:

بنظرية ترتيب أولويات التمويل (Pecking Order Theory) أو التسلسل الهرمي، كما تسمى نظرية الالتقاط التدريجي (Théorie de financement hiérarchique)

استنادا إلى حجة إشارات Myers 1984 تشير إلى أن الهيكل المالي للمؤسسة هو ببساطة النتيجة التراكمية للقرارات التمويلية الفردية للقادة حسب التسلسل الهرمي P.O.T ل Myers Et Majulf سنة 1984 أن التمويل الذاتي أفضل من التمويل الخارجي، وعندما تكون بحاجة إلى موارد خارجية فإن الديون تفضل على الأموال الخاصة (الأسهم) يستعملون إلا استثنائيا الزيادة في رأس المال.²

وقد تم رفض فرضية وجود هيكل رأس المال الأمثل من قبل نموذج التسلسل الهرمي للتمويل، بسبب عدم تماثل المعلومات بين الوكلاء (الأعوان) من داخل وخارج المؤسسة، ويتبع التسلسل الهرمي واضح تملئها الحاجة إلى الأموال الخارجية وليس محاولة للعثور على نسبة الدين إلى حقوق المساهمين الأمثل.³

وبالتالي فإن نظرية التسلسل الهرمي يتطلب أن المؤسسات التي لديها أرباح كبيرة واحتياجات تمويل صغيرة تميل إلى انخفاض نسب الديون، وذلك أساسا لأنها تحتاج إلى أموال خارجية. العديد من التطورات

¹ منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 1998، ص 371.

² Fatimata Ly-Baro, **Structure Financier De L'entreprise**, Economica, Paris, 2002 , P P 47 -48 .

³ Myers (1984) & N. Maljuf, (1984), **Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have**, Journal Of Financial Economics, Vol. 13, N° 2, P P 187 - 221 .

الأخيرة النظرية والتجريبية سعت إلى البحث عن ما هي شروط احترام التسلسل الهرمي؟ وقد درست بشكل خاص من قبل **Leary Et Roberts** سنة 2005،

Waison Et Wilson سنة 2003، **Frank Et Goyal** سنة 2002، **Fama Et French** سنة 2002، يرها من الأعمال النظرية الأخيرة أكدت أن التسلسل الهرمي قد يكون أيضا نتيجة لإحداث أخرى كالمشاكل المرتبطة بالمعلومات غير المتماثلة، والتكاليف الوكالة أو الضرائب. بالنسبة 1961 **Donaldson**، تمويل المؤسسات أساسا عن طريق التمويل الذاتي ثم الاقتراض وأخير عن طريق الزيادة أو الرفع من رأس المال، هذا السلوك التمويلي الهرمي على غرار **Myers Et Majulf** 1984.²⁵

المعلومات الداخلية للمدراء حول مستقبل المؤسسة وقيمة الأوراق المالية المحفوفة بالمخاطر تثير مشكلة قلة الاستثمارات لأن استخدام التمويل الخارجي المخاطر أو المحفوف بالمخاطر عندئذ (ثم) تكاليف كبيرة. هذه التكلفة هي من النوع الذي استعرض وغيرها من المزايا والعيوب للتمويل الخارجي ويؤدي بالمدراء على اعتماد النمط الهرمي للتمويل 1984 **Myers**، ومع ذلك تجدر الإشارة إلى أن سلوك التمويل الهرمي يمكن أيضا أن يكون نتيجة لتضارب المصالح بين المساهمين والمدراء، فالمدراء يسعون إلى تجنب دور التأديبي للديون، لذلك هم يفضلون التمويل عن طريق التمويل الذاتي.¹ أنهم أيضا يتجنبون التمويل عن طريق رفع رأس المال حيث أن هذه العمليات تتطلب موافقة ممثلي المساهمين وجذب انتباههم، خاصة عندما تكون المؤسسة في موقف ضعيف **Grinblatt Et Jitman** 1998. هذا النوع من الجدل تمت صياغته عن طريق **Zwiebel** 1996، حيث وضع المدراء لأنفسهم مستوى من الديون والأرباح حتى يثبتوا مصداقيتها مع السوق ومنع السوق المؤسسات لتحل محلها.²

فرض عدم تماثل المعلومات هذا يؤثر على الاختيار بين التمويل الداخلي والتمويل الخارجي، وبين الإصدارات الجديدة للسندات والأسهم، هذا ما يقودنا إلى وضع ترتيب سلمي لطرق التمويل. فالاستثمارات تمويل أولا عن طريق الأموال الداخلية، وبصفة خاصة عن طريق إعادة استثمار الأرباح وفي حالة عدم كفاية هذا الأخير يتم اللجوء للاستدانة عن طريق إصدارات جديدة للسندات، وأخيرا عن طريق إعادة إصدارات للأسهم التي تأتي في آخر السلم. هذا، ويمكن شرح هذه النظرية من وجهة نظر وجود تكاليف الصفقات. فالتسلسل في التمويل يكون لأجل تحقيق فائدة ملاك المؤسسة، أو لتقليل تكاليف العقود للمؤسسة. ونتيجة لذلك فإن الترتيب الأمثل لمصادر التمويل: التمويل الذاتي كأول مصدر، ثم الاستدانة، وفي الأخير رفع رأس المال.³ والواقع أن هذه الأولوية للتمويل تتحدد بدلالة الأهداف الموضوعية من قبل مسيري المؤسسة. **أولا- التمويل الذاتي:**

¹ S. Myers (1984), **The Capital Structure Puzzle**, Journal Of Finance, Vol. 39, N° 3, P P 575 - 592.

² Philippe Gaud, Elion Jani, **Déterminants Et Dynamique De La Structure Du Capital Des Entreprises Suisses : Une Etude Empiriques**, Cahier De Recherche, Avril 2002, P 05.

³ خلف محمد ادريس الوادية، العلاقة بين الرافعة المالية وأسعار الأسهم (دراسة تحليلية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين)، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية: غزة، فلسطين، مارس 2016، ص 46.

تفضل المؤسسات التمويل الداخلي على التمويل الخارجي، فإنها تكيف اهدافها في توزيع الأرباح على حسب الفرص الاستثمار القائمة.¹

التمويل الذاتي قد عولج وفسر منذ فترة طويلة من قبل **Goffin Robert** سنة 1996، بأنه وسيلة تسمح للمؤسسة للحفاظ على استقلالية معينة، ومرونة مالية لتغطية احتياجات الاستثمار. لكن مفهوم عدم تماثل المعلومات يسمح بتفسير أكثر شمولاً، التمويل الداخلي يحفظ المؤسسة من مواجهة السوق، وتقديم معلومات عن مشاريعها وتبرير للمستثمرين في المستقبل القريب.

ولكن هناك أسباب وجيهة لاستخدام التمويل الذاتي، هذا الأخير يجنب المؤسسة تكاليف إصدار أسهم جديدة والوقت الضروري للتمويل المطلوب. ويتربط عن ذلك القرار تمويل مستقلة عن تصور المستثمرين ويحدد مستوى ديون المؤسسات، تلك التي تصدر تمويل ذاتي كبير لو مهم تكون أقل اعتماداً على الديون.

ثانياً- إصدار الديون:

نظرية التمويل الهرمي تتوقع ان المؤسسات تلجأ إلى الديون إذا تم استنفاد احتياطياتها من التمويل الذاتي وهذا هو السبب، إصدار الديون يأتي في المرتبة الثانية في التسلسل الهرمي، وعلاوة على ذلك، فإن نظرية التمويل الهرمي يتضمن عندما تكون الأموال الخارجية مطلوبة، تصدر الديون قبل طرح الأسهم الجديدة بدأ من الأقل خطورة إلى الأكثر مجازفة (**Myers Et Majluf [1984]**) إصدار الديون يحتوي في الواقع على معلومات مفيدة إيجابية، والتي تعكس اداء المؤسسة وقدرتها على تحمل الالتزامات المرتبطة بالديون.

تفضيل إصدار الديون على إصدار الأسهم يعود هو أيضا إلى الخوف من المستثمرين، الذي هو أكثر اهمية بالنسبة للأموال الخاصة. فالمساهمون ينتظرون في الواقع تدفقات نقدية غير مؤكدة ويستنتج من هذا التسلسل الهرمي أن الديون ينبغي ان تصدر قبل طرح أسهم جديدة.

ثالثاً- إصدار أسهم جديدة:

نظرية تمويل الترتيب الهرمي ينص على إصدار الأسهم جديدة، عندما تصبح طاقة الاستدانة للمؤسسة مشبعة.

يمكننا أن نستنتج أن هذا التسلسل الهرمي للتمويل تتيح للمؤسسة الحد من مخاطر يجدون أنفسهم في حالات نقص الاستثمارات وإصدار أسهم بسعر منخفض، وأنها أيضا تحد من توزيع الأرباح وتخفيض من تكاليف رأس المال عن طريق الحد من فرص الحصول على القروض.

3-3-1- نقد النظرية:

نظرية التمويل الهرمي تسمح بتفسير بعض الظواهر التي لا تسمح بفهمها نظرية حل الوسط التسوية:²
1 - نظرية التسلسل الهرمي تسمح بتفسير الهيكل المالي داخل فرع، المؤسسات الأكثر ربحية هم الأقل استدانة، ويمكن تفسير ذلك من حقيقة أن المؤسسات الأكثر ربحية تستخدم أولاً تدفقاتها النقدية للتمويل الذاتي لإحتياجات الاستثمار قبل اللجوء إلى الديون.

¹ Aswath Damodaran, **Finance D'entreprise: Théorie Et Pratique**, 01^e Edition, Groupe De Boeck, Bruxelles, 2010, P 760.

² Asma Trabelsi, **Les Déterminants De La Structure Du Capital Et Les Particularités Du Financement Dans Les PME : Une Etude Sur Données Françaises** », thèse de doctorat en science de gestion, Université Paris Ix Dauphine Edogest, 2006, P 44.

- 2- رد الفعل من سعر السهم بعد استبدال الديون ضد الأموال الخاصة، تكون رد الفعل بالأخذ بالارتفاع عندما المؤسسات تزيد من رافعتها المالية وتخفيض في الحالة العكسية.
- 3- نظرية التمويل الهرمي تسلط الضوء على ندرة إصدار الأسهم الجديدة.

3-2-3-3 حدود نظرية التمويل الهرمي:

نظرية الترتيب الهرمي لديها نقاط ضعف لتفسير الظواهر الملاحظة بشأن الاختلافات في الهيكل المالي بين فروع نفس القطاع.

- 1- النظرية لا تفسر في الحقيقة على نطاق واسع: المؤسسات ذات النمو المرتفع مثل مؤسسات الأبحاث والتطوير أو ذات تكنولوجيا التي تتميز بأصول غير ملموسة هامة، تلجأ إلى إصدار أسهم جديدة وليس إلى الدين في حالة الحاجة للتمويل. نظرية التسلسل الهرمي لا تفسر هذا التراجع في التسلسل التمويلي.
- 2- المؤسسات التي وصلت إلى النضج تولد تدفقات نقدية كبيرة وفي الفرص الاستثمارية المربحة، تستخدم تدفقاتها النقدية لدفع العوائد (أرباح الأسهم)، بدلاً من سداد ديونها وتمويل ذاتها. إذن الديون مفضلة على التمويل الذاتي على عكس ما كان متوقع في نظرية الترتيب المهاجمي.

3-4- نظريات أخرى لهيكل التمويل:

لقد ظهرت عديد النظريات الأخرى حول الهيكل المالي، حيث تقترح البعض منها وجهات نظر حول إمكانية صياغة الهيكل المالي في حين تحاول نظريات أخرى تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات ومحاولة تحديد العناصر والعوامل التي تتحكم في اختيارات التمويل للمؤسسات للخروج من أجل نمذجة هذه الأبحاث حيث ينطلق كل باحث من فرضيات معينة أو محاولة تحسين نظرية قائمة.

3-4-1- نظرية الهيكل المقارن:

وهي تقوم على مبدأ بسيط ألا وهو السعي للمقارنة بين نسبة المديونية في مؤسسة معينة مع مؤسسات أخرى من نفس القطاع وتكون مشابهة لها من حيث الخصائص، والوسيلة المستعملة في هذا الصدد هي مقارنة نسبة مديونية المؤسسة مع متوسط المديونية لمجموع مؤسسات القطاع الذي تنشط فيه هذه المؤسسة، حيث تقوم المؤسسات في هذه المقاربة باختيار هيكلها المالي من خلال ملاحظة معدل المديونية المتوسط للمؤسسات المشابهة.

الافتراضات الأساسية التي قام عليها هذا النموذج هي أن المؤسسات المنتمية لنفس قطاع النشاط يمكن إجراء عملية المقارنة بينها في المتوسط حيث أن هذه المؤسسات تنشط بالتقريب بمعدل مديونية أمثل ولكن هنا قد توجد مؤسسات تنتمي لنفس القطاع ولكنها لا تقدم نفس المنتجات، وبالتالي يوف تختلف في المميزات الأساسية لها مثل: مخاطر الاستغلال، معدلات الخضوع للضريبة، ومردودية الاستثمارات مختلفة وهو ما يتحقق في غالب الأحوال، فمنذ محاولة المؤسسات تقليد النسبة المتوسطة للاستدانة في القطاع قد لا تتمكن المؤسسة من تحقيق هذا المعدل الذي تعتقده بأنه هو المعدل الأمثل أو لا يمكنها حتى الاقتراب من تحقيق هذا المعدل.

فالمؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع قد تظهر اختلافات واضحة من حيث معدلات الخضوع للضريبة، نتيجة الاستغلال المحققة، وبالتالي فإنه يصبح من المخاطرة مقارنة نسبة الاستدانة لمؤسسة تنتمي لقطاع معين بالنسبة المتوسطة للاستدانة لهذا القطاع، والخروج باستنتاجات حول الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة. إن الوسيلة الأبسط من أجل تحليل الفروقات بين مؤسسات القطاع الواحد، وذلك باستخدام أقصى قدر ممكن من المعلومات التي يتيحها السوق وبتطبيق الإسقاط من خلال إسقاط نسب المديونية على متغيرات المؤسسات التي تنتمي إلى نفس القطاع:

معدل الاستدانة = متوسط استدانة القطاع + متوسط معدل الخضوع للضريبة + متوسط المردودية قبل الضريبة + متوسط نتائج الاستغلال.

إن هذه النظرية تقدم العديد من المزايا، فعند إجراء عملية الإسقاط يمكن إعداد العلاقة القاعدية لمعدل استدانة القطاع، فإن نسبة الاستدانة الخاصة بكل مؤسسة من مؤسسات القطاع يمكن حسابها بسهولة تامة من خلال استخدام مقاييس المتغيرات المستقلة للمؤسسة، كذلك في حالة محاولة حساب نسبة الاستدانة المثلى لمجموعة من مؤسسات القطاع خلال فترة زمنية قصيرة فإن هذه المقاربة تشكل وسيلة مهمة لتحقيق ذلك، عكس المقاربات الأخرى التي تستلزم وقت طويل لتطبيقها واستخلاص نتائجها.

كذلك تتميز هذه المقاربة بالعديد من السليبيات فالمعاملات تتجه دائما نحو الزيادة على مدار الزمن، إلى جانب العديد من المشاكل الإحصائية والأخطاء في قياس المتغيرات هذه الإسقاطات تتجه دائما إلى عدم إمكانية تفسيرها.

3-5- نظرية المراجعة على أساس قيمة التصفية:

وقد تم صياغة هذه النظرية من طرف Becker et Wurgler سنة 2002 حيث أدت أعمالهما إلى صياغة النظرية والتي وتعرف بالمصطلح الإنجليزي ب (Market Timing) أما في التعبير الفرنسي فيعبر عنها ب:

(opération d'arbitrage sur la valeur liquidative) وهي العملية التي تسعى إلى تحقيق الربح من خلال فرق السعر (écart de cours) .

الفكرة الأساسية لهذا النموذج هي أن الهيكل المالي للمؤسسة لا يتحدد من خلال المفاضلة بين الأموال الخاصة والديون، ولكن من خلال القرارات المتراكمة المتخذة في السابق من خلال السياق المالي اللحظي:

إصدار الأسهم عندما يكون التتمين مرتفع والسياسات البورصية جيدة، إصدار الديون وإعادة شراء الأموال الخاصة عندما تكون الأسعار منخفضة والبورصة تتميز بتشاؤم التوقعات.

فإذا كان المسيريون لمؤسسة معينة بصدد تحديد التوليفة المثلى واعطاء الأولوية للديون إلى الأموال الخاصة، فالمؤسسة التي تباشر إجراءات الرفع في رأس المال يجب عليها الاستدانة من أجل الوصول إلى النسبة المستهدفة، ولكن في المقابل بين سنتي 1968 و 1998 بين

M. Becker et J. Wurgler بأن المؤسسات القليلة الاستدانة هي تلك المؤسسات التي باشرت عملية رفع رأس المال عند عملية تهمينها المرتبطة (قياسها من خلال قيمة مساهمة الأموال الخاصة بالقيمة المحاسبية) كانت مولدة لفائض القيمة، وبنفس الطريقة فقد بينا بأن ما يقارب نسبة 70 % من الهيكل المالي تم تفسيرها من خلال قرارات متخذة منذ أكثر من 10 سنوات وبالتالي من خلال مستويات التتمين المرتبطة لنفس الفترة، حيث قام الباحثان بإظهار محددات الهيكل المالي من خلال الأخذ بعين الاعتبار الأهداف المحددة مسبقا والفرص المتاحة للمسيرين الماليين التي تكون متلائمة مع متطلعات المستثمرين: أي إصدار الأسهم عندما تكون الأسعار مرتفعة، الاستدانة وإعادة الشراء عندما تكون الأسعار منخفضة.

وبالتالي فإن الهيكل المالي للمؤسسة ينتج من خلال الاختيار الواعي لنسبة مستهدفة، لكن من خلال تراكم القرارات المتخذة في السابق من خلال السياق المالي للبورصة في لحظة معينة: إصدار الأسهم عندما يكون تتمين مرتفع والسياسات البورصية جيدة، إصدار الديون وإعادة شراء الأسهم في الحالة المعاكسة.

لقد قامت العديد من الأعمال من أجل محاولة تطبيق هذه النظرية في أرض الواقع ومن بين أهم هذه الدراسات يمكن أن نجد:

- دراسة (Chen et Zhao (2005) وذلك بدراسة عينة من المؤسسات الأمريكية بين الفترة 1971 و 2002 فكانت النتائج مطابقة لنظرية التمويل المتسلسل ومتناقضة مع نظرية المراجعة على أساس القيمة السوقية للتصفية.

- أعمال (Frank et Goyal (2004) وذلك من خلال تفسير الاستدانة بواسطة 39 متغير مفسر مستنبط من نظرية المقايضة، نظرية التمويل المتدرج، ونظرية المراجعة على أساس قيمة التصفية، تكلفة الوكالة والنتائج الأساسية المتوصل إليها:

* المؤسسات الأكثر لجوءاً لعملية المراجعة على أساس القيمة السوقية هي المؤسسات الأقل استدانة.

* المؤسسات الأكثر ربحية لديها نسبة استدانة قليلة.

* المؤسسات الكبيرة الحجم لديها مستويات استدانة مرتفعة، حيث توجد علاقة إيجابية بين الاستدانة والتضخم.

- دراسة (Alti (2005) النتائج التي توصل إليها توضح بأن المؤسسات التي تطبق نظرية المراجعة على أساس القيمة السوقية بان المؤسسات تصدر أموال خاصة وتخفيض من نسبة مديونيتها ولكن رغم ذلك أثر النظرية ينخفض خلال السنة الثانية من دخول المؤسسة في البورصة.

3-6- تحديد الهيكل المالي المستهدف:

بعد دراسة أهم محددات الاستدانة في المؤسسة يمكننا الاستنتاج بأنه من غير الممكن لأي مؤسسة الإفراط في التمويل بالاستدانة بهدف تحقيق درجة الرفع المالي، ولكن في أرض الواقع تواجهها عدة عوائق التي تحد من قدرة المؤسسة على الاستدانة فلكل مؤسسة مميزات خاصة، كذلك فإن الإدارة المالية يجب أن تأخذ بعين الاعتبار الهدف الأساسي للوظيفة المالية وهو تعظيم ثروة المساهمين وتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة و انطلاقاً من أن الهيكل المالي الأمثل هو ذلك الهيكل الذي يحقق شرطين أساسيين:

- تعظيم أرباح المساهمين (تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة).

- وتخفيض تكلفة التمويل إلى أدنى حد ممكن (تعظيم المردودية بأقل التكاليف) وبالتالي فإنه يستلزم عند اتخاذ القرار الخاص بالهيكل المالي الأخذ بعين الاعتبار إيجابيات وسلبيات الاستدانة بما يحقق الهدفين السابقين. وذلك كما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (11) : إيجابيات وسلبيات الاستدانة

سلبيات الاستدانة	إيجابيات الاستدانة
زيادة إمكانية الإفلاس مع التوسع في الاستدانة (تكلفة الإفلاس)	رفع أرباح المساهمين من خلال زيادة المردودية الاقتصادية والمالية (أثر الرفع المالي)
زيادة تدخل الغير في سلطة اتخاذ القرار (تكلفة الوكالة)	زيادة قيمة المؤسسة من خلال أثر الضريبة
زيادة احتمال انخفاض المردودية الاقتصادية والمالية (الخطر المالي)	عدم دخول مساهمين جدد وبالتالي الاحتفاظ بهيكل سلطة اتخاذ القرار

المصدر: محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، مالية مؤسسة، جامعة محمد خيضر: بسكرة، الجزائر، 2015-2016، ص 237.

ومن جهة أخرى هناك العوائق التي تحد من خيارات التمويل وخاصة الاستدانة في المؤسسة، حيث نجد أنه عند اتخاذ القرار الخاصة بالسياسة التمويلية في المؤسسة فإنه يجب الأخذ بعين الاعتبار عامل التوازن المالي للمؤسسة بحيث يجب أن تضمن السياسة التمويلية المنتهجة التوازن المالي للمؤسسة وعدم الوقوع في حالات العجز وانعدام السيولة لمواجهة الالتزامات القصيرة الأجل، كذلك يجب ضمان

الاستقلالية المالية وهو مؤشر هام من مؤشرات الأداء المالي الجديد للمؤسسة فالمؤسسة ملزمة بعدم الإفراط في الاستدانة لأن ذلك سيضعف قدرتها التفاوضية أما المقرضين ومقدمي الأموال، وهو شرط يجب أن يدعمه قدرة المؤسسة على تسديد مختلف الالتزامات التي تكون على عاتقها وعدم الوقوع في حالة عدم القدرة على التسديد وهو شرط مرتبط بقدرة المؤسسة على تسويق منتجاتها والتحكم في تكاليفها وطرق وأساليب التسيير والإدارة التي تنتهجها المؤسسة، وذلك حتى لا تقع المؤسسة في حالة الخطر المالي من خلال تشتت مردوديتها المالية والاقتصادية والتي ستعكس سلبيا على أرباح المساهمين، وكل ذلك مرتبط بالشكل القانوني الذي يميز المؤسسة وحجمها وهو عنصر يحدد أو يوسع من التشكيلة التمويلية المتاحة للمؤسسة.

قد تسعى المؤسسة إلى تحديد هيكل مالي خاص بها من خلال الأخذ بعين الاعتبار المزايا الخاصة بهذه المؤسسة، حيث تعتبر المؤسسة أن هذا الهيكل هو الهيكل الأمثل الذي يحقق أهدافها المالية ويتم تشكيله من خلال سعي المؤسسة إلى تحديد مزيج تمويلي مستهدف من الأموال الخاصة والديون، حيث تسعى المؤسسة إلى الوصول إلى هذا المزيج التمويلي الذي يعتبر هيكل مالي أمثل بالنسبة لهذه المؤسسة. ففي إطار الإستراتيجية المالية للمؤسسة المحددة للأهداف المالية الكبرى للمؤسسة المتمثلة أساسا في تعظيم ثروة المساهمين وتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، وتحديد مختلف الاستثمارات اللازمة لتحقيق أهداف الإستراتيجية المالية للمؤسسة، ثم تشكيل الهيكل المالي من خلال تحديد السياسة التمويلية المثلى التي تحقق هدفين أساسيين تخفيض التكلفة وتعظيم المردودية وبالتالي قيمة المؤسسة.

إذا فإن المؤسسة عند تحديد لسياسة تمويل معينة فإنها سوف تختار هيكل مالي معين والذي يعتبر بالنسبة للمؤسسة هو الهيكل المالي الأمثل هذا المستوى الأمثل من الهيكل المالي يمكن اعتباره الهدف الذي يقود ويوجه اختيار السياسة التمويلية للمؤسسة، حيث بإمكان المؤسسة اختيار نسبة الاستدانة المثلى من خلال متوسط معدل الاستدانة لفترات طويلة للقطاع الذي تنشط فيه المؤسسة أو من خلال دراسة لعينة من المؤسسات التي تنشط في هذا القطاع مع ربطه مباشرة بأهداف السياسة التمويلية المتمثلة في التكلفة، القيمة السوقية للمؤسسة، هذا من جهة و من جهة أخرى الأخذ بعين الاعتبار العناصر التي تدخل في اختيار الهيكل المالي، العوامل المتعلقة بالمؤسسة (الحجم، الأصول...)، و العوامل المحيطة بالمؤسسة (النظام المالي، دور السلطة العمومية...).

وبالتالي فإن السلوك التمويلي للمؤسسة سوف يكون موجها بواسطة اعتبارات الهيكل المالي المستهدف الذي سوف تسعى المؤسسة لتحقيقه ويكون أي قرارات المؤسسة في مجال اختيار المزيج التمويلي المستهدف.

ستحدد بواسطة اعتبارات التسوية الخاصة بالهيكل المستهدف، حيث يجب أن يستجيب الهيكل المستهدف في نفس الوقت لإيجابيات وسلبيات الاستدانة.

إنه عند الأخذ بعين الاعتبار لمختلف محددات التمويل: التوازن المالي، الاستقلالية المالية، قدرة التسديد، الخطر المالي، الشكل القانوني للمؤسسة، على هذا الأساس وبهدف ضمان استمرارية المؤسسة في النشاط وعدم وقوعها في حالة الإفلاس الناتج عن الإفراط في الاستدانة، و عدم القدرة على التسديد وزيادة تكاليف الوكالة فإن نسبة الاستدانة لا يستحب أن تتجاوز الأموال الخاصة وذلك ضمانا للاستقلالية المالية و تخفيض المخاطر المالية وبالتالي فإن نسبة الاستدانة القصوى في الهيكل المالي لا يجب أن تتجاوز 45 % من هيكل خصوم المؤسسة أي أن المزيج المالي الأمثل المشكل للهيكل المالي للمؤسسة سيكون أقل من نصفه للاستدانة أما الباقي مكون من الأموال الخاصة،

فمن خلال العديد من الدراسات الميدانية فإنه يرى المسيرون الماليون بأن الهيكل المالي للمؤسسة الأمثل يتراوح بين 40 % و 50 % تكون مكونة من الاستدانة، في حين أن نسبة كبيرة منهم ترى أن نسبة 45 % من الاستدانة تشكل هيكل مالي أمثل، حيث تشكل هذه التوليف في غالب الأحيان موجه السياسات التمويلية للمؤسسات، حيث أنه في حالة انخفاض نسبة الاستدانة عن هذه النسبة فإنه سيتم اللجوء إلى زيادة الاستدانة أما في حالة ارتفاع نسبة الاستدانة فإن سيتم اللجوء إلى التمويل بالأموال الخاصة لتعديل النسبة.¹

إن نسبة المتراوحة بين 40 % و 50 % من الاستدانة تبقى مرتبطة كذلك بعامل مهم يتمثل في كفاءة وشخصية المسير حيث نجد أن هناك مسيرين أكثر مخاطرة من مسيرين آخرين، وبالتالي فإن هناك مجموعة من السيرين الذين يميلون إلى الاستدانة من أجل زيادة الأرباح في حين نجد أن النوع الآخر من المسيرين لا يميل على المخاطرة وتفضيل الأمان على التوسع في الاستدانة. حيث أن الهيكل المالي المناسب هو الذي يؤدي إلى الاستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة، بما يؤدي إلى تحقيق النمو والتوسع، من خلال تغطية الاحتياجات المالية بأقل التكاليف، تخفيض المخاطر المالية، تحقيق معدلات مردودية مرتفعة، وبالتالي فإنه يمكن تحديد أهم سمات الهيكل المالي المناسب للمؤسسة:

- الربحية:

حيث يساعد الهيكل المالي على تحقيق معدلات متزايدة من الربحية من خلال استخدام الديون بأقل تكلفة ممكنة والابتعاد قدر الإمكان عن المخاطر المالية، لأن الربحية هدف أساسي لجميع المؤسسات وأمر ضروري لبقائها واستمرارها، وغاية يتطلع إليها المستثمرون، ومؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع المؤسسة، وهي أيضا أداة هامة لقياس كفاءة الإدارة في استخدام الموارد الموجودة بحوزتها، لذا نجد أن جهدا كبيرا من الإدارة المالية في المؤسسة يوجه بالدرجة الأولى نحو الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بهدف تحقيق أفضل عائد ممكن لأصحابها، لا تقل قيمته عن العائد الممكن تحقيقه على الاستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر.

- تحقيق السيولة المالية:

أي عدم الإفراط في الاستدانة إلى درجة تعرض المؤسسة للعسر المالي، لأنه من أهم أهداف إدارة السيولة في المؤسسة المحافظة على استمرارها، وتقليل مخاطر العسر المالي عنها وإذا لم تتمكن المؤسسة من إدارة سيولتها بالشكل السليم، فإنها قد تواجه بعسر مالي (مؤقت) يمكن تجاوزه، ولكنها قد تواجه بعسر مالي (دائم) يصعب تجاوزه، يؤدي في النهاية إلى تصفية المؤسسة وانهاؤها وجودها، ويعرف العسر المالي (INSOLVENCY) بأنه عدم قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها المستحقة في مواعيده.

- المرونة:

أي القدرة على تغيير المزيج التمويلي من أجل التكيف مع المواقف المتغيرة للمؤسسة.

- الرقابة:

أن يحتوي الهيكل المالي على أفضل الشروط المالية التي تحد من المخاطر المالية ومن درجة الرقابة التي يفرضها الدائنون على المؤسسة.

حيث أن المميزات السابقة تختلف بين المؤسسات حسب ظروفها وقطاع نشاطها كما يمكن أن تتغير هذه الشروط بالنسبة للمؤسسة الواحدة حسب وضعية المؤسسة والتغيرات التي قد تؤثر عليها داخليا أو خارجيا، ولذلك لا يوجد هيكل مالي مناسب ومعيارى خاص بالمؤسسات.

¹ Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, **Fundamentals of financial management**, twelfth edition, South Western, USA, 2010, P 417.

وفي الأخير يمكن تلخيص كافة المقاربات أو النظريات الأساسية في الجدول التالي:

الجدول رقم (12): النظريات الأساسية للهيكل المالي للمؤسسة

المؤلفين	الفرضيات	النتائج
نظرية عدم التأثير على هيكل رأس المال		
Modigliani Et Miller (1958)	كالمالية الأسواق	الهيكل المالي ليس له تأثير على قيمة المؤسسة
نظرية الهيكل المالي الأمثل		
Modigliani Et Miller (1963)	الأسواق غير كاملة، وجود الضريبة على أرباح الشركات	هيكل رأس المال المثالي يتحقق بالاعتماد الكامل على أموال المقترضة
Ross (1977)	عدم تناظر المعلومات	المعلومات غير المتماثلة يمكن أن تؤثر على قرارات المدير المالي والمتعلقة بالهيكل المالي للشركة
نظرية التمويل الهرمي		
Myers Et Majulf (1984)	أن المدير المالي يقوم بأخذ القرارات التي تعظم ثروة أصحاب المؤسسة (المساهمين) بوجود معلومات غير متماثلة	التمويل الذاتي هو أفضل مصدر تمويل يتبع بالديون، و إصدار الأسهم الجديدة في الأخير
نظرية الوكالة		
Jensen Et Meckling (1976)	يوجد صراع وكالة داخلي (بين المساهمين والمدراء) وخارجين (بين المدراء والدائنين)	إصدار الديون والأموال الخاصة يسمح بحل الصراع عن طريق تخفيض تكاليف الإجمالية للوكالة
Harris Et Raviv	يوجد صراع وكالة حتى في حالة الإفلاس	اختيار بين إعادة التنظيم و التصفية حسب المعلومات المنقولة عن الديون

المصدر: بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة - دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2012/2011، ص 118.

الفصل الثالث: سياسة توزيع الأرباح

تمهيد:

إن الإشكالية التي نحن بصدد دراستها تتعلق بهدف تأثير ربح السهم على القيمة السوقية للسهم.

أدى هذا الموضوع إلى بروز مدرستين متناقضتين:

- إحداهما تتخذ كمبدأ لها عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم (Black et

(ScholesModighiani, Brennan

أما الأخرى فتعتبر سياسة توزيع الأرباح عاملاً مؤثراً على القيمة السوقية للسهم , Bordau, Liter,

Solomon

من خلال هذا الفصل سوف نبين الدور الذي تلعبه سياسة الأرباح في إتخاذ القرارات المالية داخل

المؤسسة ثم نتطرق إلى كل من :

- التخصيص الأمثل لأموال الشركة.

- إدراج الأرباح في نطاق خيارات وسائل التمويل.

- تأثير الأرباح على نجاعة المؤسسات.

و أخيراً سوف نتطرق إلى التطبيق العملي لسياسة الأرباح و كذا بعض العمليات الخاصة و المتعلقة

بسياسة توزيع الأرباح.

1- مفاهيم حول سياسة توزيع الأرباح**1-1- مفهوم ربح السهم:**

يمكن تعريف مفهوم ربح السهم كونه ذلك الربح المحصل من قبل المؤسسة و الموزع على المساهمين. و منه فإن التوزيع يقترن بتحصيل ربح لدفع ارباح المساهمين .
يترجم توزيع الارباح عائد اللاموال التي وضعها الشركاء في المؤسسة. أما من الجانب الاقتصادي فإن الربح يعبر عن تكلفة مثله مثل الاجور و الفوائد.
و في الواقع ليست الأرباح المكافآت الوحيدة التي يتحصل عليها المساهم فيمكنه أيضا الحصول على فائض قيمة عند بيع أسهمه. و السؤال الذي ينبغي الإجابة عنه هو: هل من المستحسن توزيع الأرباح و بأي قيمة؟ .

1-2- الانعكاسات الممكنة للقرار:

يعتبر النموذج الكلاسيكي لتقييم الأسهم توزيع الأرباح كمتغير أساسي و هو ما يبينه نموذج التقييم بالتدفقات المستقبلية للأرباح أي أن توزيع الأرباح يؤثر مباشرة على قيمة السهم و منه العلاقة .

$$V R = D / Kc$$

حيث: V R : قيمة العائد

D : الربح الموزع

Kc : مكافآت رأس المال المنتظرة من المساهم كتدفق ثابت من العائد في مدة غير منتهية.

كون الأرباح تمثل ربحا توزعه الشركة فهي بالمقابل موارد تتخلى منها قد يمكن تحويلها إلى استثمار.

1-3- الجدل حول تسديد الأرباح:

إن الجدل الحاصل هو التالي:

- هل يجب تعظيم قيمة السهم عن طريق تسديد الأرباح و بالمقابل اللجوء إلى زيادة رأسمال الشركة عند الحاجة إلى موارد.

- هل من الأحسن الإهتمام بالاستثمارات علما أن اللجوء إلى التمويل الذاتي أو التمويل الخارجي قراران ثانويان.

إذا كانت ثروة المساهم تتأثر بتوزيع الأرباح و بنفس الأهمية بزيادة قيمة الأسهم (نتيجة عدم توزيع الرباح). يجد المسير نفسه أمام قرارين متناقضين و منه الجدل التالي:

- إذا كانت هناك فرصة استثمار مربحة للمؤسسة هذه الخيرة لن توزع ارباحها من أجل تمويل نموها .

- البحث عن حلول لتمويل نمو المؤسسة

2- التخصيص الأمثل لموارد المؤسسة :**2-1- نموذج Walter :****أ- شرح النموذج:**

يقترح Walter في إطار بحثه عن تعظيم قيمة السهم ، نموذجا يعتبر قرار توزيع الأرباح قرارا ثانويا فهو يأتي بعد قرار الاستثمار: ففي هذا النموذج تتعين قيمة الأرباح بدلالة فرص الاستثمار فالمساهمون يفضلون الحفاظ عن ربحية المؤسسة في حالة ما إذا كانت ربحية الأموال المعاد استثمارها تفوق ربحية الاستثمارات الأخرى ذات نفس المخاطرة.

و نموذج Walter يعطي P القيمة السوقية للسهم بالعلاقة.

$$P = [D + r (B - D) / k] / K$$

حيث: D: تمثل ربح السهم الموزع

B : ربح السهم

r : نسبة عائد الإستثمار

K : نسبة العائد التي يطلبها المستثمرين.

تعظم قيمة السهم بتغيير حجم الأرباح الموزعة.

إذا كان $r > K$ فالتوزيع يكون معدوما ، أما إذا كان $r < K$ فالتوزيع يكون تاما.

ب: تطبيق النموذج:

مثال :

- يتكون رأسمال شركة "ا" من 100.000 سهم

- يقدر ربح السنة المنقضية ب 1500000 و.ن

- يطلب المستثمرون نسبة تساوي 12 %

يتساءل مسؤول الشركة عن إتخاذ قرار الإستثمار أو توزيع الأرباح.

علما أن فرص الإستثمار مبينة في الجدول التالي:

التكلفة المتراكمة	التكلفة	العائد	الإستثمار
450000	450000	18	1
700000	250000	15	2
1000000	300000	13	3
1500000	500000	11	4

إذا إعتدنا المقارنة الكلاسيكية بين العائد المطلوب من المستثمرين و عائد الإستثمار يؤدي هذا إلى قرار

الإستثمار في المشاريع 1,2,3 فقط مما يؤدي إلى حجم إستثمار متراكم يقدر ب 100 000 و.ن أي أن

500 000 و.ن سوف توزع على شكل أرباح.

سوف نحاول إختبار هذا القرار بنموذج WALTER نقوم بحساب القيمة الحدية للسهم عند إستثمار في

المشروعين 3 و4 بالنسبة للمشروع 4 :

ربح السهم عند الإستثمار يساوي 3 و.ن و منه القيمة الحدية للسهم المستثمر تكون تساوي :

$$0 + (0,13 / 0,12) (3-0)$$

$$27,08 = \text{-----}$$

$$0,12$$

أي أن الإستثمار في المشروع سوف يزيد في قيمة السهم ب 27,08 و.ن و منه الإستثمار في المشروع 3

سليم.

في حالة المشروع 4

نفس الطريقة نتحصل على قيمة : 38,2 و.ن ، في حالة عدم الإستثمار تصبح النتيجة 41 و.ن إذن من

الرشد عدم الإستثمار.

ج- الإمتدادات العملية للنموذج :

يقول WALTER في نموذجه أن للإستثمار دورا رئيسيا في تحديد ثروة المؤسسة. إن هذه المنهجية تفترض أنه عند نفس درجة المخاطرة لا يمكن للمساهمين إيجاد عوائد أكبر من العوائد التي تمنحها المؤسسة أما في حالة عدم توفر فرصة إستثمار امام المؤسسة. فهذه الأخيرة تقوم بتوزيع أرباحها . و منه فإن WALTER يعترف بوجود سياسة توزيع أرباح بما أن قرار التوزيع ينجر من عوامل خارجية لأن المساهمين لا يفضلون بين العائد و فائض القيمة. للإشارة فإن WALTER قد قام بتصحيح هذا الموقف.

3- نظرية حياد توزيع الارباح:

إن أحسن برهان عن حياد ارباح الأسهم في تحديد قيمة السهم أتى به كل من Miller و Modigliani .

3-1- برهان الحياد :

إن Miller و Modigliani يعتبران "قدرة الإستثمار على خلق الثروة" متغيرا رئيسيا في عملية "خلق الثروة في المؤسسة"; و بالتالي في تعظيم قيمة السهم.

إذا وضعنا جدولا للموارد و الإستعمالات لفترة زمنية معينة فهذا الجدول سوف يصف الموارد المالية التي بحوزة المؤسسة و كذا الإستعمالات التي تقابلها. و بالتالي فإن قررت المؤسسة زيادة حجم الأرباح الموزعة فهذا شرط تخفيض الإستعمالات الخرى . أي تخفيض الإستثمارات. إذا وضع مسير المؤسسة أولوية للإستثمارات فلا يمكن زيادة أرباح الأسهم إلا بزيادة وسائل التمويل .

بمعنى آخر فعلى المؤسسة أن تختار بين :

- التمويل الذاتي للإستثمار و منه دفع أرباح متواضعة.

- إذا ارادت دفع أرباح الأسهم عالية فعليها باللجوء إلى تمويل خارجي و حسب MODIGLIANI و Miller فإن قيمة السهم لا تتأثر بهذان الخياران لأن المساهم محايد إزاءهما.

و بالفعل :

- توزيع أرباح أسهم متواضعة يؤدي إلى تدهور قيمة السهم، و يقابلها تمويل ذاتي عالي يزيد من قيمة السهم، فيزيد فائض القيمة.

- توزيع عالي لأرباح الأسهم يؤدي إلى إطمئنان المستثمر بموجب زيادة عائدته: تزداد قيمة السهم. لكن هذه السياسة تستوجب اللجوء إلى تمويل خارجي : ينخفض قيمة السهم .

ينبغي معرفة طموح المستثمر:

- إذا أراد عائد عالي : حيث التوزيع منخفض فعليه بتحقيق فائض القيمة (أي بيع السهم) .

- إذا أراد عائد متواضع حيث التوزيع عالي فيمكنه إعادة إستثمار الفائض المتبقي عن إستهلاكه.

من هذا المنظور تعتبر عملية توزيع أرباح الأسهم ذات أهمية في تحقيق النجاعة المالية للمؤسسة .

إن عائد السهم المحقق ليس هو الذي يؤثر على قيمة المؤسسة.

3-2- شرح النموذج:**أ- فرضيات النموذج:**

فرضيات هذا النموذج هي فرضيات سوق مالية كاملة، يتميز بمجانبة و آنية المعاملات لا توجد تكاليف إصدار أسهم ، هناك تلقائية عند المتعاملين، لا توجد جباية.

يظيف Miller و Modigliani أن سياسة الإستثمار معطاة أي أنه تم فحص ربحية الإستثمارات و تعتبر التدفقات المنتظرة من الإستثمارات في المدى القصير أكيدة.

المبدأ كالتالي: إن التأثير الإيجابي لدفع ارباح اسهم على قيمة السهم يقابلها التأثير المعاكس نتيجة اللجوء الى وسائل تمويل أخرى.

إذا وجب الإختيار بين التمويل الذاتي و إصدار أسهم جديدة، فإننا القيمة الحالية للسهم بعد دفع أرباح الأسهم و اصدار الأسهم الجديدة تكون مساوية لقيمة السهم بدون دفع الأرباح .

ب – البرهان:

تكون قيمة السهم في بداية الفترة مساوية للقيمة الحالية للتدفقات المالية المنتظرة خلال نفس الفترة من السهم.

$$P_0 = (D_1 + P_1) / (1 + K)$$

حيث D_1 : يمثل ربح السهم المنتظر في الفترة.

P_1 يمثل سعر السهم عند نهاية الفترة.

K : نسبة العائد المنتظرة من سهم دونفس المخاطرة .

من أجل دراسة تأثير توزيع أرباح الأسهم على قيمة المؤسسة نهتم بقيمة الأسهم القديمة بعد إصدار جديد.

إذا قررت المؤسسة إصدار أسهم جديدة عند نهاية الفترة ، قيمة الأسهم القديمة مساوية لقيمة ربح السهم الذي سوف يوزع إضافة إلى قيمة الأسهم القديمة و الجديدة ناقصا قيمة الأسهم الجديدة و الكل مستحدثا.

$$N_a D_1 + (N_a + N_n) P_1 - N_n P_1$$

$$N_a P_0 = \frac{\quad}{1 + K}$$

حيث: N_a : تمثل عدد الأسهم القديمة الموجودة في بداية الفترة.

N_n : عدد الأسهم الجديدة عند نهاية الفترة.

توجد علاقة بين مبلغ الإستثمارات المبرمجة و حجم أرباح الأسهم الموزعة عند إصدار أسهم جديدة. فتمويل الإستثمارات بإصدار أسهم جديدة يساوي مبلغ الإستثمارات المبرمجة التي لا يغطيها التمويل

$$N_n P_1 = (B - N_a D_1)$$

حيث يمثل L الإستثمارات الذي يجب تمويلها.

B الأرباح المحققة خلال الفترة.

من العلاقتين السابقتين نلاحظ إختزال متغير أرباح الأسهم.

$$(N_a + N_n) P_1 + I + B$$

$$N_a P_0 = \frac{\quad}{1 + K}$$

هذا يعني أن قيمة السهم القديمة تساوي القيمة الحالية لكل الأسهم (القديمة و الجديدة) إضافة إلى الربح المحقق خلال الفترة ناقص الإستثمارات المحققة.

متغير ربح السهم لا يظهر في العلاقة و كل المتغيرات الأخرى تعتبر مستقلة عنه. و منه قيمة السهم مستقلة عن سياسة توزيع أرباح الأسهم.

و يمكن تعميم هذا الإستنتاج إلى كل الفترات.

4- نظريات عدم حياد توزيع الأرباح:

يعتبر عمل Modigliani و Miller أقوى برهان عن الدور الحيادي لربح الأسهم. لكن الكثير من الباحثين من حاول إثبات العكس (منهم Linter ، Gordon)

4-1- المفاضلة بين الدخل الجاري و فائض القيمة:

حسب هؤلاء الباحثين ليس من البديهي حياد المستثمر بين الدخل الجاري و فائض القيمة. و بالتالي إذا لم يتحقق شرط الخيار فسوف يكون لربح السهم تأثيرا على قيمة السهم.

4-2- الإشارة:

حسب أنصار هذه الفكرة فإن توزيع الربح يمثل مؤشرا تعطيه المؤسسة للمستثمرين عن ربحيتها المستقبلية.

يستعمل المستثمرون هذه المعلومات من أجل تقييم السهم، و هذا لا يتناقض مع أفكار Modigliani و Miller اللذان يعتبران أن الأهم ليس المؤشر بذاته بل مضمونه .

4-3- كره المخاطرة:

عندما تمتنع مؤسسة عن توزيع أرباحها فهي في الواقع تؤجل دفع ربح الأسهم إلى المستقبل. فإذا كان المستثمر يكره المخاطرة فهو سيقوم ببيع السهم المستقبلي بصفة تشاؤمية و هذا كلما بعد أجل تحقيقه.

- الأسواق غير كاملة التكاليف متعددة : تكلفة إصدار أسهم جديدة للمؤسسة، تكاليف التبادل بالنسبة للمساهم الذي يريد المراجعة بين الأرباح و فائض القيمة.

- كثيرا ما نجد الضريبة على الربح و على فائض القيمة غير متساوية.

5- النظريات الحديثة لتوزيع الأرباح:

الدراسة المتعلقة بسياسة أرباح الأسهم تعتبر حدث من أحداث الساعة، إذ هناك نظريتين حديثتين توليان مكانة هامة للدور الذي تلعبه في سير المؤسسة . إنهما نظرية الإشارة و نظرية الوكالة.

5-1- نظرية الإشارة :

نظرية الإشارة توضح بأن المستويات المعلوماتية الخاصة بالعارضين و الطالبين لرؤوس الأموال في السوق تختلف، إذ أن طالبي رؤوس الأموال هم من داخل المؤسسة لديهم معلومات كمية و نوعية عالية إذا ما قورنت بمعلومات عارضي رؤوس الأموال. و على هذا فنظرية الإشارة تعمل على تحقيق التوازن بين هذه المعلومات حتى يكون هناك تخصيص مثالي للموارد في السوق المالي

فالمؤسسة يجب عليها أن تصرح بالمعلومات الخاصة بها في السوق على شكل إشارات متعلقة بصحتها المالية. توزيع أرباح الأسهم تعتبر إحدى هذه الإشارات.

-الإشارة المرسله في السوق عن طريق الحصول على ربح السهم تكون بطريقة غير مبهمه (واضحة) ، و الذي يحدد فعالية المؤسسة في المستقبل. نظرية الإشارة لا تكون صالحة إلا بتطبيق عقوبات كافية لكل من يقوم بإرسال معلومات خاطئة.

- إستخلصت دراسات عديدة بصلاحيه الفرضية أن أي تغيير مسبق في مستوى أرباح أسهم المؤسسة المبرجمة، من طرف السوق، بأنها تغيير لقابلية هذه الأخيرة على خلق أو بالأحرى تكوين الثروة في المستقبل.

5-2- نظرية الوكالة :

الأكثر شيوعا، هو أن مساهمي المؤسسة ليسوا بمسيرها، و من أجل تسيير المؤسسة يتم توظيف أجراء تتحصر مهامهم في تنفيذ العمل و الأهداف المحددة من طرف المساهمين، و هذا ليس دائما ما

يفعلونه، إذ إن هؤلاء المسيرين لا يوفون بمهامهم على اكمل و يرجع ذلك لميولاتهم نحو تحقيق رفاهيتهم و ضمان اجر كافي.

و لمعالجة هذا المشكل المساهمون يقومون بدفع تكلفة الكفالة للمسيرين حتى يتمكنوا من التسيير الحسن للمؤسسة و تسمح ايضا للمساهمين مراقبة المسيرين عند اداء مهامهم. دفع هذه التكلفة يرفع من تكلفة رؤوس الأموال الخاصة.

- هناك وسيلة اخرى تسمح بتخفيض هذه التكاليف تتمثل في البحث عن بدائل تمويل خاصة بالديون (القروض). في هذه الحالة فإن مخاطرة الإفلاس الناتجة عن التمويل بالقروض تكون معتبرة، الأمر الذي يؤدي المسيرين بالقيام بمهامهم على أحسن وجه. و كذلك عندما تقوم المؤسسة بدفع ارباح الأسهم فإنها تدفع بالمسيرين للحضور في السوق المالي (رفع رأس المال أو إصدار سندات) الذي يجعلهم إذن يخفض من تكاليف الوكالة.

- في حالة سندات ، يمكن أن تظهر تكاليف وكالة خاص. إلا ان المشكل هنا ليس بين المساهم و المسير و إنما بين المساهم و المسير من جهة ضد الدائن من جهة أخرى.

في حالة إرتفاع حجم الديون، فإن الملتمون القداماء يرون بأنها ترفع المخاطرة الحاذقة بالمؤسسة. و على هذا فقيمة ديونهم تتخفض بالنسبة لريح المساهمين .

- يمكن أن نفترض بأنه وفق توقعات مسبقة، الدائون يفرضون مكافئة ملائمة من أجل تحمل المخاطرة أو عن طريق ضمانات مدرجة ضمن عهد متفق عليها مع المؤسسة بالإضافة فإن تكلفة الوكالة المرتبطة بالمديونية تزيد مع حجم هذه الأخيرة . هناك حد مثلي يجب تحديده بين مجموعتين من التكاليف. هذا الحد الأمثلي يجب أن يوضح سياسة التوزيع المتبعة للمسيرين.

6- تطبيقات حول توزيع الأرباح :

إن تحديد سياسة توزيع أرباح الأسهم في المؤسسة يأتي بعد معرفة تطبيقية حول مختلف نماذج حساب المبالغ الموزعة ، الجباية المرتبطة بها ، و الشروط العملية للدفع.

فالحامل لجزء من رأسمال مؤسسة ما، لديه حق تسديد ربح السهم بقرار الجمعية العامة للمساهمين ، أو بيان صادر من القوانين الأساسية للمؤسسة .

إن ربح السهم يمكن تعريفه بأنه جزء من الربح ، الحالي أو الماضي ، الموزع لحامل سهم عادي. في هذا المبحث سوف نبدأ بتحديد قيمة المبالغ الموزعة ، نعرض مشاكل الجباية المتعلقة بعملية التوزيع و آجال التسديد و طرق التسديد المرخصة .

6-1- المبالغ الموزعة :

يتم حساب الربح الموزع عن طريق الربح الصافي السنوي، ننزع منه تخصيصات أولية و لكن نضيف له رصيد المبالغ قيد التخصيص ، إذا كان هذا الأخير موجب و نقصد بالتخصيصات الأولية :

- تلك المعرفة بالنصوص القانونية التي تجعل كل شركة رؤوس أموال ملزمة بتخصيص جزء على شكل "إحتياطات قانونية" و يتم تحديد قيمتها باقتطاع نسبة 5% علناً لأرباح و في حدود 10 % من رأس المال الإجتماعي .

- القيود المحددة من طرف المساهمين ، مدمجة في القانون الأساسي للمؤسسة و التي يمكن ان تكون وفق أمرين:

- المساهم يستطيع التنبؤ بهذه الإحتياطات القانونية ذات أولوية.
- دفع ربح سهم أولي الذي يسمى بربح سهم تأسيسي.
- من جهة أخرى فان المشرع فرض إطفاء مصاريف التأسيس قبل أية عملية توزيع للأرباح .

إن الربح الموزع يحسب على النحو التالي:

نتيجة السنة

+ترحيل الرصيد إلى الحساب الجديد

- مخصصات الإحتياطات الإجبارية

أو اطفاء مصاريف التأسيس

= الربح الموزع

و ربح السهم يتم حسابه عامة في مرحلتين:

1 - ربح السهم التأسيسي (المشار إليه في الإطار)

2- ثم بعد تخصيص إحتياطات قانونية (ربح السهم إضافي)

- من خارج المؤسسة ، ربح السهم لا يظهر إلا على شكل مبلغ واحد. (ربح السهم التأسيسي + ربح

إضافي للسهم)

أحيانا، القوانين الأساسية تنص بنسبة محددة محسوبة على أساس الربح الموزع : الذي يضمن ربح سهم أدنى.

الاقتطاع من الإحتياطات

إذن الجمعية العامة العادية يمكن ان تقرر بتوزيع مبالغ مقتطعة على أساس إحتياطات إختيارية و ذلك في حالة عدم كفاية الربح الموزع بالنسبة للتسديدات المنصوص عليها من طرف مجلس الإدارة.

- قبل إتخاذ أي قرار ، الجمعية العامة ملزمة لضمان وجود إحتياطات كافية من أجل خصم مصاريف المؤسسة ، مصاريف البحث و التطوير الباقية في الميزانية.

2-6- الضريبة :

إن مشكلة الضريبة تعتبر من أحد العناصر الهامة في سياسة أرباح الأسهم من الوجهة النظرية مما عليها من الوجهة التطبيقية.

- مثلا في فرنسا ، حساب الضريبة على دخل الأسهم المملوكة من طرف أشخاص طبيعيين تأخذ بعين الإعتبار الرصيد الجبائي . منذ جانفي 1993 ، و صيغ نظام منعدم (حيادي) بالنسبة للأشخاص المعنوية.

أ- الرصيد الجبائي :

كما هو معلوم فإن أرباح السهم خاضعة لإقتطاع من الأرباح الصافية المشتركة فهذه الأخيرة تكون قد خضعت للضريبة على أرباح الشركات . المساهم عندما يصرح بدوره على الدخل الذي تحصل عليه على شكل أرباح السهم يجب ان يفتطع منه ضريبة على الدخل . و منه فإننا نلاحظ ازدواجية الضريبة ، و لتفادي هذه الإزدواجية ، إتخذت إجراءات قانونية تسمح للمساهم بحذف مبلغ من الضريبة نسبتها 50 % من ربح السهم المدفوع .

- و كما يوضح المثال أسفله ، فإن حساب الضريبة بالنسبة للمساهم شخص طبيعي على أساس ربح السهم المحصل عليه مضافا له الرصيد الجبائي (المبلغ المحذوف من الضريبة) .

إن الضريبة الواجب دفعها تحسب بتطبيق نسبة تتوافق مع السلم المحدود للضريبة . بعدها نقتطع المبلغ المحذوف من الضريبة من المبلغ المحصل عليه ، مثال:

لدينا 150 ربح سهم محصل عليه، الرصيد الجبائي يقدر ب 75 . المساهم سوف يخضع دخله على أساس $225=75+150$. أما إذا كان معرض هامشيا ل40 %، فإن حساب ضريبة نظريا تكون كما يلي :

225 X 40 % = 90. نخفض منها الرصيد الجبائي.

إذن على المساهم دفع فعليا 15=75-90

- إن الإنعدام الضريبي لا يوجد إلا في حالة ما إذا كان جزء من المساهمين يدفعون ضريبة فعلية رغم الرصيد الجبائي .

و الجزء الآخر (أنظر المثال) يكون دائن و سوف يعوض له من طرف الخزينة العامة.

-نفترض الآن أن المساهم يخضع لنسبة 30 % ، فنحصل على :

- أرباح الأسهم 150

- الرصيد الجبائي 75

- ما يجب التصريح به 225

- ضريبة مستحقة 67,5

- الرصيد الجبائي 75

- ضريبة دائنة 7,5

نستطيع عندئذ حساب نسبة عتبة الجباية (الضريبة) التي فوقها نبدأ بحساب ما يتم دفعه من ضرائب على الأرباح . للحصول على مخرجات الصندوق معدومة ، لا بد أن تكون الضريبة المحسوبة مساوية للرصيد الجبائي (المبلغ المحذوف من الضريبة) .

لدينا إذن:

- الضريبة الواجب دفعها 0 =

الضريبة النظرية الموافقة 75 =

الرصيد الجبائي 75 =

أرباح الأسهم 150 =

المعدل الحدي (ضريبة على دخل أشخاص طبيعيين) يكون عندئذ (75 / 225) أي 33,33% و منه كل شخص طبيعي هامش ضريبته فوق 33,33 % يدفع ضريبة على أرباح الأسهم عليها .

إن هذه العملية الحسابية مهمة جدا لأنها تسمح بتحقيق التوزيع الضريبي بين ، على سبيل المثال ، عتبة الضريبة المحصل عليها من أجل تفضيل الجباية على فائض القيمة المضافة الناتجة عن القيم المالية على ضريبة أرباح الأسهم.

إذا وضعنا مثلا ، نسبة الضريبة على القيم الفائضة (فائض القيمة) تساوي 19,4% فالضريبة المدفوعة على القيمة المحاسبة الخاضعة للضريبة على فائض القيمة هي :

$$150 * 19,4 \% = 29,10$$

إن عتبة الاختلاف في المجال الضريبي بين ربح السهم و فائض القيمة تحسب كما يلي :

ضريبة مدفوعة.....29,10

الرصيد الجبائي.....75

الضريبة المحسوبة.....X

الرصيد الجبائي.....75

أرباح الأسهم.....150

تحسب على أنها تساوي 104,10 أي 104,10=75+29,0 و منه 46,27% = (104,10 / 225)

- تحت هذه العتبة ، الهامشية و المستقلة عن مصاريف السمسة الواجب أخذها بعين الإعتبار ، فالمساهم عليه أن يفضل فوائض القيم على أرباح الأسهم.

ب - توافق النظام الضريبي لأرباح الأسهم المدفوعة بين المؤسسات

منذ 1 جانفي 1993 ، المؤسسات التي تملك حصة أو مساهمة تفوق أو تساوي 10% معناه كلية من الضريبة على أرباح الأسهم المتحصل عليها من فروعها. أما التي تملك مساهمات تقل عن 10% من رأسمال شركة تكون خاضعة لضريبة على أرباح الأسهم ، و لكنها تستفيد من الرصيد الجبائي . كما لاحظنا أعلاه ، فالإنعدام الضريبي يكون عند نسبة ضريبية تساوي 33,33% ، الأمر الذي يؤدي إلى لما أقل من 10% من المساهمات لا تدفع الضريبة على أرباح الأسهم.

3-6 الاجال :

إن مهلة دفع أرباح الأسهم لا تتعدى 9 أشهر من إنتهاء السنة المالية. إذا كانت أرباح السهم تدفع دائما مرة واحدة ، فإنه تعطى للمؤسسات إمكانية الدفع بأقساط على الحساب قبل هذه المرة.

شروط دفع أرباح الأسهم بأقساط على الحساب:

1- يجب ان تظهر في الميزانية الختامية للسنة المالية، نتائج مساوية على الأقل للأقساط على الحساب .

2- يجب أن لا ندمج الإحتياطات مع القيمة الموزعة على شكل قسط على الحساب.

3- إذا كانت المؤسسة مسعرة (مقيمة) في البورصة ، القسط على الحساب يجب أن لا يقل عن 5 في فرنسا، الأقساط على الحساب لأرباح السهم تكون موزعة عامة بين مرحلة إغلاق الحسابات و مرحلة المصادقة عليها.

4-6 طرق الدفع:

إذا كانت أرباح الأسهم مدفوعة نقدا ، فنلاحظ خلال السنوات الأخيرة ظهور طريقة جديدة للتوزيع على شكل اسهم تؤدي إلى رفع رأسمال المؤسسة.

إن القرار المتعلق بهذه الطريقة يؤخذ في إجتماع الجمعية العامة العادية، الأمر الذي يعني أن الجمعية العامة الإستثنائية ليس لها صلاحية في هذا النوع من القرارات .

كما هو الشأن بالنسبة لطرق رفع رأسمال الأخرى. إن قرار توزيع أرباح الأسهم على شكل اسهم لا يعارض دفع الأرباح نقدا . إن الطريقة الأولى تكون إختيارية فقط.

إن السعر المقترح للأسهم الجديدة يخضع لثلاث شروط هي:

1- يجب ان لا يكون أقل من السعر الإسمي.

2- يجب أن لا يكون أقل من 90% لمتوسط اسعار ال20 حصة أخيرة في البورصة.

3- مبلغه يخفض من الربح الصافي للسهم.

- إذا كان مبلغ ربح السهم لا يوافق العدد الكامل للأسهم ن فإن المساهم يستطيع الحصول على عدد كامل اكبر بدفع الفرق أو الحصول على رقم أقل و بقيض الفرق.

- ميزة هذه الطريقة بالنسبة للمؤسسة تكمن في تقوية أموالها الخاصة و في إقتصاد تسيير الخزينة، إن دفع أرباح الأسهم على شكل أسهم يمثل حاليا بالنسبة للمؤسسات الأم، وسيلة تقرير مساهماتها في فروعها.

- فيما يخص المساهم، فهي مختلفة، من جهة لديه شعور بزيادة حافظته (مع خسارته لربح السهم). و من جهة أخرى لا يتحصل على أي تخفيض من الناحية الضريبية. في حالة ما إذا كان ربح السهم المسدد على شكل سهم يعتبره النظام الضريبي كدفع نقدي. من جهة أخرى إذا إختار الدفع نقدا، سوف يسجل مخاطرة خسران حصته في الرأسمال.

7- سياسة أرباح الأسهم:

فإن دور أرباح السهم في تحديد قيمة السهم لا تكون محققة، و لهذا فإن المؤسسات لديها سياسة أرباح الأسهم . و لتحديدها يتوقف على عدة إعتبارات .
في أول وهلة، نقترح إطار منطقي تخميني قصد إعداد سياسة أرباح الأسهم ثم نقوم بعرض الكيفية العملية لتثبيت معدل الدفع.

7-1- الإطار المنطقي :

إنطلاقا من الحدود أدناه نفترض ، اطار تحليلي لسلوك المتغيرات المالية بالنسبة لمؤسستين تطبقان سياسة ارباح الأسهم بطريقة متعارضة 10*
إن معدلات الدفع للأرباح تتغير بطريقة مستمرة ، و من أجل التدعيم أكثر نفترض أن هذه المعدلات تكون عبارة على نهايات و هي، معدل توزيع مرتفع، و معدل توزيع ضعيف.
للدخول إلى سوق رؤوس الأموال الخاصة، نأخذ شرطين هما: السهولة، الصعوبة. الإختبارات لديها هدف رفع قيمة السهم.

ربح السهم مرتفع	ربح السهم الضعيف
سهولة دخول رؤوس الأموال الخاصة إلى السوق	صعوبة دخول رؤوس الأموال الخاصة إلى السوق

حالة عدم الدخول إلى السوق رؤوس الأموال الخاصة:

. فسياسة أرباح أسهم حرة تخفض الإستثمارات الآجلة $BPA > BPA$
. ادنى نمو ضعيف ل BPA ، مصحوب بنمو قوي عالي ل DPA يخفض نسبة العائد المطلوبة من طرف المستثمر. و منه $RA > RB$
- الإستثمار و الأرباح الإجمالية كلاهما يبقى ثابت .
. غير أن التمويل الأجنبي يضاعف من عدد الأسهم ، إذن $PBA > PBA$
. بما أن معدل نمو الأرباح يبقى ثابت فإن معدل الرسملة يبقى ثابت $Pd = Kc$
. كنتيجة فإن PBA الأدنى لمعدل الرسملة المتجانس يعطي أدنى قيمة للسهم : $PC > PD$

7-2- معدل الدفع:

إن تحديد معدل الدفع أرباح الأسهم الوحيد يجب أن لا يكون قيد عند كل مرحلة، عندئذ فنتائج إحترامه خطوة بعد خطوة تكون كالآتي :
تقلبات أرباح المؤسسة تؤدي إلى تقلبات أرباح السهم المدفوعة. لكن عمليا المساهمون يسلمون بأن أرباح الأسهم ترتفع مع ارتفاع أرباح المؤسسة لكن يحبذون كذلك إمكانية الحصول على عائد منتظم عوضا عن إحترام معدل دفع من الصعب تحصيله و ذلك بسبب تغيرات الأرباح غير الزمن.
إن الحل يكمن في إعطاء معدل أرباح الأسهم مستمر في المدى الطويل يعتبر إستقرار الأرباح عبر الزمن عامل إرتفاع قيمة السهم.

الدلائل المستعملة من أجل تحديد معدل دفع أرباح الأسهم خاصة ب:

- إحتياجات التمويل للنمو المستقبلي
- رغبة المساهمين لعائد جاري

- إستقرار نسبة أو معدل الدفع عند مستوى لا تكون فيه حاجة لتعديله عدة مرات عندما تكون تغيرات سالبة للربح.
- المؤسسات الكبيرة التي لها سهولة الدخول إلى السوق المالي تبدو معمرة أفضل من المؤسسات الصغيرة.
- إفتراض " LINTER " نموذج لإختيار سياسة أرباح أسهم المؤسسات و تكيف الدفع لهذه الرباح مع تغيرات الأرباح. فكرة النموذج تنطلق من أن المؤسسات لا تقوم برفع نسبة دفع أرباح الأسهم إلا بعد تأكدها خلال عدة مراحل من إتجاه تزايد الأرباح. أما بالنسبة للإنخفاض فإن المؤسسة تقوم بنفس الشيء بعد تأكدها من الأرباح تتجه نحو الإنخفاض (النقصان) .
- يسمى هذا النموذج ب " التكيف الجزئي و يصاغ كما يلي:

$$Dt - Dt- 1 = a+c (d b b - Dt- 1)$$

من حيث : $D6 =$ ربح السهم للسنة الحالية

$Dt- 1 =$ ربح السهم للسنة الماضية

$B6- =$ الأرباح الحالية

$d =$ معدل الدفع أرباح الأسهم الذي نأمل تحقيقه في المدى الطويل

a و c ثوابت موجبة.

نعتبر أيضا $(Dt - Dt- 1)$ تغير قيمة ربح السهم لسنة معطاة t مفسرة بنها كدالة للانحراف بين ربح السهم المحصل عليه من نسبة الدفع .

- القيمة الموجبة ل a تشير إلى تردد المؤسسة لتخفيض أرباح الأسهم.

قيمة ضعيفة ل c تعني ان ربح سهم لا يتلائم مع تأخر تطور الأرباح.

8- عمليات خاصة مع سياسة توزيع أرباح الأسهم:

عمليات مختلفة، التي لا تتعلق بتوزيع أرباح الأسهم، غالبا تفسر من طرق المؤسسة و المساهمين، بأنها مرتبطة معها. هذه العمليات هي: تجزئة السند، توزيع الأسهم المجانية، و التي سندرسها على التوالي، عمليات أخرى ذات أهمية لأقل تعرض بعد ذلك.

8-1- عمليات على تجزئة القيمة الإسمية للسهم و ارباح الأسهم.

إن عملية تجزئة القيمة الإسمية يمكن تعريفها بأنها عملية تسمح لمؤسسة، ما بتخفيض القيمة الإسمية لسندها، لسندها بعدد السهم المتداولة. هذه العملية لها في معظم الأحيان هدف يتمثل في تجزئة السهم الذي أصبح غالي في السوق.

- بتجزئة القيمة الإسمية ، يتم بعداد السهم و الذي يخفض القيمة السوقية للسهم في البورصة. مثل هذه العملية تسمح بربط العلاقات و تماسكها بين الحاملين الصغار للأسهم.

في بعض الأسواق أحيانا صعبة، مشكلة السيولة نجدها مطروحة لبعض الأسهم المسعرة (المقيمة). هذه الظاهرة تكثر في أسواق التي تكون فيها المفاوضات تجري على أساس حصة . فمن الأكيد ، أنه كلما كانت قيمة السهم ضعيفة، تكثر المضاربة. إن خبراء السوق يقدرون القبضة (السعر x الحصة) بحصرها حول 5000 .

من الناحية المحاسبية، هذه العملية تعتبر حيادية و هذا في حالة ما إذا كانت قيمة مختلف الوظائف للأموال الخاصة لا تتغير.

راينا غي الفصل (4)، في مختلف إختبارات الفعالية شبه القوية، بأن المؤسسات التي تقوم بتجزئات كانت لها عوائد غير عادية خلال مرحلة ممتدة من 30 شهر قبل العملية حتى للتجزئة (القيام بالتجزئة) . إن العوائد غير العادية تختفي بعد هذه الفترة. الدراسات المقامة من طرف Fama قاما و فيشر Fisher و جوتس و رول على سبيل المثال، برهنت بأن هذا العائد غير العادي كان في مرحلة مرتبطة بسياسة اللابح السهم المتوقع من طرف المساهم . كذلك تلبى الشركات المدروسة (672 من 940) قامت بعملية التجزئة، إرتفعت أرباح أسهمها بمعدل أكبر من إرتفاعات العادية المحققة. و هذا ما يوضحه الرسم البياني 2.14، السعار لم ترتفع.

يظهر جليا فإن العائد غير العادي في لحظة التجزئة، لا يكون آلي، و إنما يوافق تحصل المعلومات الناتجة عن عملية التجزئة و المتعلقة بالنمو المستقبلي لأرباح الأسهم.

8-2- توزيع الأسهم المجانية:

إن عملية إعادة هيكلة خصوم الميزانية، خاصة الأموال الخاصة، و التي تظهر على شكل دمج إحتياطات أو علاوة الإصدار لرأسمال، العناصر التي تسمح بالدمج تنخفض بينما عنصر أو حساب رأس المال الإجتماعي يرتفع بنفس النسبة.

هذه الآلية لا تغير شئ من الوضعية الصافية للمؤسسة، لا قبل الرسمة في البورصة.

كما راينا في عملية التجزئة، إذا كانت قيمة سهم ما تنخفض بسبب عدد الأسهم فالثروة الكلية للمساهم تبقى ثابتة. بنفس الطريقة فإن كتلة ربح السهم المحصل عليه للمساهم الواحد لا تتغير. كطلك نجد ان المساهم الذي يتوقع، بسبب توزيع مجاني، نمو عالي لأرباح السهم بالنسبة

8-3- خصوصيات أخرى لسياسة توزيع أرباح الأسهم:

خلال العشرية الحالية، كثرت إعادة هيكلة المؤسسات و خوفا من إتخاذ مراقبة غير مرضية نتج عنهما تطوير أنظمة تسمح بوفاء المساهمة.

- في حالة أرباح أسهم مرتفعة و التي تهدف لمنح علاوة الإخلاص إلى المساهمين المسجلين إسميا، خلال خلال مدة محددة. هذا النظام إستعمل حديثا في فرنسا (SEB) يحمل مخاطرة. نستطيع على سبيل المثال الخوف من تطور سوق غير مباشر للأسهم ذات أرباح مرتفعة و التي ينجر عنها عدم سيولة السهم. و من الحسن قانونيا، هذه الطريقة الخاصة تجعل لهدف بتوصيات مجلس بورصة القيم (CBU)

الفصل الرابع: العمليات الخاصة بالمؤسسة، الشركات القابضة، الاندماج و الاستحواذ

تمهيد :

إن العمليات المالية الخاصة التي سنعالجها في هذا البحث، لها علاقة مباشرة مع مفهوم التحكم أو السيطرة. إن الدوافع التي تخلق هذا النوع من العمليات، المترجمة في معظم الحالات بإعادة شراء مؤسسة أو بتوسع خارجي، تكون إقتصادية و مالية. تعتبر الدوافع الإقتصادية عوامل طبيعية للتوسع الخارجي. تظهر هذه الدوافع في عدم قدرة المؤسسة على زيادة أو على الأقل الإحتفاظ بحجم نشاطها (رقم أعمال، أرباح) و ذلك في ظل تسييرها لمنتجاتها العادية.

يبرر كذلك (التوسع الخارجي) بالإرادة في إقتحام أسواق أجنبية بنجاح، بسرعة و بمخاطرة قليلة، وذلك بواسطة إعادة شراء مؤسسات موجودة من قبل في الأسواق المرجوة. يمكن لها أخيرا أن تجد نفسها أمام فرصة شراء منتجات ذو سمعة جيدة.

ترتبط الدوافع المالية بصفة عامة بإمكانيات حدوث سوء تقييمات (بالنقصان) لأسهم الشركة المستهدفة. يمكن كذلك أن يكون لها كهدف الإقفال البورصي لهذه الشركة.

كما هو الحال في المؤسسات التي يجب إعادة هيكلتها و التي تعيش عرض عمومي للشراء (OPA) من طرف المساهم الذي يملك الأغلبية.

الهدف المعطى عامة هو القضاء على التسعيرة. يمكن أخيرا ذكر نوعين من التظافر/ الإنسجام التي هي أساس العمليات الخاصة: التظافرات أو الإنسجامات المالية و الجبائية. تحتاج هذه التحكمات أو السيطرات على تركيبات خاصة.

سوف ينظم مخطط هذا الفصل حول مختلف التقنيات، الأدوات و الميكانيزمات التي تسمح بتطبيق إستراتيجيات السيطرة أو التحكم.

الشركات القابضة ثم دراسة (LBO) Leverage buy out و مشتقاته . أما الجزء الثالث فسيتطرق إلى العرض العمومي. و أخيرا سيهتم الجزء الرابع بمشكلة الإندماجات و الإحتواءات.

1- مفهوم المجموعة و الشركة القابضة:

1-1- تعريف المجموعة:

تعرف المجموعة بأنها عدة شركات تملك كل واحدة منها كيانا قانونيا ذاتيا، والتي لها علاقة برأس المال بصفة مباشرة أو غير مباشرة، حيث تسيطر أو تتحكم واحدة منهم على المجموعة، وتسمى هذه الأخيرة بالشركة الأم.

لقد نشأت المجموعة قبل كل شيء من واقع إقتصادي حاول التشريع تعريفه منذ عدة سنوات. لقد ظهرت عدة تعريفات دقيقة للمجموعة مقارنة بمختلف المشاكل الناتجة عن التجميع (Consolidation) مثلا، وذلك في الميدان المحاسبي و الجبائي.

من الجانب الإجتماعي كذلك، سبقت حالات قضائية مستجدة القرارات القانونية الخاصة بإنتماء الأجراء إلى المجموعة بدلا من إنتماءهم إلى الشركة.

يجب أن نكون حذرين مع لفظ " السيطرة أو التحكم " المستعمل في التعريف.
فيما يخص شركات المساهمة (Anonyme)، ومن الوجهة القانونية، فإن ثلثي (3/2) رأس المال يعطي الأغلبية المطلقة، أكثر من 50% الأغلبية البسيطة و أكثر من الثلث (3/1) الأقلية الموقفة.

من الجانب الإقتصادي، يرتبط مفهوم السيطرة أو التحكم بالعتبة التي تمكن من التحكم أو السيطرة الحقيقية، وهو يكون حسب توزيع رأس المال في الجمهور.
و بالتالي فإن شركة مملوكة لـ 45% من أسهم شركة مسعرة في البورصة (لـ 55% من أسهم هذه الأخيرة موزعة على هيئة عمومية بـ 15% و على الجمهور بـ 40%) ستكون متحكمة أو مهيمنة على هذه الشركة

1-2- الأشكال المختلفة التي تأخذها المجموعة:

يمكن تصنيف مختلف المجموعات حسب الأهداف التي دفعت إلى تكوينها، وذلك كمايلي:

- المجموعات التي تتبع هدف التمركز العمودي (البترول).
 - تلك التي تبحث عن تمركز أفقي (Peugeot SA).
 - المجموعات التي تقام فيها النشاطات على توازي، دون أن يكون رابط بينها.
 - المؤسسات المتعددة الجنسيات التي تعطي فرص في الأسواق الأجنبية.
- بالتحكم أو بالسيطرة على مجموع الفروع، ستكون الشركة القابضة أداة تنظيم إقتصادية للمجموعة.

1-3- الشركات القابضة: (Holding)

يوجد مصدر هذه الكلمة (Holding) الأنجلوساكسونية في الفعل to hold و الذي يعني قبض. تمتلك الشركة القابضة إذن مشاركات أو مساهمات في مؤسسات أخرى.
و لكن لا تتوقف نشاطاتها في تسيير محفظة من الأصول المالية فقط، بل أنها غالبا ما تقوم كذلك بتجميع المساهمين الذين يشاركون في تسيير المجموعة.

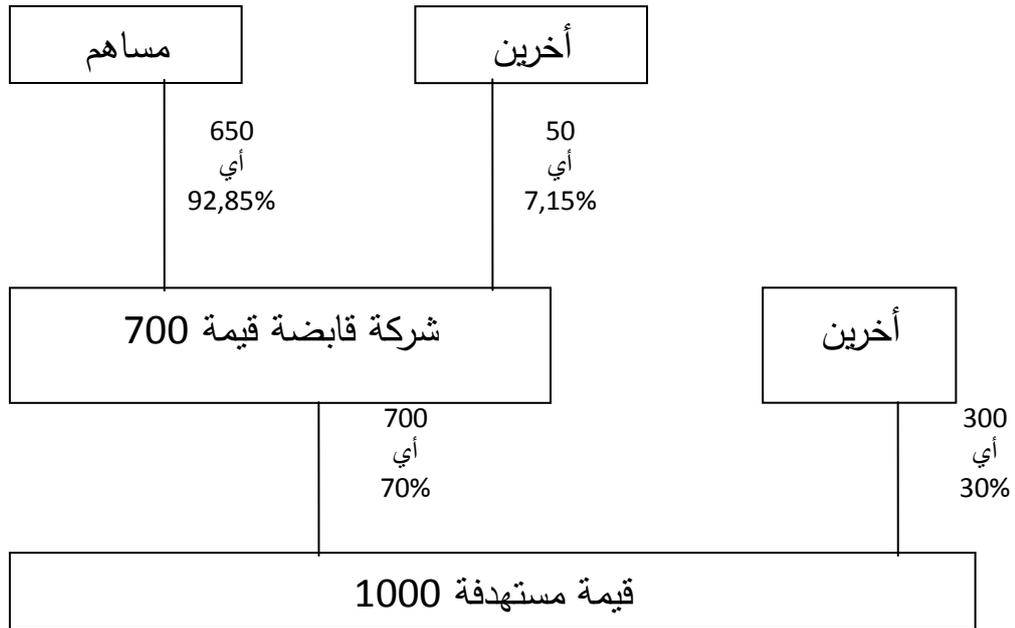
1-3-1- خصائص الشركات القابضة:

تتمثل الخاصيتين الرئيسيتين لشركة قابضة في أنها تسمح بأخذ، بالإحتفاظ أو بزيادة السلطة أو التحكم، مع تحقيق أثر عالي لرافعة رأس المال.

مثال لزيادة السلطة أو التحكم:

إن الشكل 1.20 سيسمح بفهم الحلول المقدمة لمشكل السلطة أو التحكم عن طريق تكوين شركة قابضة.
نفترض شركة مستهدفة X مقيمة بـ 1000.
يريد مساهم فيها أن يتحكم عليها بـ 650.
إذا أنجزت العملية، لن يتحصل المساهم على الأغلبية الكبرى (66,67%).
و لكن يستطيع المساهم الوصول إليها، كما يبينه الشكل 1.20 بإنشاء شركة قابضة، وذلك دون اللجوء إلى الإقتراض.

الشكل رقم (12): شركة قابضة و سيطرة / تحكم

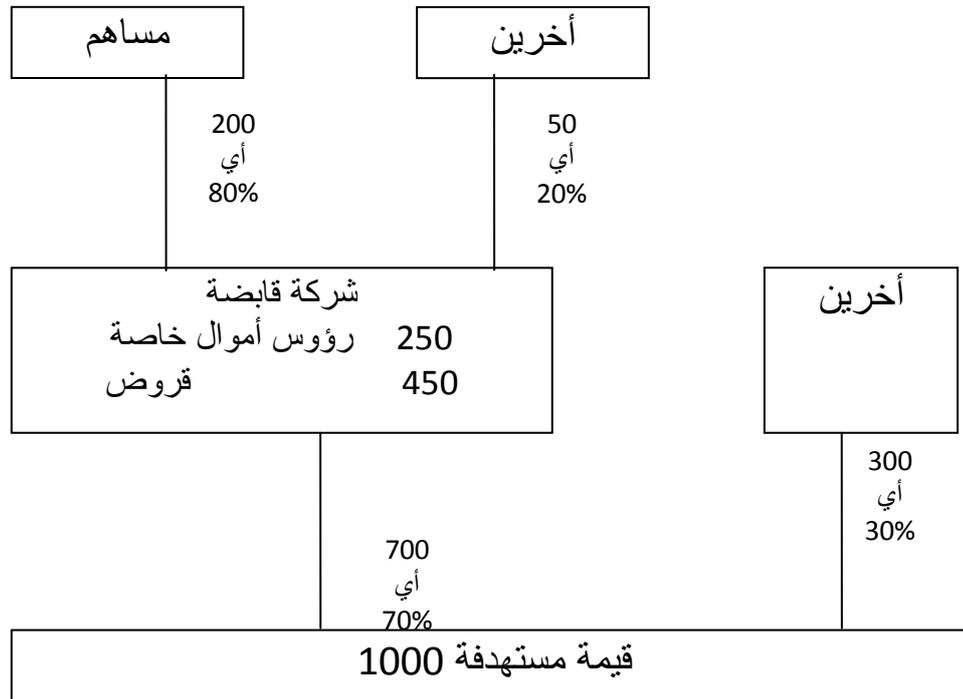


الشركة القابضة التي يتحكم فيها المساهم بـ 92,85%، تمتلك الآن الأغلبية الكبرى في الشركة المستهدفة بـ 70% من هذه الشركة. لم يستثمر المساهم إلا 650. بقيت مساهمته الشخصية مقدرة بـ 65%، أي $92,85\% \times 70\%$

رافعة رأس المال:

لنفترض الآن أن هذا المساهم لا يملك إلا 200، يمكن اللجوء إلى نفس التركيب و لكن باللجوء إلى الإقتراض على مستوى الشركة القابضة.

الشكل رقم 13: شركة قابضة مقترضة و التحكم/السيطرة



بهذه الطريقة، المساهم الذي يمتلك حقيقة رأس مال يقدر بـ 200، و الذي يمثل 20% من الشركة المستهدفة، يتحكم و يسيطر بفضل الشركة القابضة على 70% من تلك الشركة. تقدر مساهمته الحقيقية بـ 56% أي $80\% \times 70\%$. و بالتالي، فبنفس المقدار، مردودية أمواله المستثمرة ستكون أعلى عن حالة عدم وجود شركة قابضة، فيتحصل فعلا على حق أكثر في الأرباح. لقد شرحنا هكذا ميكانيزم أثر الرافعة. تكون الشركات القابضة مناسبة بالخصوص لكل تركيب مع أثر رافعة.

1-3-2- أشكال الشركة القابضة:

خارج نطاق التوسع الخارجي أين تكون الشركة القابضة لشراء مؤسسة، تكوين شركة قابضة هو تفرع يظهر عامة في شكلين:

- من الأسفل

- من الأعلى.

أ- الشركة القابضة من الأسفل:

إن تكوين شركة قابضة من الأسفل لا يناسب مع تقديم الأسهم، وإنما يتناسب مع تقديم ممتلكات للفروع. يعود هذا التكوين إذن إلى تحويل، عن طريق تفكك (Scission) أو تقديم جزئي لأصول أو لعدة فروع نشاط لمؤسسة، إلى واحدة أو لعدة شركات أخرى.

إن تكوين شركة قابضة من الأسفل لا يغير الحالة الأصلية للمساهمين.

حيث أنه يتم تكوين فروع، التي يقدم لها ميادين نشاطات كاملة مقابل إعطاء حصص أو أسهم للشركة المقدمة و التي ستكون الشركة قابضة.

إذن، فتكوين شركة قابضة من الأسفل لا يستطيع أن يتحقق إلا عندما تزاوّل الشركة عدة نشاطات مختلفة تحت نفس الكيان القانوني.

يمكن تطبيق النظام الجبائي المشجع للإندماجات بدون أي معارضة، على الخيار.

لقد وضع هذا النظام حتى لا تعرف العملية أثرا جبائيا.

يجب تطبيق الشروط التالية:

- يجب أن تتمثل الحصة في ميدان نشاط كامل.

- لا يمكن التنازل عن الفرع الجديد المكون هكذا قبل خمس سنوات.

إن النظام الجبائي للقانون العام يؤدي إلى خضوع القيم المضافة في الشركات الأصلية لرسم تؤول إلى المعدل العادي.

ب- الشركة القابضة من الأعلى:

يتم إنشاء شركة قابضة من الأعلى عن طريق تجمع يتم في نفس الشركة الواحدة بين المساهمات المملوكة من طرف عدة شركاء في مؤسسة أو عدة مؤسسات أخرى.

يقوم الشركاء بتقديم حقوقهم لمؤسسة موجودة أو مكونة لغرض العملية (في غالب الأحيان تكون مكونة).

ستصبح هذه الأخيرة شركة قابضة، ويحصل الشركاء بالمقابل على حقوق مصدرية من الشركة القابضة.

يستطيع هؤلاء الشركاء المقدمين للمساهمات أن يتمركزوا تحت نظام مشجع للإندماجات (تقديم ميدان) للتهرب من وقوع ضريبي مباشر.

يتم ذلك بقبول (أو بدونه) بشرط أن:

- تسمح المساهمة بالتحكم في أكثر من 50%.

- تحتفظ الأسهم المتحصل عليها كحصص أرباح خلال 5 سنوات.

- تحسب القيم المضافة الناتجة عن التنازل عن هذه الأسهم، مسبقا بالرجوع إلى سعر العائد الأصلي للمساهمات.

1-3-3- أنواع الشركات القابضة:

يمكن التفرقة عامة بين 7 أنواع، حيث يقف إستعمالها على جباية البلد الذي تقع فيه.

نجد على التوالي:

- الشركة القابضة المتحكم (المسيطرة) التي تهدف إلى التحكم على مؤسسة أو عدة مؤسسات عن طريق أخذ مساهمات بسيطة أو متقاطعة.

يمكن وضعها على رأس مجموعة لتنسيق وترشيد نشاطات هذه الأخيرة.

- الشركة القابضة الممولة التي تهدف إلى تركيز المداخيل من أجل إعادة الإستثمار بطريقة تحقق الجباية الأمثلية، أي بتخفيض أو إلغاء الأثر الجبائي على المداخيل.

- الشركة القابضة المتحكم (المسيطرة) الموظفة لإعادة شراء مساهمات، تكون في معظم الأحيان من أجل سريتها (حيث يستطيع المساهمون أن لا يظهروا في رأس المال) وكذلك لحل بعض المشاكل الناتجة

عن الإحلال / التنازل (Succession).

- الشركة القابضة للتوظيف التي غالبا ما تسيير أصول مالية، وهي مبحوثة لنظامها الجبائي.

- الشركة القابضة المسيرة للبراءات و العلامات، التي تستغل هذه البراءات و العلامات و التي تأخذ مداخيلها من رخص الإستغلال.
- الشركة القابضة للإنتلاق المستعملة لإنشاء مؤسسات تجارية، حيث تقوم باكتتاب أسهمها عند الإنشاء.
- الشركة القابضة العقارية، التي تهدف إلى إنشاء و تسيير ممتلكات عقارية.
- إن الإختيار بين شركة من هذه الشركات يعطي في غالب الأحيان الشكل الإجتماعي الذي تأخذه.

1-3-4- الشكل الإجتماعي:

- يوجه خيار الشكل الإجتماعي بعنصرين: الدور الممنوح للشركة القابضة و عدد المساهمين الذين لهم علاقة فيها.
- في حالة ما إذا كونت الشركة القابضة من أجل الوصول إلى جباية أمثلية في المجموعة، يوجد عنصر ثالث مهم و هو النظام الجبائي المرجو.
- إن مختلف أشكال الشركات التي نجدها تكون شركات رؤوس أموال و شركات أشخاص:
- إن شركة الأموال (شركة مساهمة أو شركة مسؤولية محدودة) مناسبة بالخصوص عندما نريد إدخال مساهمين جدد.
- إن الشركة ذات الشكل المدني ناتجة غالبا عن شركات قابضة عائلية.
- يقدم هذا النوع من أشكال الشركات عدة محاسن، كإمكانية تطبيق تفرقة، بين الملكية و السلطة، وخاصة إمكانية القيام بتحويل للملكية بسهولة.
- شركة التضامن، التي بالإضافة إلى محاسنها الذاتية (الداخلية) (1) ، تفرق الحقوق و الإلتزامات عن المساهمات بالأموال.
- تطبق شركة التضامن على مستوى الفروع أكثر من تطبيقها على مستوى الشركة القابضة، وذلك لأنها تسمح بتحقيق الشفافية الجبائية.
- و أخيرا شركة التوصية بالأسهم، التي تعزل بجدية الشركاء المتضامنين من الموصون.
- سوف نتطرق إلى الجوانب الجبائية و إلى بعض التمويلات الخاصة بالشركات القابضة مع التركيبات التي ستدرس.

2- إعادة شراء مؤسسة مع أثر الرافعة RES و LBO :

- لقد تم تطوير عدة تقنيات مالية تسمح بإعادة شراء مؤسسة من طرف أشخاص طبيعية لا تملك موارد مالية و لا أنظمة جبائية للشركات. هذه التقنيات معروفة تحت إسم (LBO) Leverage buy out و (LMBO) Leverage management buy out.

1-2- أثر الرافعة القانونية و المالية LBO:

- إن التطور الأخير الذي حدث في الحيازات مع أثر الرافعة ناتج عن الأوضاع الحالية:
- إن إشباع الأسواق يحد لمؤسسة فرص توسعها بصفة داخلية، وبالتالي فيتم تطويرها عن طريق التوسع الخارجي.

(1) تقدم شركة التضامن نفس خصائص شركة الأشخاص بشرط أن تتكون من شخصين على الأقل و لا يشترط أي مقدار أدنى لتكوين رأس المال الجماعي.

تلعب شخصية كل شريك دور رئيسي. وهو مسؤول بصفة دائمة و متضامنة عن ديون الشركة.

1-1-2 تعاريف و مبادئ:

إن الحيازات التي تكون عامة مكلفة للمؤسسة أصبحت مسهلة باستعمال أثر الرافعة الذي يسمح بتقليص مبلغ الإستثمار اللازم للتحكم في مؤسسة أخرى. نفرق بين نوعين من أثر الرافعة:

- أثر الرافعة القانونية الناتج عن تطبيق تقنيات مختلفة تسمح لمستثمر أن يتحكم في شركة دون أن يملك أغلبية رأس مالها.
- أثر الرافعة المالية الذي يقوم على الإستعمال المكثف للإقتراض من أجل زيادة مردودية الأموال الخاصة المستثمرة في المؤسسة.

إن مبدأ LBO بسيط: سوف تكون شركة قابضة، و ستقترض من أجل إعادة شراء أغلبية أسهم الشركة المستهدفة.

تسدد القروض بعد ذلك عن طريق حصص الأرباح التي تقدمها الشركة المستهدفة للشركة القابضة. يجب التمييز بين LBO و تقنيات إسترجاع مؤسسة في حالة سيئة:

فعلا، نظرا لأهمية حصص الأرباح التي يجب أن توزعها الشركة المستهدفة للشركة القابضة، فإن الشركات التي يستطيع أن يتم الحيازة عليها مع أثر رافعة هي الشركات ذات الصحة الجيدة فقط.

2-1-2- مثال :

يملك مستثمر 1000 و يريد التحكم في شركة مستهدفة قيمتها 10.000.

سوف يكون هذا المستثمر الذي سنسميه T شركة قابضة H التي ستشتري 50.01% من أسهم الشركة المستهدفة بقيمة $5010 = 50.01\% \times 10.000$.

لتشكيل شركته القابضة، سيفتح T رأس ماله لأشخاص خارجية، ولكنه سيعمل على البقاء كمالك للأغلبية.

و بالتالي سيكون رأس المال الإجتماعي للشركة القابضة $1999,6 = 50.01\% / 1000 = 1999,6$ أي 1000 يقدمها T و 999,6 مقدمة من طرف المساهمين الآخرين.

من أجل شراء 5010، ستقترض الشركة القابضة الأموال التي تحتاجها (الباقية)، أي:

$3010,4 = 1999,6 - 5010$ ستقترضها.

تدفع الشركة القابضة الديون التي تحملها تدريجيا بواسطة حصص الأرباح التي ستوزعها عليها الشركة المستهدفة.

بفضل إستعمال LBO، يسيطر T قانونيا على الشركة المستهدفة بـ 10% فقط من القيمة الإجمالية لهذه الشركة.

2-2- أثر الجباية على الشركة القابضة:

إن إعادة الشراء مع أثر الرافعة بواسطة شركة قابضة لا يكون مثري من الوجهة الجبائية، إلا إذا تحقق الشرطين التاليين:

- يجب أن يتم إعادة رفع نتائج الشركة المستهدفة بأقل خسارة جبائية.
- يجب أن تسمح القروض التي تحملتها الشركة القابضة بتحقيق تخفيض جبائي.

تتموقع الديون قانونيا في الشركة القابضة، وبالتالي فإنه يتم على هذا المستوى تطبيق التخفيض الجبائي على فوائد القروض، و ذلك تحت شرط أن تمتلك الشركة القابضة مداخيل خاضعة للضريبة.

التداخل الجبائي:

مثلا فننا نجد انه أدخل قانون المالية في فرنسا مفهوم التداخل الجبائي⁽¹⁾. إذا ملكت الشركة القابضة 95 % من أسهم فرعها، فإنه تستطيع أن تتكون مجموعة تداخل جبائي. تصبح الشركة القابضة هي الوحيدة الدائنة للضريبة، على أساس نتيجتها و نتيجة فرعها (بعد التعديلات). يسمح النظام الجبائي للتداخل للشركة القابضة أن تنقص الفوائد على القروض التي تحملتها لإعادة شراء الشركة المستهدفة. يسمح النظام إذن بتفادي خسارة العجز الجبائي الناتج في الشركة القابضة و ذلك بالمقاصة مع أرباح الفرع.

2-3- الترتيب المستعمل للقيام بـ LBO:

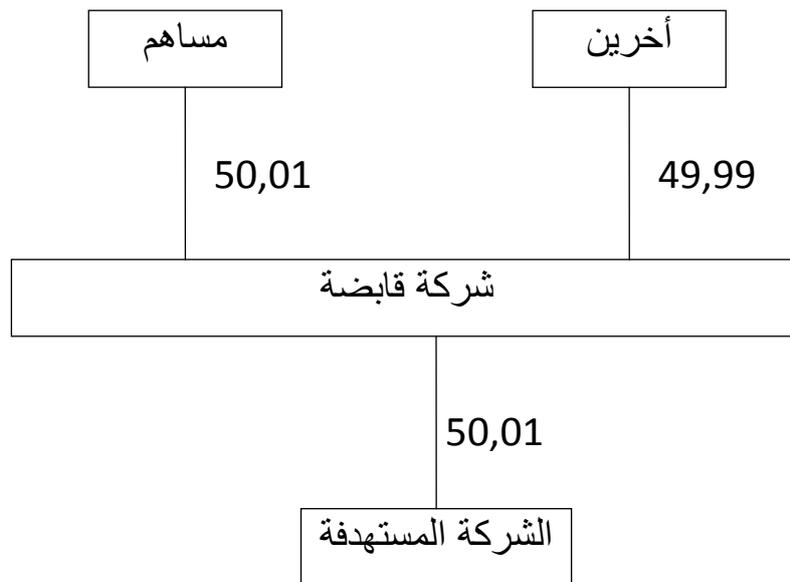
بصفة عامة، تمتلك الأشخاص الطبيعية موارد محدودة لشراء أو التحكم في شركات. يسمح الترتيب المستعمل للقيام بـ LBO بشراء الشركة المستهدفة اليوم، مع الموارد التي ستنتجها هذه الأخيرة غدا. بتعبير آخر، سوف نجعل الشركة القابضة دائنة، حيث ستسد هذه الأخيرة ديونها بفضل زيادات حصص أرباح الشركة المستهدفة.

2-3-1- تخفيض المساهمة الشخصية للمسترجعين:

يسمح الترتيب LBO بتخفيض المساهمة الشخصية للمسترجعين. فكما يبينه الشكل 3.20، يستطيع شخص يريد التحكم في شركة مستهدفة (50,01%)، بوساطة شركة قابضة، لا تلجأ إلى المديونية، أن يخفض مساهمته الشخصية إلى 25,01%.

⁽¹⁾ يوجد التداخل الجبائي في دول أخرى بمعدلات سيطرة مختلفة: مثلا في الولايات المتحدة الأمريكية تساوي عتبة التداخل الجبائي 80% مقابل 75% في إنجلترا و 51% في ألمانيا.

الشكل رقم 14: سلسلة التحكم



يسمح هذا النوع من التركيب بجدولة عدة شركات قابضة الواحدة بالنسبة للآخرى. و يقدم كذلك للمسترجع إمكانية الإقراض الشخصي، وذلك لإنشاء و تأكيد وضع الأموال الأولية.

2-3-2- الاستفادة من تخفيض المصاريف المالية:

إذا كانت المصاريف المالية المتحتملة شخصيا من طرف مسترجع غير قابلة للتخفيض، فإن تلك المصاريف المرتبطة بالمدىونية المتحتملة من طرف الشركة القابضة قابلة للطرح من القاعدة الخاضعة، وذلك طالما كانت تمتلك الشركة القابضة منتوجات خاضعة للضريبة على الشركات.

2-3-3- التمويل "Mezzanine":

توظف التمويلات المسماة "Mezzanine" بكثرة في عملية LBO. تعتبر هذه التمويلات، المسماة كذلك المطيعة⁽¹⁾، رؤوس أموال لقروض، التي يجب إدخالها بين الأموال الخاصة و الديون، وذلك طالما تكون مخاطرتهم وسيطة بين الإثنان. تقدم هذه التمويلات دون ضمانات، وهي عادة تابعة لقرض بنكي كلاسيكي معروف كـ "Senior".

يقدم هذا النوع من التمويلات عدة محاسن لكل من الهيكل المصدر لها و المؤسسة المستقبلية. بالنسبة للأول (الهيكل المصدر لها)، إذا كانت المخاطرة كبيرة، فالعائد المباشر يكون كذلك. و يستطيع أن يكون أكبر، إذا كان بالإضافة إلى العائد يوجد إصدار لسندات الإكتتاب. من جهة أخرى، توثق هذه التمويلات القروض المسماة "Seniors"، التي تصبح بذلك أقل مخاطرة. بالنسبة للمؤسسة المستقبلية، تحسن هذه التمويلات من جهة، مردودية المؤسسة (مصاريف مالية أقل)، و من جهة أخرى، تسمح بتحسين مردودية الأموال الخاصة بوساطة أثر الرافعة.

إن الهياكل التي تعبر عن التمويلات Mezzanines، القليلة التوظيف حتى الآن في فرنسا، تكون إما قروض أو أسهم.

(1) إن قواعد الطاعة تعطي للدين درجة أقل مقارنة بحقوقي أخرى.

نجد عامة حسابات جارية للشركاء مجمدة، سندات قابلة للتحويل، سندات إلى سندات إكتتاب (obligation à bon de souscription)، لجوءات بنكية (التي قد تتبع بسندات إكتتاب) (concourcs bancaires).

3- العروض العمومية :

أنجلوساكسونية الأصل، يعرف العرض العمومي للشراء OPA أو التبادل OPE بأنه الطريقة التي تسمح لشخص طبيعي أو معنوي أن يعلم علانيا مساهمي شركة، بأنها قابلة بالحيازة على أسهمهم بسعر محدد، أعلى من السعر البورصى. الهدف المنشود هو السيطرة أو التحكم فهي وسيلة أساسية لتقارب المؤسسات (توسع خارجي)، ذلك حتى و إن كانت العملية في البداية لها هدف مالي بحث.

3-1- طرق العرض العمومي:

يمكن تصور حالتين:

- الحيازة الكلية أو الجزئية لشركة غير مسعرة في السوق المالي التقارب يحدث هنا بصدقة بمعنى باتفاق الجهات المعنية، إلا في حالة شراء شركة في حالة تصفية.

- إعادة شراء في البورصة لجزء أو كل الأسهم المسعرة، في هذه الحالة، يمكن أن يحدث التقارب بصدقة أو بدونها.

بالنسبة للطريقة الثانية توجد إجراءات قانونية:

- عرض عمومي لشراء أو عرض عمومي لتبادل،
- التنازل عن مجموعات مسيطرة،
- الإلتقاط في البورصة.

3-2- العروض العمومية للشراء أو التبادل:

الأشخاص الذين يقومون بعرض عمومي كثيرون و لكن أغليبتهم تتمثل في مساهمين، أجراء و مسيرين.

3-2-1- المتعاملين:

أ- **المساهمين:** لقد إعتبر المساهمون خلال فترة طويلة مستفدون رئيسيون من هذه العملية، ومازال الحال هكذا لبعضهم حتى الآن. من البديهي أنه قبل كل عملية مالية يقع المساهمون تحت إهتمام خاص من طرف المسيرين و بالتالي يتحصلون على دور الشراكة الحقيقية في المؤسسة.

إن سياسة العلاقة المتبعة مع المساهمين مبنية على الثقة و هي تبقى أحسن دليل ضد الـ OPA.

نجد مثلا إذا إستفادوا من سعر تنازل أحسن في إطار عرض عمومي عن ذلك المتحصل عليه في حالة إندماج كلاسيكي، مشكلة الأقلية كانت مطروحة. بالفعل كان القانون يجبر كل مشتري الذي تجاوز لوحده أو مع آخرين عتبة 1/3 من رأس المال أو من حقوق التصويت، أن يقدم عرض عمومي على 2/3 رأس مال الشركة المستهدفة على الأقل و بالتالي لم يكن مجبر بالإحتفاظ على تسعير عرضه لكل الأسهم. لكن بما أن الشركة المشتري، لم تكون مجبرة إلا على شراء 2/3 من رأس المال بعد أخذ مساهمتها بعين الإعتبار.

أصبح العرض محدود بـ 1/3 من رأس المال على الأكثر. معدل تخفيض الأوامر، أي طلب غير مرضي، كان يمكن أن يكون هام.

منذ 18 مارس 1992، يجب أن تشمل العروض العمومية للشراء على 100% من رأس المال. يضمن الإطار القانوني للشركاء:

- التساوي أمام المعلومة، يجب أن يقدم البادئ لمساهمي الشركة المستهدفة كل معلومة تمكنهم من إتخاذ قرار موضوعي.

- التساوي أمام الأسعار، في حالة مزيدة، يطبق كذلك العرض الجديد على الذين تنازلوا على الأسهم.

- التساوي أمام الكميات، لما يفوق عدد الأسهم المقدم الحد الأعلى المحدد من طرف البادئ. في إطار OPA جزئي، يطبق تخفيض على عدد الأسهم المقبولة بصفة تناسبية على كل الباعة.

العيب الوحيد لهذا القانون الجديد يكمن في تطور نظام جد صارم وإمكانات إستراتيجيات ضد الـ OPA التي تنتج عنه. هذه الأخيرة لا تشجع العمليات الغير المربحة و تحرم بالتالي بعض المساهمين من فرص ربح مقدمة من العروض العمومية.

ب- الأجراء: العديد من الدراسات التي أجريت في و.م.أ منذ الستينات، وخاصة دراسات جامعة Michigan، بينت إحصائيا أن العروض العمومية للشراء لا تؤدي إلى خسارة في الثروة و لا إلى تهديم في التشغيل. و لكن تؤدي في الأسوأ إلى تحويل الثروة. يظهر إذن أن تخوفات الإجراء تكون في الغالب ناتجة عن مناورات الإدارة، خاصة في حالة OPA عدائية. في كل الحالات يترك الـ OPA للإجراء شعور بأنهم غير معينين بالعرض. في الغالب لا تعطى لهم ولا معلومة حول مستقبلهم، بما في ذلك الحفاظ على مناصبهم. كما يحدث في كل عملية سيطرة أو تحكم يتبع الـ OPA بإعادة هيكلة تؤدي بالإجراء إلى تعرضهم لخطر تغير المناصب و شروط العمل و إمكانية غلق المؤسسة تكون هذه النتائج خاصة بعملية التركيز و الترشيح و لا تكون خاصة فقط بالـ OPA، فهي التي تجيب عن الضروريات الإقتصادية. إضافة إلى ذلك خسارة مناصب العمل تحدث غالبا في أعلى الهرم و لا تعني بالخصوص القاعدة.

ج- المسيرين: يتمثل خطر هذه العملية في كون المسيرين يفضلون المدى القصير على المدى الطويل، وذلك للإحتفاظ على سعر الأسهم في مستوى أعلى من أجل تفادي مخاطر العروض العمومية. هذا يعود إلى تفضيل العمليات التي تحقق ربحية هامة في المدى القصير أو إلى تجنيد كل موارد الشركة ضد العرض العمومي و بذلك تقليل الإستثمارات في المشاريع الإستراتيجية ذات ربحية محسوبة في المدى الطويل.

يرجع تخوف المسيرين من الـ OPA إلى الجانب الجزائي التي ترتديه هذه العملية حاليا خطر السيطرة بالـ OPA، لا يتمثل في إختفاء المؤسسة بسبب ضعفها التنافسي، وإنما ينتج عن عزل المسيرين بسبب إتفاق بين المساهمين.

تأخذ إذن القيمة السوقية للمؤسسة بعين الإعتبار كفاءة و فعالية مسيريتها. و هكذا تصبح الـ OPA عامل إقصاء المسيرين الغير القادرين على ضمان معدل عادي للمردودية. تصبح العروض العمومية للشراء كعقوبة للإدارة غير الكفئة، العروض العمومية للشراء العدائية و الضربات المالية بالرغم أنها محدودة عدديا إلا أنها تحافظ على تخوف من عزل الفريق المسير و تحفيز الديناميكية، يرى المسيرون فيها في أغلب الأحيان أداة تقارب و ليس عقوبة.

3-3- تفاوض المجموعات المسيطرة أو المتحكمة:

إجراء تفاوض مجموعات مسيطرة يفترض رغبة السيطرة في الشركة، لهذا الإجراء أثر أقل من العرض العمومي لأنه يتطلب قبول المساهم المسيطر.

هذه العملية تؤدي إلى عدة إلتزامات و كذلك إلى معرفة:

- شخصية البائع و المشتري.
 - عدد الأسهم موضوع العملية.
 - السعر الذي تحققت على أساسه العملية.
 - المدة التي يبقى فيها المشتري حائزا في البورصة.
- عامة، تتحقق أغلبية التنازلات للمجموعات بسعر أكبر من سعر البورصة. يكمن المشكل المطروح في هذا الإجراء في أن المشتري يستطيع أن يجد نفسه أمام تقريب كل أسهم الشركة التي عليه حيازتها.

3-4-4- المخططات ضد العروض العمومية:

إذا كانت السلطات البورصية تأيد إجراء العروض العمومية، فإنها تقبل بعض ردود الأفعال التي هدفها الحماية من هذه الهجمات. يمكن وضع العديد من الوسائل القانونية أو المالية.

3-4-4-1- ضد الـ OPA الصديق:

تتم من طرف شريك، مع موافقة الشركة المستهدفة و تسمى هذه الطريقة White Knight في و.م.أ. يمكن أن ينعكس هذا النوع من التركيبات سلبيا على بادئ الطلب على الـ OPA أو الـ OPE، و يستطيع أن تتحول White Knight إلى raider: كانت هذه حالة Saint Gobain المهجومة من طرف BSN، لما طلبت من Pont-à-Mousson أن تتصدى للـ OPA التي كانت تعيشها.

3-4-4-2- الإتفاقيات:

الإتفاقيات المبرمة مع المساهمات أو مع أصدقاء، بالرغم أنها محكومة بقانون 1998/8/2 الذي يخضع البعض للإشهار، تعتبر طريقة للسيطرة على مساهمات صديقة، قد تكون هذه الأخيرة مجمعة في صناديق ضد الـ OPA.

من بين الشروط الكلاسيكية نجد:

- حق الأفضلية (الشفعة) Droit de préemption: الذي يجبر المساهم الذي يتحصل على عرض شراء من الغير، على تقديم الأسهم المستهدفة للأعضاء الإتفاق قبل الآخرين.
- حق التفضيل (First refusal clause): الذي بفضلها يمكن للمساهم الذي يريد بيع أسهمه قبل كل مفاوضة، أن يقترحها للمستفيد من حق التفضيل. إذا لم يمارس هذا الأخير حقه، يستطيع البائع أن يتنازل بحرية عن أسهمه.
- إتفاق عدم الهجوم (Standstill agreement): أين يلتزم فيه المساهمون بعدم الحيازة على أسهم جديدة للشركة.
- إتفاقية المساهمة في OPA: أين يلتزم المساهمون بتقديم أسهمهم للبادئ في العرض العمومي للشراء مهما كانت المزايدات السابقة.

3-4-4-3- توظيف الأسهم:

إن توظيف نسبة هامة من رأس المال (30%) في أيدي شركاء أصدقاء، يسمى بطريقة White squire، و هو كذلك تركيب مستعمل لمعارضة العروض العمومية للشراء. كما كان الحال في تركيب محقق من طرف BSN في 1986 عن طريق تأسيس نادي البنوك، الذي إشتري سندات إكتتاب أسهم. دائما في نفس الإطار، في سبتمبر 1987 Télémécanique أسست شركة Cofitel من أجل إمتلاك سندات

الإكتتاب، التي في حالة عملية عدائية تحلل رأس مال الشركة. قابل للمناقشة و في بعض الأحيان غير فعال يؤدي هذا النظام إلى عدم التساوي في التعامل بين مساهمين و إلى إنهيار السعر البورصي.

تفرقة السلطات بين المساهمين:

تظهر تفرقة السلطات بين المساهمين في إعطاء للمساهمين الأوفياء حقوق تصويت عديدة. أن منح حق تصويت مزدوج أو متعدد يكون عامة تابع للإحتفاظ بالأسهم خلال فترة معينة.

3-5- تجزئة مجالس الإدارة:

أن تجزئة مجالس الإدارة إلى مجموعات جزئية بصفة متجددة، يضمن ثبات الأغلبية. نفس الشيء فيما يخص شرط الإعتماد الذي يسمح بإبعاد الإداريين الغير المرغوب فيهم.

3-6- المراقبة الذاتية:

تكمن المراقبة الذاتية في ضمان مراقبتنا الشخصية و ذلك عن طريق شركة أو عدة شركات من بينها شركة تملك السيطرة أو التحكم مباشرة أو غير مباشرة.

تسمح المراقبة الذاتية كذلك بالحماية ضد العروض العمومية للشراء العدائية، حيث أنها تسمح بشراء جزء من رأس مالها الذي كان محدود في فرنسا بـ 10 % . إلا أنه منذ 1991/7/1، ألغيت حقوق التصويت المرتبطة بالأسهم المملوكة في المراقبة الذاتية.

كان ذلك يمثل تظاهرة ضد الـ OPA . إلا أنه و هذا هو التعارض (البارادكس)، تستطيع الشركات تفادي العيوب المرتبطة بإختفاء حقوق التصويت.

بزيادة المراقبة الذاتية تلغي الشركات بطريقة غير مباشرة حقوق التصويت و بالتالي نسبة حقوق الأغليبين الحاليين تزيد و تخفض بذلك من مخاطر الـ OPA . إلا أنه تصبح عمليات التقارب الصديقة مسهلة.

3-7- إعادة شراء شركة للأسهم الخاصة:

تستطيع شركة إعادة شراء أسهمها في ثلاثة حالات:

- تخفيض رأس المال، لما يكون غير مبرر بحدوث خسائر.

- ضبط التسعيرات.

- التخصيص للأجراء.

في حالة ضبط التسعيرات، تعرف الجمعية العامة العادية شروط إعادة الشراء و التي لا تستطيع فترة قبولها أن تتجاوز 18 شهر، يمكن كذلك للشركات الحيازة على أسهمها من أجل إعطائها للإجرائها، ولكن يقل أجل الإحتفاظ إلى سنة واحدة.

3-8- تحويل شركة إلى شركة توصية بالأسهم:

يسمح هذا النوع من المؤسسات للشركاء بوضع في القانون الأساسي بند يخص عدم قابلية إلغاء التسيير، إلا في حالة طلب قانوني.

3-9- التظاهرات الأنجلوساكسونية الأخرى ضد الـ OPA:

يمكن تركيب هذه التظاهرات بشرط وضع في القانون العام للشركة:

- أما ببند يسمى بالسعر الحر Fair Price، الذي ينص على عدم إمكانية الشراء إلا بقبول المساهمين.

- أما بند Poison pills الذي يجبر البادئ على تحمل قيود هامة من طرف الشركة المستهدفة.

- يمكن كذلك إستعمال ممارسة Crown Jewels ، التي تمكن من البيع خلال العرض لأصولها الجيدة. يتحقق هذا على أساس وعد البيع الذي قامت به الشركة من قبل للأصدقائها و لا يمكن رفعه إلا في حالة هجوم. و أخيرا يمكن كذلك إعادة الشراء بسعر ذهبي للمساهمة المكتسبة من طرف raider . يسمى ذلك الأنجلوساكسونيون بالإبتزاز بالورق الأخضر. أغلبية هذه تركيبات خطيرة، وفي بعض الأحيان غير ممكنة التطبيق في فرنسا و هذا راجع إلى أن المشرع قد يرى فيها إستغلال (abus) للأموال الشركة، أخطاء تسييرية أو كذلك مايسمى بإستغلال الأقلية.

4- الإندماج و الاستحواذ:

4-1- مفاهيم حول عمليات الاندماج و الاستحواذ:

هي عمليات تجميع أو سيطرة على إدارة الشركة المستهدفة و ذلك إما F&A إن عمليات بالشراء أو استبدال الأسهم، ففي حالة الاستحواذ تكون أصول الشركة المستهدفة في حوزة المشتري بطريقة غير مباشرة من خلال حيازتها و حجزها، و ذلك ما يبرر حقه في الملكية لهذا الكيان من أهم تطبيقات النمو الخارجي إذ يؤدي إلى F&A المستهدف و على هذا الأساس تعتبر عمليات انتقال الشركة المستهدفة إلى إطار متعامل إقتصادي جديد وهو المستحوذ الذي يملك كل الحقوق على المؤسسة المستولى عليها. بمعناها القانوني العام بمثابة تطبيقات عملية تسمح بوضع F&A تعتبر عمليات الاندماج و الاستحواذ استراتيجيات نمو خارجي، وهي بذلك لا تمثل في حد ذاتها استراتيجية لأن الاستراتيجية اختيارات إلى استراتيجيات غير F&A تحدد التوجهات الكبرى لنشاط و هيكل المؤسسة نفسها. تخضع عمليات دقيقة كما تعود الأخطار المترتبة عنها أساسا إلى ضعف التحكم في خصائصها¹: فاشلة و غالبا ما تتحمل الأطراف تكاليف جد باهضة تزيد من - F&A تعتبر نصف عمليات صعوبة تدارك الأمر.

في حالات استعجالية بسبب المنافسة و التطورات، مما يؤدي إلى - F&A غالبا ما تتخذ قرارات أخطار متكررة و سريعة، كما أنها قد تتم في ظروف تنسم فيها المعلومات الخاصة بالمنشأة المستهدفة غير واضحة، خاصة العمليات العدوانية منها و التي تتم على شركات تنشط في مجالات متعددة أو في بلد غير معروف من طرف المشتري/ المستحوذ.

جد صعوبة من حيث تسييرها، فهي تتطلب من المشتري القدرة على - F&A باعتبار أن عمليات الالتحام ضمن ثقافات مختلفة، مع تجنب أخطار الهيمنة غير المشروعة و أخطار المنافسة كما تؤثر هذه العمليات على المستخدمين، إذ تشير الدراسات إلى أنه يفترض مرور ما بين 3 إلى 5 سنوات حتى يحدث الالتحام الفعلي.

عدد هائل من التصنيفات، سواء كان ذلك وفق معايير قانونية، F&A لقد شهدت عمليات استراتيجية أم إقتصادية و في هذا الصدد نذكر:

(% 100 و طبيعية ، 70% - % تصنيفات إهتمت بالجانب القانوني للعلاقة، بمعنى درجة السلطة الإدارة للوحدة المشتراة، فالأسهم قد تكون بحوزة عائلة أو مجموعة مالية، كما قد تكون موزعة كما هو الحال بالنسبة للشركات المسعرة بالبورصة.

¹ Olivier Meier,Guillaume Schier," Fusions acquisitions: Stratégie, finance, management", Dunod Paris, 2000, p 08

تصنيفات ركزت على أهداف التقارب أي الدوافع التي تدفع الشركة المنشئة للعملية بالإستلاء على شراء مؤسسة أخرى سواء كان ذلك ناتج عن أسباب هجومية، دفاعية أو تقارب انتهازي.

- تصنيفات تهتم بطبيعة العلاقة بين الوحدات قبل الشراء) عدوانية، ودية (أي الأسلوب المتبع من قبل المؤسسة المستحوذة من أجل إمتصاص العلاقة مع المؤسسة المستهدفة خلال فترة المفاوضات.

- تصنيفات تهتم بالحجم - تكلفة الصفقة - القطاع و درجة التدويل و بذلك تركز على أبعاد الصفقة و نتائجها الإقتصادية و الإجتماعية.

وبناء على ما سبق نميز أربعة أنواع لعمليات الإندماج و الإستحواذ:

- عمليات إندماج وإستحواذ أفقية وهي عمليات تخص المنشآت المتنافسة - مجالات نشاط متقاربة (*وهو النمط الأكثر شيوعاً، إذ تمثل أكثر من نصف عمليات المحققة في كل من السوق الأمريكي و الأوروبي).

- عمليات إندماج وإستحواذ رأسية حيث تتوضع المؤسسات في مستويات مختلفة للإنتاج داخل الفرع الواحد، هذا النوع قد يتم من خلال سياسة إلتحام من الأمام أو إلتحام من الخلف و هذا ما يسمح بالسيطرة على سلسلة الإنتاج و ذلك إنطلاقاً من المواد الأولية إلى غاية الإنتاج النهائي.

- عمليات إندماج وإستحواذ تمركزية و تتجه إليه المؤسسات التي تعمل في مجالات متكاملة، سعياً وراء توسيع قاعدة العملاء و توليفة المنتجات.

- عمليات إندماج وإستحواذ تكتلية حيث تعمل المؤسسة بقطاعات لا علاقة لها ببعضها البعض، و هذا ما يسمى بالتنوع التكتلي و غالباً ما يكون المبرر من وراء الكثير من عمليات الاستحواذ.

ويتمثل الإندماج في العملية التي تتحد على أساسها شركتين من أجل تكوين شركة واحدة فقط، إما عن طريق تأسيس شركة جديدة أو عن طريق إحتواء واحدة من طرف الأخرى. في الحالة الأخيرة يحول مجموع عناصر أصول و خصوم الشركة لفائدة الشركة الأخرى التي تستقبلها. يتم تحمل خصوم الشركة المحتوية من طرف الشركة الحاوية حسب شروط و ضمانات محددة في عقد الإندماج. في الحالة الأولى (نادرة) يحدث إختفاء كيان الشركتين، بينما في الحالة الثانية، تحدث تصفية الشركة المحتواة. حتى يكون هناك إندماج، يجب كذلك أن يصبح مساهمو الشركة المحتواة مساهمين في الشركة الحاوية.

لن نتطرق إلى الإندماجات بالطريقة الإنجليزية و التي هي في الحقيقة أخذ مساهمة مع تبادل الأسهم، والتي لا تدخل في الإطار الحقيقي للتعريف المقترح. يمكن أن تتحقق عملية الإندماج بطريقتين:

- عن طريق تأسيس شركة جديدة التي يحدد رأس مالها بمبلغ يساوي القيمة الإجمالية للشركات المندمجة.

شركة جديدة بعد إختفاء الشركتين A و B

الشركة A	
أصول	خصوم

الشركة BA	
أصول	خصوم
B + A	B + A

الشركة B	
أصول	خصوم

- عن طريق الإحتواء، في هذه الحالة زيادة رأس المال تحققه الشركة الحاوية، تعطي الأسهم لمساهمين الشركة المنحلة مقابل أسهمهم.

شركة جديدة بعد إختفاء الشركتين B

الشركة A	
أصول	خصوم

الشركة A	
أصول	خصوم
B + A	B + A

الشركة B	
أصول	خصوم

الشركة A حققت زيادة في رأس مالها و بدلت الأسهم الجديدة المصدرة مقابل أسهم B، إذن هناك إختفاء للشركة B.

4-2- الدوافع و الأهداف الاستراتيجية لعمليات الاندماج:

توجد العديد من الأسباب التي تدفع المؤسسات للاندماج مع منشآت أخرى أو شرائها وذلك سعياً وراء زيادة السلطة، أو محاولة الاستفادة من المزايا الضريبية و القيمة المضافة الناتجة عن و التي الاتحاد، هذا

بالإضافة إلى كون عمليات النمو الخارجي مصدرا لتمويل منخفض التكلفة، سيتم تفصيلها من خلال الدوافع الهجومية والدفاعية:

أ- المحرضات و الدوافع الاستراتيجية الهجومية:

يتعلق الأمر هنا أكثر ما يكون بالعمليات التي يكون الهدف من ورائها تحسين المراكز التنافسية للمنشآت من خلال استغلال وتنمين خصائص المنشآت المكتسبة و من ثم يمكن حصر هذه الدوافع في النقاط التالية

- زيادة قدرة المنشآت على الهيمنة و التأثير:

هو الحصول على سلطة اقتصادية كافية لدعم سلطة F&A الهدف من وراء عمليات المنشآت و قدرتها وسط باقي المتعاملين في السوق، ويظهر ذلك من خلال قدرة المستحوذ بعد إتمام العملية على تغيير شروط السوق و مختلف الآثار التي يتحملها باقي المتعاملين في السوق خاصة المنافسين منهم و عليه تعتبر عمليات الاندماج و الاستحواذ إحدى سياسات المواجهة.

- استقطاب و الحصول على موارد خاصة:

يتطلب من المنشآت في غالبية الأوضاع الحصول على موارد مالية جديدة بسرعة) كفاءات، أصول (تسمح لها بالبقاء عنصر منافس و فعال في محيطها، و عليه ضرورة الحصول على موارد في المدى القصير يتعارض مع أسلوب النمو الداخلي بسبب السعي وراء كسب الوقت وكذا نقص الوسائل (التجهيزات، البنى التحتية، الخبرة... إلخ) مما يفرض على هذه المنشآت اللجوء إلى النمو الخارجي.

- الحصول على قطاع من السوق الجديد:

من بين أهداف النمو الخارجي الحصول على مكانة في الأسواق الجديدة و توسيع نشاطاتها على مناطق جغرافية أوسع، حيث يمثل النمو الدولي للمنشآت مرحلة حتمية من مراحل النمو و ذلك بحثا عن مستوى تنافسي أفضل أمام متعاملين عالميين. كما أن النمو الخارجي يعد بالنسبة للمنشآت التي تتوفر لديها فوائض مالية، إمكانية جد هامة للخوض في مجالات جد متطورة و جديدة و بذلك تتقدم على منافسيها الحاليين و المستقبليين، فهي بذلك تراهن على المستقبل.

- التجدد و التطور:

يمكن أن يمثل النمو الخارجي محل استراتيجية ابتكار و تجديد تركز على الخصائص الخاصة لكلا الوحدتين وذلك من أجل خلق طاقات جديدة، و عليه فالتجديد من خلال النمو الخارجي أي عمليات ميزة بالمقارنة مع أنماط النمو المتوفرة بالرغم من الأخطار المترتبة) نقص و عدم وضوح F&A المعلومات ، التحويل الكبير للمنشأة ، تغير أنماط التسيير (... عن تطوير استراتيجية ذاتية، رصد طاقات و قدرات الخاصة بالبحث و التطوير المشتركة وتقاسم التكاليف المرتفعة، بالإضافة إلى المزايا المرتبطة بالحجم قطاع السوق، تعزيز صورة الشركة و مكانتها، الإقتصديات السلمية . إن التجديد يسعى للتوفيق بين ريع الوضع أو المكانة الناتجة عن الإستحواذ) من خلال إستغلال الطاقات المالية (وريح الإنشاء و الخلق الإبتكار)، و بذلك تقع المؤسسة بين إستغلال الإمكانيات القائمة و منطلق الإكتشاف أي تجديد القدرات.

ب- الحوافز الاستراتيجية الدفاعية:

إلى جانب الحوافز الاستراتيجية العدوانية، تطور المحيط ووضع المنافسين يحتم على المنشأة تبني بعض التعديلات الضرورية للحفاظ على مكانتها من خلال اتباع استراتيجيات دفاعية، يكون الدافع من ورائها ما يلي¹:

- تعزيز مكانتها في قطاعات ناضجة:

¹ k Jean-louis Mechielli, Phillippe Kohler, Op.cit, p 12

في حالة القطاعات التي بلغت مرحلة النضج، يمثل النمو الخارجي وسيلة هامة لتعزيز مكانتها لتتجنب وضعية طاقة مفرطة داخل السوق، كما قد تمثل أيضا أحد الحلول لزيادة حصتها السوقية و ذلك رغم التناقص المستمر للطلب الكلي وهذا ما يبرر حركات التمركز التي تشهدها كثير من القطاعات التي وصلت إلى مرحلة النضج.

- التكيف مع التطورات التكنولوجية:

يخلق الانتشار السريع للتكنولوجيات شروط ملائمة لظهور منتجات جديدة، و طرق مختلفة تخل بالمركز التنافسي للمؤسسات التي تسعى للحفاظ على مكانتها في السوق. غير أن ذلك غير متاح عن طريق النمو الداخلي (الوسائل)، الوقت (خاصة القطاعات التي تعرف حركية عالية لتطور تكنولوجياتها، لذلك فهي تعمل جاهدة للتكيف مع المستجدات التكنولوجية.

- امتلاك و الوصول إلى حجم مناسب:

Interpénétration محاولة الانتقال من منطقت الإستيراد إلى منطقت العولمة أي التداخل للاقتصاديات المحلية، هذه العولمة التي أدت خلال التسعينيات إلى حركات تمركز هائلة في عديد من المجالات صيدلة، بنوك، سيارات، إتصالات... إلخ (بواسطة عمليات F&A)..

- عرقلة مواجهة المنافسين الكبار:

يعد النمو الخارجي من الوسائل الفعالة لمواجهة المنافسين الكبار، لذلك يدرج ضمن منطقت لحماية، فنلجأ إلى النمو الخارجي إما في ظروف وقائية أو عند التعرض للاعتداء، و يمكن التمييز بين آثار هذه الاستراتيجية إلى آثار مؤقتة أو دائمة وإلى آثار مباشرة وغير مباشرة.

4-3- أنواع الاندماج:

يمكن لجوء المؤسسة للاندماج من جعلها تحتل موقعا جديدا في الأسواق، لذلك فهو يخضع للعديد من الدوافع الاستراتيجية كترغبة هذه الشركات في الوصول إلى الحجم المناسب و تطبيق سلطتها على تنحصر اتجاهات النمو الاستراتيجية للمنشآت في: التخصص، التمركز k السوق في حالة الاحتكار. هذا بالإضافة إلى التدويل و الذي يمثل الأفقي، الالتحام الرأسي، التنوع المرتبط و التنوع التكتلي، أسلوب نمو خاص لأنه يرتبط بحركة تمركز أفقية في إطار عولمة الأسواق المتماثلة أو في بعض الحالات بالتنوع المرتبط و الذي يسود ضمن الأسواق المختلفة و التي تحتاج إلى عوامل نجاح جديدة. أفقية و رأسية مثلا، ولهذا يمكن أن F&A هي عمليات مركبة أي قد نجد عملية F&A إن عمليات تميز بين عمليات الاندماج و الاستحواذ التالية و التي سبق تفصيلها:

- الاندماج الأفقي

- الاندماج الرئيسي حيث يقع الاندماج الرأسي بين الشركات في المراحل المختلفة من العملية الإنتاجية فهو شراء مؤسسة ما داخل الفرع.

- الاندماج المتنوع (التكتلي) فضلا عن ذلك هناك من يصنف عمليات الاندماج حسب طبيعة إتمام الصفقة إلى:

- الاندماج الودي: ينتج بعد توافق إرادة كل الأطراف و إتخاذ القرار المشترك بين مجالس إدارة الشركات المندمجة و ذلك لتحقيق مساع مشتركة.

- الاندماج العدائي: على خلاف الاندماج الودي فهو إندماج قسري يحدث عندما تتمكن أحد الشركات السيطرة على إدارة منشأة صغيرة بفضل إمكانياتها و قدراتها الجيدة، لذلك تسعى إلى هذا النمط المنشآت الناجحة. ومن تم يعتبر العديد من الإقتصاديين أن الإندماج الودي "Acquisition".

إندماجاً، والاندماج العدائي إستحواداً "Fusion" ، وخلال بحثنا هذا و نظراً لعدم تمييز الكثير من الاقتصاديين و الباحثين بين عمليات الاندماج و الاستحواذ للتقارب الكبير بين المفهومين خاصة عند اهمال كيفية اتمام الصفقة و العلاقة بين الاطراف المعنية بالعملية ، فإننا سنعتبر كلاهما عمليات تجميع تدرج تحت إطار عمليات لقد تعددت التداؤبات التي توفرها هذه العمليات و كذا مختلف الدوافع التي تم شرحها في النقاط السابقة، حيث يوفر الاندماج أرباح ناتجة عن الكفاءة التقنية و الاقتصادية، السلطة على السوق.

4-4- خصائص و مشاكل الإندماج:

خارج إطار المشاكل الجبائية يطرح الإندماج مشكلتان:

- تحديد سعر الشركة المحتواة، الذي يجب أن يأخذ بعين الإعتبار المساهمات الممكنة لإحدى الشركتين في الأخرى، وفي بعض الأحيان الشركات فيما بينها.
- تحديد معدل التبادل.

4-4-1- مشكل التقييم:

يمكن بالتالي إستعمال الطرق التالية: طرق الملكية، طرق الرأسمالية، طرق التدفقات. إذا لم يتم تقديم أي توجيه فيما يخص الطريقة المستعملة، يجب أخذ بعين الإعتبار تجانس التفكير مع مختلف الشركات الموجودة نصل في معظم الحالات إلى مجال السعر يسمح بتحديد معدل التبادل.

4-4-2- مختلف المشاكل المطروحة لتحديد معدل التبادل:

تقع معظم هذه المشاكل في العلاقة بين PER و ربح الشركة الجديدة. المشكل المطروح من الـ PER هو معرفة ماهي قيمته بعد الإندماج، خاصة إذا كانت الشركتان المندمجتان ذات معامل رأسملة مختلف. في كل الحالات سوف يؤدي الإندماج إلى تغيير PER الشركة الجديدة. إذا كان PER شركة البادئة أكبر من PER الشركة المستهدفة فإن الشركة الأولى ستعرف رياضياً إنخفاض في الـ PER و العكس صحيح. هذه الحالة مرتبطة بإنحلال ربح سهم المشتري. يمكن حسابه حسب المعادلة التالية:

$$d = \frac{C_A + C_B}{PER_A(B_B + B_A)}$$

d : الإنحلال النظري للـ PER

PER_A : معامل رأس المال لـ A

B_A : ربح الشركة A

B_B : ربح الشركة B

C_A : رأس مال السوقي للشركة A.

C_B : رأس مال السوقي للشركة B.

إذا رسملت الشركة A 15 مرة نتائجها، المقدرة بـ 5 ملايين و B 10 مرات نتائجها المقدرة بـ 4 ملايين. فإن الإنحلال الواجب تطبيقه لـ PER المجموعة الجديدة يجب أن يساوي 0,85 و PER المجموعة الجديدة يساوي 12,7.

يرى البعض من بينهم Linter في إنحراف الـ PER أنه مبرر لعمليات الاندماج. يبررون ذلك بالقول أن السوق يعطي للشركة الناتجة عن الاندماج PER أعلى عن مختلف الشركات الموجودة. منهجيتهم مبنية على الملاحظة التالية:

لنفرض أن الشركة A بربح متوسط، لها PER مرتفع لأن المساهمين يتنبؤون حدوث تطور كبير. لنفترض من جهة أخرى أن هذه الشركة تريد أن تقترب من شركة لها ربح أكبر من ربحها و لكن ذات PER أقل. مساهمي A بعد الاندماج، بملاحظة التطور الكبير للأرباح بشراء B ، يكونون رابحين و يحتفظون برأسمة مرتفعة.

إذن يوجد أثر تظافري أو إنسجامي ظاهر، لكن هذا الأثر لن يستمر إلا خلال الفترة التي يبقى فيها السوق في تطور. إذا تصورنا أنه تحدث نفس الظاهرة عند كل حيازة جديدة، فسوف نصل إلى أكثر السلسلة السحرية، والتي ينتج عنها انفصال قيمة المؤسسة عن قيمتها الحقيقية.

الخاتمة:

إن للمؤسسة عدة نشاطات منها استغلالي و استثماري و التمويلي، وسيرورتها تستدعي بالضرورة وجود تمويل مستمر لتغطية مصاريفهما الجارية والرأسمالية، هذا الاحتياج للتمويل جعل العلم المختص به يبتكر أدوات متنوعة للتمويل تتوافق ونوع الاحتياج وطبيعة النشاط الواجب تمويله، والتي تكون في الغالب مصادر تمويلية قصيرة الأجل كالإئتمان التجاري والمصرفي كما تكون طويلة ومتوسطة الأجل وهنا يمكن أن نميز فيها المصادر الداخلية التي تعتمد أساسا على التمويل الذاتي وبالأخص النتائج المحتجزة بالإضافة للأسهم العادية والممتازة، أما المصادر الخارجية منها، أين تعتمد على الاستدانة كالقروض المصرفية والسندات والتمويل بالقرض الإيجاري، حيث المزج بين كل أو بعض هذه المصادر يشكل ما يعرف بالهيكل المالي للمؤسسة. يبقى على إدارة المؤسسة المكلفة بالتمويل الآن أن تعتمد على سياسة تمويلية قادرة على المفاضلة بين مختلف تلك المصادر وإختيار أفضلها أو التأثير فيها.

وطالما لكل مصدر تمويلي تكلفة تختلف عن المصدر التمويلي الآخر، يمكن اعتماد التكلفة كأهم معيار للحكم على فاعلية مصادر التمويل، حتى أن تكلفة الأموال (تكلفة الهيكل المالي ككل للمؤسسة) تمثل الحد الأدنى لمعدل العائد المقبول على الاستثمارات، فكلما انخفضت هذه التكلفة كلما اثر ذلك على قيمة المؤسسة بالإيجاب، علما أن هذه التكلفة تجمع بين تكاليف كل من مصادر التمويل الخاصة (حقوق الملكية) أو التمويل بالاستدانة، وهي ما يصطلح عليها بالتكلفة الوسطية المرجحة للتمويل، لكن في الغالب يتم اعتماد تكلفة المصادر الدائمة في المؤسسة أي يستثنى مصادر التمويل قصيرة الأجل كأدنى عائد مقبول على الاستثمار وهي ما تسمى بالتكلفة الكلية لرأس المال.

و هناك عدة أسس نظرية كلاسيكية و حديثة متعلقة بهيكل تمويل المؤسسات حيث بينت أنه يثار جدل كبير حول تأثير هيكل المالي على تكلفة الأموال فبينما يعتقد بعض المفكرين في وجود هيكل مالي مثالي يحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة و تنخفض عنده تكلفة الأموال وتصل فيه قيمة المؤسسة إلى أقصاها، يفند البعض الآخر هذا الطرح، ويناشد باستقلالية هذا الأخير عن قيمة المؤسسة.

حيث نجد أن M & M يعتقدان أن هيكل رأس المال في ظل عدم وجود ضرائب لا يمكن أن يكون له تأثير على تكلفة الأموال و قيمة المؤسسة، و هو ما يتفق مع مدخل صافي ربح العمليات (NOI) و يختلف مع مدخل صافي ربح (NI). أما في ظل وجود ضريبة على دخل المؤسسة فيعترف M & M أن القيمة السوقية لمؤسسة مرفوعة هي نفسها القيمة السوقية لمؤسسة غير مدينة مضاف إليها القيمة الحالية للوفر الضريبي، فإن هيكل رأس المال المثالي يتحقق بالاعتماد الكامل على أموال المقترضة. أما نظرية التسوية أو الحل الوسط ترى أن الهيكل المالي المثالي هو وليد الموازنة بين متغير الوفر الضريبي و تكاليف الإفلاس وكلاهما نتيجة عن الاستدانة، و نظرية الوكالة ترى أن الهيكل المالي المثالي يتحقق بعد قدرة المؤسسة على بناء توليفة تمويلية قادرة على الحد بين الصراعات التي يمكن أن تقوم بين الأطراف المهتمين بمستقبل و حياة المؤسسة، بما يسمح بتعظيم إجمالي قيمة المؤسسة. وقد تم رفض فرضية وجود هيكل رأس المال الأمثل من قبل نموذج التسلسل الهرمي للتمويل، ويتبع التسلسل الهرمي واضح تمليها الحاجة إلى الأموال الخارجية وليس محاولة للعثور على نسبة الدين إلى حقوق المساهمين الأمثل.

إذا يمكن أن نقول كخلاصة أنه لا يمكن الحكم على السلوك التمويلي لمؤسسة ما اعتمادا على نظرية معينة، ذلك لأن المؤسسة في ديناميكية مستمرة، إذ أنها تتطور من مرحلة إلى أخرى من مراحل حياتها، لذلك فإن سلوكها التمويلي يختلف مع مستويات تطورها ونموها، الأمر الذي يؤدي إلى عدم إمكانية

الاستناد إلى نظرية معينة في تفسير السلوك المالي للمؤسسات، إذ أن اتخاذ مثل اتخاذ هذا القرار المعقد والمهم لا بد ان يتم على أساس محددات دقيقة كمية وكيفية.

كما ان سياسة توزيع الأرباح تلعب دور مهما في إتخاذ القرارات المالية داخل المؤسسة إلى كل من :
- التخصيص الأمثل لأموال الشركة. إدراج الأرباح في نطاق خيارات وسائل التمويل. وتأثير الأرباح على نجاعة المؤسسات.

و هناك عدة عمليات مالية خاصة تم معالجتها في الفصل الاخير ، والتي لها علاقة مباشرة مع مفهوم التحكم أو السيطرة. إن الدوافع التي تخلق هذا النوع من العمليات، كإعادة شراء مؤسسة أو بتوسع خارجي، تكون إقتصادية و مالية. تعتبر الدوافع الإقتصادية عوامل طبيعية للتوسع الخارجي. تظهر هذه الدوافع في عدم قدرة المؤسسة على زيادة أو على الأقل الإحتفاظ بحجم نشاطها (رقم أعمال، أرباح) و ذلك في ظل تسييرها لمنتجاتها العادية. ويبرر كذلك (التوسع الخارجي) بالإرادة في إقتحام أسواق أجنبية بنجاح، بسرعة و بمخاطرة قليلة، وذلك بواسطة إعادة شراء مؤسسات موجودة من قبل في الأسواق المرجوة. وترتبط الدوافع المالية بصفة عامة بإمكانيات حدوث سوء تقييمات (بالنقصان) لأسهم الشركة المستهدفة.

كما هو الحال في المؤسسات التي يجب إعادة هيكلتها و التي تعيش عرض عمومي للشراء (OPA) من طرف المساهم الذي يملك الأغلبية.

حيث تم التطرق لمختلف التقنيات، الأدوات و الميكانيزمات التي تسمح بتطبيق إستراتيجيات السيطرة أو التحكم. و الشركات القابضة ثم دراسة Leverage buy out (LBO) و مشتقاته . و في الجزء الاخير منه تم الإشارة إلى العرض العمومي و بمشكلة الإندماجات و الإستحواذ.

قائمة المراجع: أ- باللغة العربية:

1. أحمد العلي، أثر الرفع المالي على السيولة والربحية دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة البعث، (العدد 01، المجلد 40)، سوريا، 2018.
2. السعيد فرحات جمعة، جاد الرب عبد السميع، " الإدارة المالية و البيئة المعاصرة"، المكتبة العصرية، مصر، 2001.
3. بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار " دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة في فلسطين"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية : غزة، فلسطين، أغسطس 2005.
4. بكاري بلخير وضيف أيوب، محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة " دراسة تطبيقية لعينة عاملة في قطاع الخدمات بولاية ورقلة للفترة (2011 - 2014)، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، (العدد 1، المجلد 10)، مخبر التمويل، مالية المؤسسة ومالية الأسواق، جامعة أحمد دراية: أدرار، الجزائر، 2017.
5. خلف محمد ادريس الوادية، العلاقة بين الرافعة المالية وأسعار الأسهم (دراسة تحليلية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين)، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية: غزة، فلسطين، مارس 2016.
6. دعاس مصعب، قرار التمويل في إطار محددات الهيكل المالي لمنظمات الأعمال - دراسة أكثر عمقا - (دراسة حالة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية خلال الفترة الممتدة بين 2007 - 2010)، مذكرة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2011-2012.
7. سعيدة بورديمة، التسيير المالي، مطبوعة جامعية، قسم علوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945: قالمة، الجزائر، 2014/2015.
8. عماد عبد الحسين دلول ومحمد فوزي مهدي، الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة (دراسة تحليلية لعينة مختارة من المصارف العراقية)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، (العدد 99، المجلد 23)، تخصص الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، 2016/11/13.
9. غنية بوربيعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة الماجستير، تخصص علوم التسيير، مالية مؤسسات، جامعة الجزائر 3: الجزائر العاصمة، الجزائر، 2011 - 2012.
10. مدحت إبراهيم الطراونه، قياس تكلفة الأموال في منشآت الأعمال، قسم إدارة الأعمال، (العدد 17)، جامعة مؤتة، الأردن، جوان 2002.
11. منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.
12. أحمد بورس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم، عنابة، الجزائر، 2008.
13. الحجازي عبيد علي أحمد، مصادر التمويل، دار النهضة، بيروت، لبنان، 2001.
14. الحجازي عبيد علي أحمد، مصادر التمويل مع شرح لمصدر القروض وبيان معاملته ضربيا، دار النهضة العربية، حلب، سوريا.
15. إلياس بن ساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس و تطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
16. أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية - دراسة حالة: مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد صناعي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2011/2012.
17. بحث حول التمويل، اطلع عليه بتاريخ 2021/02/12 على الساعة 03:22، رابط الموقع: <https://9alam.com/community/threads/bxhth-xhul-altmuil.1020/>
18. بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة - دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2011/2012.
19. جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة 1، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، لبنان.
20. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
21. رابع خوني و رقية حساني، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، الطبعة الأولى، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، 2008.

22. رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الميسرة للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997.
23. زياد رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1996 .
24. سعيدة بورديمة، التسيير المالي، مطبوعة دروس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، الجزائر، 2015/2014.
25. سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 1997.
26. شرابي باية كنزة، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة - حالة عينة من المؤسسات الجزائرية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة، جامعة الجزائر 3، الجزائر.
27. عاطف وليم اندرواس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
28. عبد الستار الصباح، سعود العامري، الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية، دار وائل، عمان، الأردن، 2007.
29. عبد الغفار الحنفي، رسمية زكي قرياقص، الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002 .
30. عبد الغفار حنفي وآخرون، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002
31. عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2010/2009.
32. التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
33. عدنان هاشم، أساسيات الإدارة المالية، مطبعة الزهراء، بغداد، العراق، 1997.
34. غربي حمزة وابدروني عيسى، العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 01، العدد 02، جامعة المسيلة، الجزائر.
35. غسان محمد نومان المشهداني، أثر التكلفة المرجحة لرأس المال في تعظيم ثروة الملاك " دراسة اختيارية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان "، رسالة ماجستير، قسم المحاسبة، إدارة الأعمال، جامعة الشرق الأوسط: عمان، الأردن، حزيران 2017.
36. غنية بوربيعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة الماجستير، تخصص علوم التسيير، مالية مؤسسات، جامعة الجزائر 3: الجزائر العاصمة، الجزائر، 2011 - 2012.
37. فايز سليم حداد، فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد، الاردن، 2010.
38. فورد ستون بوجين، التمويل الإداري، دار المريخ، الرياض، السعودية، 1993.
39. فلي محمد ودوار إبراهيم، محددات وأمثلية هيكل رأس المال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: نموذج قياسي لمنهج الانحدار التدريجي « Stepwise »، الملتقى الوطني حول الإدارة المالية رفع أساسي لتحسين أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، عنابة، 2014/25/26.
40. لحاج علي حليلة، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة " دراسة حالة ولاية قسنطينة "، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، فرع الإدارة المالية، جامعة منتوري: قسنطينة، الجزائر، 2009/2008.
41. لحاج علي حليلة، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة " دراسة حالة ولاية قسنطينة "، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، فرع الإدارة المالية، جامعة منتوري: قسنطينة، الجزائر، 2009/2008.
42. مبارك لسلس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
43. محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، الظهران، 1993.
44. محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، مالية مؤسسة، جامعة محمد خيضر: بسكرة، الجزائر، 2016/2015.
45. محمد سويلم، الإدارة المالية في ظل الكوكبية، دار الهاني للطباعة، المنصورة، 1997، مصر.
46. محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
47. مدحت إبراهيم الطراونه، قياس تكلفة الأموال في منشآت الأعمال، قسم إدارة الأعمال، (العدد 17)، جامعة مؤتة، الأردن، جوان 2002.
48. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الأداء: مدخل حوكمة الشركات، الطبعة الأولى، دار المعرفة الجامعية، 2009.
49. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998.

50. نور الدين خبايا، الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1997.
51. إسلام فيصل أحمد، أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العاملة الأردنية وعلى سياستها في توزيعات الأرباح (دراسة اختبارية) ، مذكرة ماجستير، كلية الأعمال، قسم المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، كانون الأول/ 2011/2012..
52. ليوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة - دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2011/2012.
53. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
54. دادن عبد الغاني، و آخرون، مداخلة بعنوان "دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و الرفع المالي كاستراتيجية للنمو الداخلي" الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطويرها في الاقتصاديات المغاربية، الجزائر، 2003.
55. سيد الهواري، الاستثمار والتمويل، مكتبة عين الشمس، مصر، 1980.
56. عادل حاتم ناصح، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق لأوراق المالية للفترة (2004 - 2011)، مجلة العلوم الاقتصادية، (العدد 27، المجلد 10)، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة البصرة، العراق، تشرين الثاني 2014.
57. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002
58. محمد صالح الحناوي وجلال العبد، الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004
59. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998

ب- باللغة الأجنبية:

1. André Farber, Marie-Paule Laurent, Kim Oosterlinck, Hugues Pirotte, **Finance** , 2^e Edition, Pearson Education France, 2008.
2. Aimble Quintart, Richard Zisswiller, **Théorie De La Finance** , 2^e Edition, Mise A Jour Juillet 1990, Gestion Puf, France.
3. Alain Burlaud, Arnaud Thauvron, Annaick Guyvarc'h, **Finance : Manuel**, Dscg2, Editions Foucher, Vanves, 2010.
4. anjay Rajagopal, **The Portability Of Capital Structure Theory: Do Traditional Models Fit In An Emerging Economy?**, Journal Of Finance And Accountany, vol 05, march 2011.
5. Asma Trabelsi, **Les Déterminants De La Structure Du Capital Et Les Particularités Du Financement Dans Les PME : Une Etude Sur Données Françaises** », thèse de doctorat en science de gestion, Université Paris IX Dauphine Edogest, 2006.
6. Aswath Damodaran, **Finance D'entreprise: Théorie Et Pratique**, 01^e Edition, Groupe De Boeck, Bruxelles, 2010.
7. Aswath Damodaran, **Pratique De La Finance D'entreprise**, 01 Ere Edition ,Groupe De Boeck , Bruxelles, 2010 Page.
8. D.Diamond , **Financial Intermediation And Delegated Monitoring**, Review of Economics Studies, n°51, 1984.
9. Et-Taoufik, Benoit Gailly, **La Structure Financiere Des Pme De La Haute Technologie**, Les Côtes De Carthage 3, 4, 5 Et 6 Juin 2003, Xiième Conférence De l'Association Internationale De Management Stratégique. .
10. Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, **Fundamentals of financial management**, twelfth edition, South Western, USA, 2010.
11. Fatimata Ly-Baro, **Structure Financier De L'entreprise**, Economica, Paris, 2002 .
12. G.Andrade Et N.S.Kaplan, **How Costly Is Financial (Not Economic) Distrss ? Evidence From Highly Leveraged Transactions That Became Distressed**, Journal Of Finance, 53 (Octobre 1998), P P 1443 - 1493.
13. Hervé Hutin, **Toute La Finance D'entreprise En Pratique**, 2^e Edition, Editions D'organisation, Paris 2002.

14. Jacques Teulie, Patrick Topsacalian , **Finance** , 2^e Edition, Vuibert 1997.
15. Jacques Teulié, Patrick Topsacalian, **Finance**, 2^e édition, Vuibert, paris, 1999.
16. Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), **Theory Of The Firm : Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure** ,Journal Of Financial Economics, Vol.3.
17. Jonathan Berk, Perter Demazro, Edition Française Dirigée Par Gunther Capelle - Blancad, Nicolas Couderc, **Finance D'entreprise**, Pearson Education, France, 2008.
18. Josette Pilverdier, latreyet, **Finance d'entreprise**, 6^{eme} édition, édition economica, paris, 1993.
19. Laurent Batsch, **Finance Et Stratégie**, Gestion Economica, Paris, Janvier 1999.
20. M.C Jensen, **Agency Costs Of Free Cash Flows, Corporate Finance And Takeovers**, American Economic Review, Vol 76, 1986, P 323 - 339.
21. Modigliani Et Miller, **The Cost Of Capital - Corparation: Finanace And The Theory Of Investiment** , American Economic Review, N^o 3 Juin 1958, P P 261-267.
22. Modigliani F, Et Miller M, **Corporate Income And The Cost Of Capital: A Correction** , The American Economic Review , 1963, P P 433 - 443.
23. Myers (1984) & N. Maljuf, (1984), **Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have**, Journal Of Financial Economics, Vol. 13, N^o 2, P P 187 - 221 .
24. Nathalie Mourgues, **Financent et coût du capital de l'entreprise**, Economica, paris, 1993.
25. Olivier Meier,Guillaume Schier," **Fusions acquisitions: Stratégie, finance, management**", Dunod Paris, 2000.
26. Pascal Barneto, Georges Gregorio, **Finance : Manuel Et Applications**, Dunod, Paris, 2007.
27. pascal philippossian, **Le crédit bail et le leasing**, le cassiques, collection finance, SEFI édition, Québec.
28. Patrick Navatte, **finance d'entreprise et théorie des options**, gestion economica, paris janvier 1998.
29. Philippe Gaud, Elion Jani, **Déterminants Et Dynamique De La Structure Du Capital Des Entreprises Suisses : Une Etude Empiriques** , Cahier De Recherche, Avril 2002.
30. Phillipe Gillet, **les diffrents modes de financements et la structure optimal du capital**, uv 103 université paris- dauphine.
31. Pierre Vernimmen, **Corporate Finance : Theory And Practice**, Pascal Quiry, Maurizio Dallochio, Yann Lefur, Antonio Salvi, Editions John Wiley&Sons, Ltd, England, 2005.
32. Pierre Vernimmen, **Finance D'entreprise**, 8^e Edition, Par Pascal Quiry Et Yann Le Fur, Editions Dalloz , Paris, 2010
33. R S Bhatia, **Encyclopaedia of investement and management**, Anmol Piblication, New Delhi, 2000.
34. R.Brealey & S. Myers, **Principe De Gestion Financière**, 7e Edition, Pearson Education France, 2003.
35. Robert Cobbaut, **Théorie Financière**, Gestion Economica, 04^e Edition, Paris, 1997.
36. Robert goffin, **principes de finance moderne**, 2^e Edition, Gestion Economica, Paris, 1999.
37. S. Myers (1984), **The Capital Structure Puzzle**, Journal Of Finance, Vol. 39, N^o 3,
38. S.A Ross, R.W.Wzsterfield, J.F.Jaffe, **Finance Corporate**, Dunod, Paris, 2005, Pour La Traduction Française.

39. Samira Rifiki, Abdessadeq Sadq, **Un Essai De Synthèse Des Débats Théoriques A Propos De La Structure Financière Des Entreprises**, In Revue Du Financier, N°31, 2001.
40. Steve Lumbly - Chris Jones, **Corporate France Theory and Practice**, Homson-London, 2003.
41. William L Megginson and other, **Introduction to Corporate Finance**, South Western, London, 2008.
42. Zvi Bodie Et Robert Merton, **Finance**, 3^e Edition, Edition Française Dirigée Par Christophe Thibierge Préface De Paul Samuelson, **Distibution Nouveaux Horizons – ARS**, Paris, 2011.

سيرة مختصرة للمؤلف

الدكتور طهراوي دومة علي

تاريخ و مكان الميلاد: 1986/10/01 بالأبيض مجاجة ، الشلف

العنوان الإلكتروني: phd.tahraoui@gmail.com

العنوان الإلكتروني المهني: ali.tahraouidouma@univ-relizane.dz

الوظيفة: أستاذ جامعي - أستاذ محاضر قسم 'أ'

مكان العمل: كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة غليزان- الجزائر.

الشهادة: دكتوراه علوم + التأهيل الجامعي

التخصص: علوم تسيير - نقود ومالية

الدراسات و الشهادات:

1. بكالوريا في شعبة التسيير و الاقتصاد سنة 2004 ، ثانوية الحي الاولمبي – الشلف.
2. بكالوريا في شعبة التسيير و الاقتصاد سنة 2007 ، مترشح حر – الشلف.
3. ليسانس في العلوم التجارية سنة 2008 تخصص مالية- المدرسة العليا للتجارة – الجزائر.
4. سنة أولى دراسات عليا متخصصة سنة 2009 تخصص تدقيق داخلي - المدرسة العليا للتجارة .
5. ماجستير في علوم التسيير سنة 2010 تخصص نقود ومالية - جامعة الجزائر 3.
6. دكتوراه علوم سنة 2017 تخصص علوم تسيير فرع نقود و مالية جامعة الجزائر 3.
7. التأهيل الجامعي سنة 2018 في العلوم الاقتصادية، جامعة سيدي بلعباس.

الخبرة المهنية:

- موظف بمصرف السلام الجزائر، وكالة باب الزوار – الجزائر العاصمة سنة 2009.
- متصرف إداري بالمديرية الجهوية للخزينة بالشلف سنة 2010.
- حاليا أستاذ محاضر قسم ' أ ' منذ سنة 2018.

العمل الإداري :

- منصب عالي كمسؤول تخصص صاحب مشروع ماستر مالية المؤسسة في شعبة العلوم المالية و المحاسبة .
- رئيس فريق التكوين في الدكتوراه CFD لشعبة العلوم المالية و المحاسبية لسنة 2021-2022.
- عضو فريق التكوين في الدكتوراه CFD لشعبة العلوم المالية و المحاسبية ، 2020-2021.
- عضو المجلس العلمي لكلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير .
- رئيس اللجنة العليا لقسم العلوم المالية و المحاسبة .
- عضو فرقة بحث تابعة لمخبر ادارة الاسواق المالية باستخدام الطرق الرياضية و الاعلام الالي
- رئيس مشروع بحث PRFU .
- مدير و رئيس تحرير : مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية و التنمية المستدامة، مجلة علمية دولية محكمة سداسية متخصصة في الميدان الاقتصادي ، تصدر عن كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير بجامعة غليزان- الجزائر ، التي تحمل الترخيم الدول 1831-2676 ISSN و مدرجة على البوابة ASJP.

المقالات العلمية

1. أثر جائحة كوفيد 19 على أداء مؤشرات الأسواق المالية العربية والعالمية- دراسة مؤشر - EGX30 المصري ومؤشر S&P500 الأمريكي، مجلة التنمية والإستشراف للبحوث والدراسات، جامعة البويرة المجلد06 / العدد02، ص ص 248-265.
 2. الشراكة في مشاريع الطاقات المتجددة وفق نظام البناء والتشغيل ونقل الملكية -دراسة مقارنة لتجربة الجزائر والمغرب، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة بشار، المجلد 07 / العدد 03 (2021)، ص ص 660-674.
 3. اختبار فرضية السير العشوائي للمؤشرات الإسلامية: دراسة حالة كندا، اليابان، المملكة المتحدة والولايات المتحدة خلال الفترة 2010-2018، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة المجلد: 13 / العدد 1(2020)، ص ص 573-586.
 4. آليات تجسيد المسؤولية الاجتماعية من طرف البنوك الإسلامية في سياق التنمية المستدامة دراسة حالة بنك البركة الإسلامي، مجلة العلوم الانسانية جامعة ام البواقي، المجلد 7 العدد 1، 2020.
 5. دور التمويل بالغ الصغر في تمويل التنمية المستدامة - تمويل المؤسسات الصغيرة في ولاية المسيلة، الاكاديمية للدراسات الاجتماعية و الانسانية، المجلد 12 / العدد 01، 2020.
 6. دراسة مقارنة لأداء آليات التمويل والدعم المباشر و غير المباشر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة مينا للدراسات الاقتصادية، مجلة علمية محكمة سداسية، المركز الجامعي غليزان، العدد 4، جوان 2019..
 7. دراسة تحليلية لتأثير تكاليف المسؤولية الاجتماعية على اداء الشركات، طهراوي دومة علي، صويلحي نور الدين، مجلة الواحات للبحوث و الدراسات، جامعة غرداية، المجلد 12 / العدد 01، 2019.
 8. Le financement De l 'innovation dans les PME algériennes : les défis et les enjeux ، مجلة الاقتصاد التطبيقي والتنمية، مجلة دولية علمية محكمة سداسية، جامعة بالمسيلة، العدد 5، مارس 2019.
- العضوية في لجان تحكيم بالمجلات: عضو في عديد هيئات التحرير و لجان التحكيم في عدة مجالات علمية.
 - عضو في اللجان العلمية لعديد الملتقيات الوطنية و الدولية .
 - تأطير عشرات المذكرات في طور الماستر .
 - تأطير وتكوين الطلبة في الدكتوراه تخصص مالية المؤسسة و تخصص حوكمة واستراتيجيات مالية للمؤسسات .
 - تدريس عدة مقاييس في مختلف الاطوار ليسانس - ماستر- دكتوراه، خاصة مقاييس التخصص في المالية (التسيير المالي ، التسيير و الاستراتيجية المالية ، التحليل المالي المعقد ، التخطيط المالي لتمويل المؤسسات ، الهندسة المالية ، التسيير البنكي ...)