

تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية

دادن عبد الوهاب - جامعة ورقلة
Dadene2004@yahoo.fr

ملزمة بتحمل تكلفة الأموال التي حازت عليها على سبيل الاستدانة مهما كانت مردودية تلك الأموال. عندئذ نقول أن المؤسسة أمام ما يسمى بتكلفة الاستدانة. بينما إذا كان مصدر التمويل هو الأموال الخاصة فإن الأمر يختلف تماما، حيث أن المؤسسة في هذه الحالة أمام ما يعرف باسم تكلفة الأموال الخاصة، إذ أن هذا المصدر من التمويل يمثل ملكية في رأس مال المؤسسة، وهي بالتالي على علاقة بالأرباح المتوقعة من طرف المساهمين. وعليه فإن المؤسسة معرضة لمخاطرة تحقيق مردودية مساوية على الأقل لما هو متوقع من طرفهم. كما أنه قد يكون مصدر تمويل المؤسسة مزيجا من الموردتين السابقتين، وهي الحالة الأكثر شيوعا، ومن ثم تتحمل المؤسسة النوعين من التكلفة (تكلفة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة)، عندها تكون أمام ما يسمى بتكلفة رأس المال.

يلاحظ مما سبق، أنه توجد سيناريوهات عدة متعلقة بنمط التمويل، ويتضح بالتالي جليا أن درجة المخاطرة تختلف من نمط إلى آخر من أنماط التمويل. وعليه، فإنه من باب الرشادة أن تحسن المؤسسة اختيارها لهيكلها المالي، وهو ما يتطلب ترشيد السياسة المالية للمؤسسة. ومن هنا يطرح السؤال الآتي: **كيف يمكن للمؤسسة أن تحصل على هيكل مالي أمثل؟**

أجمع المفكرون في مجال الإدارة المالية بأن الهيكل المالي الأمثل "هو ذلك الهيكل الذي يؤدي إلى تلبية تكلفه الأموال (تكلفة رأس المال) إلى أقل حد ممكن"¹. وهذا ما يستدعي تحليل مفهوم تكلفة رأس المال.

2.I مفهوم تكلفة رأس المال

تعرف تكلفة رأس المال (Coût du capital) بأنها المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة²، وبذلك فهي تكلفة مصادر التمويل، وتحسب بالعلاقة التالية³:

$$CMP = t \frac{V_{CP}}{V_D + V_{CP}} + i \frac{V_D}{V_D + V_{CP}}$$

ملخص: يعتبر موضوع الهيكل المالي من بين أهم القضايا التي نالت اهتمامات البحث العلمي في مجال الإدارة المالية، حيث ظهرت عدة نظريات حول أمثلية اختيار الهيكل المالي للمؤسسة وتفسير السلوك التمويلي لها، إلا أنه، لحد الآن، لا يوجد إجماع أو اتفاق على أن نظرية معينة تجيب عن مختلف التساؤلات في هذا الصدد، وخاصة قضية أمثلية الهيكل المالي، بين اقتصاديات الاستدانة واقتصاد السوق.

الكلمات الأساسية: الهيكل المالي؛ تكلفة رأس المال؛ أمثلية الهيكل المالي؛ قيمة المؤسسة.

باعتبار المؤسسة مركزا للقرار، فإنها تقوم بإرساء جملة من القرارات المالية لغرض المفاضلة بينها، حيث تعمل على إحداث نوع من التركيب المالي، بهدف توجيه مختلف الموارد المالية إلى استخدامات ذات مردودية، عندئذ نقول أن المؤسسة بصدد رسم سياسة مالية.

غير أنه تطرح إشكالية أمام المشروعات الصغيرة والمتوسطة عند رغبتها في الحصول على تمويل، ألا وهي مشكلة الحصول على قروض بنكية، خاصة إذا كانت تلك المشروعات في أوج بدايتها، وبالتالي فإن البدائل التمويلية المطروحة أمامها تكون محصورة جدا إن لم نقل عدم وجودها.

وإذا ما افترضنا إمكانية حصول المؤسسة على قدر معين من الموارد المالية مقدمة على شكل قروض، فإن نجاحها يتوقف على حسن استغلالها لتلك الموارد، فضلا عن كون هذه الأخيرة تتلائم ومدى قدرة المؤسسة على تحقيق مستوى معين من المردودية يغطي تكلفة تلك الديون.

I. الهيكل المالي للمؤسسة:

1.I مفهوم الهيكل المالي:

يترجم الهيكل المالي (أو البنية المالية) للمؤسسة الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها. فتختلف تكلفة التمويل من مورد مالي إلى آخر حسب الطبيعة، فإذا كان مصدر التمويل هو الاستدانة فإن المؤسسة في وضع مخاطرة، نظرا لكونها

مختلف الموارد المالية ذات التكلفة الإسمية. وتعرف تكلفة الأموال الخاصة بأنها معدل المردودية المالية المفروض من طرف المساهمين في رأس مال المؤسسة⁶.

- ويمكن حساب تكلفة الأموال الخاصة بطريقتين :
- طريقة نماذج الاستحداث Modèles actuariels ؛
- نموذج توازن الأصول المالية Modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF).

II. أمثلة الهيكل المالي :

يقصد بأمثلة الهيكل المالي للمؤسسة مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن. وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة⁷. ومن ثم نطرح السؤال : هل يوجد هيكل مالي أمثل ؟ يمكن الإشارة في هذا الصدد إلى مدخلين، الكلاسيكي والحديث.

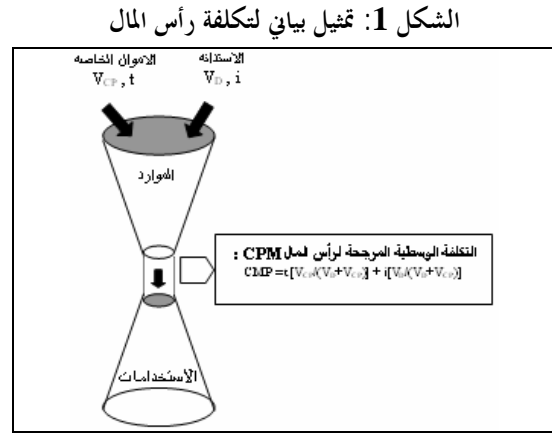
II.1. المنظور الكلاسيكي :

يجيب الكلاسيكيون على السؤال السابق بـ: " نعم " ، وبرهانهم في ذلك أن تكلفة الأموال الخاصة أعلى من تكلفة الاستدانة، وبشكل أدق : المخاطرة المتأتية من الأموال الخاصة أعلى من المخاطرة الناجمة عن الاستدانة. هذا من جهة، ومن جهة أخرى تكلفة الاقتراض والتي تندرج ضمن المصاريف المالية لها خاصية الاقتصاد في الضريبة، ويرز ذلك في تخفيض الوعاء الضريبي لحساب الضريبة على الأرباح.

بينما عوائد رأس المال الناجمة عن التمويل بالأموال الخاصة لا تتميز بتلك الخاصة لكونها تأتي بعد حساب النتيجة. وبالتالي فإنه على عكس الاستعانة بالأموال الخاصة كمورد مالي معتبر، فإن الديون تعمل على تخفيض تكلفة رأس المال من خلال الوفورات الضريبية. ويمكن توضيح المنظور الكلاسيكي بيانيا كما يلي :

- حيث أن :
- CMP : التكلفة الوسطية المرجحة (تكلفة رأس المال) ؛
- V_{CP} : قيمة الأموال الخاصة ؛
- V_D : قيمة الديون؛
- t : تكلفة الأموال الخاصة ؛
- i : تكلفة الاستدانة بعد الاقتصاد في الضريبة.

يمكن تمثيل تكلفة رأس المال تمثيلا بيانيا كما هو موضح أدناه :



المصدر : Pierre Vernimmen, Op cit, P651

يعتبر التعريف السابق لتكلفة رأس المال تعريفا رياضيا، والواقع أنها " عبارة عن معدل المردودية المفروض (Exigé) على الأصول الاقتصادية التي تم تمويلها عن طريق كل من الأموال الخاصة والديون"⁴. فيكتسي مفهوم تكلفة رأس المال أهمية كبرى في إطار مالية المؤسسة نظرا لكونه يسمح بتحديد الاستثمارات ذات المردود الجيد، لذلك فهو يندرج ضمن أهم المعايير المستعملة في طرق تقييم المؤسسات.

وعليه، يمكن تقييم المخاطرة التي تتعرض لها الأصول الاقتصادية للمؤسسة، وبالتالي يمكن إدراك مفهوم الأمثلة في اختيار الهيكل المالي، حيث تسعى المؤسسة إلى تدنية المخاطر الناجمة عن مختلف أنماط التمويل. وتعتبر أدق، تحاول تدنية تكلفة رأس المال قدر الإمكان. فصفة عامة، يعد استعمال مفهوم تكلفة رأس المال مسعى استراتيجيا للمؤسسات التي تميل إلى استهداف هيكل مالي أمثل يجعل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال أدنى ما يمكن قصد التقليل من المخاطرة.⁵

أشرنا فيما سبق إلى أن مفهوم تكلفة الأموال الخاصة يعتبر لصيقا بمفهوم تكلفة رأس المال. فتعد تكلفة الأموال الخاصة إحدى مركبات تكلفة رأس المال، إذ تتضمن هذا الأخيرة

- التوقعات متماثلة بالنسبة للمستثمرين؛
- عدم وجود خطر إفلاس؛
- يمكن للأشخاص والمؤسسات الإقراض والاقتراض بدون حدود وبمعدل بدون خطر؛
- توزع المؤسسات كل أرباحها، وذلك بهدف تجنب التفاعل بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال.

ويعتبر كل من "موديقلياني وميلر" أن قيمة المؤسسة يكشف عنها برسمة أرباحها خلال عدة فترات بمعدل استحداث يتعلق بقطاع نشاطها. وأدى الافتراض السابق إلى ضرورة التمييز بين حالتين: حالة وجود الجباية وحالة عدم وجودها، لأن هذه الأخيرة تعتبر غير واقعية (تخييلية).

1: حالة غياب الجباية :

تكتب في هذه الحالة الصيغة العامة لأثر الرافعة كما يلي :

$$R_f = R_e + (R_e - i).D/CP \dots\dots\dots(1)$$

حيث :

R_f : معدل مردودية الأموال الخاصة المفروض من طرف المساهمين، وبالتالي فهي عبارة عن تكلفة الأموال الخاصة؛

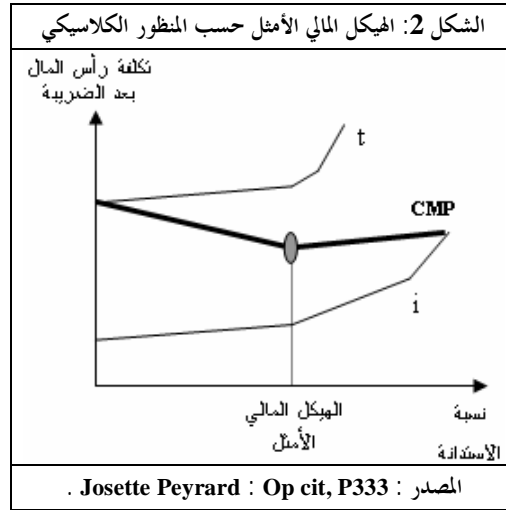
فعلمنا أن :

$$CMP = R_f [CP/(CP+D)] + i[D/(CP+D)] \dots\dots(2)$$

وبما أن CMP هي تكلفة رأس المال ، فإنه يمكننا تعويض R_f بقيمتها (حسب العلاقة (1)) في العلاقة (2) ، فنحصل على المعادلة : $CMP = R_e$.

وعليه، فإن تكلفة رأس المال عبارة معدل المردودية الاقتصادية الأدين المفروض، فهي إذن مستقلة عن الهيكل المالي. فتوصل الباحثان إلى أن زيادة الديون في هيكل التمويل يؤدي إلى¹¹:

- انخفاض تكلفة الأموال المرجحة بسبب رخص تكلفة القروض؛
- زيادة تكلفة الملكية (الأموال الخاصة) تكون بالقدر الذي تتلاشى معه ميزة رخص تكلفة القروض بحيث تظل تكلفة الأموال المرجحة في التحليل النهائي ثابتة. ومن ثم لا تتأثر قيمة المنشأة بتغير حجم الديون في ظل افتراضات السوق التام. وهذا ما أدى بمما فعلا إلى استخلاص النتيجة: "لا يؤثر الهيكل المالي للمؤسسة في قيمتها، كما أن التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال



وما يلاحظ أن تكلفة رأس المال تتناقص تحت تأثير تزايد تكلفة الاستدانة، وهذا ما يفسر بالوفورات الضريبية، وتصل إلى حد معين تميل فيه إلى الثبات، ثم تزايد، وذلك بعد اختفاء أثر الوفر الضريبي، أين يصبح المساهمون يطالبون بمعدل مردودية للأموال الخاصة أعلى، الأمر الذي يؤدي إلى تزايد تكلفة رأس المال. فتتحد النقطة المثلى، حسب المدخل الكلاسيكي، عند النقطة التي ستغير فيها تكلفة رأس المال اتجاهها عند زيادة تكلفة الاستدانة بدرجة واحدة.

II.2. المنظور الحديث

نشير إلى نظريتين في هذا المدخل، تتعلق الأولى بمنظور Modigliani & Miller^{***} ، بينما تتعلق الثانية بنظرية الاستدلال (أو الإشارة) Théorie du signal .

1. مدخل موديقلياني وميلر: يجب الاقتصاديان "موديقلياني وميلر" على السؤال حول أمثلية الهيكل المالي بـ "لا"، أي لا يوجد هيكل مالي أمثل، حيث يريان بأن "تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلتان عن هيكلها المالي"⁸، ففي ظل سوق مالية كفاء، وغياب الجباية يوجد تكافؤ بين مختلف بين مختلف أنماط التمويل⁹، وقد بنيت النظرية على ما يسمى بالمراجحة أو التحكيم (Arbitrage). والواقع أن هذه النظرية استندت إلى جملة من الفروض غير واقعية هي¹⁰:

- تتصف سوق رأس المال بالكمال (سوق كفاء) ، مما يعني عدم وجود عمولات وساطة (المعلومات متاحة للجميع دون عمولة)؛
- عدم وجود ضرائب، عدم وجود تكلفة للصفقات، وأن المستثمرين يمكنهم الاقتراض بنفس معدل الفائدة؛

2- حالة وجود الجباية :

يبني الكاتبان الاقتصاديان إجابتهما دائما على تجربة المؤسستين كما سلف الذكر ، ويضيفان في هذا المرة فكرة حساب التدفقات السنوية التي سيستفيد منها الأشخاص الممولون أو المقرضون لكلتا المؤسستين، والجدول التالي يوضح ذلك .

الجدول 1: المقارنة بين مؤسستين متماثلتان في جميع البيانات المالية ما عدا الهيكل المالي (تحليل موديفلياني وميلر)

العناصر	المؤسسة E ₁	المؤسسة E ₂
النتيجة الاقتصادية	R	R
المصاريف المالية (الفوائد)	0	D _i
النتيجة قبل الضريبة IS ذات المعدل θ	R(1- θ)	(R-D _i)(1- θ)
ربح للمساهمين	R(1- θ)	(R-D _i)(1- θ)
ربح للمقرضين	0	D θ /(R(1- θ))+D _i θ

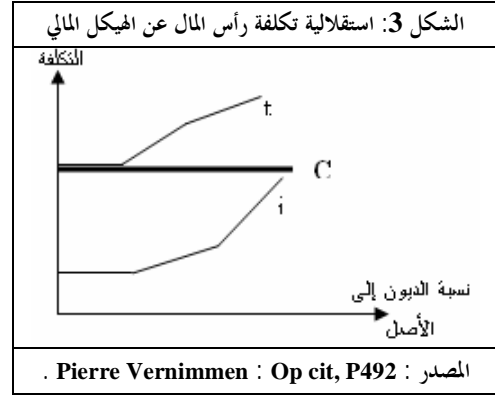
وتساوي قيمة المؤسسة V_E القيمة المستحدثة (Actualisée) للأرباح الموزعة، بمعدل استحداث يتمثل في المعدل المطلوب (t_e) من طرف المساهمين أو المقرضين، وذلك لعدد لا متناهي من السنوات n ، كما يلي: ¹³

E ₁
$VE_1 = R(1-\theta).(1-(1+te))^{-n}/te$ <p style="text-align: center;">: وعندما $n \rightarrow \infty$</p> <p style="text-align: center;">: فإن $(1+te)^{-n} \rightarrow 0$</p> <p style="text-align: center;">$\Rightarrow VE_1 = R(1-\theta) / te$</p>

E ₂
$VE_2 = R(1-\theta).(1-(1+t_e))^{-n}/t_e + D_i.\theta.(1-(1+i))^{-n}/i$ <p style="text-align: center;">: وعندما $n \rightarrow \infty$</p> <p style="text-align: center;">: فإن $VE_2 = R(1-\theta)/t_e + D_i.\theta/i$</p> <p style="text-align: center;">$\Rightarrow VE_2 = VE_1 + D.\theta$</p>

ويسمى المقدار D. θ بالاقتصاد في الضريبة المحقق عن طريق الاستدانة خلال فترة لا متناهية .

ثابتة مهما كانت طبيعة الهيكل المالي"، والمنحنى البياني الموالي يبين ذلك.



يجدر بنا الإشارة إلى أن الاقتصاديان السابق ذكرهما قاما بإجراء دراسة على مؤسستان متماثلتان ولهما نفس البيانات المالية إلا أنهما مختلفتان من حيث الهيكل المالي، بمعنى إحداهما تستدين والأخرى لا تستدين، كما أنهما مختلفتان من حيث قيمة الأموال الخاصة، لكنهما على حد سواء فيما يتعلق بمجموع كل من الديون والأموال الخاصة، أي لهما نفس الحجم من الأصول الاقتصادية.

فيبرهن هذا الاقتصاديان على أن قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي بأنه " إذا كان هناك اختلاف في قيمتي المؤسستين محل الدراسة، فإن المساهمين في رأس مال المؤسسة المعتمدة للاستدانة سيرون أنه من فائدهم بيع أسهمهم واستبدالها بأسهم المؤسسة الأخرى التي لا تعتمد الاستدانة، مما يؤدي بالضرورة في الأخير إلى التماثل في قيمتها¹². وأكثر تفصيلا، إذا كان هناك اختلاف بين قيمة المؤسستان، فإن عملية التحكيم كفيلة بإعادة التوازن بينهما، حيث يشير الكاتبان إلى أن المكاسب التي حققها مستثمر ما من أسهم المؤسسة الأولى، سوف تدفع غيره من المستثمرين إلى أن يجذو جذوه، مما يترتب على ذلك زيادة المعروض من أسهم المؤسسة الأخرى وزيادة الطلب على أسهم المؤسسة الأخرى؛ وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة الثانية وارتفاع القيمة السوقية للأولى. ويستمر هذا الوضع إلى أن تتوازن القيمتان، وإذا حدث وارتفعت القيمة السوقية للمؤسسة الأولى عن الثانية فسوف تبدأ عملية المراجحة العكسية.

الجدول 2: المنظور الكلاسيكي والحديث حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل للمؤسسة

النتيجة	المنظور	
يوجد هيكل مالي أمثل يجعل تكلفة رأس المال أدنى ما يمكن، وبالتالي يعمل على تعظيم قيمة المؤسسة .	الكلاسيكي	
لا يوجد هيكل مالي أمثل .	غياب الحماية	MODIGLIANI & MILLER
- قيمة المؤسسة التي تعتمد الاستدانة تفوق قيمة المؤسسة التي لا تعتمد الاستدانة . - لا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال، لكن يمكن وضع حد أدنى للاستدانة .	وجود الحماية	
المصدر : نفس المرجع السابق، ص 150.		

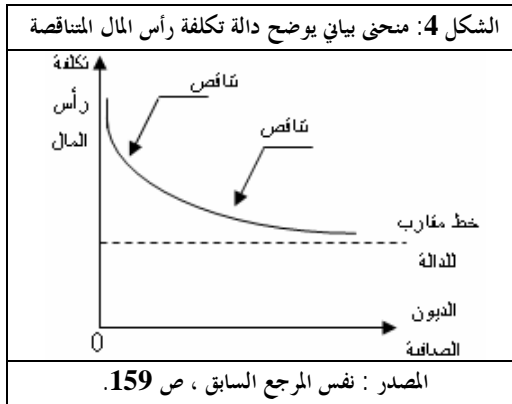
وجهت عدة انتقادات لوجهة نظر "موديغلياني وملير" وتحديدًا قضية "واقعية النموذج". فقد تم انتقاد فرضية مجانية الأسواق، وهذا في الوقت الذي تؤدي في هذه الفرضية دورًا أساسيًا في تحليل الكاتبين. ذلك أن قبول وجهة نظرهما مشروط بتدخل آلية التحكم، التي تفترض مسبقًا وجود إمكانية إحلال مطلق بين الأوراق المالية ذات الخصائص المتماثلة من حيث عنصرى المردودية والمخاطرة¹⁵. هذا من جهة، ومن جهة أخرى انتقد هذا النموذج من حيث افتراض عدم وجود ضرائب، وهذا ما لا يمكن قبوله في وجود فوائد قابلة للتخفيض في حساب الضرائب، في حين أن المساهمون يجنون أرباحًا بعد الضرائب المفروضة على الأرباح.

2. نظرية الاستدلال أو الإشارة (Théorie du signal) :
وفقًا للافتراضات السابقة والخاصة بمدخل "موديغلياني وملير" فإن المعلومات متوفرة ومتاحة لكافة المستثمرين أي أنهم في هذه الناحية متساوون بخصوص مستقبل المؤسسة، وتسمى هذه الخاصية بحالة التماثل المعرفي أو المعلوماتي (Symétrique information). ولكن غالبًا ما يتاح للمسيرين كمًّا أكبر من المعلومات، والذي لا يتوفر لدى المستثمرين خارج المؤسسة، وتسمى هذه الحالة بحالة عدم التماثل المعرفي (Asymétrie de l'information)، مما يكون لذلك من تأثير قوي على هيكل رأس المال.

والنتيجة أنه في حالة الخضوع للضريبة على الأرباح (وجود الحماية) فإن قيمة المؤسسة المعتمدة للاستدانة تساوي إلى قيمة نفس المؤسسة حالة عدم اعتمادها الاستدانة، مضافًا إليها مقدار الاقتصاد في الضريبة الناجم عن فوائد الديون.

وعليه، فإن قيمة المؤسسة المعتمدة للاستدانة تفوق قيمة المؤسسة التي لا تعتمد الاستدانة، إثر وجود عنصر الاقتصاد في الضريبة، مما يؤدي إلى وجود تفاوت في كل من قيمتهما في سوق الأموال الخاصة، في مردوديهما المالية وبالتالي الاختلاف في تكلفة رأس المال. فتعني تدنية هذه الأخيرة تعظيم قيمة المؤسسة..

غير أنه في الواقع لا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال، فعلى عكس هذه الأخيرة فإنه يمكن وضع حد أدنى معين لحجم الديون. والدالة الممثلة أدناه لتكلفة رأس المال تتغير بدلالة حجم الديون تفسر ذلك¹⁴.



يتضح أن تكلفة رأس المال هي دالة متناقصة، حيث ترتفع تكلفة رأس المال كلما قل حجم الديون، إذ أن جزأها الأكبر يكمن في تكلفة الأموال الخاصة، والعكس صحيح.

هذا، ويمكننا إنجاز المنظورين السابقين حول أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة في الجدول الموالي:

- يحاول فهم صورة الفريق المدير للمؤسسة وسياسته في الاتصال؛
- يراعي مراقبة وحكم السلطات البورصية في حالة نشر معلومات غير صحيحة.

ولتوضيح هذه النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، نفترض أننا أمام وضعين:¹⁸ الأول أن مسيري المؤسسة على ثقة بأن مستقبل مؤسسة (ج) يبشر بنتائج جيدة، والوضع الثاني، أن المسيرين على ثقة بأن مستقبل المؤسسة (ب) يبدو سيئا، وأن المؤسسة (ج) اكتشفت منتجا جديدا وحصلت على براءة اختراع وأرادت الاحتفاظ بهذا المنتج الجديد سرا لأطول فترة ممكنة، بهدف تأخير دخول منافسين إلى السوق، حتى يتم بناء مصنع جديد لإنتاج المنتج، الأمر الذي يتطلب زيادة رأس مال إضافي، فكيف يمكن لإدارة هذه المؤسسة زيادة رأس المال؟

إذا ما لجأت هذه المؤسسة إلى رأس المال عن طريق إصدار وبيع أسهم، حيث يترتب على إنتاج المنتج تدفق نقدي مناسب، مما يؤدي إلى زيادة حادة في سعر السهم ويؤدي إلى زياد الطلب عليه. ويرى المساهمون الحاليون وكذلك الإدارة أنه بالرغم من هذا المستوى من الأداء إلا أنه لا يتساوى مع النتائج السابقة لزيادة عدد الأسهم، مما يقود إلى نتيجة معينة مؤداها أنه في حالة المؤسسة التي يبشر مستقبلها بنتائج جيدة فإنه يجب تجنب بيع أسهم جديدة، والبحث عن وسيلة لزيادة رأس المال من خلال القروض، بحيث يتم هذا بالقرب من هيكل رأس المال الأمثل، مما يؤدي إلى تعظيم قيمة السهم من ناحية وتدني التكلفة المرجحة المتوسطة للأموال من ناحية أخرى.

نأتي بعد ذلك للمؤسسة (ب) حيث وجد المسيرون حدوث انخفاض حاد في الطلب على منتجاتها، لأن المؤسسة المنافسة استخدمت معدات تكنولوجية جديدة، مما أدى إلى تطوير وتحسين مستوى الجودة، مما يتطلب من المؤسسة (ب) تطوير التسهيلات الإنتاجية بتكلفة عالية بهدف المحافظة على مستوى المبيعات الحالي، حيث يترتب على ذلك انخفاض العائد على الاستثمار ولكنه أفضل مقارنة بحالة عدم التطوير. فكيف توفر المؤسسة الأموال اللازمة لزيادة هيكل رأس المال؟

الوضع السابق عكس الوضع الخاص بالمؤسسة (ج)، حيث أنه بالنسبة للمؤسسة (ب)، فإن استخدام القروض في ظل هذه الظروف يؤدي بها إلى الإفلاس.

تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم تماثل المعلومات، الذي تتصف به الأسواق. الواقع أن المعلومات التي تبثها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداءً إصدار إشارات (Signaux) خاصة وفعالة، تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء. وخاصة هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة. إذن، تستند نظرية الاستدلال إلى فكرتين هما:

- نفس المعلومة، غير موزعة في جميع الاتجاهات: حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما هئية معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين؛
- وحتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنها سوف لا تُدرك ولا تُفهم بنفس الأسلوب والطريقة.

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 (Complexes) أو إلى شروط (Clauses) خاصة في مختلف أشكال التركيب المالي.¹⁶

كما أن الإشارة ليست مجرد سر أو تصريح مضلل، كما يعتقد الكثير، ولكنها قرار مالي حقيقي وواقعي، يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية على مسيبيها في حالة ظهور واكتشاف عدم صحتها.¹⁷

تقترح هذه النظرية نموذجا لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي. فيميز المستثمرون بين كل المؤسسات المتواجدة في السوق ويصنفونها إلى نوعين: A و B، المؤسسات من نوع A أحسن أداءً من المؤسسات من نوع B. ومن أجل تصنيف مؤسسة ما في أحد الصنفين، يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرجا (Critique) للاستدانة D*. فترى النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد (الصنف A) لها قدرة على الاستدانة يصل إلى D* والعكس بالعكس.

الواقع أن المستثمر بطبيعته أبعد من أيكون سذجا في تصديقه لأي معلومة أو إشارة، فهو يستقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك. وعليه، لابد من الإشارة إلى أنه:

- يتساءل المستثمر أولا عن الفائدة التي تهدف إليها جهة الإشارة؛

يعرف باسم الأسواق المشتقة والأسواق الآجلة، أصبح لهذا الموضوع علاقة وطيدة بما يسمى باختيارات الشراء والبيع. ومن ثم أضحت الرؤى السابقة حول أمثلية الهيكل المالي تاريخية، يرجع إليها عند استعراض التطور والتسلسل التاريخي لهذا الموضوع. فيمكن القول أن الهيكل المالي هو نتيجة لعدة تسويات (Compromis) معقدة، لذلك توجد العديد من العوامل لاختيار المؤسسة لهيكلها المالي طالما لا يوجد هيكل مالي أمثل، وهي :

- محاولة الاحتفاظ بمرونة مالية (Flexibilité financière)، بمعنى عدم كون المؤسسة مجبرة باختيار معين مستقبلاً جراء قرار اتخذته سلفاً ؛
- الأخذ في الحسبان الخصائص الاقتصادية للقطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة ومدى تطوره ؛
- وضعية المساهمين فيما يتعلق بعنصر المخاطرة (التفاوض/التشاور) ؛
- التحسب لوجود فرص أو قيود ؛
- أهداف وإستراتيجية المؤسسة.

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 مستقبلاً جيداً التمويل عن طريق القروض، في حين أن الشركات المتوقع أن يكون لها مستقبلاً سيئاً تفضل التمويل عن طريق الرفع في الأموال الخاصة.

تثير هذه النظرية العديد من المشاكل حول التكلفة الحدية للأموال، حيث يتضح أن التكلفة الحدية المتوسطة المرجحة تقفز وتزداد عندما تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي بإصدار وبيع أسهم جديدة، بدلا من اللجوء إلى استخدام الأرباح في التمويل.

خلاصة: يمتد موضوع اختيار الهيكل المالي للمؤسسة إلى أبعد مما سبق، حيث أنه في ظل تطور الأسواق المالية وبصفة خاصة بورصات الأوراق المالية وظهور سيناريوهات عدة وأشكال حديثة للتعامل في تلك الأوراق، لا سيما اكتشاف وتطور ما

الهوامش والإحالات :

* الهيكل المالي الأمثل هو طريقة التمويل التي تجعل تكلفة رأس المال أدنى ما يمكن من جهة وتعمل على تعظيم قيمة المؤسسة من جهة أخرى.

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، القاهرة، 2002، ص335.

² Jean Barreau & Jacqueline Delahaye, Op cit, P152.

³ Pierre vernimmen, **Finance d'entreprise**, 3^{ème} éd., Dalloz, Paris, 1998, P487.

⁴ Ibidem, P487..

⁵ Jean-Luc A. et autres, **Les nouvelles approches de la gestion des organisations**, ECONOMICA, Paris, 2000, P49.

⁶ Jean Barreau & Jacqueline Delahaye, Op cit, P153.

** تمويل الأصل الاقتصادي.

⁷ Josette Peyrard, **Gestion financière internationale**, VUIBERT 5^{ème} édition, Paris, 1999, P 332.

*** إقتصاديان أمريكيان معاصران.

⁸ Jean B. & Jacqueline D., **Gestion financière, Manuel & applications**, DUNOD, 9^{ème} éd., Paris, 2000, P157.

⁹ Abdellah Boughaba, **Analyse & évaluation de projets**, BERTI édition, Paris, 1998, P107.

¹⁰ Samira Rifki, Abdessadeq Sadq (2001), «Un essai de synthèse Des débats théoriques à propos de la structure financière Des entreprises», In revue du financier, N°31, P11.

¹¹ محمد عبده محمد مصطفى، نحو نظرية لتفسير السلوك التمويلي للشركات في مصر، رسالة للحصول على درجة دكتور الفلسفة في إدارة الأعمال، غير منشورة، جامعة عين شمس، مصر، 1997، ص21.

¹² Jean Barreau & Jacqueline Delahaye, Op cit, P158.

¹³ Idem.

****. بمعنى تكلفة الأموال الخاصة.

¹⁴ Ibidem, P159.

¹⁵ قريشي يوسف، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005، ص146. [بتصرف]

¹⁶ Samira Rifki, Abdessadeq Sadq, Op cit, P18.

¹⁷ Pierre Vernimmen, Op cit, P469.

¹⁸ عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص369.

المراجع :

- جلال إبراهيم العبد، إختلال الهياكل التمويلية لقطاع الأعمال العام أسبابه وطرق علاجه، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 71، يناير 1994، مطابع الأهرام التجارية بمصر.
- السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال (والتحديات الراهنة)، دار المريخ للنشر، السعودية، 2002.
- Laurence Nayman, (1996), « **Les structures de financement Des entreprises en Europe** », *Economie internationale*, N°66, PP161-181.
- Jérôme Caboy et autres, (1996), « **Le processus de création de valeur** », *Revue française de gestion*, N°108, PP49-56.
- Samira Rifki et abdessadeq Sadeqi, (2001), « **La structure financière de la firme a-t-elle une influence sur sa valeur ?** », *Problèmes Economiques*, N°5728, PP24-30.
- Michel Albouy, (1999), « **Théorie, Applications et limites de la mesure de la création de valeur** », *Revue française de gestion*, N°122, PP81-90.