الفصل الثالث:

النظريات الحديثة المفسرة لهيكل رأس المال

مقدمة الفصل:

تعتمد نظرية المراجحة أو العلاقة التوازنية على وجود معدل أمثل للمديونية الذي تكون عنده القيمة السوقية للمؤسسة في ذروتها وتكلفة الأموال المرجحة عند قيمتها الدنيا، وجاءت هذه النظرية مكملة لدراسة مدكلياني و ميلر وتقضي إلى وجود هيكل تمويلي أمثل يكون محصلة للتوازن بين التأثير الإيجابي لاستخدام الديون في الهيكل المالي والناجم عن الاقتصاد الضريبي، والآثار السلبية للاعتماد المفرط عليها والمتمثلة في ظهور تكاليف الإفلاس، حيث حاولت عدة دراسات تقييم مدى أهمية تكاليف الإفلاس حتى يمكن مقارنتها بالآثار الإيجابية للديون، إضافة إلى ذلك، فإن اعتماد المؤسسة على موارد مالية خارجية يعرضها إلى تحمل تكاليف أخرى تعرف بتكاليف الوكالة، والناجمة أساسا عن مشكل تضارب المصالح بين المتعاملين، الذي يعتبر من الأسباب الجوهرية لوجود هيكل تمويلي أمثل، يتحدد عن طريق المراجحة بين تكاليف الوكالة المترتبة عن الديون وتلك الناجمة عن فتح رأس المال، ويرجع هذا التضارب أساسا إلى كون المعلومات المتعلقة بالمؤسسة ليست متوفرة بصفة منصفة لكل المتعاملين.

لكن التطور النظري في هذا السياق أفرز عدة دراسات حاولت الحد من مشكل عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين نذكر منها نظرية الإشارة ونظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، فحسب النظرية الأولى يمكن للمسيرين إرسال إشارات مالية حول مدى نجاعة المؤسسة، أما الثانية فيمكن للمؤسسة استخدام تسلسل منطقي فيما يخص الموارد التمويلية التي تسمح لها من تخفيف عبئ عدم تماثل المعلومات. و قد ظهرت حديثا عدة نظريات حاولت تفسير هيكلة رأس المال والتي حاولت في مجملها دراسة خصوصية البيئة التي تزاول فيها المؤسسة نشاطها، فاختلاف المحيط الاقتصادي والقانوني يؤثر حتما على السياسة المالية للمؤسسة، نذكر منها نظرية القوانين والمالية، نظرية تكاليف الصفقات، نظرية تحديد القروض و الاقتصاد الضريبي الناجم عن غير الديون كبديل للتأثير الايجابي للديون في السياسة المالية للمؤسسة.

المبحث الأول: نظرية العلاقة التوازنية « Trade off Theory »

تعتمد نظرية المراجحة أو العلاقة التوازنية « Trade off Theory » على وجود معدل أمثل للمديونية الذي تكون عنده القيمة السوقية للمؤسسة في ذروتها وتكلفة الأموال المرجحة عند قيمتها الدنيا، وجاءت هذه النظرية مكملة لدراسة مدقلياني وميلر 1963، كون هذه الأخيرة بنيت على أساس جملة من الفرضيات يصعب توفرها في أرض الواقع، ومن الفرضيات التي تم إسقاطها من خلال هذه النظرية:

- فرضية عدم وجود أي تكاليف للإفلاس (مفهوم تكلفة الإفلاس)؛
- فرضية عدم تضارب المصالح بين المتعاملين في المؤسسة (مفهوم تكلفة الوكالة).

وتقضي هذه النظرية إلى وجود هيكل تمويلي أمثل يكون محصلة للتوازن بين التأثير الإيجابي لاستخدام الديون في الهيكل المالي والناجم عن الاقتصاد الضريبي، والآثار السلبية للاعتماد المفرط عليها والمتمثلة في ظهور تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة، فاستخدام الديون في الهيكل المالي قد يعرض المؤسسة لمشاكل الإفلاس في حالة عدم مقدرتها على السداد عند تاريخ الاستحقاق، إذ يمكن لحملة السندات أو المقرضين اتخاذ إجراءات قانونية لاسترداد مستحقاتهم قد تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة المستدينة، عكس التمويل عن طريق الرفع من رأسمال الذي لا يخول لحملة الأسهم اتخاذ مثل هذه الإجراءات، هذا ما يضعف حتما من هامش المناورة للمسيرين في استخدام المفرط لديون. من جانب آخر فإن اعتماد المؤسسة على موارد مالية خارجية يعرضها حتما لمشكل تضارب المصالح بين المتعاملين، فاستخدام المسيرين لأموال أطراف خارجية عن المؤسسة (مساهمين أو مقرضين) قد يكون حافز لهم لرفع من مصاريفهم الانتهازية وتبني سياسات استثمارية لا تتماشى مع هدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، هذا ما يدفع حتما أصحاب رؤوس الأموال الخارجية إلى تحمل مصاريف مالية أخرى لمراقبة عمل المسير، تهدف أساسا إلى تقييد حرية تصرف المسيرين فيما يخص الرأس المال المتاح لديهم، وتكون عملية المراقبة من طرف أصحاب رأس المال أنفسهم أو بتفويض هيئات متخصصة تقوم بهذه العملية لحسابهم، هذه المصاريف تعرف بمصاريف الوكالة، ومن أهم الدراسات في هذا الجانب (Jensen and Meckling 1976) الذي حاول تسليط الضوء على مفهوم تكاليف الوكالة الناجم عن تضارب المصالح بين المسيرين والمقرضين وتعرف بتكاليف الوكالة لديون، وتكاليف الوكالة الناجمة عن تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين الخارجين وتعرف بتكاليف الوكالة للأموال الخاصة، وخلص هذين الباحثين إلى وجود معدل أمثل للمديونية تكون عنده القيمة الإجمالية لتكاليف الوكالة عند قيمتها الدنيا، لذلك سنحاول من خلال هذا المبحث معالجة النقاط التالية:

- تكلفة الإفلاس؛
- مفهوم تكلفة الوكالة؛
- المعدل الأمثل للمديونية وفق نظرية الوكالة.

المطلب الأول: تكلفة الإفلاس

حسب ما تم الإشارة إليه في الفصل السابق فإن نظرية مدكلياني و ميلر 1963 تعتقد أن أحسن هيكل تمويلي للمؤسسة هو ذلك الهيكل الذي يتكون على نسبة عالية من الديون (100% من الديون) ويرجع ذلك إلى الوفرات الضريبية الناجمة عن خصم التكاليف المالية المترتبة عنها من الوعاء الضريبي، لكن هذا الاستنتاج يظهر جليا بأنه بعيد عن الواقع بحيث لا يمكن تصور مؤسسة تعتمد في سياستها المالية بصفة كلية على المديونية، ويرجع ذلك إلى عدة معوقات نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر التكاليف الناجمة على الاعتماد المفرط على المديونية كتكاليف الوكالة والإفلاس. لذلك سيتم في هذا المطلب دراسة تكاليف الإفلاس من خلال النقاط التالية:

1/ مفهوم تكلفة الإفلاس

تتعرض المؤسسة التي يتكون هيكل رأسمالها من قروض وأموال خاصة إلى مخاطر الإفلاس، هذه المخاطر لا تتعرض لها المؤسسات التي يتكون هيكل رأسمالها من أموال خاصة فحسب، ويرجع ذلك إلى أن فشل المؤسسة في تسديد القروض عند تاريخ استحقاقها، يعطي الحق للمقرضين في اتخاذ إجراءات قانونية قد تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة، أما فيما يخص المؤسسات التي يتكون هيكل رأسمالها من أموال خاصة فقط، فإنها لا تلتزم اتجاه الملاك برد مستثمراتهم المالية كما لا تلتزم بإجراء توزيعات حتى لو حققت أرباح من ثم لا تكون عرضة لمثل هاته الإجراءات القانونية. حيث أن المؤسسات التي تقع في مشاكل الإفلاس ويكون هيكلها المالي يحتوي على ديون فهي ملزمة أولا بتسديد حقوق المقرضين ثم أصحاب الأموال الخاصة من العوائد الناجمة عن تصفية أصولها[1].

يترتب على الإفلاس تحمل المؤسسة لبعض التكاليف التي يطلق عليها تكاليف الإفلاس جزء من تلك التكاليف مباشرة وهي المصروفات الإدارية والقانونية، والانخفاض في قيمة الأصول نتيجة بيعها بأقل من قيمتها الاقتصادية[2] والجزء الآخر هي التكاليف غير المباشرة وتتمثل في انخفاض المبيعات، انخفاض في الأرباح، عدم إمكانية الحصول على قروض جديدة وانخفاض قيمة سنداتها في السوق[3]، وينجم كل ذلك عن انخفاض كفاءة عملياتها قبل وقوع الإفلاس.

2/ تأثير تكلفة الإفلاس على قيمة المؤسسة وتكلفة رأسمال

لتكلفة الإفلاس آثار جلية على قيمة المؤسسة وتكلفة رأسمال، حيث يدرك المقرضون جيدا أنهم عرضة لتحمل جزء من تكلفة الإفلاس عند حدوثه إذا لا تكفي أموال التصفية لسداد مستحقاتهم بالكامل، باعتبار أن مسيري المؤسسة هم الذين يتوفرون على المعلومات الكافية للتقدير الأمثل لحجم هذه التكاليف عكس

[1] Martin. F. Hellwig, Bankruptcy, Limited Liability, and the Modigliani-Miller Theorem, The American Economic Review, March 1981, p 155.

[2] محمد. صالح. حناوي، إبراهيم. إسماعيل. سلطان، الإدارة المالية و التمويل، الدار الجامعية للطبع و انشر و التوزيع، 1999، ص 401.

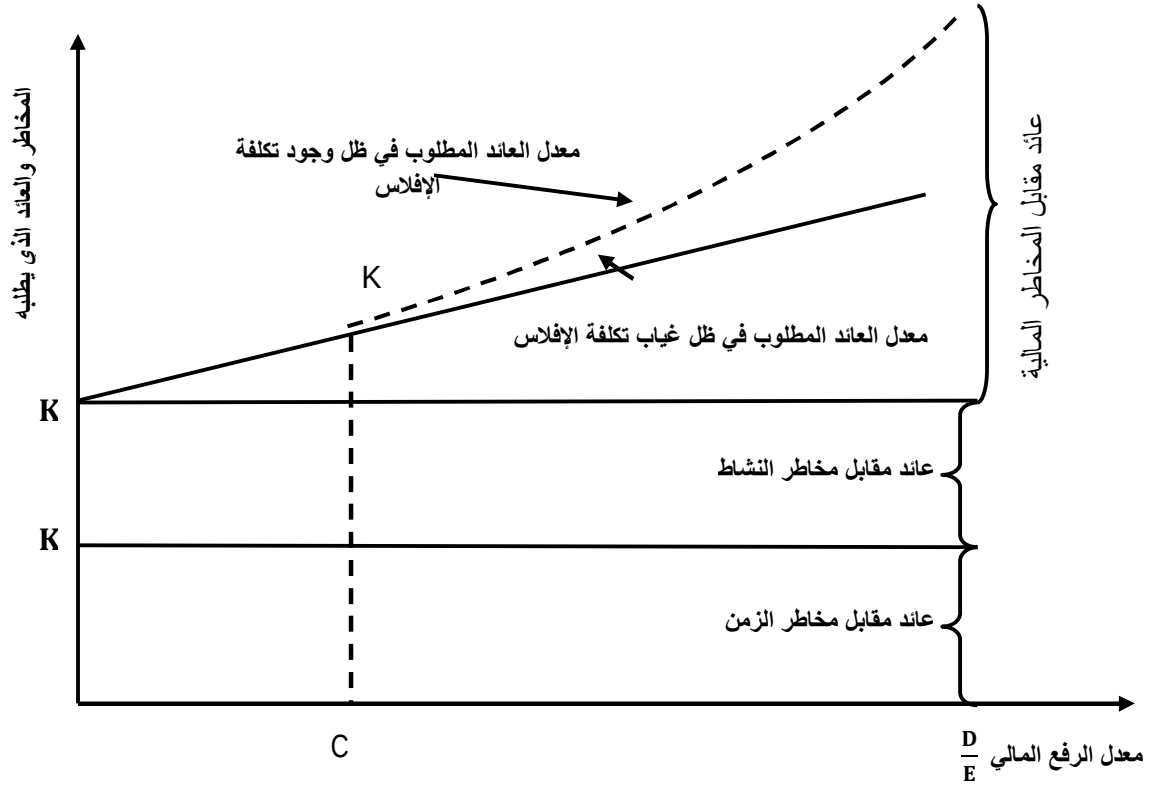
[3] J. B. Warner, Bankruptcy Costs : Some Evidence, The Journal of Finance, VOL XXXII, N° 2, MAY 1977 , p338.

المستثمرين الخارجين (Outsider)[1] ، ولكي يتجنبوا مثل هذه المخاطر فإنهم يقومون بنقل هذه التكاليف إلى المساهمين تحسبا لوقوع الإفلاس، وهذا برفع إما معدل العائد الذي يطلبونه لاقتناء سندات المؤسسة أو معدل الفائدة على القروض التي يمنحونها لها، ومنه تزداد هذه التكاليف كلما زاد احتمال حدوث الإفلاس، وبذلك يصبح الملاك وحدهم من يتحمل المخاطر المترتبة عن الإفلاس. و بغية تعزيز الدراسة المتعلقة بتأثير تكلفة الإفلاس على قيمة المؤسسة وتكلفة رأسمال، سنفترض في بداية الأمر غياب الضرائب ثم نقوم بعد ذلك بإدراجها في التحليل.

2-1/ تأثير تكلفة الإفلاس على تكلفة رأسمال في ظل غياب الضرائب

باعتبار أن المساهمين لا يمكنهم التخلص من مخاطر الإفلاس بنقلها إلى شخص آخر فإن الحل الوحيد المتوفر أمامهم هو المطالبة بمعدل عائد أعلى على استثماراتهم في هذه المؤسسة، هذا ما يوضح أن هناك علاقة طردية بين نسبة الرفع المالي والعائد الذي يطلبه المساهمون من جراء استثمارهم في المؤسسة، ويرجع هذا الارتفاع إلى ظهور تكاليف جديدة تعرف بتكاليف الإفلاس الناجمة عن زيادة نسبة المديونية في هيكل رأسمال و ويمكن توضيح ذلك حسب الشكل رقم 03-01.

الشكل رقم: 03-01: العلاقة بين نسبة الرفع المالي ومعدل العائد الذي يطلبه المساهمين



المصدر: منير. إبراهيم. هندي، مرجع سبق ذكره، 2005، ص 174.

[1] O. Le Courtois et F. Quittard-Pinon, The Optimal Capital Structure of the Firm With Stable Levy Assets Returns, Revue Decisions in Economics and Finance, VOL N°31, 2008, 71.

نلاحظ من الشكل رقم 03-01 أن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين قبل النقطة C يرتفع بشكل خطي مع زيادة نسبة المديونية في رأسمال، ويمكن توضيح ذلك انطلاقا من علاقة التكلفة الوسطية المرجحة لرأسمال في ظل غياب الضرائب وهذا كما يلي[1]:

$$WACC = K_d * {}^{D}/_{V} + K_e * {}^{E}/_{V} \ldots.(01)^{*}$$

وحسب نظرية مدكلياني و ميلر في ظل غياب الضرائب فإن تكلفة المتوسطة المرجحة لرأسمال تبقى ثابتة مهما تغيرت مكونات رأسمال، وكون تكلفة الديون أقل من تكلفة الأموال الخاصة باعتبارها أقل مخاطرة[2]، فإن معدل العائد الذي يطلبه المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة) يمكن استخراجه بدلالة معامل الرفع المالي انطلاقا من العلاقة رقم (1) وهذا كما يلي[**]:

$$K_e = K + (K - K_d) * {}^{D}/_{E} \ldots.(02)$$

يظهر جليا في ظل فرضيات نظرية مدكلياني و ميلر حول استقلالية القيمة السوقية للمؤسسة عن هيكلها المالي، أن العائد الذي يطلبه المساهمين يرتفع بصفة خطية مع ارتفاع نسبة المديونية في رأسمال وهذا كما يوضحه الشكل رقم03-01، ويرجع ذلك أساسا إلى غياب التكاليف المترتبة عن ارتفاع نسبة المديونية في هيكل رأسمال، لكن ماذا لو أدرجنا في التحليل الآثار المترتبة عن ارتفاع نسبة المديونية؟.

انطلاقا من الشكل رقم 03-01، فإن المؤسسة إذا اعتمدت بالكامل على الأموال الخاصة في تمويل استثماراتها، فإن المعدل العائد الذي يطلبه المساهمين يقدر ب $\mathbf{K_e^*}$ ، هذا الأخير يكفي لتغطية كل من عامل الزمن (تفضيل عوائد الآجلة عن الرغبات العاجلة) والمخاطر المترتبة عن الاستثمار في حد ذاته، أما إذا بدأت المؤسسة في الاقتراض، فإن هذا المعدل يبقى في تزايد بصفة خطية مع ارتفاع معدل الرفع المالي (حسب تحليل مدكلياني و ميلر المذكور سالفا) إلى أن نصل إلى النقطة C أين يكون المعدل العائد الذي يطلبه المساهمين يقدر ب $\mathbf{K_e}$(الذي يمكن حسابه حسب العلاقة رقم (02)). وبعد هذه النقطة سوف يصبح احتمال حدوث الإفلاس واقع، هذا ما يدفع المقرضين إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على السندات، أو بعبارة أخرى نقل المقرضون مخاطر الإفلاس إلى المساهمين وبدورهم يقومون بزيادة في معدل العائد الذي يطلبونه بدرجة أكبر مما سبق (قبل النقطة C) ، والهدف من ذلك هو مجابهة المخاطر المالية المترتبة عن كل من ارتفاع نسبة المديونية في رأسمال هذا من جهة وتغطية زيادة العوائد التي يطلبها المقرضين من جراء احتمال حدوث إفلاس من جهة أخرى.

---

[1] S.C. Myers, Capital Structure, The Journal of Economic Perspectives, Vol 15, N°12, 2001, p 84.

[*] حيث: **WACC** أو ***K*** **:** التكلفة الوسطية المرجحة لرأسمال، $\mathbf{K_d}$ **:** تكلفة الديون، **D :** قيمة الديون، **V :** قيمة المؤسسة وتساوي (قيمة الأموال الخاصة مضاف إليها قيمة الديون)، $\mathbf{K_e}$ **:** تكلفة الأموال الخاصة، **E :** قيمة الأموال الخاصة.

[2] Ibid, pp 84-85.

من كل ما سبق فإن ظهور تكاليف الإفلاس (بعد النقطة C)، سيؤثر سلبا على كل من تكلفة رأسمال وقيمة المؤسسة ، فقبل هذه النقطة تكون تكلفة رأسمال ثابتة ومن ثم القيمة السوقية للمؤسسة تبقى ثابتة مهما تغيرت مكونات رأسمال، أما بعد هذه النقطة فإن تكلفة رأسمال تبدأ في الزيادة من جراء ارتفاع العائد المطلوب من طرف المساهمين بصفة متزايدة، مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

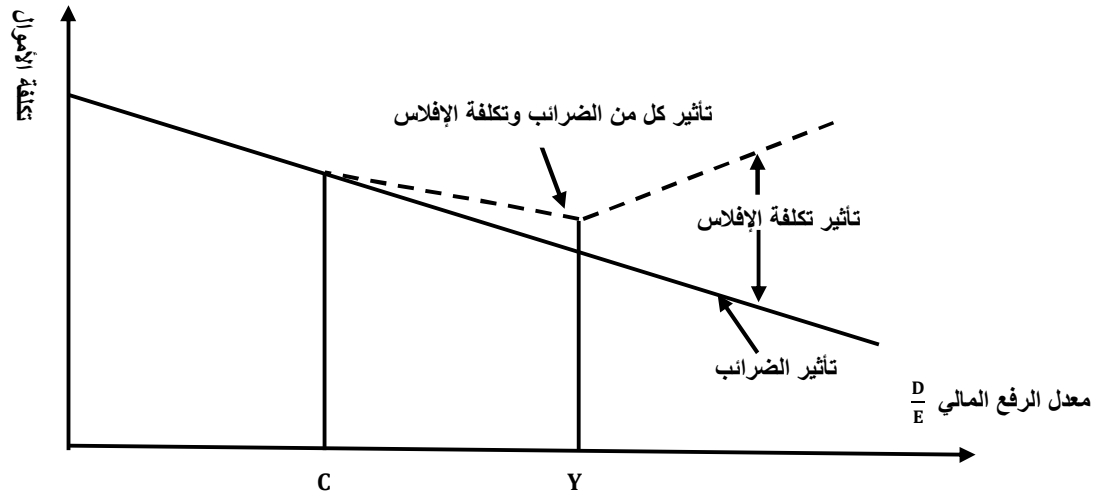
2-2/ تأثير تكلفة الإفلاس على قيمة المؤسسة وتكلفة رأسمال في ظل وجود الضرائب

وفق نظرية مدكلياني و ميلر 1963، فإن زيادة نسبة المديونية في الهيكل المالي للمؤسسة ينجم عليها انخفاض في متوسط تكلفة الأموال و ارتفاع في قيمة المؤسسة، نتيجة انخفاض في التكلفة الفعلية للديون (معدل الفائدة الحقيقي) بسبب الاقتصاد الضريبي، غير أن الإفراط في استعمال الديون قد يوقع المؤسسة في مشاكل الإفلاس مما يؤثر سلبا على كل من متوسط تكلفة رأسمال والقيمة السوقية للمؤسسة، وبعبارة أخرى فإن استخدام الديون في الهيكل المالي للمؤسسة له تأثيرين متعاكسين الأول ايجابي وهو تحقيق الاقتصاد الضريبي والثاني سلبي وهو ظهور تكاليف الإفلاس، وبغية تفسير تأثير ظهور تكاليف الإفلاس على كل من تكلفة رأسمال والقيمة السوقية سنحاول فيما يلي تحليل كل نقطة على حدى.

2-2-1/ تأثير تكلفة الإفلاس على تكلفة رأسمال

إن زيادة نسبة المديونية في رأسمال تسمح للمؤسسة من تخفيض متوسط تكلفة الأموال بسبب الاقتصاد الضريبي ، لكن في المقابل فإن الاستخدام المفرط لهذا المورد المالي يترتب عنه ظهور تكاليف الإفلاس التي تؤذي إلى ارتفاع تكلفة الأموال، هذا ما يدفع المؤسسة البحث عن النسبة المثلى للمديونية أين يكون متوسط تكلفة الأموال في قيمته الدنيا بحيث تتساوى ايجابيات وسلبيات استخدام المديونية في الهيكل المالي، وهذا ما يوضحه الشكل رقم 03-02.

الشكل رقم: 03-02: العلاقة بين نسبة الرفع المالي وتكلفة الأموال في ظل تواجد تكاليف الإفلاس



المصدر:منير. إبراهيم. هندي، مرجع سبق ذكره، 2005، ص 175.

حسب الشكل رقم 03-02 يتضح جليا تأثير كل من الضرائب وتكلفة الإفلاس على متوسط تكلفة الأموال، فإذا تجاهلنا في بداية الأمر تأثير تكاليف الإفلاس نلاحظ العلاقة العكسية بين معدل الرفع المالي ومتوسط تكلفة رأسمال بسبب الاقتصاد الضريبي المترتب عن استخدام الديون، إلى أن يصل هذا المتوسط إلى قيمته المثلى (أدنى قيمة) عندما تصل نسبة المديونية في الهيكل المالي إلى أقصى قيمة (100%)، وهذا ما خلص إليه سابقا مدكلياني و ميلر في سنة 1963 (أن أحسن هيكل مالي للمؤسسة هو ذلك الذي يحتوي على أعلى نسبة من الديون). أما إذا أدخلنا تأثير تكاليف الإفلاس التي لم تؤخذ في الحسبان في دراسة مدكلياني و ميلر 1963 في التحليل، فهل تبقى النسبة المثلى لمتوسط تكلفة رأسمال عند قيمتها السابقة؟.

في بداية الأمر تبدأ تكلفة رأسمال في الانخفاض كلما زادت نسبة المديونية في الهيكل المالي بصفة خطية إلى أن تصل إلى النقطة « C » ، فقبل هذه النقطة لم تصل نسبة المديونية إلى الحد الذي يكون فيه احتمال الوقوع في الإفلاس ملموس هذا ما أدى إلى انخفاض متوسط تكلفة الأموال نتيجة الاقتصاد الضريبي المترتب عن استخدام المديونية في رأسمال فحسب. لكن بعد هذه النقطة بدأت نسبة المديونية تأخذ قيم معتبرة سمحت بإعطاء إشارة لأصحاب رؤوس الأموال أن المؤسسة يمكنها أن تقع في الإفلاس، هذا ما دفعهم إلى طلب عوائد إضافية على مستثمراتهم المالية لتغطية التكاليف المترتبة عن احتمال حدوث الإفلاس، هذه الزيادة في التكاليف لم تصل إلى الحد التي تمتص فيه كليا ايجابيات الاقتصاد الضريبي، مما أدى إلى استمرار متوسط تكلفة رأسمال بالانخفاض لكن بمعدل متناقص إلى أن وصلت نسبة المديونية عند النقطة « Y »، عند هذه النقطة بدأت تكاليف الإفلاس تأخذ قيم معتبرة فاقت قيمتها قيمة الاقتصاد الضريبي*، الأمر الذي أدى إلى تغيير اتجاه متوسط تكلفة رأسمال نحو الارتفاع. ومنه يمكن القول أن النسبة المثلى للمديونية (هيكل رأسمال الأمثل) في ظل وجود تكاليف الإفلاس يكون عند النقطة« Y »، التي يكون فيها متوسط تكلفة رأسمال عند قيمته الدنيا أين تتساوى فيه ايجابيات وسلبيات المديونية[1].

2-2-2 تأثير تكلفة الإفلاس على القيمة السوقية للمؤسسة

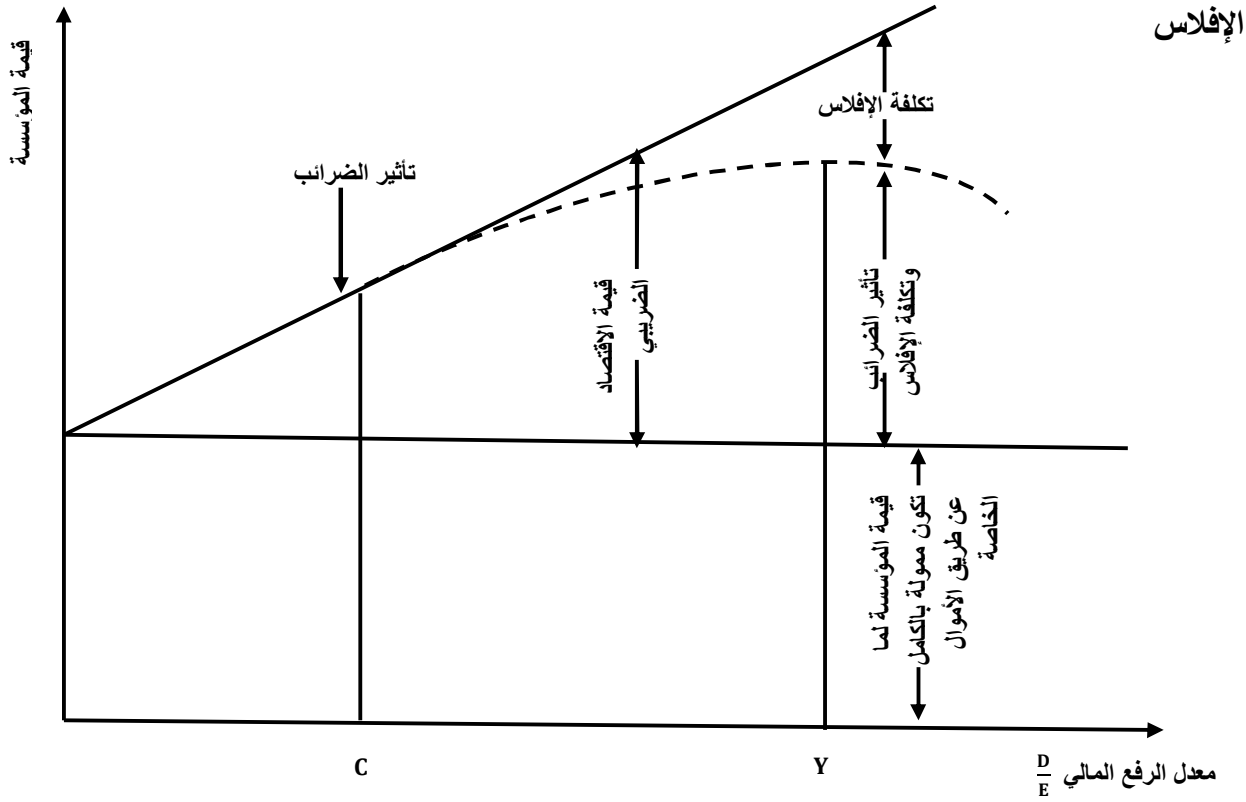
وفق نظرية مدكلياني و ميلر 1958، 1963 فإن القيمة السوقية للمؤسسة لها علاقة عكسية مع تكلفة رأسمال، حيث تبين من خلال دراسة 1963 أن أفضل هيكل تمويلي هو الذي يحتوي على أعلى نسبة من الديون، أين تكون القيمة السوقية للمؤسسة عند قيمتها العليا. فكيف يمكن إذن أن تؤثر تكاليف الإفلاس على القيمة السوقية للمؤسسة في ظل تواجد الضرائب؟.

وللإجابة على هذا السؤال سنستعين بالشكل رقم 03-03 لتوضيح تأثير تكاليف الإفلاس على القيمة السوقية للمؤسسة وهذا كما يلي:

* سلبيات المديونية فاقت ايجابياتها

[1] Franklin. Allen, Capital Structure and Imperfect Competition in Product Markets, Rodney L. White Center for Financial Research, The Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphia, 1984, p 25.

الشكل رقم: 03-03: العلاقة بين نسبة الرفع المالي والقيمة السوقية للمؤسسة في ظل تواجد تكاليف الإفلاس



المصدر: Steward. C. Myers, Opcit, July 1984, p 577.

من الشكل رقم 03-03 يتضح أنه عندما كان معدل الرفع المالي أقل من النقطة « C » لم تكن هناك أي تكاليف للإفلاس، ومن ثم فإن القيمة السوقية للمؤسسة خضعت فقط لتأثير الضريبة (الاقتصاد الضريبي) وهذا ما أدى إلى ارتفاع طردي لقيمة المؤسسة مع زيادة نسبة الديون في الهيكل المالي، وبعد هذه النقطة بدأت تكاليف الإفلاس بالظهور إلا أن حجم هذه التكاليف كان أقل من قيمة الاقتصاد الضريبي الذي صاحب زيادة نسبة الاقتراض الأمر الذي أدى إلى استمرار ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة ولكن بمعدل أقل وهذا حتى وصل معدل الرفع المالي إلى النقطة « Y »، أين أصبحت تكاليف الإفلاس أكبر من قيمة الاقتصاد الضريبي، هذا ما أدى إلى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة. ومنه يمكن القول أن النسبة المثلى للمديونية (هيكل رأسمال الأمثل) في ظل وجود تكاليف الإفلاس يكون عند النقطة« Y »، التي تكون فيها القيمة السوقية للمؤسسة في الذروة، وأين تتساوى فيه ايجابيات وسلبيات المديونية.

من كل مما سبق يتضح جليا أن تكاليف الإفلاس تؤثر سلبا على القيمة السوقية للمؤسسة، وبذلك يمكن القول أن لسياسة المديونية مزايا ضريبية ناجمة عن الاقتصاد الضريبي، لكن الاعتماد المفرط على هذا العنصر يعرض المؤسسة لمخاطر الإفلاس، لذلك فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا يمكن حسابها إلا بأخذ هذا العنصر بالحسبان، وانطلاقا من استنتاج دراسة مدكلياني و ميلر 1963 فإن القيمة السوقية للمؤسسة يحتوي هيكلها المالي على ديون تفوق القيمة السوقية للمؤسسة مماثلة عدى أن هيكلها المالي لا يحتوي إلا

على الأموال الخاصة بقيمة الاقتصاد الضريبي، أما إذا أخذنا تكاليف الإفلاس بالحسبان فإن القيمة السوقية للمؤسسة التي توصل إليها الباحثين ينبغي أن تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس، ويمكن تلخيص ذلك من خلال العلاقة الموالية:

$$V_L = V_u + \tau * D - VACF$$

حيث: VACF : تمثل القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس

من العلاقة السابقة يتضح أن القيمة السوقية للمؤسسة التي يحتوي هيكلها على ديون تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة غير أن هيكلها المالي لا يحتوي على ديون، وذلك بمقدار الفرق بين القيمة الحالية للاقتصاد الضريبي والقيمة الحالية لتكاليف الإفلاس، لذا فإن المؤسسة تبحث في ظل هذه النظرية (نظرية التوازن) عن المعدل الأمثل للمديونية بالمقارنة بين الاقتصاد الضريبي الناجم عن الديون والتكاليف المترتبة عنها[1]، ولكن السؤال الذي يطرح نفسه بإلحاف كيف يمكن تحديد قيمة هذه التكاليف؟، لذلك سنحاول تسليط الضوء في النقطة الموالية على مدى أهمية هاته التكاليف.

3- أهمية تكاليف الإفلاس

حسب (scott 1976) عند وقوع المؤسسة في الإفلاس، يتم توزيع العائد الناجم عن التنازل عن أصولها على ذوي الحقوق حسب الأولوية، ويتم تحديد تكلفة الإفلاس انطلاقا من قيمة الأصول المتنازل عنها في السوق الثانوية، وتكون قيمة التنازل عن أصول المؤسسة (liquidation value of the firm's assets) « LA » في أغلب الأحيان أقل من القيمة السوقية لمؤسسة غير معرضة للإفلاس [2]« V ».

إن التساؤل المتعلق بأهمية تكاليف الإفلاس مقارنة بالقيمة السوقية أسال الكثير من الحبر من قبل الباحثين في مجال مالية المؤسسة، حيث أظهرت عدة دراسات أهمية هذه التكاليف مقارنة بالقيمة السوقية للمؤسسات التي كانت عرضة للإفلاس، لكن هناك جملة من البحوث أثبتت ضعف هذه التكاليف، وتم تفسير ذلك بأن الدراسات التي أثبتت أهمية هذه التكاليف قامت على مؤسسات وقعت فعليا في الإفلاس، وقبول هذا الاستنتاج يسقط مبدأ البحث عن المعدل الأمثل للمديونية الذي تتساوى عنده فوائد المديونية الناجمة عن الاقتصاد الضريبي والتكاليف المترتبة عليها (تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة)[3].

حسب الدراسة التي قام بها(Baxter 1967)، فإن تكاليف الإفلاس قدرت بحوالي 20% من قيمة تكاليف التصفية، لكن يعاب على هذه الدراسة أنها اقتصرت على المؤسسات الشخصية ذات الحجم الصغير التي وقعت فعلا في الإفلاس، لذلك حاول (Warner 1977) تقدير هذه التكاليف على عينة من إحدى عشر (11)

[1] Franklin Allen, Opcit, 1984, p 25.
[2] J. H. Scott, A Theory of Optimal Capital Structure, The Bell Journal of Economics, Vol.7, N°1, 1976, p36.
[3] E. F. Fama and K. R. French, Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt, The Review of Financial Studies Spring , Vol. 15, No. 1, 2002, p 1.

مؤسسة تعمل في قطاع السكك الحديدية والتي وقعت في الإفلاس بين 1933 و 1955، وتوصل بأن تكاليف الإفلاس المحسوبة في تاريخ الوقوع في الإفلاس قدرت بحوالي 5,3% من القيمة السوقية، أما التكاليف المحسوبة سبع سنوات قبل الوقوع في الإفلاس فقدرت ب 1%، مما يوضح الاختلاف الكبير بين نتائج الدراستين، وفسر (Warner 1977) هذا الاختلاف دراسة (Baxter 1967) اعتمدت على المؤسسات الشخصية ذات الحجم الصغير مما ضخم النتائج المتحصل عليها، ويتضح من دراسة (Warner 1977) ضآلة تكاليف الإفلاس، وعلى أساس هاته النتائج بنى ميلر في سنة 1977 تحلليه المشار إليه في الفصل السابق، لكن يعاب على هاته الدراسة تجاهلها للتكاليف غير المباشرة للإفلاس، لذلك اهتم (Altman 1984) بتقدير تكاليف الإفلاس المباشرة وغير المباشرة لعينة من 19 مؤسسة صناعية (منها 12 مؤسسة تعمل في مجال البيع بالتجزئة) وقعت في الإفلاس مابين 1970-1978، وتبين أن نسب تكاليف الإفلاس كانت معتبرة ولا يمكن تجاهلها بأخذ بعين الاعتبار التكاليف غير المباشرة، ففي أغلب الحالات فاقت هذه نسبة 20% من القيمة السوقية للمؤسسة خلال السنة التي وقع فيها الإفلاس وكذلك خلال السنوات التي سبقت سنة الإفلاس، حيث قدرة في المتوسط من 12% ثلاث سنوات قبل الإفلاس إلى 17% خلال سنة الإفلاس، مما يبين أهمية هاته التكاليف لكي تكون من المتغيرات الأساسية في تحديد السياسة المالية للمؤسسة*.

بناءا على الدراسات السابقة يظهر جليا تضارب الآراء حول أهمية تكاليف الإفلاس مقارنة بالقيمة السوقية للمؤسسة فمنها من يعتبرها ذات قيم كبيرة مما يجعلها مؤهلة للامتصاص الفوائد الجبائية الناجمة عن المديونية، والبعض الأخر يعتبرها ذات قيم ضعيفة حتى يمكن مقارنتها بالامتيازات الجبائية لديون، لكن لا تقتصر أهمية الإفلاس على تحديد الهيكلة المثلى لرأس المال فحسب، بل تعتبر أداة فعالة لتخفيض تكاليف أخرى تعرف بتكاليف الوكالة « Agency Cost » ، فمشكل عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين في المؤسسة، خاصة بين الهيئة المسيرة للمؤسسة وأصحاب رؤوس الأموال الخارجية قد يؤدي إلى استغلال المسير لوسائل المؤسسة لتلبية أهدافه الشخصية على حساب المصلحة العامة، لكن بوجود احتمال قوي للوقوع في الإفلاس، سيجعل المسير يعمل لصالح المؤسسة لكي لا يفقد عمله.

إن مشكل عدم تماثل المعلومات بين مسيري المؤسسة « Insiders » وأصحاب رؤوس الأموال الخارجية « Outsiders » ، يمثل النقطة الجوهرية التي تسمح من ظهور تكاليف جديدة تعرف بتكاليف الوكالة، الناجمة أساسا عن اختلاف الموارد المالية في الهيكل التمويلي للمؤسسة ، والتي سيتم دراستها بالتفصيل من خلال النقاط اللاحقة.

* سيتم التفصيل في النتائج المتحصل عليها في دراسة كل من (Warner 1977) و (Altman 1984) في الفصل الخامس من هذه الدراسة والمخصص للجانب التطبيقي.

المطلب الثاني: مفهوم تكلفة الوكالة

اعتماد المؤسسة على موارد مالية متنوعة يعرضها حتما إلى مشاكل عدم تماثل المعلومات، ففرضية مدكلياني و ميلر المتعلقة بأن المعلومات متاحة لكل الأطراف وبدون تكلفة فرضية يصعب توفرها في أرض الواقع. إن استعمال المؤسسة لموارد مالية خارجية يعرضها حتما إلى هذا النوع من المشاكل، فإذا كان المسير لا يملك جزء كبير من رأس المال أو أنه أجير في المؤسسة، هذا ما سيدفعه حتما إلى استغلال ثروة المؤسسة لتلبية حاجته الخاصة على حساب المنفعة الكلية للمؤسسة، ولتقليص استغلال المسير لثروات المؤسسة، يتحتم على أصحاب الأموال الخارجية فرض رقابة على تسيره، هذه الأخيرة تكلفهم مبالغ معتبرة سواء هم من قاموا بها أو فوضوا هيئة مختصة للقيام بها، إن ارتفاع هذه التكاليف تدفع أصحاب رؤوس الأموال الخارجية إلى طلب عوائد إضافية على مستثمراتهم، والتي تعرف بتكاليف الوكالة « Agency Cost ». و تجدر الإشارة أن اعتماد المؤسسة على تمويل كلي عن طريق الموارد الذاتية قد يعرضها كذلك إلى مشاكل الوكالة، كون أن المسير يمكنه استغلال التدفق النقدي المتاح «Free Cash Flow» لديه، للرفع من نفقاته الشخصية وهو ما يعرف بتكلفة الوكالة للتدفق النقدي المتاح[1]، هذا ما يدفع المؤسسة إلى البحث عن المزيج التمويلي الذي يسمح لها من تخفيف عبئ هذه التكاليف، أي كلما كانت الهيئة المسيرة ليست المالكة الكلية لرأس المال فإن اعتماد المؤسسة على أي مورد مالي سيعرضها إلى هذا النوع من التكاليف، و تهدف المؤسسة إلى المراجحة بين تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة الإجمالية لإيجاد الهيكل المالي الأمثل الذي تكون فيه القيمة الإجمالية لهذه التكاليف عند قيمتها الدنيا وهو ما يعرف في النظرية المالية بمفهوم نظرية التوازن أو المراجحة « Trade Off »، وللتحليل المعمق لمفهوم تكاليف الوكالة سنحاول في هذا المطلب دراسة النقاط التالية:

1. تأثير تكاليف الوكالة على القيمة السوقية للمؤسسة؛
2. تضارب المصالح بين المساهمين والمسير؛
3. تضارب المصالح بين المقرضين والمسير.

1/ تأثير تكاليف الوكالة على القيمة السوقية للمؤسسة

تمثل تكاليف الوكالة التكاليف الناجمة عن تعيين شخص ما لتسيير مشروع ما لحساب أشخاص آخرين عن طريق عقد يربط الطرفين، ومن أشهر التعاريف في هذا المجال هو التعريف الذي قدمه (Jensen and Meckling 1976) ، حيث قام بتعريف الوكالة «على أنها عقد بموجبه يوكل شخص أو

[1] M. Jensen, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, American Economic Review, Vol 76, N° 2, May 1986, p 324.

مجموعة من الأشخاص ، شخصا آخر (العون) بتنفيذ لصالحه مهام معينة مهما كـــان نوعهـــا»[1]، وبـــذلك ينوب عنهم في سلطة اتخاذ القرار حسب ما يشير إليه العقد الذي أبرم مابين الطرفين.

إن الاختلاف بين المسير وأصحاب رؤوس الأموال من الأسباب الرئيسية لظهور هذا النوع من التكـــاليف، حيث عادة ليس أصحاب رأس المال هم الذين يسيرون مشاريعهم بل يوكلون أشـــخاص آخـــرين لـــذلك ، فالمسير يعلم بأن زيادة مردودية المؤسسة لا يعود على ثروته الشخصية بالنفع باعتبار أن له أجـــر ثابـــت فنجاح المشروع يستفيد منه المساهمين فحسب، هذا ما سيدفعه إلى الاقتصاد في الجهد مما ســـيؤثر ســـلبا على القيمة السوقية للمؤسسة، وهو ما يعلمه أصحاب رؤوس الأموال جيدا (مساهمين ومقرضـــين) ، لـــذا يقوم هؤلاء بإجراءات تحد من سلطة المسير وتسمح من مراقبة عمله، هذه الإجراءات تكلـــف أصـــحاب رؤوس الأموال تكاليف تعرف بتكاليف الوكالة.

إن اعتماد المؤسسة على نسبة من الديون في هيكلها المالي قد يمثل سبب لتقييد نشاطها، حيث يمكن أن تحتوي اتفاقية القرض على بعض الشروط التي تنص على ضرورة الرجوع إلى البنك أو مالكي السندات قبل اتخاذ بعض القرارات الاستثمارية التي تؤثر مباشرة على مصالحهم(كاقتناء أصول جديدة، إجراء توزيع عوائد استثنائية لفائدة حاملي الأسهم، قرارات رفع مرتبات صورية للمديرين والموظفين دون أن يكون هناك نمو في إنتاجية المؤسسة و رفع عدد العمال...إلخ). ويمكن أن تحتوي اتفاقية القرض على بعض البنود التي مفادها مطالبة المقرضين بقيمة القرض قبل تاريخ الاستحقاق إذا أخلت المؤسسة بشروط الاتفاقية.

فتضارب المصالح بين المساهمين وحملة السندات يمثل جوهر مشكلة الوكالة، حيث يمكن أن يلجأ المسيرين والمساهمين إلى استغلال ثروة أصحاب السندات وهذا عن طريق «عملية التنازل ثم الإيجار» (lease-back transaction) التي مفادها التنازل عن أصول المؤسسة إلى مؤسسة مختصة في الإيجار المالي ثم استئجارها بعد ذلك، وهذا ما يضمن للمؤسسة مواصلة نشاطها لكن في المقابل تفقد ملكية أصولها، ويمكن أن يلجأ المساهمين إلى استغلال السيولة الناجمة عن عملية التنازل في عمليات ذات درجة عالية من الخطورة وذات عوائد مرتفعة، فإذا نجح المشروع فالعائد يستغله أصحاب الأسهم فحسب باعتبار عائد السندات ثابت، أما إذا فشل المشروع فإن المخاطر يتحملها كل من المساهمين والمقرضين على حد سواء[2]. ولتفادي استغلال المساهمين لثروة حملة السندات عن طريق عملية التنازل ثم الإيجار، يلجأ المقرضين إلى تحديد صلاحيات المساهمين والمسيرين عن طريق تقييد حريتهم بإدراج في اتفاقية القرض إجراءات وقائية « protective covenants » لحماية مصالحهم من استغلال الهيئة المسيرة

[1] M. C. Jensen and W. H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics , 1976, p 308.
[2] J.Minje and E. R. Barry, Can Agency Costs of Debt be Reduced Without Explicit Protective Covenants? The Case of Restriction on the Sale and Lease-Back Arrangement, ASBBS Annual Conference: Las Vegas, February 2009, p 1.

للمؤسسة، و الهدف الأول من الإجراءات الوقائية هو منع المسيرين والمساهمين من تبني عمليات تؤدي بانخفاض قيمة أصول المؤسسة وتكون سبب رئيسي في مصادرة حقوق حملة السندات[1].

ولكي يتأكد المقرضين بأن المؤسسة لم تخل بالشروط المنصوص عليها في اتفاقية القرض، يكون إلزامي عليهم مراقبة ما يجري ذاخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو بتفويض وكيل عنهم، ويطلق على التكاليف التي يتحملها المقرضون من أجل مراقبة عمليات المؤسسة بتكاليف الوكالة « Agency Cost ». وكما تم ذكره سالفا فيما يخص تكاليف الإفلاس فإن المقرضين يقومون بنقل تكاليف الوكالة إلى المساهمين، عن طريق معدل الفائدة على الأموال التي يقدمونها للمؤسسة، هذا الإجراء يدفع المساهمين إلى طلب عوائد إضافية لتغطية انخفاض الأرباح الناجمة عن ارتفاع الفوائد مما يؤدي حتما إلى ارتفاع متوسط تكلفة رأس المال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

ويعتبر تصرف حملة السندات على هذا النحو منطقي، باعتبار أن إدارة المؤسسة تسعى في المقام الأول إلى خدمة مصالح المساهمين على حساب مصالح المقرضين[2]، فاستخدام معدلات عالية من الديون في الهيكل المالي يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الوكالة المتعلقة بها، ويرجع ذلك كما تم ذكره سالفا فيما يخص طريقة «البيع ثم الإيجار»، أن الديون ستحفز الإدارة حتما على استخدامها في تمويل مشاريع استثمارية التي تحتوي على درجة عالية من المخاطرة*، مما قد يكون له أثر ايجابي على ثروة المساهمين وأثر سلبي على ثروة المقرضين[3]، فلو افترضنا أن المؤسسة أرادت تنفيذ مشاريع استثمارية جديدة تنطوي على مخاطر أكبر من المشاريع الحالية، وحاولت أن تقوم بتمويلها عن طريق إصدار سندات جديدة، فإن محاولتها قد تبوء بالفشل ما لم تحفز أصحاب السندات الجديدة بمعدل فائدة أعلى، لكن هذا الإجراء سوف لن يلقى الترحاب من طرف أصحاب السندات القديمة باعتبارهم سيتحملون جزء من مخاطر الاستثمار الجديدة، فإقدام المؤسسة على تمويل هذه المشاريع الجديدة بإصدار سندات ذات معدلات فائدة مرتفعة سينجم عليه هبوط متوقع للقيمة السوقية للسندات القديمة، مما يدفع المقرضين القدامى إلى رفض هذه الفرص الاستثمارية، أما إدارة المؤسسة فيمكنها أن تقبل شروط التمويل الجديد كونها تعلم جيدا أن المشاريع الاستثمارية التي تتميز بدرجة عالية من المخاطرة تنطوي تحتها عوائد مرتفعة، باعتبار العلاقة الطردية بين درجة مخاطرة المشاريع ومعدل العائد المتوقع.

فإذا تحققت هذه الفرصة الاستثمارية وأسفرت عن عوائد معتبرة، فإن المستفيد الوحيد من هذه العوائد هم المساهمين باعتبار أن نصيب المقرضين من الأرباح محدد مسبقا عن طريق معدل الفائدة، أما إذا فشل

[1] Idem, p 2.
[2] H. E. Leland, Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure, The Journal of Finance, 1998, p 1241.
[*] « A firm's potential agency cost of debt is high if managers have the incentive to take excessive risk at the expense of debtholders »
[3] Y. Zhang, Effects of the Agency Cost of Debt and Managerial Risk Aversion on Capital Structure: What Can We Learn from All-Equity Firms?, working paper, Henry B. Tippie College of Business, November 2006, p 6.

هذا المشروع الاستثماري فإن الخسارة سيتقاسمها كل من حملة الأسهم والسندات على السواء (حملة السندات القديمة والجديدة)[1]. وحتى لو كان التمويل كلية عن طريق الأموال الخاصة، فارتفاع درجة المخاطرة سينجم عليه هبوط في القيمة السوقية للسندات القديمة، والناجم أساسا عن ارتفاع مخاطر المؤسسة، وهو ما يضر حتما بمصالح المقرضين، أما إذا فشل المشروع الاستثماري فإن الأضرار تتضاعف كونهم يشاركون في العبء بتحمل الخسارة ولا يشركون في الأرباح كون عوائدهم ثابتة.

يمكن للمسيرين استغلال حملة السندات لصالح المساهمين بطريقة أخرى، وهي بالتنازل عن الأصول التي تنطوي على درجة منخفضة من المخاطر وإحلالها باستثمارات ذات درجة عالية من المخاطرة، وبذلك يستفيد حملة الأسهم من العوائد المرتفعة في حالة الربح و يتكبد حملة السندات فقدان جزء أو كل عوائدهم في حالة الخسارة.

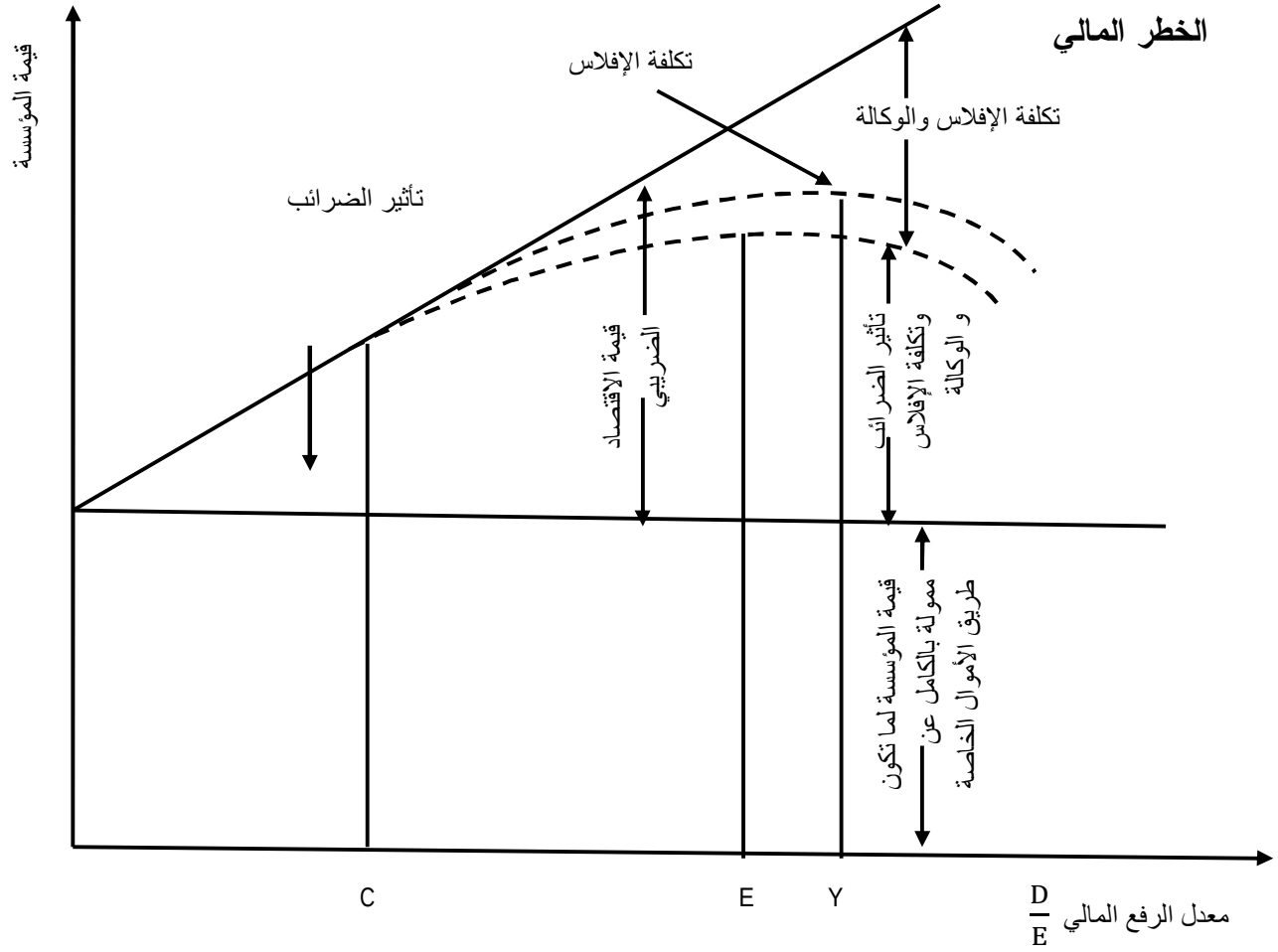
من كل ما سبق يظهر جليا أن الإدارة لا تعمل عادة لصالح المقرضين، لذلك يلجأ هؤلاء إلى وضع قيود على تسيير المسيرين للمحافظة على مصالحهم بوضع إجراءات وقائية « protective covenants » ،هذه الأخيرة تمثل سلاح ذو حدين فهي من جهة تحافظ على مصالح المقرضين من تجاوزات المسيرين ومن جهة أخرى يمكن أن تكون سببا في فقدان مشاريع استثمارية كانت ستسمح للمؤسسة من تحقيق فوائد، وحسب (Myers 1977) فإن اعتماد المؤسسة على نسبة معتبرة من الديون قد يكون السبب الرئيسي في انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، ويمكن تفسير هذا الانخفاض بالقيود الموضوعة أمام القرارات الاستثمارية وتبني المؤسسة لإستراتجية استثمارية دون المستوى[2] « suboptimal strategy » . تجدر الإشارة أن الإجراءات الوقائية التي يضعها المقرضين في اتفاقية القرض لا تنطوي على التكاليف الإدارية والقانونية فحسب بل تؤثر سلبا على أداء المؤسسة، وبما أن المساهمين والمسيرين هم من يتحمل تبعات هذه القيود فإنهم يحاولون بقدر المستطاع تخفيض هذه التكاليف بإبعاد شروط التي تقيد حريتهم من اتفاقية القرض، هذا الإجراء سيضاعف من مخاطر المقرضين، مما يدفعهم إلى رفع العوائد المطلوبة على استثماراتهم (فوائد على القروض)، هذه التكاليف الإضافية تمثل وجه آخر من أوجه تكاليف الوكالة التي يمكن أن تفوق من حيث القيمة تكاليف الوكالة الناجمة عن الإجراءات الوقائية.

وإذا افترضنا أن المقرضين لم يضعوا إجراءات وقائية في اتفاقية القرض أو الاكتتاب، وعلم المساهمين أن تمويل المشروع الاستثماري عن طريق المديونية قد يدر عوائد مرتفعة سيستفيد منها حملة السندات (ارتفاع القيمة السوقية للسندات) مما يؤدي إلى تذبذب التدفقات النقدية المستقبلية، هذا ما يدفعهم إلى صرف النظر عن هذا المشروع، رغم أنه كان يمكن قبوله لو كان التمويل عن طريق الأموال الخاصة « suboptimal strategy » ، هذه الفرصة الضائعة يمكن أن تمثل صورة أخرى من صور تكلفة الوكالة.

[1] M. C. Jensen and W. H. Meckling, Opcit , 1976, p 334.
[2] S. C. Myers, Determinants of Corporate Borrowing, Journal of Financial Economics , july 1977, p 147.

إن ظهور كل من تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة ستؤثر حتما على المعدل الأمثل للمديونية أين تكون عنده القيمة السوقية في قيمتها العليا ومعدل تكلفة رأس المال في قيمته الدنيا، فلو افترضنا أن تكاليف الوكالة ستؤثر سلبا على معدل الرفع المالي*، فإن معدل المديونية الأمثل الذي أشرنا إليه سابقا في الشكل رقم 03-03 سينخفض من النقطة « Y » إلى النقطة « E » أين تتساوى فيها القيمة الحالية للاقتصاد الضريبي والقيمة الإجمالية للتكاليف الحالية للإفلاس والوكالة، وقبل هذه النقطة تكون قيمة الاقتصاد الضريبي للديون أكبر من تكاليف الإفلاس والوكالة مما يؤذي إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة كلما زادت نسبة الديون في الهيكل المالي، وبعد هذه النقطة تكون القيمة الإجمالية لهذه التكاليف أكبر من قيمة الاقتصاد الضريبي مما يؤثر سلبا على القيمة السوقية للمؤسسة وهو يوضحه الشكل رقم (03-04).

الشكل رقم: 03-04: العلاقة بين نسبة الرفع المالي والقيمة السوقية للمؤسسة في ظل تواجد تكاليف الخطر المالي



المصدر :.S.Myers, Opcit, 1984,p 577

* تجدر الإشارة أن الاعتقاد أن تكاليف الوكالة تتولد من جراء تضارب المصالح بين المقرضين والمسيرين نظرة مقتضبة، حيث العلاقة بين المساهمين والمسيرين تولد كذلك تكاليف الناجمة عن عدم تماثل المعلومات تعرف بتكاليف الوكالة للأموال الخاصة وهو ما سيتم توضيحه لاحقا ، لذلك ينبغي المراجحة بين تكاليف الوكالة الناجمة عن المديونية والتكاليف الوكالة الناجمة عن الديون (Jensen and Meckling , 1976) ، وهذا بغية التوصل إلى المعدل الأمثل للمديونية الذي ترتفع عنده عوائد الاقتصاد الضريبي مقارنة بإجمالي تكاليف الوكالة وتكاليف الإفلاس، لذلك يمكن أن لا يكون لتكاليف الوكالة تأثير سلبي على معدل الرفع المالي إذا كانت تكاليف الوكالة الناجمة عن الأموال الخاصة أكبر بكثير من تكاليف الوكالة الناجمة عن المديونية.

وانطلاقا من استنتاج دراسة مدكلياني و ميلر 1963 أن القيمة السوقية للمؤسسة يحتوي هيكلها المالي على ديون تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة عدا أن هيكلها المالي لا يحتوي إلا على الأموال الخاصة بقيمة الاقتصاد الضريبي، أما إذا أخذنا تكاليف الإفلاس والوكالة بالحسبان فإن القيمة السوقية للمؤسسة التي توصل إليها الباحثين ، ينبغي أن تنخفض بمقدار القيمة الحالية لكل من تكاليف الإفلاس والوكالة، ويمكن تلخيص ذلك من خلال العلاقة الموالية:

$$V_L = V_u + \tau * D - VACF - VACA$$

حيث: VACA : تمثل القيمة الحالية لتكاليف الوكالة.

2/ تضارب المصالح بين المساهمين والمسير

يعتبر الباحثين (Jensen and Meckling 1976) من رواد نظرية الوكالة، إذ قام الباحثين بتقسيم المساهمين إلى نوعين، البعض منه يساهم في عملية التسيير ويعرف بالمساهمين الداخليين « Insider » والبعض الأخر لا يساهم في عملية التسيير ويعرف بالمساهمين الخارجيين [1]« Outsider »، وحسب هذه النظرية فإن عملية فتح رأس المال تمثل مصدر من مصادر تكاليف الوكالة، كون تضارب المصالح بين المساهمين الداخليين بما فيهم المسير والمساهمين الخارجيين، تمثل سببا من الأسباب الجوهرية لظهور مثل هذه التكاليف، حيث يهدف كل طرف إلى تعظيم منفعته الخاصة على حساب المنفعة العامة باختيار الاستثمارات المناسبة له.

فحسب دراسات كل من (Jensen and Meckling 1976, Harris and Raviv 1990, Jensen 1986)، لما يكون المسير ليس المساهم الذي يحوز على أكبر حصة من رأس المال، فإن هذه الوضعية تمثل مصدرا لتضارب المصالح، مما يدفعه إلى تبذير أصول المؤسسة[2]، أو مواصلة النشاط حتى لو كان في غير صالح المؤسسة كونه يخاف من أي عملية تحقيق تؤدي إلى تصفية المؤسسة مما يفقده السيطرة على السيولة المتاحة لديه[3] أو تكون سببا رئيسيا في فقدان منصب عمله، أو الاستثمار في مشاريع ذات عوائد منخفضة أو القيام بتوزيع عوائد غير منطقية على المساهمين[4] مما يؤدي إلى إضعاف السياسة الاستثمارية للمؤسسة.

ويكمن مشكل تضارب المصالح بين المساهمين الداخليين والمساهمين الخارجيين، في كون هدف المسير هو تعظيم منفعته الشخصية على حساب المنفعة العامة، مما يدفعه إلى رفع قيمة مصاريفه الشخصية، بتبني سياسة استثمارية غير رشيدة تهدف إلى عدم الاستثمار في المشاريع المربحة أو حتى الاستثمار في

[1] M. C. Jensen and W. H. Meckling, Opcit , 1976, p 305.
[2] Idem, p 328.
[3] M. Harris and A. Raviv, Capital Structure and the Informational Role of Debt, The Journal of Finance, Vol 45, N° 2, Juin 1990, p 325.
[4] M. Jensen, Opcit, May 1986, p 324.

مشاريع ذات عوائد منخفضة أو سالبة « suboptimal strategy » ، هذه السياسة تسمح له من السيطرة على السيولة المتاحة لديه، أما هدف المساهمين الخارجيين هو تخفيض مخاطرة المؤسسة وتعظيم قيمة أسهمهم في السوق المالي. بناءا على ذلك، فإن توفر فرص استثمارية في سوق تفرض على المؤسسة البحث عن الموارد المالية اللازمة بما في ذلك فتح رأس المال، لكن هذه الأخيرة قد تكون من جهة، سببا في تبني سياسة استثمارية غير رشيدة كما تم ذكره سالفا، ومن جهة أخرى، فإن المساهمين يعلمون جيدا أن الإدارة لا تعمل دائما لخدمة مصالحهم مما قد يؤدي إلى ضياع هذه الفرصة الاستثمارية ويفقد المؤسسة عوائد محتملة، وبذلك نكون أمام صورة أخرى من الإستراتجية الاستثمارية غير الرشيدة.

وحسب دراسة (Jensen and Meckling 1976) فإن المسير يهدف في حالة فتح رأسمال إلى استغلال التدفقات النقدية للمؤسسة بالرفع من مصاريفه الشخصية، عن طريق الاستفادة من الامتيازات العينية إضافة إلى الأجر الذي يتقاضاه، وبذلك فهو يتحمل الخسارة الناجمة عن الاستهلاك الانتهازي لهاته المصاريف مع المساهمين الجدد، كون هذه الأخيرة لها علاقة عكسية مع القيمة السوقية للمؤسسة.

وقام الباحثين بتحديد القيمة السوقية للمؤسسة بدلالة كل من الاستثمارات والمصاريف الانتهازية للمسير[1]، وهذا من خلال العلاقة التالية*:

$$V = V(I, F)$$

وتحدد القيمة المثلى لهاته المصاريف الانتهازية F^* ، بنقطة التوافق بين هاته المصاريف وميزانية المؤسسة، حيث أشار الباحثين أن عملية فتح رأسمال ستشجع المسير على الرفع من قيمة المصاريف الانتهازية باعتبار أن الخسارة الناجمة عن انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة سيتحمل نصيب منها المساهمين الجدد، وبذلك فإن قيمة المصاريف الانتهازية تكون عند النقطة F التي تفوق النقطة F^* التي تسمح من تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة**.

وفي ظل هذا التحليل، أشار الباحثين أن تكاليف الوكالة الناجمة عن فتح رأس المال تمثل أساسا في تكاليف المراقبة التي يدفعها المساهمين للهيئة المكلفة بعملية المراقبة وكذلك الخسائر الناجمة عن استغلال المسير لوضعية فتح رأس المال، ولتخفيض من قيمة هذه التكاليف ينبغي مراقبة عمل المسيرين بتخفيض الموارد التي بحوزتهم عن طريق إجراءات المراقبة المطبقة عادة في المؤسسة نذكر منها (التدقيق، نظام رسمي للرقابة، قيود للميزانية ونظام محفز للتعويضات)[2]، كذلك يمكن لكفاءة السوق المالي أن تكون حل مثالي لتخفيف تكاليف الوكالة بين المساهمين والمسيرين[3]، كون هذا الأخير يسمح بتقييم مثالي لقيمة

[1] M. C. Jensen and W. H. Meckling, Opcit, 1976, p 319.

* حيث: **I** : قيمة الاستثمارات المراد تحقيقها، **F** : القيمة السوقية للمصاريف الانتهازية للمسير.

** النقطة F^* توافق النقطة C من الشكل الموضح في دراسة (Jensen and Meckling 1976 p 320) حيث تكون قيمة الاستثمارات عند قيمتها المثلى I^* لما يكون التمويل 100% من طرف المسير، فمن غير صالحه انتهاز ثروته الشخصية.

[2] Idem, p 323.

[3] Ibid, p 345.

المؤسسة، مما يسمح بإعطاء المعلومات اللازمة للمساهمين حول القيمة الفعلية للأسهم الناجمة من عملية فتح رأسمال، ويسمح للمساهمين الخارجيين بمراقبة القيمة السوقية لأسهمهم، مما يضع ضغط كبير على المسيرين لرفع من القيمة السوقية للمؤسسة للمحافظة على مناصب عملهم، وبذلك تسمح كفاءة السوق المالي من ترشيد معاملات المسيرين عن طريق قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق[1].

ويمكن لكفاءة سوق العمل أن تكون عامل مهم للتخفيف من النفقات الاستغلالية للمسيرين (تخفيف من قيمة تكلفة الوكالة)، حيث أشار (Fama 1980) أنه في ظل كفاءة سوق العمل من صالح المسير أن يعمل على الرفع من القيمة السوقية للمؤسسة باعتبار المنافسة الشديدة التي يشهدها السوق، وكفاءة كل من سوق العمل والسوق المالي تسمح بإرسال إشارات على أداء المؤسسة[2]، وانطلاقا من هذه الإشارات تتحدد أجور المسيرين في سوق العمل، مما يدفعهم حتما من رفع من أدائهم لكي يكون لهم تقييم ايجابي وهذا ما سيسمح حتما من رفع أجورهم أو الحصول على فرص عمل أفضل، أما إذا كان أداءهم سلبي فسيسهل استبدالهم بإدارة جديدة لها أكثر فاعلية، كون المنافسة شديدة في سوق العمل.

لكن فيما يخص واقع الاقتصاد الجزائري الذي يتميز بسوق مالي ضعيف وعدم كفاءة سوق العمل، حيث عدد المؤسسات المدرجة في البورصة ضعيف و أغلب المؤسسات خاصة الصغيرة والمتوسطة ذات طابع عائلي، مما يصعب فقدان عمل المسيرين في حالة عدم الكفاءة أو إمكانية مراقبة أعمالهم، باعتبار أن هذا النوع من المؤسسات يتميز بالتكتم فيما يخص المعلومات المالية والمحاسبية، لذا لا يمكن الاعتماد على هذين المتغيرين لتخفيف تكاليف الوكالة الناجمة عن عدم تماثل المعلومات بين المسيرين والمساهمين، وفي نفس هذا السياق أشارت عدة دراسات أن الديون تمثل الاتفاقية المثلى لتخفيف تكاليف الوكالة الناجمة من تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين، وهذا ما دفعنا من خلال النقاط المقبلة إلى تسليط الضوء على أهم الدراسات التي عالجت هذه النقطة.

فحسب دراسة (Harris and Raviv 1990) فإن المسير لا يقوم دائما بالقرارات المثلى التي تخص المؤسسة التي يسيرها، لذلك فإن بعض عمليات المراقبة من طرف المساهمين الخارجيين تكون فعالة، خاصة أن المسيرين لا يريدون عمليات التحقيق التي يمكنها أن تؤدي إلى تصفية المؤسسة مما يفقدهم السيطرة على السيولة الموضوعة تحت تصرفهم[3]، فهدفهم الرئيسي عدم توزيع عوائد على المساهمين لاستغلال هذه السيولة. لذلك أشار الباحثين إلى الدور الفعال لديون لترشيد المعاملات التي يقوم بها المسير حتى تتوافق مع الأهداف الإستراتجية للمؤسسة، حيث لا يقتصر دور الديون على التدفقات النقدية الإضافية الناجمة عن الاقتصاد الضريبي (Modigliani and Miller 1963) ، بل لها وظائف جد مهمة فيما يخص تحديد الهيكلة

[1] R. H. Sitkoff, Trust Law, Corporate Law, and Capital Market Efficiency, The Journal of Corporation Law, Working Paper N° 03-014, 2003, p 570.
[2] Eugene F. Fama, Agency Problems and the Theory of the Firm, The Journal of Political Economy, Vol 88, N° 2, Apr 1980, p 293.
[3] M. Harris and A. Raviv, Opcit, Juin 1990, p 325.

المثلى لرأسمال نذكر على سبيل المثال لا الحصر استخدامها كأداة لتحديد صلاحيات المسير (Harris and Raviv 1988) [1]، تسمح بتطبيق عملية المراجحة بين تكلفة الوكالة المتعلقة بالديون وتكاليف الوكالة المتعلقة بالأموال الخاصة لتحديد المعدل الأمثل للرفع المالي الذي تكون عنده القيمة الإجمالية لتكاليف الوكالة عند قيمتها الدنيا (Jensen and Meckling 1976)[2]، تحفز المسيرين على التسيير الأمثل للمؤسسة عن طريق تقييد تصرفهم فيما يخص استعمال التدفق النقدي المتاح بصفة تتماشى مع إستراتيجية المؤسسة وعدم استخدمه في مشاريع ذات مردودية ضعيفة (Jensen 1986)[3]، وفي الأخير تسمح من تطبيق عملية المراجحة بين فوائد الاقتصاد الضريبي الناجم عن المديونية وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة من جراء تبني سياسة استثمارية في غير المستوى « suboptimal strategy » ، كون استخدام الديون في الهيكل المالي سيقيد تصرفات الإدارة فيما يخص اختيار المشاريع الاستثمارية ، مما قد يكون سبب في ضياع مشاريع استثمارية مربحة للمؤسسة (Myers 1977)[4].

وتظهر أهمية الديون كذلك فيما يخص ترشيد معاملات المسير من خلال مفهوم التصفية وإعادة التنظيم، فحسب كل من (Townsend 1979, Diamond 1984, Chang 1992) فإن الديون تمثل الاتفاقية المثلى للمؤسسة « Optimal Contract » كونها تسمح من ترشيد سلوك المسير، حيث أشار (Townsend 1979) أن الديون تسمح بمراقبة أعمال المسير مما يخفض من تكاليف المراقبة (مثل تكاليف تدقيق الداخلي) عكس التمويل عن طريق الأموال الخاصة ، ويمكن معرفة مدى نجاعة المسير من خلال مراقبة التسديدات المتعلقة بالمديونية التي تكون عادة دوريا (قدرة المؤسسة على مجابهة مديونيتها)[5]. أما (Chang 1992) فأعتبر أن المساهمين لا يمكنهم التقدير الأمثل لإيرادات المؤسسة كونهم لا يملكون المعلومات اللازمة لذلك، هذا ما يدفعهم إلى اللجوء إلى مكاتب خبرة متخصصة مما يزيد من تكاليفهم، عكس الديون التي تسمح بمراقبة إيرادات المؤسسة بصفة دورية من جراء تحصيل العوائد السنوية على الديون[6]، وأعتبر (Diamond 1984) أن اللجوء إلى الديون في تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق يمثل الاتفاقية المثلى، حيث يتحتم على المسير العمل بصفة جدية لتغطية نفقات هذه المديونية فمن غير المعقول أن يقبل المسير أن تكون ثروته سالبة أي أن العوائد المتأتية من الاستثمار تذهب كلها لتسديد ما على المؤسسة من دين، أو بعبارة أخرى يقوم بتسديد أكثر مما لديه[7]، لذلك سيحاول المسيرين أن يكون

[1] M. Harris and A. Raviv, Corporate Control Contests and Capital Structure, Journal of Financial Economics, 1988, p 55.
[2] M. C. Jensen and W. H. Meckling, Opcit, 1976, pp 333-334.
[3] M. Jensen, Opcit, May 1986, p 324.
[4] S. C. Myers, Opcit ,1977, p 149.
[5] R. M. Townsend, Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification, Journal of Economic Theory, 1979, p 271.
[6] Chun. Chang, Capital Structure as an Optimal Contract Between Employees and Investors, The Journal of Finance, Volume 47, Issue 3, 1992, p 1142.
[7] D. W. Diamond, Financial Intermediation and Delegated Monitoring, The Review of Economic Studies, Volume 51, Issue 3, Juil 1984, p 394.

يكون عائد المشاريع الممولة عن طريق المديونية أكبر من تكلفة الديون وهذا عكس التمويل عن طريق الأموال الخاصة فالمسيرين ليسوا ملزمين بدفع عوائد للمساهمين إلا إذا حققت المؤسسة ربح، ويرى (Hart and Moore 1998) أن الديون تمثل الاتفاقية المثلى في العلاقة بين المقرضين والدائنين كون هذه الأخيرة تسمح من حجز أصول المؤسسة في حالة عدم القدرة على التسديد[1].

من كل ما سبق تظهر جليا أهمية الديون في مراقبة عمل المسير، مما يخفف من نفقاته الاستغلالية، لكن السؤال الذي يطرح نفسه بإلحاف هل من صالح حملة السندات أن يقوموا بعملية مراقبة سير المؤسسة بنفسهم أم يقوموا بتكليف هيئة متخصصة في ذلك؟.

وللإجابة على هذا السؤال قام (Diamond 1984) بتقديم دراسة تحت عنوان «الوساطة المالية وتفويض عملية المراقبة»، حيث أشار الباحث من خلال هذه الدراسة أن مشكل عدم تماثل المعلومات سيؤدي حتما إلى الرفع من تكاليف الديون، كونهم يعلمون جيدا أن الإدارة لا تعمل دائما لصالحهم، ويمكن للمقرضين القيام برفع معدلات الفائدة دون مراقبة عمل المسيرين لتغطية مخاطر مشكل عدم تماثل المعلومات، أو تبني حل أخر خاصة للمقرضين الذين لهم علاقة مباشرة مع المسيرين، بالقيام بتحمل بعض التكاليف لمراقبة المعطيات المتاحة للمسير وغير متاحة لديهم، والتكلفة الأقل بين هذين الاقتراحين تمثل التكلفة المثلى[2].

وأشار الباحث أن تكاليف المراقبة « Cost of Moitoring» يمكن أن تكون باهظة خاصة إذا قام حملة السندات بمراقبة عمل المسيرين بأنفسهم، وكان عدد المقرضين معتبر، فلو افترضنا أن حملة السندات يقدر ب n وتكلفة المراقبة تقدر ب $k > 0$، فإن إجمالي تكلفة المراقبة سيقدر ب $n * k$، هذا ما سيؤدي حتما إلى تضخيم تكاليف المراقبة هذا من جهة، ومن جهة أخرى ظهور مشكل آخر يعرف في النظرية المالية بمشكل الركوب المجاني « Free Rider Problem » ، بحيث بعض المقرضين ذوي الحصص الصغيرة من السندات لا يقومون بتحمل أي تكلفة للمراقبة، كون حصتهم صغيرة مما يجعل المنفعة المرجوة من عملية المراقبة مهملة، باعتبار أن العوائد الناجمة من عملية التمويل ضعيفة وكذلك أصحاب الحصص الكبيرة من السندات سيقومون عوضهم بعملية مراقبة عمل المسير، وبذلك فإن الخيار الأمثل لأصحاب هذه الحصص عدم تحمل أي تكاليف للمراقبة[3]، وانطلاقا من المشاكل السالفة الذكر فإن الحل الأمثل لحملة السندات خاصة إذا كان عدد هم معتبر هو تفويض هيئة متخصصة في عملية المراقبة للقيام لحسابهم الشخصي بهذه العملية.

[1] O.D. Hart and J. Moore, Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt, Quarterly Journal of Economics, Vol 113, N°1, 1998, p 1.
[2] D. W. Diamond, Opcit, Juil 1984, p 394.
[3] Idem, p 394.

من كل ما سبق، لاحظنا أن عملية فتح رأس المال في المؤسسة، تعتبر من الأسباب الرئيسية لظهور تكاليف الوكالة الناجمة عن تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين الجدد، حيث يهدف المساهمين إلى الرفع من القيمة السوقية لمستثمراتهم، أما المسيرين فيهدفون إلى الرفع من مصاريفهم الاستغلالية على حساب المنفعة العامة للمؤسسة، بتبني سياسة استثمارية غير رشيدة تسمح لهم من استغلال السيولة المتاحة لديهم، وتمت الإشارة إلى أهمية كفاءة السوق المالي وسوق العمل لترشيد معاملات المسير حتى تتماشى مع الأهداف الإستراتجية للمؤسسة، لكن لا يمكن الاعتماد على هذين المتغيرين لتخفيف من تكاليف الوكالة فيما يخص واقع المؤسسات الجزائرية، حيث يتميز الاقتصاد الجزائري بسوق مالي ضعيف وعدم كفاءة سوق العمل. وأشارت عدة دراسات أخرى إلى أهمية الاعتماد على الديون في الهيكل المالي للمؤسسات كونها تسمح بمراقبة عمل المسير وتخفف من السيولة الموضوعة تحت تصرفه، إذ تمثل الديون الاتفاقية المثلى لتخفيف عبء تكاليف الوكالة الناجمة من تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين، لكن السؤال الذي يتبادر على الأذهان ماذا عن تكاليف الوكالة الناجمة عن تضارب المصالح بين المقرضين والمسيرين حيث لاحظنا في بداية هذا المطلب أن اتفاقية الدين أو الاكتتاب تسمح من تقييد حرية المسيرين في استغلال السيولة الموضوعة تحت تصرفهم ، لكن من جهة أخرى قد تكون هذه السياسة سببا رئيسيا في تقييد حرية المسيرين مما يفقدهم عدة استثمارات مربحة و يعرض المؤسسة إلى سياسة استثمارية في غير المستوى « suboptimal strategy » ، لذلك سنحاول في النقطة الموالية تحليل مفهوم تضارب المصالح بين المسيرين والمقرضين.

3/ تضارب المصالح بين المقرضين والمسير

تمثل الديون الحل الأمثل لمجابهة تكاليف الوكالة المترتبة عن فتح رأس المال باعتبارها الوسيلة المثلى لمراقبة عمل المسيرين، فحسب (Jensen 1986) فإن توفر التدفق النقدي المتاح يشجع المساهمين على استغلال هذه السيولة لأهداف غير تلك المتعلقة بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، أما فيما يخص المساهمين فيفضلون الاستفادة من هذه السيولة على شكل توزيع عوائد أو الاستثمار في مشاريع ذات عائد معتبر مقارنة بالمشاريع التي تبنتها الإدارة، في المقابل يمكن أن يفضل المسير استثمار هذه السيولة في مشاريع ذات عوائد ضعيفة على أن يتم توزيعها على المساهمين، لذلك أشار الباحث أن الديون تمثل الحل الأمثل لتخفيف من تكاليف الوكالة المتعلقة بالتدفق النقدي المتاح كونها تسمح من تخفيض السيولة التي هي تحث تصرف المسيرين[1]. كذلك يرى (Harris and Raviv 1991) أن اعتماد الديون في الهيكل المالي للمؤسسة سيسمح من ترشيد سلوك المسيرين، باعتبار أن المقرضين يمكنهم إعلان إفلاس المؤسسة في حالة العجز، مما يدفع الإدارة إلى العمل لصالح أصحاب رؤوس الأموال لتخفيف من احتمال الوقوع في الإفلاس[2]. في

[1] M. Jensen, Opcit, May 1986, p 324.
[2] M. Harris and A. Raviv, The Theory of capital structure, The Journal of Finance,Vol 46, Mar 1991, p 303.

المقابل فإن اعتماد المؤسسة على معدلات عالية من المديونية سيسمح من ظهور تكاليف أخرى للوكالة تعرف بتكاليف الوكالة المتعلقة بالديون.

فاعتماد المؤسسة على معدلات عالية من الديون، قد يكون سبب رئيسي في عدم الاستثمار في المشاريع ذات المردودية العالية، نظرا للإجراءات الوقائية التي يتخذها المقرضين للمحافظة على مصالحهم « suboptimal strategy »، أو بسبب تحايل المسيرين بإحلال الأصول التي اعتمدت عند طلب التمويل بأصول أخرى تتميز بمعدل عالي للمخاطرة (خطر إحلال الأصول).

وحاول (Myers 1977) تفسير أثر الاعتماد على النسب العالية من الديون على السياسة الاستثمارية للمؤسسة، فحسب الباحث فإن المؤسسات التي تكون ممولة كليا عن طريق الأموال الخاصة يمكنها تحقيق كل الاستثمارات التي لها قيمة حالية صافية V_S أكبر من التكلفة الأولية للمشروع I. أما إذا كان الهيكل المالي للمؤسسة يحتوي على الديون بقيمة إسمية تقدر ب P فإن المؤسسة لا تقبل إلا بالمشاريع التي تحقق قيمة حالية صافية أكبر من تكلفة المشروع مضاف إليه القيمة الإسمية للديون I + P وبذلك فإن المؤسسة لا تقبل عدد معتبر من المشاريع (غير مقبولة من منظور المردودية المالية $V_S < I + P$ لكنها مقبولة من منظور المردودية الاقتصادية $V_S \geq I$)[1]. وفي هذه الحالة فإن المؤسسة ستضيع فرص استثمارية مربحة مقارنة بالتمويل عن طريق الأموال الخاصة، مما يكون سببا في تخفيض القيمة السوقية بالنسبة للمؤسسة التي يحتوي هيكلها على الديون، فاستخدام الديون في الهيكل المالي سيعرض المؤسسة إلى خطر السياسة الاستثمارية دون المستوى (underinvestment risk)، وهذا ما يفسر تضارب المصالح بين المقرضين والمسيرين من جهة، وبين المقرضين والمساهمين من جهة أخرى.

وحاول (Jensen and Meckling 1976) توضيح مشكل تضارب المصالح من خلال دراسة حالة مؤسسة غير مستدينة في عالم بدون ضرائب أمامها مشروعين استثمارين لهما نفس التكلفة، يسمح هذين المشروعين من تحقيق عوائد عشوائية $\tilde{X}_j$ * خلال فترة زمنية معينة (بين 0 و t)، ولتبسيط التحليل افترض الباحثين أن للمشروعين نفس العائد المتوقع $E(\tilde{X}_j)$ مع اختلاف قيمة التباين للعوائد $\delta_1 > \delta_2$ ، غير أن قيمة المخاطرة المتعلقة بالمشروعين β_j متساوية حسب نموذج تقييم الأصول المالية « MEDAF »، وبذلك فإن القيمة السوقية المتوقعة لكلا المشروعين تكون متساوية وتقدر ب V. ففي حالة كان للمسير إمكانية استعمال الديون ثم اختيار أحد المشروعين وبعد ذلك التنازل عن العوائد المحققة في السوق المالي، فلا يكون المسير في هذه الحالة محايد اتجاه اختيار أحد المشروعين، حيث يختار المشروع ذو التباين الضعيف (المشروع رقم 2) عن طريق التعهد إلى حملة السندات على الاستثمار فيه، ثم بعد ذلك يقوم بالتنازل عن جزء أو كل حصته من المشروع في السوق المالي، لتمويل المشروع ذو التباين العالي (المشروع رقم 1) وبذلك يقوم بتحويل ضمني للثروة من حملة السندات « The naive bondholders»

[1] S. C. Myers, Opcit, 1977, pp 151-153.

* مع (j = 1,2) أي العوائد العشوائية للاستثمار في المشروع الأول أو الثاني.

إلى حملة الأسهم ، هذا ما سيسمح له من تعظيم ثروته الشخصية باعتباره مالكا لجزء معتبر من حصة الأسهم[1].

لذلك فإن أغلب الدراسات التطبيقية تحاول قياس مدى أهمية تكاليف الوكالة من خلال متغير الضمانات العينية * فالمؤسسة التي تحتوي على أصول سهلة التسويق يمكن إحلالها بأصول أخرى تكون عرضة لتكاليف الوكالة أكثر من المؤسسات التي يكون هيكل أصولها ثابت عبر الزمن (تحتوي على استثمارات ضخمة يصعب تغييرها باستثمارات أخرى على المدى القصير والمتوسط) مثل المؤسسات الكبرى، وعكس ذلك فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تكون عرضة لهذا النوع من التكاليف كون هيكل أصولها يتميز بالهشاشة ويتأثر كثيرا بالتغيرات التكنولوجية مما يضعف الضمانات لهذا النوع من المؤسسات.

من كل ما سبق، فإن نظرية الوكالة تبرز أهمية توفر نسبة معينة من الديون التي تسمح من ترشيد معاملات المسير، مما يخفف من حدة تكاليف الوكالة الناجمة عن تضارب المصالح بين المسير والمساهمين، لكن في نفس الوقت الاعتماد المفرط على الديون يسمح بظهور تكاليف وكالة أخرى تعرف بتكاليف الوكالة للديون والناجمة أساسا عن السياسة الاستثمارية دون المستوى (underinvestment risk) وخطر إحلال الأصول « le risque de substitution des actifs »، منه فإن السؤال الذي يتبادر للأذهان هل يوجد معدل أمثل للمديونية الذي تكون فيه تكاليف الوكالة الإجمالية عند قيمتها الدنيا، والقيمة السوقية عند قيمتها العليا؟. فعدم تبني فرضيتي عدم تضارب المصالح بين المتعاملين وتماثل المعلومات بين المتعاملين التي قام عليها نموذج مدقلياني وميلر، تسقط نتيجة استقلالية الهيكل المالي عن القيمة السوقية للمؤسسة، لذلك سنحاول من خلال المطلب الموالي توضيح المعدل الأمثل للمديونية التي تكون عنده تكاليف الوكالة عند قيمتها الدنيا حسب دراسة (Jensen and Meckling 1976).

المطلب الثالث: المعدل الأمثل للمديونية وفق نظرية الوكالة

كما تم توضيحه آنفا، يمكن التمييز بين نوعين من تكاليف الوكالة ، التكاليف الناجمة عن اختلاف المصالح بين المسير والمساهمين وتعرف بتكاليف الوكالة للأموال الخاصة ، والتكاليف الناجمة عن اختلاف المصالح بين المسير والمقرضين وتعرف بتكاليف الوكالة للديون ومن أشهر الأعمال في هذا الجانب (Jensen and Meckling 1976)، اللذان حاولا تفسير بطريقة رياضية الحد الأدنى لتكلفة الوكالة الكلية انطلاقا من التكلفتين السابقتين.

[1] M. C. Jensen and W. H. Meckling, Opcit, 1976, pp 334-335.

* هناك علاقة عكسية بين المتغيرين حيث المؤسسات التي تحتوي على أصول عينية قوية سيضعف من مشكل إحلال الأصول وبذلك ضعف تكاليف الوكالة والعكس صحيح.

وحاول الباحثين البرهان على وجود هيكل مالي أمثل تكون فيه تكاليف الوكالة عند قيمتها الدنيا، بأخذ بعين الاعتبار النسبة التي يحوز عليها المسير من الأموال الخاصة وهذا كما يلي:

القيمة الإجمالية للأموال الخاصة تحدد بالعلاقة التالية [*]:

$$S = S_i + S_0 \quad \ldots\ldots\ldots(01)$$

انطلاقا من النظريات السابقة، فإن القيمة السوقية للمؤسسة تتحدد بمجوع إجمالي قيمة الأموال الخاصة و قيمة الديون $(V = S + B)$ ، والتي تكون مرتبطة ارتباطا وثيقا مع القيمة الإجمالية لتكاليف الوكالة، حيث تكون عند قيمتها المثلى (V^*) عندما تكون تكاليف الوكالة الإجمالية عند قيمتها الدنيا[1].

وافترض الباحثين أن مبلغ التمويل الخارجي ثابت $(B + S_0)$، لذلك فإن هدف المسير هو إيجاد التوليفة المثلى لرؤوس الأموال الخارجية التي تسمح من تخفيف عبئ تكاليف الوكالة وهذا كما توضحه العلاقة التالية:

$$E^* = {}^{S_0^*}/_{B + S_0} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (02)$$

حيث: E^* : تمثل النسبة المثلى لقيمة الأموال الخاصة الخارجية، والتي تتحقق عندما تكون القيمة الإجمالية للتكاليف للوكالة $A_t(E)$ عند قيمته المثلى، هذه الأخيرة تتحدد بناءا على العلاقة التالية[2]:

$$A_T(E) = A_{S_0}(E) + A_B(E) \quad \ldots\ldots\ldots(03)^{**}$$

وأشار الباحثين أنه إذا كانت النسبة المحددة في العلاقة رقم (02) مساوية للصفر، أي أن التمويل الخارجي مقتصر على الديون فحسب، فهذه الحالة تكون قيمة تكاليف الوكالة الناجمة عن الأموال الخاصة الخارجية منعدمة، وقيمة تكاليف الوكالة الناجمة عن الديون عند ذروتها، وتنخفض هذه الأخيرة كلما ارتفعت نسبة الأموال الخاصة الخارجية في الهيكل المالي ويرجع ذلك إلى انخفاض قيمة الديون في الهيكل المالي مما يخفف عبئ تكاليف الوكالة الناجمة عنها[***]، لكن في المقابل فإن اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة الخارجية يؤدي إلى ارتفاع قيمة تكاليف الوكالة الناجمة عن الأموال الخاصة الخارجية.

و باستخدام التحليل الرياضي فإن قيمة التكلفة الوكالة الكلية تكون في قيمتها الدنيا لما تتساوى التكلفة الحدية لتكلفة الوكالة الناجمة عن الأموال الخاصة مع التكلفة الحدية لتكلفة الوكالة الناجمة عن الديون ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل رقم 03-05:

---

[*] $\mathbf{S_i}$: قيمة الأموال الخاصة المملوكة من طرف المسير، $\mathbf{S_0}$: قيمة الأموال الخاصة للمساهمين الخارجيين (من غير المسيرين)، **B:** قيمة الديون.

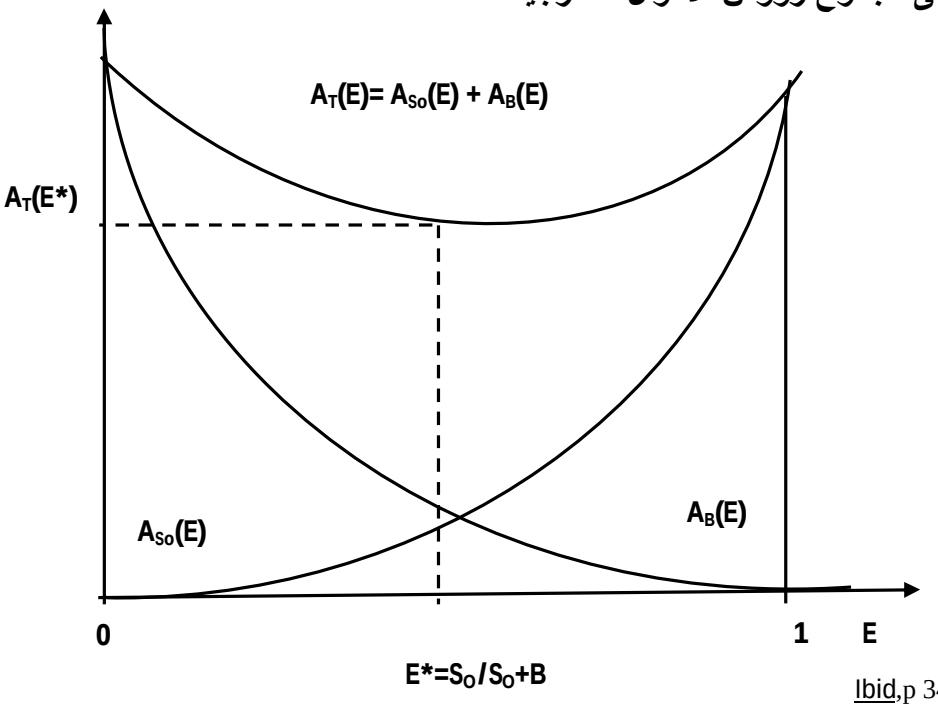
[1] M. C. Jensen and W. H. Meckling, Opcit, 1976, p 344.

[2] Idem, p 345.

[**] مع: $\mathbf{A_T(E)}$: قيمة تكاليف الوكالة الكلية بدلالة معدل الأموال الخاصة الخارجية ، $\mathbf{A_{S_0}(E)}$: قيمة تكاليف الوكالة للأموال الخاصة للمساهمين الخارجيين (من غير المسير)، $\mathbf{A_B(E)}$: قيمة تكاليف الوكالة للديون.

[***] هذا الاستنتاج صحيح بناءا على الفرضية الأساسية لهذا النموذج والمتمثلة في ثبات قيمة الأموال الخارجية ، فإسقاط هذه الفرضية يمكن أن يؤذي إلى نتائج عكسية، حيث أن ارتفاع قيمة الأموال الخاصة الخارجية لا يمثل بضرورة انخفاض قيمة الديون، فالدراسة التي قام الباحثين مفادها استبدال جزء من الديون بالأموال الخاصة أو العكس.

الشكل رقم: 03-05: يوضح تغير قيمة تكاليف الوكالة الكلية بدلالة تغير نسبة الأموال الخاصة الخارجية إلى مجموع رؤوس الأموال الخارجية*



المصدر :Ibid,p 344.

حيث:

E^* : قيمة المثلى لمعدل الأموال الخاصة الخارجية إلى مجموع رؤوس الأموال الخارجية؛

$A_T(E^*)$: قيمة المثلى للتكاليف الوكالة الكلية.

من خلال الشكل رقم 03-05 يظهر جليا أن تكاليف الوكالة الكلية تكون عند قيمتها المثلى (المستوى الأدنى لهذه التكاليف)، لما يكون مشتق الأول لدالة تغير التكاليف الوكالة الكلية $A_T(E)$ بدلالة نسبةالأموال الخاصة الخارجية (E) يكون مساوي للصفر وهذا كما يلي:

$$\frac{\delta A_T(E)}{\delta E} = \frac{\delta A_{S_O}(E)}{\delta E} + \frac{\delta A_B(E)}{\delta E} = 0 \ldots\ldots\ldots(04)$$

ومنه*:

$$\frac{\delta A_{S_O}(E)}{\delta E} = -\frac{\delta A_B(E)}{\delta E} \ldots\ldots\ldots\ldots(05)$$

*S_i : Inside equity (held by the mamager)
S_o : Outside equity (held by anyone outside of the firm)
B : Debt (held by anyone outside of the firm)
The total market value of the equity is $S=S_i+So$ and the total market value of the firm is V=S+B.

*وبما أن تغير قيمة التكاليف الوكالة المتعلقة بديون يكون عكسي مع زيادة نسبة الأموال الخاصة الخارجية إلى مجموع رؤوس الأموال الخارجية (E) (انخفاض قيمة الديون في هيكل رأس المال)، وهذا حسب ما هو موضح في الشكل رقم 03-05 ، لذلك فإن قيمة $\frac{\delta A_B(E)}{\delta E}$ تكون سالبة، عكس التكاليف الوكالة المتعلقة بالأموال الخارجية فتكون طردية مع تغير في نسبة (E)، لذلك فإن قيمة $\frac{\delta A_{S_O}(E)}{\delta E}$ تكون موجبة.

من كل ما سبق، فإن قيمة تكاليف الوكالة الكلية $A_T(E)$ تكون عند قيمتها المثلى، إذا تساوت القيمة الحدية لتكلفة الوكالة للأموال الخاصة الخارجية مع القيمة الحدية لتكلفة الوكالة للديون حسب ما هو موضح في العلاقة رقم (*05*). و يمكن للقارئ طرح السؤال الموالي هل يكون هناك تأثير لارتفاع نسبة الأموال الخارجية على قيمة تكاليف الوكالة؟، حيث لاحظنا من خلال تحليل مفهوم تكاليف الوكالة أن انخفاض النسبة التي يحوز عليها المسير من رأسمال سيشجعه حتما إلى الرفع من مصاريفه الاستغلالية مما يؤثر سلبا على قيمة هذه التكاليف.

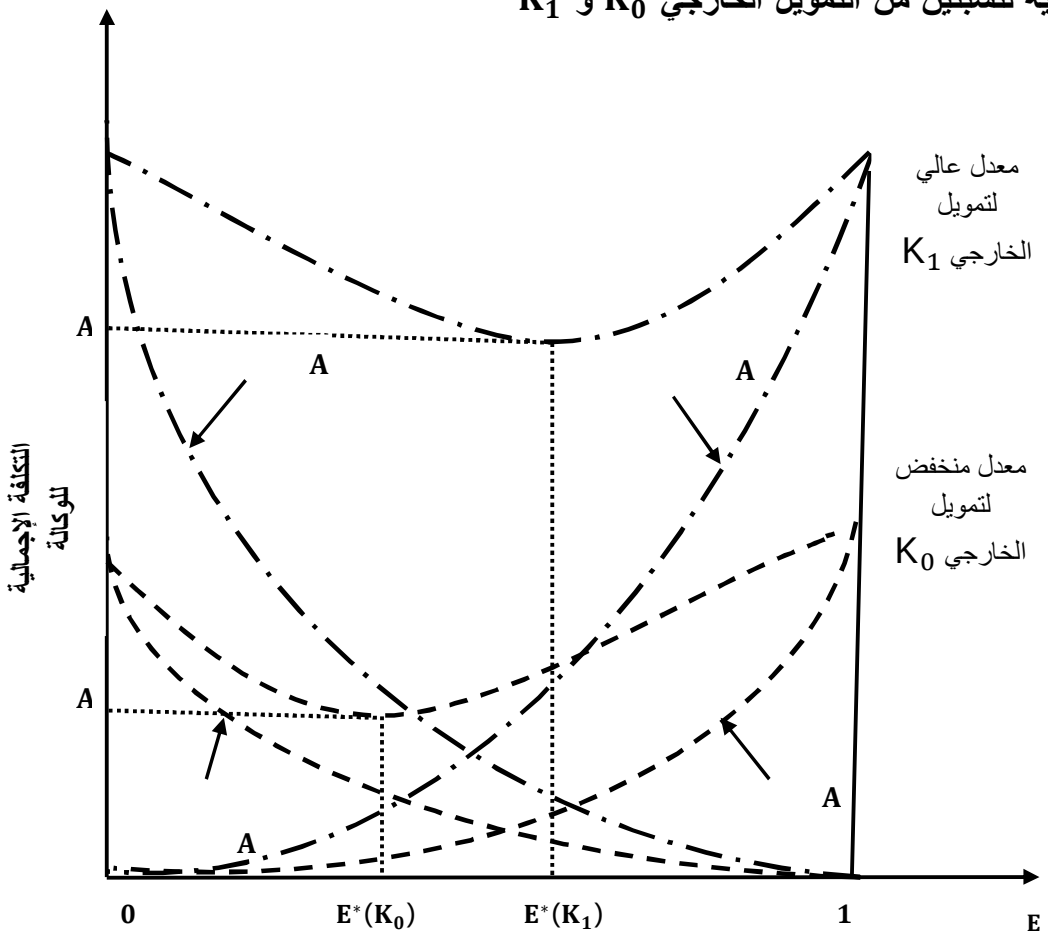
في هذا السياق حاول الباحثين دراسة تأثير الرفع من الموارد المالية الخارجية $(B + S_0)$ بتخفيض النسبة التي يحوز المسير من رأس المال S_i (مع بقاء القيمة السوقية المثلى للمؤسسة ثابتة (V^*)) على القيمة الإجمالية لتكاليف الوكالة "$A_T(E) = A_{S_0}(E) + A_B(E)$"، من خلال افتراض نسبتين من التمويل الخارجي K_0 و K_1 والتي يمكن صياغتهما من خلال العلاقة التالية[1]:

$$K_j = {B + S_0}/{V^*} \quad \ldots\ldots\ldots(06)$$

و باعتبار أن نسبة التمويل الخارجي في الحالة الأولى أقل من الحالة الثانية $(K_1 > K_0)$، فمن المتوقع أن يلجأ المسير في الحالة الثانية إلى الرفع من قيمة مصاريفه الاستغلالية لأنه يعلم جيدا أن الخسارة الناجمة عن هذه المصاريف سيتحملها مناصفة مع أصحاب رؤوس الأموال الخارجية، مما يؤذي حتما إلى ارتفاع قيمة تكاليف المراقبة التي يلجأ إليها أصحاب رؤوس الأموال الخارجية للحد من حرية تصرف الإدارة[2]، وبذلك فمن المتوقع ارتفاع القيمة الإجمالية المثلى لتكاليف الوكالة في الحالة الثانية $A_T^*(E, K_1)$ مقارنة مع القيمة الإجمالية المثلى لتكاليف الوكالة في الحالة الأولى $A_T^*(E, K_0)$، وهذا ما يمكن توضيحه من خلال الشكل رقم 03-06.

[1] Ibid,p 346.
[2] R. Bayefsky, Dignity as a Value in Agency Cost-Benefit Analysis, The Yale Law Journal , 2014 , p 1732.

الشكل رقم: 03-06: يوضح تغير قيمة تكاليف الوكالة الكلية بدلالة تغير نسبة الأموال الخاصة الخارجية لنسبتين من التمويل الخارجي K_0 و K_1



المصدر: M. C. Jensen and W. H. Meckling, **Opcit**, 1976, p 347.

من خلال الشكل رقم 03-06، نلاحظ أن قيمة تكاليف الوكالة الناجمة عن الأموال الخاصة تكون مساوية للصفر عندما يكون التمويل كلي عن طريق الديون (E = 0)، ثم تبدأ هذه التكاليف بالظهور كلما ارتفعت نسبة التمويل عن طريق فتح رأس المال وهذا كما يلي:

- إذا كانت نسبة التمويل الخارجي ضعيفة فمن المتوقع أن تكون تكاليف الوكالة ضعيفة لذلك فإن ارتفاع تكاليف الوكالة $A_{S_0}(E, K_0)$ يكون بصفة بطيئة؛
- أما إذا كانت نسبة التمويل الخارجي مرتفعة فمن المتوقع أن تكون تكاليف الوكالة مرتفعة، هذا ما يؤدي إلى ارتفاع قيمة تكاليف الوكالة للأموال الخاصة $A_{S_0}(E, K_1)$ بصفة متزايدة كلما ارتفعت نسبة التمويل عن طريق الأموال الخاصة، ويمكن تفسير ذلك بأن الاعتماد المفرط على الموارد المالية الخارجية سيشجع المسير على الرفع من مصاريفه الانتهازية ، مما يدفع أصحاب الرؤوس الأموال الخارجين إلى إنفاق تكاليف إضافية لمراقبة عمل المسير للمحافظة على مصالحهم.

أما فيما يخص تكاليف الوكالة المتعلقة بالمديونية $A_B(E,K)$ فتكون في ذروتها عندما يكون التمويل كلي عن طريق المديونية، ونفس الاستنتاج السابق فإن تكاليف الوكالة للمديونية $A_B(E,K_1)$ تكون مرتفعة عندما يكون التمويل عن طريق الموارد الخارجية مرتفع (K_1) وتكون منخفضة عندما يكون التمويل عن طريق الموارد الخارجية منخفض (K_0)، ويمكن تفسير ذلك بارتفاع تكاليف المراقبة التي يستعملها حملة السندات لمراقبة عمل المسير الذي من المتوقع أن يقوم باستغلال السيولة المتاحة لديه باعتبار أن حصته من رأس المال ضعيفة، مما يدفعه إلى الرفع من عوائده غير النقدية (مصاريف انتهازية) بما أن الربح المحقق من طرف المؤسسة لا يعود عليه وحده بالفائدة، بل الحصة الأكبر تعود لأصحاب رأس المال، ونلاحظ من خلال الشكل رقم 03-06 أن قيمة تكاليف الوكالة الناجمة عن الديون تنخفض كلما نقصت نسبة الديون في الهيكل المالي إلى أن تصل إلى الصفر عندما تنعدم المديونية في الهيكل المالي $(E = 1)$.

وخلص الباحثين من خلال هذا التحليل الرياضي إلى أن الرفع من قيمة الموارد المالية الخارجية يؤثر على قيمة تكاليف الوكالة كما يلي[1]:

1. ارتفاع القيمة الإجمالية لتكاليف الوكالة من $A_T^*(E,K_0)$ إلى $A_T^*(E,K_1)$.
2. ارتفاع نسبة التمويل الخارجي الناجم عن الأموال الخاصة من $E^*(K_0)$ إلى $E^*(K_1)$، ويمكن تفسير ذلك بأن انخفاض حصة التمويل للمسير يمكن أن تمثل إشارة مالية سلبية لحملة السندات بأن الاستثمار غير ناجع، لذلك يسهل للمؤسسة اللجوء إلى فتح رأس المال مقارنة بالرفع من قيمة الديون، وأشارت عدة دراسات للعلاقة الطردية الوطيدة بين حصة المسير من رأس المال والقيمة الإسمية للديون* نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر دراسة (Leland and Pyle 1977).[2]

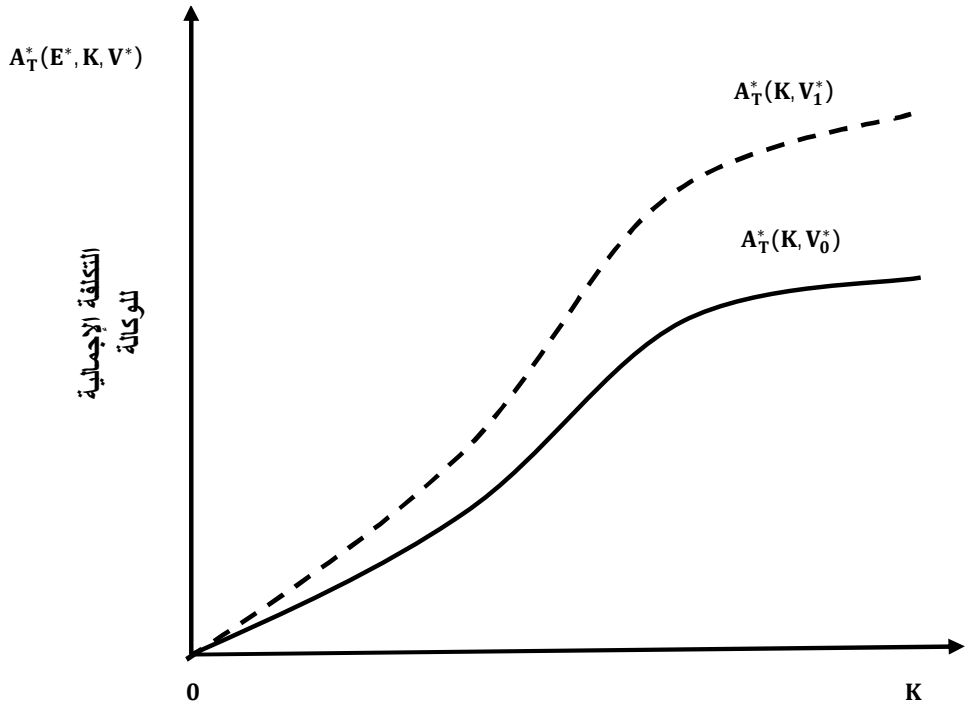
وفي الأخير حاول الباحثين تحليل مدى تأثير تغير القيمة السوقية لمؤسستين لهما نفس النسبة المثلى للتمويل الخارجي $E^*(K)$ على القيمة الإجمالية المثلى لتكاليف الوكالة $A_T^*(E,K)$ ، واستنتجوا أن التكاليف الإجمالية للوكالة لمؤسسة ذات القيمة السوقية المرتفعة (V_1^*) تكون أعلى من المؤسسة التي لها قيمة سوقية منخفضة (V_0^*) ، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل رقم 03-07.

[1] Idem, p 374.

* سيتم التفصيل في هذه النقطة في المبحث الثاني من هذا الفصل.

[2] H. E. Leland and D.H. Pyle, Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation, The Journal of Finance, VOL XXXII, N° 2, MAY 1977, p381.

الشكل رقم: 03-07: يوضح تغير قيمة تكاليف الوكالة الكلية بدلالة تغير نسبة الأموال الخاصة الخارجية لمؤسستين ذات حجم مختلف $(V_1^* > V_0^*)$



المصدر: M. C. Jensen and W. H. Meckling, Opcit, 1976, p 348.

من خلال الشكل رقم 03-07 يتضح جليا أن التكاليف الإجمالية للوكالة تكون منعدمة لما تكون نسبة التمويل الخارجي مساوية لصفر (K = 0)، ومع زيادة اعتماد المؤسسة على الموارد المالية الخارجة تبدأ هذه التكاليف بالظهور، فبالنسبة للمؤسسات ذات القيمة السوقية المرتفعة تكون هذه الزيادة مرتفعة ويرجع ذلك إلى التناسب الطردي بين القيمة السوقية للمؤسسة وقيمة الأموال الخارجية لنسبة معينة من (K) ، أما فيما يخص المؤسسات ذات القيمة السوقية المنخفضة تكون هذه الزيادة أقل حدة، ويمكن تفسير ذلك أن المؤسسات ذات الحجم الكبير تتميز بأكثر تعقيد فيما يخص هيكل تسييرها مما يجعل تكاليف المراقبة تكون باهظة * في هذا النوع من المؤسسات[1].

من خلال النقاط التي تم معالجتها في هذا المبحث، نلاحظ تعارض نتائج نظرية المراجحة والاستنتاجات المتحصل عليها من دراسة مدكلياني و ميلر 1963 في ظل اقتصاد تفرض فيه الضرائب، كون أن المؤسسة حسب هذه النظرية الأخيرة من صالحها الرفع من قيمة الديون دون أي قيد أو شرط كونها تسمح من رفع القيمة السوقية للمؤسسة بقيمة الاقتصاد الضريبي، وكما تم الإشارة إليه سالفا فإن هذه النظرية بنيت على أساس فرضيات السوق الكامل. بعد هذا البحث أتت جملة من الدراسات حاولت معالجة موضوع الهيكل المالي للمؤسسات في ظل إسقاط فرضيات المثالية التي بنيا عليها نموذج مدكلياني

* تجدر الإشارة في هذه النقطة، أن تكاليف المراقبة في المؤسسات ذات الحجم الكبير تكون باهظة من حيث القيمة وليس من حيث النسبة مقارنة بالقيمة السوقية للمؤسسة.

[1] Idem, p 384.

و ميلر 1963، من هذه التوجهات نظرية العلاقة التوازنية التي حاولت إيجاد تفسير منطقي للهيكل المالي للمؤسسة بإسقاط فرضيتي عدم وجود تكاليف الإفلاس وعدم تواجد تضارب للمصالح بين المتعاملين، فاعتماد المؤسسة على نسب عالية من المديونية قد يعرضها إلى مشاكل الإفلاس كنتيجة حتمية لعدم مقدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها المالية اتجاه المقرضين عند تاريخ الاستحقاق، لكن هناك جملة من البحوث حاولت دراسة مدى أهمية تكاليف الإفلاس مقارنة بالاقتصاد الضريبي الناجم عن المديونية ، فبعضها توصل إلى ضآلة هذه التكاليف مثل دراسة (Warner 1977) والبعض الآخر توصل إلى أهمية هذه التكاليف نذكر منها (Altman 1984)، ورغم هذا التناقض الواضح في النتائج المتحصل عليها فلا يختلف اثنان على أن اعتماد المؤسسة على معدلات عالية من الديون سيعرضها حتما لمشاكل الإفلاس، لذلك فإن المسيرين الماليين في المؤسسة من صالحهم أخذ هذه النقطة في الحسبان لكي لا يكون عرضة إلى فقدان مناصب عملهم من جراء الإفلاس، بتبني إستراتجية مالية تهدف أساسا إلى المحافظة على ديمومة نشاط المؤسسة.

ومن منظور آخر فإن اعتماد المؤسسة على الديون يعرضها إلى مشاكل عدم تماثل المعلومات بين مسيري المؤسسة والمقرضين، كون أن المسيرين لا يكون هدفهم الرئيسي هو خدمة مصالح المقرضين، وهذا ما يعلمه جيدا المقرضين لذلك فمن صالحهم بدل تكاليف إضافية لمراقبة عمل المسيرين بغية تقليص هامش المناورة للمسيرين في استغلال موارد المؤسسة في أمور لا تخدم مصالحهم، هذه التكاليف تعرف بتكاليف الوكالة، لكن يبغي الإشارة أن هذه التكاليف لا تظهر إلا عند اعتماد المؤسسة على نسبة من الديون فحسب، بل تكون عرضة إلى هذا النوع من التكاليف كذلك عند عملية فتح رأس المال، ويرجع ذلك إلى مشكل تضارب المصالح بين مسيري المؤسسة والمساهمين الجدد، لذلك فعلى المسيرين الماليين في المؤسسة البحث عن التوليفة المثلى لرأس المال للتخفيف من عبئ هذه التكاليف، بالمراجحة بين تكاليف الوكالة لديون وتكاليف الوكالة للأموال الخاصة (Jensen and Meckling 1976).

من كل ما سبق، فإن نظرية العلاقة التوازنية تقضي بوجود نسبة مثلى للاقتراض بعدها تنخفض القيمة السوقية للمؤسسة، لكن من عيوبها صعوبة تحديد هذا المعدل الأمثل الذي يسمح للمسير المالي في المؤسسة من تحديد بصفة دقيقة العوائد والتكاليف المصاحبة لتبني نسب محددة من الديون في الهيكل المالي.

كما تم الإشارة إليه أعلاه، فإن مشكل عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين في المؤسسة يمثل المشكل الرئيسي لظهور تكاليف الوكالة، لذلك حاولت عدة بحوث إيجاد السبل الكفيلة للتخفيف من أعبائه ، نذكر منها نظريتي الإشارة و ترتيب أفضلية مصادر التمويل التي سنحاول معالجتها من خلال المبحث الموالي.

المبحث الثاني: نظرية عدم تماثل المعلومات

وفق نظرية الوكالة فإن مشكل تضارب المصالح بين المتعاملين يمثل السبب الجوهري لوجود هيكل تمويلي أمثل، يتحدد عن طريق المراجحة بين تكاليف الوكالة المترتبة عن الديون وتلك الناجمة عن فتح رأس المال، ويرجع هذا التضارب أساسا إلى كون المعلومات المتعلقة بالمؤسسة ليست متوفرة بصفة منصفة لكل المتعاملين، هذا ما يدفع الأشخاص الذين لديهم معلومات أفضل(Insiders) من استغلالها لتحقيق أرباح شخصية على حساب مصالح الأشخاص الذين لا يملكون مثل هذه المعلومات(Outsiders).

وتعتبر دراسة (Jensen and Meckling 1976) حجر الأساس الذي وفر مناخا ملائما لتطور مفهوم نظرية عدم تماثل المعلومات، والتي ترتكز أساسا على إسقاط فرضيتين رئيسيتين قاما عليها نموذج مدكلياني و ميلر ألا وهي تماثل التوقعات بين المتعاملين « Homogeneous Expectations »، والتي مفادها أن أعضاء الإدارة و المستثمرين لهم نفس التوقعات فيما يخص الأرباح المستقبلية، و فرضية السوق الكامل « Perfect Market » والتي تنص على أن جميع المتعاملين لديهم نفس القدر من المعلومات، وبتعبير أخر فإن الفرضية التي قامت عليها دراسة (Jensen and Meckling 1976) والمتمثلة أساسا في اختلاف المعلومات بين الهيئة المسيرة والمستثمرين الخارجيين يلقى أكثر قبولا في أرض الواقع. ولعل من الدراسات الأولى في هذا الجانب دراسة (Akerlof 1970) الذي أشار إلى مشكل عدم تماثل المعلومات في سوق بيع السيارات، كون أن المشتري لا يعلم نوع السيارة هل هي من النوع الجيد أم الرديء عكس البائع، هذا ما يدفعه بقبول اقتناء السيارة عند سعر أقصاه السعر المتوسط، مما يدفع بائعي السيارات الجيدة من الخروج من السوق كونهم لا يقبلون بيع السيارات عند ذلك السعر.

إن نظرية الوكالة تعتبر مشكل عدم تماثل المعلومات متغير ينبغي للمؤسسة أن تتعايش معه، حيث لا يمكنها تفاديه، هذا ما يدفعها إلى الاعتماد على كفاءة كل من السوق المالي وسوق العمل لترشيد معاملات المسير حتى تتماشى مع الأهداف الإستراتجية للمؤسسة، بغية التخفيف من عبئ مشاكل الوكالة. لكن التطور النظري في هذا السياق أفرز عدة دراسات تسمح بالحد من مشاكل عدم تماثل المعلومات نذكر منها نظرية الإشارة ونظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، فحسب النظرية الأولى يمكن للمسيرين إرسال إشارات مالية حول نوعية المؤسسة، نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر نسبة مشاركة الهيئة المسيرة في رأسمال أو نسبة المديونية، أما حسب النظرية الثانية فيمكن للمؤسسة استخدام تسلسل منطقي فيما يخص الموارد التمويلية التي تسمح لها من تخفيف عبئ عدم تماثل المعلومات، لذلك سنحاول من خلال هذا المبحث تسليط الضوء على أهم الدراسات في هذا الجانب من خلال النقاط التالية:

- نظرية الإشارة بالاحتفاظ بجزء من رأسمال (Leland and Pyle 1977)؛
- نظرية الإشارة حسب روس (ROSS 1977)؛
- نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل (POT).

المطلب الأول: نظرية الإشارة بالاحتفاظ بجزء من رأس المال (Leland et Pyle 1977)

قام "ليلاند وبييل (1977)" بدراسة حالة لمسير مؤسسة أمامه فرصة استثمارية ولكنه لا يملك الرأس المال الكافي لتمويلها. هذه الفرصة تحتاج إلى رأسمال يقدر ب (K) [1]، ويتوقع أن تحقق عائد يقدر ب $(\mu + \tilde{x})$.*

هذا المسير يريد الاحتفاظ بجزء من أسهم المؤسسة لحسابه الشخصي والمقدر بالنسبة "α" .

من مميزات هذه الفرصة الاستثمارية أن للمسير المعلومات الكافية التي تسمح له من تقدير العائد المتوقع للاستثمار والمقدر ب (μ) ، عكس المساهمين الخارجين الذين لا يتوفرون على مثل هذه المعلومات (الناجم أساسا عن إخفاء هذا النوع من المعلومات من طرف المسير عنهم) مما يجعل تقييمهم للعائد المتوقع تقييم غير موضوعي، و يرجع الاختلاف في التقييم للعائد المتوقع من الاستثمار من طرف المسير والمساهمين الخارجيين إلى مشكلة عدم تماثل المعلومات.

لهذا فإن الإشارة التي يقدمها المسير للمساهمين الخارجيين حول جودة المشروع هي نسبة حصته الشخصية في المشروع والمقدرة ب (α)، فمن غير المتوقع أن يقدم المسير على الاستثمار في مشروع يعلم مسبقا أنه فاشل، لذلك يعتقد المساهمين الخارجيين المحتملين « *outsider* » أن العائد المتوقع للاستثمار له علاقة طردية مع نسبة الحصة الشخصية للمسير، أي كلما تزيد نسبة "α" تعطي ثقة أكبر للمساهمين الخارجيين حول جودة المشروع.

و منه يظهر جليا أنه بتوفر نظرية عدم تماثل المعلومات فإن المسير يقوم بإعلام المستثمرين المحتملين حول جودة المشروع عن طريق إرسال إشارة مالية والمتمثلة في نسبة اشتراكه في التمويل (والتي تمثل بالنسبة للمستثمرين الخارجيين مدى إيمانه بنجاح المشروع).

وقام الباحثين بصياغة العلاقة التي توضح القيمة السوقية للمشروع على الشكل الموالي:[2]

$$V(\alpha) = {}^{1}/_{(1+r)} * [\mu(\alpha) - \lambda] \ldots\ldots\ldots\ldots(01)^{**}$$

و يهدف المسير في المؤسسة إلى تعظيم منفعته المتوقعة وهذا بأخذ بعين الاعتبار النقاط التالية[3]:

1. احترام هيكلة رأسمال
2. احترام نسبة الأسهم التي يحوز عليها في المشروع ونسبة الأسهم التي يحوز عليها في السوق المالية
3. احترام قيد الميزانية المتاح له، حيث لا يمكنه الاستثمار أكثر من الميزانية المتوفرة لديه.

---

[1] H. E Leland and D.H. Pyle, Opcit, MAY 1977 , p372

* حيث: **μ :** يمثل العائد الثابت المتوقع تحقيقه من هذا الاستثمار، **$\tilde{x}$:** يمثل العائد المتغير بمتوسط يقدر بصفر (**0**) وتباين يقدر ب δ^2 .

[2] Idem, p373

** مع: r : يمثل معدل الفائدة بأخذ بعين الاعتبار المخاطرة، $\mu(\alpha)$: يمثل تقييم السوق لعوائد المستقبلية للمشروع وهذا بدلالة "α" نسبة الأسهم بحوزة المسير، **λ :** يمثل قيمة المخاطرة الناجمة عن المشروع و المقدرة من طرف السوق.

[3] Ibid, p373

ويمكن صياغة مختلف المصادر المتاحة للمسير والأموال المستثمرة لكي يتسنى له تحقيق التوازن في الميزانية من خلال العلاقة التالية*:

$$W_0 + D + (1 - \alpha) * [V(\alpha) - D] - K - (\beta * V_m) - y = 0 \ldots\ldots\ldots\ldots(02)$$

انطلاقا من كل ما سبق ، فإن القيمة السوقية للمشروع لها علاقة طردية قوية مع نسبة استثمار المسير فيه، إذ يعتبر المشروع جيد أو ناجع كلما استثمر أصحاب المعلومات الخاصة حول جودة المشروع (معلومات متاحة للمساهمين الداخليين « Insider » وغير متاحة للمساهمين الخارجيين « Outsider ») بنسب عالية فيه على حساب الفرص التمويلية البديلة الأخرى ، فاستثمار المساهمين الداخليين بقوة في المشروع يعطي إشارة مالية قوية للمساهمين الخارجيين حول جودة المشروع.

و أظهرت عدة بحوث التي تناولت دراسة الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة « *PME* » أن هاته الأخيرة تتميز بقيمة مضافة عالية ، ويرجع ذلك أساسا إلى كون رأسمال هذا النوع من المؤسسات مركز ، أي أنه بحوزة عدد معين من المساهمين، وعادة ما تكون هاته المؤسسات من النوع العائلي يؤمنون بجودة مشروعهم ولا يسمحون للغير بالمشاركة فيه، فهي تعتمد في سياستها المالية على قواعد نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل*، حيث تعتمد أساسا على التمويل الذاتي على حساب الموارد المالية الخارجية ، وإذا لجأت إلى هاته الأخيرة فإن الاعتماد على الديون يكون مفضل على فتح رأسمال (مشاكل عدم تماثل المعلومات) ،هذا الأخير يكون مملوك من طرف مسير المؤسسة «مركز في أيدي مسيري المؤسسة»[1].

فيما يخص تحديد نسبة الاستثمار لا تتم بطريقة اعتباطية من طرف المسير ، حيث قدم الباحثين تحليل رياضي معمق لتحديد نسبة الاستثمار المثلى للمسير ($\boldsymbol{\alpha}$ و $\boldsymbol{\beta}$) في كل من المشروع و السوق المالي على التوالي، والتي تسمح من تعظيم ثروته المستقبلية المتوقعة ($\widetilde{\boldsymbol{W}}_{\boldsymbol{1}}$) الناجمة عن استثماره في كل من المشروع ، السوق المالي و الأصول ذات المخاطرة وهذا كما يلي:

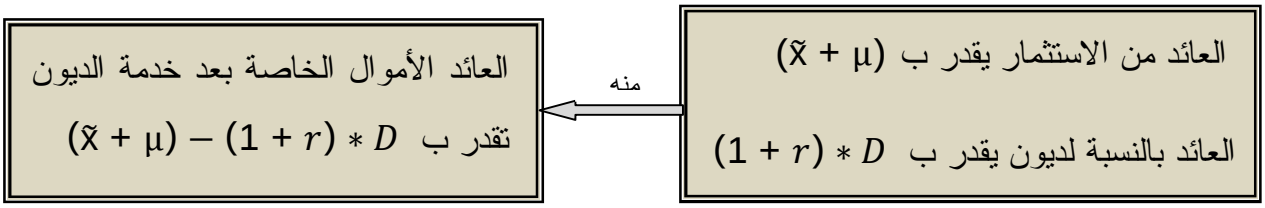
---

* مع: $\mathbf{W_0}$: الثروة الابتدائية (الأولية) للمسير، $\mathbf{D}$: قيمة الديون، $\mathbf{(1-\alpha)} * \mathbf{[V(\alpha)-D]}$: مداخيل المسير الناجمة عن بيع النسبة المتبقية من الأسهم، $\mathbf{K}$: المبلغ المستثمر في المشروع، $\mathbf{(\beta * V_m)}$: المبلغ المستثمر من طرف المسير في السوق المالي، $\mathbf{y}$: نسبة الأصول ذات المخاطرة التي بحوزة المسير.

* نظرية أفضلية مصادر التمويل ، التي سيتم تفصيل مختلف جوانبها في النقاط المقبلة من هذا الفصل، ومن الدراسات التي أثبتت تلاءم هذه النظرية مع واقع المؤسسة الصغيرة والمتوسطة نذكر (Ang, 1991 ; Holmes and Kent, 1991).

Voire J. S. Ang, Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management , The Journal of Small Business Finance, 1991, pp 1-13 et S .Holmes and P. Kent, An Empirical Analysis of the Financial Structure of Small and Large Australian Manufacturing Enterprises , Journal of Small Business Finance,1991, pp 141-154.

[1] D. Dufour et E. Molay, La Structure Financière des PME Françaises : Une Analyse Sectorielle sur Données de Panel, Crises et nouvelles problématiques de la Valeur, Nice : France ,2010, p 6.



و باعتبار أن المسير له حصة تقدر ب **α** من الأموال الخاصة المتعلقة بالمشروع، فيحصل على نفس النسبة من العائد الناجم عن الأموال الخاصة بعد خدمة الديون وهذا كما يلي:

عائد المسير من المشروع يقدر ب $\alpha * [(\tilde{x} + \mu) - (1 + r) * D]$

أما فيما يخص عائد المسير الناجم عن الاستثمار في السوق المالي والأصول ذات المخاطرة يمكن صياغتها من خلال العلاقتين التاليتين*:

- عائد الناجم عن الاستثمار في السوق المالي يقدر ب $\beta * \tilde{M}$
- عائد الناجم عن الاستثمار في الأصول ذات المخاطرة يقدر ب $(1 + r) * y$

من كل ما سبق فإن الثروة المستقبلية المتوقعة للمسير هي مختلف العوائد الناجمة عن استثماراته المالية (محفظته المالية (المشروع، السوق المالي و الأصول ذات المخاطرة))، والتي يمكن صياغتها من خلال ما يلي:

$$\tilde{W}_1 = \alpha * [(\tilde{x} + \mu) - (1 + r) * D] + \beta * \tilde{M} + (1 + r) * y \quad \text{.....(03)}$$

وبتعويض** **y** المتحصل عليه انطلاقا من العلاقة رقم (02) في العلاقة رقم (03) نجد[1]:

$$\tilde{W}_1 = \alpha * [\tilde{x} + \mu - \mu(\alpha) + ز] + \beta * (\tilde{M} - (1 + r) * V_m) + (1 + r) * (W_0 - K) + \mu(\alpha) - ز \quad \text{.....(04)}$$

---

* حيث: $\tilde{M}$ **:** العائد المتوقع الناجم عن الاستثمار في السوق المالي، ***r*** **:** يمثل معدل الفائدة بأخذ بعين الاعتبار المخاطرة، **y :** نسبة الأصول ذات المخاطرة التي بحوزة المسير.

** حسب العلاقة رقم(02) نجد: $y = W_0 + D + (1 - \alpha) * [V(\alpha) - D] - K - (\beta * V_m)$

نعوض y في العلاقة رقم 3 نحصل :

$\tilde{W}_1 = \alpha * [(\tilde{x} + \mu) - (1 + r) * D] + \beta * \tilde{M} + (1 + r) * (W_0 + D + (1 - \alpha) * [V(\alpha) - D] - K - (\beta * V_m))$

$\tilde{W}_1 = \alpha * [(\tilde{x} + \mu)] - \alpha * (1 + r) * D + \beta * \tilde{M} + (1 + r) * W_0 + (1 + r) * D + (1 + r) * (1 - \alpha) * V(\alpha) - (1 + r) * (1 - \alpha) * D - (1 + r) * K - (1 + r) * (\beta * V_m)$

$\tilde{W}_1 = \alpha * [(\tilde{x} + \mu)] + \beta * \tilde{M} + (1 + r) * W_0 + (1 + r) * (1 - \alpha) * V(\alpha) - (1 + r) * K - (1 + r) * (\beta * V_m)$ 3A

وحسب العلاقة رقم (1) نجد: $V(\alpha) * (1 + r) = [\mu(\alpha) - ز]$

نعوض في العلاقة رقم 3A نجد: $\tilde{W}_1 = \alpha * [(\tilde{x} + \mu)] + \beta * \tilde{M} + (1 + r) * W_0 + (1 - \alpha) * (\mu(\alpha) - ز) - (1 + r) * K - (1 + r) * (\beta * V_m)$ 3B

$\tilde{W}_1 = \alpha * [(\tilde{x} + \mu)] + \beta * \tilde{M} + (1 + r) * W_0 + (\mu(\alpha) - ز) - \alpha * (\mu(\alpha) - ز) - (1 + r) * K - (1 + r) * (\beta * V_m)$

$\tilde{W}_1 = \alpha * [(\tilde{x} + \mu) - (\mu(\alpha) - ز)] + \beta * (\tilde{M} - (1 + r) * V_m) + (1 + r) * (W_0 - K) + (\mu(\alpha) - ز)$ 4

[1] H. E Leland and D.H. Pyle, Opcit, MAY 1977, p374

وقام الباحثين بصياغة العلاقة رقم (03) على الشكل الموضح في العلاقة (04) ، بغية إيجاد التوليفة المثلى لنسب الاستثمار التي يقوم بها المسير لتعظيم المنفعة المتوقعة لثروته المستقبلية من خلال حل المشكل الرياضي التالي :

البحث عن نسبة الاستثمار المثلى للمسير ($\boldsymbol{\alpha}$ و $\boldsymbol{\beta}$) التي تسمح له من تعظيم المنفعة المتوقعة لثروته المستقبلية وهذا حسب العلاقة التالية[1]:

$$\text{Maximizer } E\left[U(\widetilde{W}_1)\right] \ldots\ldots(05)$$

ويمكن إيجاد المحفظة المثلى لاستثمار المسير في المشروع والسوق المالي، انطلاقا من الحل الرياضي للعلاقتين التاليتين:

$$\partial E\left[U(\widetilde{W}_1)\right]/\partial \alpha = 0 \quad \text{و} \quad \partial E\left[U(\widetilde{W}_1)\right]/\partial \beta = 0 \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(06)$$

بعد تحديد النسب المثلى للمحفظة المالية للمسير ($\boldsymbol{\alpha}^*$ و $\boldsymbol{\beta}^*$) التي تسمح من تحقيق المعادلتين الموضحتين في العلاقة رقم (06)، يقوم المسير باتخاذ قراره الأمثل الذي يسمح له من تعظيم ثروته المستقبلية، سواء باستثمار جزء كبير من ثروته في المشروع والذي يعتبر بمثابة إشارة مالية قوية للمساهمين الخارجين على مدى جودة المشروع أو عدم المجازفة بنسب عالية في المشروع والذي يتم تفسيره من طرف المساهمين الخارجيين على أنها إشارة مالية على عدم نجاعة المشروع ، باعتبار أن المسير الذي يستحوذ على معلومات مميزة خاصة حول جودة المشروع يفضل استثمار أمواله في فرص استثمارية بديلة على المغامرة بنسب عالية في تمويل المشروع.

كذلك أثبت الباحثين في نهاية بحثهم، أنه يمكن استخدام نسبة المديونية كإشارة مالية حول جودة المشروع بالنسبة للمساهمين الخارجيين باعتبار أن هذه الأخيرة لها علاقة قوية مع حصة المسير من المشروع ($\boldsymbol{\alpha}$) وهذا كما يلي:

انطلاقا من العلاقة رقم (02):

$$W_0 + D + (1-\alpha) * [V(\alpha) - D] - K - (\beta * V_m) - y = 0$$

و لتبسيط التحليل افترض الباحثين أن معدل الفائدة مع المخاطرة $\boldsymbol{r}$ معدوم، هذا ما يجعل نسبة الأصول ذات المخاطرة للمسير $\mathbf{y}$ معدومة كذلك، ومنه تصبح العلاقة الموضحة أعلاه على الشكل الموالي:

$$W_0 + D + (1-\alpha) * [V(\alpha) - D] - K - (\beta * V_m) = 0 \ldots\ldots(07)$$

[1] Idem, p374

بعد بعض العمليات الرياضية نتوصل إلى العلاقة رقم (08)[1]:

$$W_0 + D + V(\alpha) - D - \alpha * V(\alpha) + \alpha * D - K - (\beta * V_m) = 0$$

$$\alpha * D = K - W_0 + \beta * V_m - (1 - \alpha) * V(\alpha)$$

$$D = \frac{K - W_0 + \beta * V_m - (1-\alpha) * V(\alpha)}{\alpha} \ldots\ldots\ldots(08)$$

توصل كل من «ليلاند وبييل (1977)» بعد تحليل رياضي معمق للعلاقة رقم 8، أن هناك علاقة طردية بين نسبة المديونية **D** وحصة المسير من المشروع **(α)**، حيث أثبت أن $\frac{\partial D}{\partial \alpha} > 0$ لكل قيم **α**.

هذه النتيجة المتحصل عليها توضح عدم واقعية نظرية «مدكلياني و ميلر 1958» والتي تنص على عدم وجود هيكل مالي أمثل (استقلالية قيمة المؤسسة عن الهيكل المالي)، كون هذه النظرية تم تبنيها في ظل فرضية "تماثل المعلومات"، وبإسقاط هذه الفرضية فإن نتائج هذه النظرية تكون بعيدة عن الواقع، حيث أثبتت دراسة «ليلاند وبييل (1977)» أنه في ظل مشكل عدم تماثل المعلومات (بين المستثمرين الداخلين « Insider » و المستثمرين الخارجين « Outsider »)، فإن المساهمين الخارجين يعتمدون على نسبة مشاركة المسير في تمويل الاستثمار **(α)** كإشارة مالية على جودة المشروع وقيمته السوقية المرتفعة، كذلك يمكنهم الاعتماد على نسبة المديونية **D** كمؤشر مالي ثاني حول القيمة السوقية للمشروع باعتبار هذه الأخيرة مرتبطة ارتباط وطيد بالمؤشر الأول **(α)** ، هذه النتيجة توضح العلاقة بين القيمة السوقية للمشروع وهيكله المالي في ظل توفر فرضية عدم تماثل المعلومات.

وتظهر أهمية هذه الدراسة خاصة فيما يخص واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فصعوبة استخدام المؤشر المالي الأول **(α)** كإشارة حول أداء المؤسسة، والراجع أساسا إلى الطابع المنغلق لهذا النوع من المؤسسات (أغلبها ذات طابع عائلي)، لذلك يمكن استخدام المؤشر الثاني نسبة المديونية **D** كإشارة مالية حول القيمة السوقية للمؤسسة.

في نهاية هذه الدراسة أوضح الباحثين أنه يمكن استخدام المؤشر الثاني نسبة المديونية **D** كإشارة مالية حول القيمة السوقية للمؤسسة لما تكون تكاليف المعاملات معتبرة، أما إذا كان عكس ذلك فلا يمكن استخدامه كإشارة على جودة المشروع، وتم تفسير ذلك أن المسيرين عندما تكون تكاليف المعاملات على الديون ضعيفة يفضلون استخدامها في المشاريع ذات درجة عالية من المخاطرة، كون هذه الأخيرة تتميز بعوائد مالية مرتفعة يستفيد منها المسيرون فحسب باعتبار أصحاب الديون يحصلون على عوائد ثابتة عكس المساهمين الذين يكون لهم نصيب يوازي حصتهم في رأس المال من العائد المحقق، هذا ما يفسر أن النسبة العالية من المديونية **D** لا يمكنها أن تكون إشارة على القيمة السوقية المرتفعة للمؤسسة عندما تكون تكاليف المعاملات ضعيفة، ولإثراء هذا التحليل لمدى إمكانية استخدام نسبة المديونية كإشارة مالية

[1] Ibid, p 381

حول وضعية المؤسسة سيتم التطرق في النقطة الموالية إلى إمكانية استخدام القيمة الإسمية للديون كإشارة إلى نوع المؤسسة من خلال نظرية روس (ROSS 1977).

المطلب الثاني: نظرية الإشارة حسب روس ROSS 1977

حسب هذه الدراسة افترض الباحث تواجد نوعين من المؤسسات في السوق، مؤسسات من الشكل « A » وأخرى من الشكل « B »، تم دراستها خلال فترتين من الزمن الفترة الحالية أي (t=0) وبعد فترة زمنية محددة أي (t=1)، وخلال هذه الفترة قدر عائد المؤسسات من النوع « A » ب « a » و عائد المؤسسات من النوع« B » ب « b » مع :

$$a > b \dots\dots\dots\dots (01)$$

وبغية تبسيط الدراسة تم الاعتماد على معدل العائد دون مخاطرة كمعدل للخصم (معدل الفائدة الأكيد « r »)* لحساب القيمة الحالية للمؤسستين من خلال العلاقة التالية:

$$V_0^A = \frac{a}{(1+r)} \dots\dots\dots\dots\dots (01\ a)$$

$$V_0^B = \frac{b}{(1+r)} \dots\dots\dots\dots\dots (01\ b)$$

من العلاقات (1) و (1 a) و (1 b) نلاحظ أن القيمة السوقية للمؤسسة من النوع « A » في الزمن (t=0) أكبر من القيمة السوقية للمؤسسة من النوع « B »، وهذا حسب العلاقة الآتية:

$$\mathbf{V_0^A > V_0^B}$$

من كل ما سبق يتضح جليا أن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بالخيارات التمويلية ، بل هي مرتبطة أساسا بعوائد هذه المؤسسات ومعدل الاستحداث المطبق. و لتوضيح هذا الاستنتاج افترض الباحث أن المؤسسات من النوع« A » يتم تمويلها عن طريق الديون (D) بقيمة إسمية تقدر ب «F» والأموال الخاصة (E)[1].

و نظرا لكون الديون من الموارد المالية التي لها الأولوية للحصول على العوائد باعتبارها المورد الأقل تكلفة و مخاطرة، فإن المقرضين يحصلون على العائد المتوقع (القيمة الإسمية للدين) إذا حققت المؤسسة الربح الكافي والجزء المتبقي منه يحصل عليه أصحاب الأموال الخاصة، أما إذا لم يغط هذا الربح العائد المتوقع بالنسبة للمقرضين فبذلك يكون نصيب المقرضين كل نتيجة المؤسسة على اعتبار أن لهم الأولوية في الحصول على العوائد ويمكن توضيح ذلك من خلال العلاقات التالية:

* تم الاعتماد على معدل الخصم دون مخاطرة بافتراض أن حجم السوق الذي تنشط فيه هذه المؤسسات صغير مما يجعلها لا تتأثر بتغيرات التي تحدث في السوق المالية.

[1] S. A. Ross, The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, The Bell Journal of Economics, Vol. 8, N° 1, 1977, p 26.

- نصيب المقرضين من العوائد: $\text{Min}(F, a)$
- نصيب أصحاب الأموال الخاصة من العوائد: $\text{Max}(a - F, 0)$

وانطلاقا من العلاقة رقم (01) المذكورة سالفا يمكن حساب قيمة الديون والأموال الخاصة في الزمن (t=0)، بخصم العوائد المتوقع الحصول عليها من طرف أصحاب رأس المال بمعدل الخصم الملائم وهذا حسب العلاقة التالية:

$$D = \frac{\text{Min}(F,a)}{(1+r)} \dots\dots\dots\dots (02)$$

$$E = \frac{\text{Max}(a-F,0)}{(1+r)} \dots\dots\dots\dots (03)$$

من العلاقتين (02) و (03) نجد [*]:

$$D + E = \frac{a}{(1+r)} = V_0^A \dots\dots\dots\dots (4)$$

من العلاقة رقم (04) يظهر جليا صحة نظرية مدكلياني و ميلر الأولى والمتعلقة بعدم وجود علاقة بين الهيكل التمويلي والقيمة السوقية للمؤسسة، في ظل الفرضيات المستخدمة.

بعد ذلك قام الباحث بافتراض أن المستثمرين لا يمكنهم التفريق بين المؤسسات من الشكل « A » والمؤسسات من الشكل « B »، وإذا كنت نسبة المؤسسات من النوع « A » تقدر ب (q)، فإن المستثمر في الزمن (t=0) له نسبة « q » من الحظ لكي يقع في مؤسسة من النوع « A » ونسبة « 1-q » من الحظ لكي يقع في مؤسسة من النوع « B »، ومنه فإن القيمة السوقية للمؤسسة في الزمن (t=0) يمكن توضيحها من خلال المعادلة التالية:

$$V_0 = \frac{q\,a+(1-q)\,b}{(1+r)} \dots\dots\dots\dots (05)$$

[*] نفترض مختلف الحالات المتوقعة، الحالة الأولى النتيجة التي حققتها المؤسسة تسمح من تغطية عوائد المقرضين وأصحاب الأموال الخاصة أي « F < a »، أما الحالة الثانية: النتيجة التي حققتها المؤسسة لا يمكنها تغطية إلى جزء من العائد المتوقع من طرف المقرضين أي « F > a »

الحالة الأولى: F < a

$$D = \frac{\text{Min}(F,a)}{(1+r)} = \frac{F}{(1+r)}$$

$$E = \frac{\text{Max}(a-F,0)}{(1+r)} = \frac{a-F}{(1+r)}$$

$$D + E = \frac{F}{(1+r)} + \frac{a-F}{(1+r)} = \frac{a}{(1+r)} = V_0^A$$

الحالة الثانية: F > a

$$D = \frac{\text{Min}(F,a)}{(1+r)} = \frac{a}{(1+r)}$$

$$E = \frac{\text{Max}(a-F,0)}{(1+r)} = \frac{0}{(1+r)}$$

$$D + E = \frac{a}{(1+r)} + \frac{0}{(1+r)} = \frac{a}{(1+r)} = V_0^A$$

من كل ما سبق، ومهما كان q>0 فإن القيمة السوقية للمؤسسة في الزمن (t=0) تكون محصورة بين القيمة السوقية في الزمن (t=0) لمؤسسة من الشكل « A » ومؤسسة من الشكل « B » وهذا كما توضحه العلاقة التالية:

$$V_0^A > V_0 > V_0^B \dots\dots\dots\dots\dots (06)$$

هذا ما سيدفع المؤسسة من النوع « A » أن تقوم بإصدار إشارات فعلية حول قيمتها السوقية، لكن هناك بعض المشاكل التي يمكن أن تواجهها المؤسسة والمتمثلة أساسا في الخطر المعنوي « Moral hazard»*، بحيث المؤسسة من النوع « B » يمكنها أن تصدر إشارات خاطئة حول قيمتها السوقية هذا ما يؤدي إلى تغليط المساهمين الجدد.

ولتخفيض من هذه المخاطر قدم الباحث تحليلا مبني على فرضيتين أساسيتين يمكن تلخيصها في النقطتين المواليتين[1]:

- للمسيرين المعلومات الداخلية الكافية حول نوعية المؤسسة هل هي من النوع « A » أو النوع « B » ؛
- المسيرين يستفيدون من نظام تعويضي معروف.

وقام الباحث بصياغة العلاقة التي تسمح بحساب قيمة التعويضات التي يمكن أن يحصل عليها المسير عند تبني سياسة المديونية بقيمة إسمية تقدر ب «F» كما يلي**:

$$\mathbf{M = (1 + r)\, y_0 V_0 + y_1} \begin{cases} \mathbf{V_1} \dots\dots\dots \text{ if } V_1 \geq F \\ \mathbf{V_1 - L} \dots\dots \text{ if } V_1 < F \end{cases} \dots\dots\dots\dots\dots (07)$$

مما يدفع المسير إلى تبني سياسة مديونية رشيدة في الزمن (t=0) بغية تعظيم قيمة التعويضات « M » الموضحة في العلاقة رقم (07).

و نظرا لعدم توفر اختيارات استثمارية محددة، فإن القيمة الإسمية للديون (F) تمثل المتغير الوحيد الموجود تحت تصرف المسيرين لتعظيم قيمة تعويضاتهم، لذلك فإن من صالحهم استخدام هذه القيمة كإشارة مالية (هناك عدة باحثين قاموا بتطوير هذا المفهوم نذكر منهم أكرلوف، ونظرية التوازن لسبنس[2])

---

* « The difficulty is the moral hazard that B firms would give the same false signal »

[1] S.Ross, Opcit, 1977, p 28

** حيث : $\mathbf{V_0}$ و $\mathbf{V_1}$: تمثلان القيمة السوقية للمؤسسة في الزمن (t=0) و (t=1) على التوالي، **L** : تمثل الغرامة « Pénalty » التي يتحملها المسير إذا وقعت المؤسسة في الإفلاس في الزمن (t=1)، $\mathbf{V_1} < \boldsymbol{F}$: أي أن القيمة الإسمية لديون أكبر من قيمة المؤسسة في الزمن (t=1) مما يعرضها إلى مخاطر الإفلاس، $\mathbf{y_0}$ و $\mathbf{y_1}$: تمثل معاملات غير سالبة (nonnegative weights).

[2] Voir l'article de A. M. Spence. Competitive and Optimal Responses to Signals: Analysis of Efficiency and Distribution, Journal of Economic Theory ,March 1974.

توضح للمستثمرين الجدد شكل المؤسسة بغية المحافظة على قيمة تعويضاتهم، أما فيما يخص قيمة الغرامة(L) التي تطبق على المسير في حالة الإفلاس فلا تكون لها علاقة حتمية مع تكلفة الإفلاس التي تتحملها المؤسسة.

ولتوضيح ذلك قام الباحث بتحليل رياضي لتأكيد ما تم الإشارة إليه أعلاه، وهذا كما يلي:

اعتمد الباحث في تحليله على مفهوم القيمة الإسمية الحرجة للديون (F*) التي تكون محصورة بين عائد المؤسسات من النوع « A » و عائد المؤسسات من النوع « B » وهذا كما يلي:

$$a \geq F^* \geq b \dots\dots\dots\dots\dots (08)$$

منه فإن السوق يعتبر المؤسسة من النوع « A » عندما تكون القيمة الإسمية لديون أكبر من قيمة المديونية الحرجة وهذا كما يلي[1]:

$$F_A \geq F^* \dots\dots\dots\dots\dots (9A)$$

ويعتبر أن المؤسسة من النوع « B » عندما تكون القيمة الإسمية لديون أقل من قيمة المديونية الحرجة، حيث لا يعقل أن تتبنى المؤسسة سياسة مديونية أكبر من عوائدها المتوقعة مما يوقعها حتما في مشاكل الإفلاس باعتبار أن العائد المتوقع لهذا النوع من المؤسسات أقل من القيمة الإسمية الحرجة لديون ($F^* \geq b$) وهذا كما يلي:

$$F_B \leq F^* \dots\dots\dots\dots\dots (9B)$$

من كل ما سبق يظهر جليا أن المؤسسات من النوع « A » ينبغي عليها تبني قيمة إسمية للمديونية F_A أكبر من قيمة المديونية الحرجة، لإعطاء إشارة مالية للمستثمرين الجدد على أنها من النوع « A »، أما المؤسسات من النوع « B » عليها تبني قيمة إسمية للمديونية F_B لإعطاء إشارة مالية على أنها من النوع « B » هذا من جهة ، وتجنب الوقوع في مشاكل الإفلاس من جهة أخرى.

فإذا قامت المؤسسة بإعطاء إشارة على أنها من النوع « A » بالاعتماد على مديونية في حدود القيمة الإسمية F_A أقل من قيمة عوائدها المتوقعة « a » ، بذلك لا تقع في أي مخاطر للإفلاس، ومنه تحدد قيمتها السوقية حسب العلاقة التالية:

$$V_0 = V_0(F^A) = \frac{a}{(1+r)} \dots\dots\dots\dots\dots (10)$$

[1] S.Ross, Opcit, 1977, p 29.

نفس الشيء بالنسبة للمؤسسة من النوع « B »، تقوم بإعطاء إشارة مالية على أنها من هذا النوع بالاعتماد على مديونية في حدود القيمة الإسمية F_B أقل من قيمة عوائدها المتوقعة « b »، مما لا يوقعها في مشاكل الإفلاس، وبذلك تكون قيمتها السوقية كما يلي:

$$V_0(F^B) = \frac{b}{(1+r)} \dots\dots\dots\dots\dots (11)$$

وبناءا على ذلك، فإن التعويضات التي يحصل عليها المسير في المؤسسة من النوع « A » تأخذ القيم التالية:

- إذا كانت القيمة الإسمية للديون F_A أكبر من القيمة الحرجة F^* ، يتم في الزمن (t=0) اعتبار أن المؤسسة من النوع « A » ، وباعتبار أن القيمة الإسمية للديون أقل من مبلغ العوائد المتوقع « a » فليس هناك أي مخاطر للإفلاس ومن تم فإنه لا يترتب على المسير أي غرامات (L=0) ، وبذلك يحصل المسير على مبلغ التعويضات الموضح فيما يلي:

بتعويض العلاقة رقم (10) في العلاقة رقم (07) نجد:

$$\mathbf{M = (1 + r)\, y_0 V_0 + y_1} \begin{cases} \mathbf{V_1} \dots\dots\dots \text{ if } V_1 \geq F \\ \mathbf{V_1 - L} \dots\dots \text{if } V_1 < F \end{cases}$$

$$\mathbf{M = (1 + r)\, y_0 \frac{a}{(1+r)} + y_1\, a}$$

$$\mathbf{M = a[y_0 + y_1]} \dots\dots\dots\dots \mathbf{(12)}$$

وهذا عند $a \geq F^A > F^*$

-أما إذا كانت القيمة الإسمية للديون F_A أقل أو يساوي من القيمة الحرجة F^* ، يتم في الزمن (t=0) اعتبار أن المؤسسة من النوع « B » رغم أنها من النوع « A »، و المسير يحصل على مبلغ التعويضات التالي[*]:

بتعويض العلاقة رقم (11) في العلاقة رقم (07) نجذ:

$$\mathbf{M = (1 + r)\, y_0 \frac{b}{(1+r)} + y_1\, a}$$

$$\mathbf{M = y_0 b + y_1\, a} \dots\dots\dots\dots \mathbf{(13)}$$

[*] لا يوجد في هذه الحالة غرامة (L=0)، ويرجع ذلك لكون القيمة الإسمية لديون أقل من القيمة الحرجة($F^* \geq F^A$)، وحسب العلاقة رقم (08) ($a \geq F^*$) منه($a \geq F^A$) ، أي أن مبلغ القيمة الإسمية لديون أقل من العائد المتوقع في الزمن (t=1) وبذلك غياب أي مخاطر للإفلاس.

ومنه يمكن تلخيص قيمة التعويضات التي يمكن أن يحصل عليها المسير في مؤسسة من النوع « A » باختلاف مبلغ القيمة الإسمية للمديونية المستخدمة، من خلال العلاقة التالية[1]:

$$\mathbf{M^A(F)} = \begin{cases} \mathbf{[y_0 + y_1]a} & \text{if } F^* < F^A \leq a \\ \mathbf{y_0 b + y_1 a} & \text{if } F^A \leq F^* \end{cases} \dots\dots\dots\dots (14)$$

نفس التحليل بالنسبة لمبلغ التعويضات لمسير في مؤسسة من النوع « B »،فإذا أرادت هذه المؤسسة أن تستخدم نسبة عالية من المديونية تفوق إمكانياتها المالية (القيمة الإسمية للديون F_B أكبر من قيمة المديونية الحرجة F^*)،هذه الإشارة المالية الخاطئة تعطي انطباع للمستثمرين الجدد أن المؤسسة من النوع « A » في الزمن (t=0)، لكن في الزمن (t=1) تتحمل المؤسسة مخاطر الإفلاس باعتبار أن قيمة المديونية أكبر من العائد الذي يمكن أن تحققه المؤسسة ،والمسير يتحمل غرامة مالية من جراء ذلك.

و يمكن تلخيص قيمة التعويضات التي يمكن أن يحصل عليها المسير في مؤسسة من النوع « B » باختلاف مبلغ القيمة الإسمية للمديونية المستعمل، من خلال العلاقة التالية*:

$$\mathbf{M^B(F)} = \begin{cases} \mathbf{y_0 a + y_1 (b - L)} & \text{if } F^B > F^* \\ \mathbf{y_0 b + y_1 b} & \text{if } F^B \leq b \leq F^* \end{cases} \dots\dots\dots\dots (15)$$

انطلاقا من العلاقة رقم (14)، يتضح جليا أنه من صالح المسير في المؤسسة من النوع « A » أن تكون القيمة الإسمية للديون محصورة بين القيمة الحرجة وقيمة العائد المتوقع ($F^* < F^A \leq a$)، بغية تعظيم قيمة التعويضات الممكن أن يحصل عليها، أما إذا كانت القيمة الإسمية أقل من القيمة الحرجة ($F^A \leq F^*$) فإن السوق يعتبر المؤسسة من النوع « B » مما يؤثر سلبا على قيمة التعويضات، وهذا كما توضحه العلاقة التالية:

$$\mathbf{[y_0 + y_1]a > y_0 b + y_1 a} \dots\dots\dots\dots \mathbf{(16)}$$

العلاقة رقم (16) صحيحة لأن: $a > b$ (أنظر إلى العلاقة رقم (08)).

---

[1] Idem, p 29

* إذا استخدم المسير في المؤسسة من النوع « B » قيمة إسمية للمديونية F_B أكبر من القيمة الحرجة F^*،فإن السوق في الزمن (t=0) يفترض أن المؤسسة من النوع « A »، لكن هذه السياسة يترتب عنها مشاكل للإفلاس في الزمن (t=1) مما يؤثر سلبا علي قيمة التعويضات الممكن أن يحصل عليها و الناجمة عن الغرامة التي سيتحملها من جراء الإفلاس وهذا كما يلي:

$$\mathbf{M^B(F) = (1 + r)\, y_0 \frac{a}{(1+r)} + y_1 (b - L)}$$

أما إذا تبنى المسير قيمة إسمية للمديونية F_B أقل من القيمة الحرجة F^*،فإن السوق في الزمن (t=0) يفترض أن المؤسسة من النوع « B »، ولا يترتب عن هذه الساسة أي مشاكل للإفلاس في الزمن (t=1) باعتبار أن القيمة الإسمية لديون أقل من العائد المتوقع، وبذلك يحصل المسير على قيمة التعويضات التالية:

$$\mathbf{M^B(F) = (1 + r)\, y_0 \frac{b}{(1+r)} + y_1 b}$$

ومن العلاقة رقم (15)، نلاحظ أنه من صالح المسير في المؤسسة من النوع « B » أن تكون القيمة الإسمية للديون أقل من القيمة الحرجة للديون و قيمة العائد المتوقع ($F^B \leq b \leq F^*$)، أما إذا تبنى سياسة مخالفة، أي أن القيمة الإسمية للديون تكون أكبر من القيمة الحرجة ($F^B > F^*$) فإن العائد الذي سيجنيه من جراء إرسال هذه الإشارة الخاطئة (المؤسسة من النوع « A ») سيتم امتصاصه كليا من المخاطر المترتبة عن الإفلاس، ومنه فإن المسير قام بتخفيض قيمة التعويضات الممنوحة له من جراء هذه الإشارة الخاطئة وهذا كما يلي:

$$\mathbf{y_0 a + y_1 (b - L) < y_0 b + y_1 \, b} \dots\dots\dots\dots \mathbf{(17)}$$

لأن:

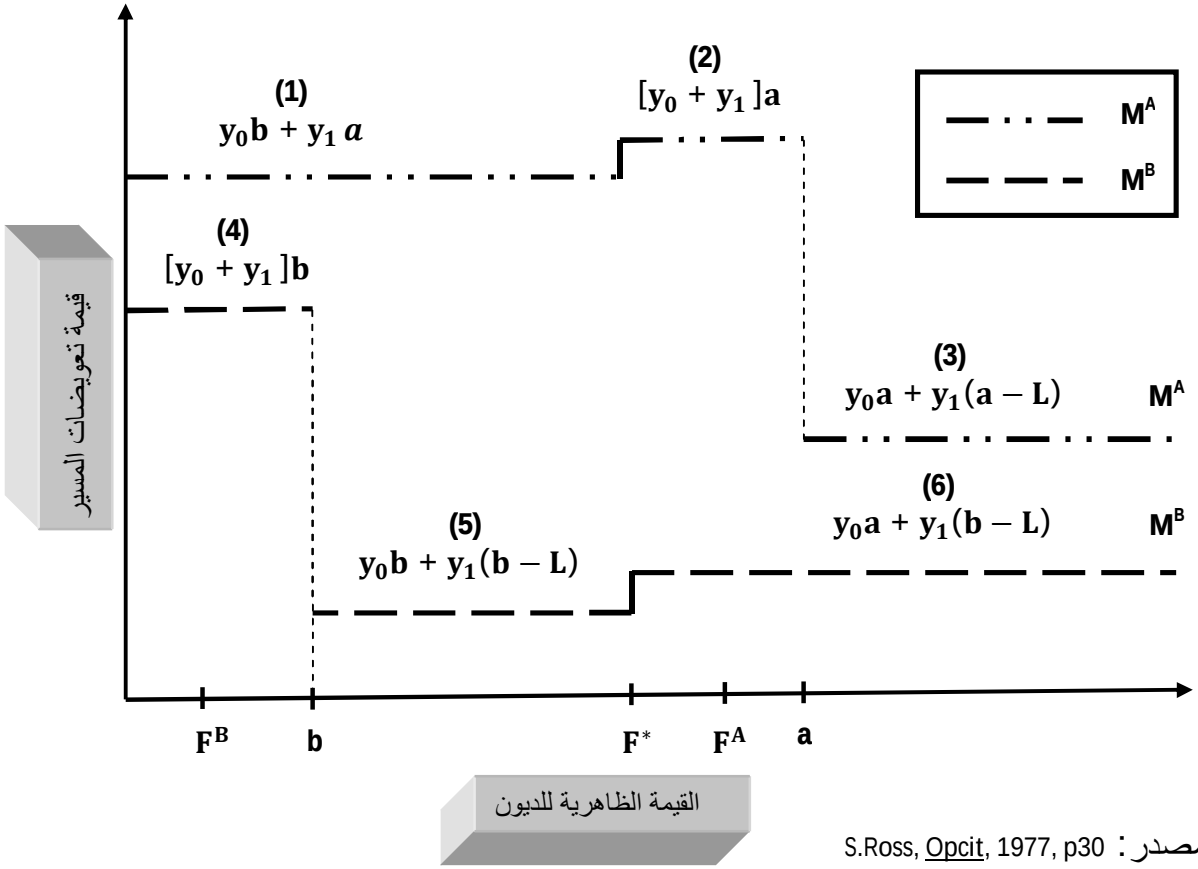
$$\mathbf{y_0 (a - b) < y_1 \, L}$$

منه، فإن ما سيربحه المسير من إرسال إشارة خاطئة حول نوع المؤسسة ، سيتم فقدانه بقيمة أكبر من جراء المخاطر المترتبة عن الإفلاس ، وتكون في صالحه هذه الإستراتجية إلا في حالة واحدة فقط ألا وهي أن تكون العائد المترتب عن إرسال هذه الإشارة الخاطئة أكبر من التكاليف المترتبة عن الإفلاس (حالة مستبعدة الوقوع) وهذا كما يلي:

$$\mathbf{y_0 (a - b) > y_1 \, L} \dots\dots\dots\dots \mathbf{(18)}$$

خلاصة لكل ما سبق، فإن التوازن في الإشارات يكمن في أن المسير في المؤسسة من النوع « A » من صالحه أن يشير بأن المؤسسة من النوع « A »، بتبني سياسة مديونية ملائمة أي القيمة الإسمية لديون أكبر من القيمة الحرجة للمديونية ($F^* < F^A \leq a$)، وأن المسير في المؤسسة من النوع « B » من صالحه أن يشير بأن المؤسسة من النوع « B »، بأن تكون القيمة الإسمية للديون أقل من القيمة الحرجة ($F^B \leq b \leq F^*$)، ويمكن توضيح ذلك بالتفصيل من خلال الشكل رقم 03-08:

الشكل رقم: 03-08: يوضح قيمة تعويضات المسير حسب مختلف قيم المديونية



المصدر: S.Ross, Opcit, 1977, p30

من خلال الشكل السابق يمكن تحليل مختلف الحالات التي يمكن أن تتبناها المؤسسة باختلاف شكلها وهذا كما يلي:

(1): في هذه الحالة المسير في المؤسسة من النوع « A » يتبنى سياسة مديونية F^A أقل من قيمة المديونية الحرجة F^*، مما يجعل السوق يعتبرها من النوع « B »، مما يؤثر سلبا على قيمة التعويضات والتي تقدر ب $y_0 b + y_1 a$

(2): في هذه الحالة المسير في المؤسسة من النوع « A » يتبنى سياسة مديونية F^A أكبر من قيمة المديونية الحرجة F^*، مما يجعل السوق يعتبرها من النوع « A »، ومنه فإن قيمة التعويضات الممكن أن يحصل عليها المسير تقدر ب $[y_0 + y_1]a$

(3): في هذه الحالة المسير في المؤسسة من النوع « A » يتبنى سياسة مديونية F^A أكبر من العائد المتوقع a مما يعرضها إلى مخاطر الإفلاس ، هذه الأخيرة تؤثر سلبا على قيمة التعويضات والمقدرة ب $y_0 a + y_1(a - L)$

انطلاقا من (1) ،(2) و (3)، يتضح جليا أن الحالة المثلى للمؤسسة من النوع « A » هي الحالة رقم (2)، أي أن المسير في المؤسسة ينبغي عليه أن يتبنى سياسة مديونية F^A أكبر من قيمة المديونية الحرجة F^*

، لإعطاء إشارة لسوق أن المؤسسة من النوع « A » ، وأقل من قيمة العوائد المتوقعة a مما يجنبها من الوقوع في مخاطر الإفلاس.

(4): في هذه الحالة المسير في المؤسسة من النوع « B » يتبنى سياسة مديونية F^B أقل من قيمة المديونية الحرجة F^*، مما يجعل السوق يعتبرها من النوع « B »، وأقل من قيمة العوائد المتوقعة b ، مما يجنبها مخاطر الوقوع في الإفلاس، ومنه فإن قيمة التعويضات الممكن أن يحصل عليها المسير تقدر ب $[y_0 + y_1]b$

(5): في هذه الحالة المسير في المؤسسة من النوع « B » يتبنى سياسة مديونية F^B غير رشيدة تماما حيث تكون أقل من قيمة المديونية الحرجة F^*، مما يجعل السوق يعتبرها من النوع « B »، وبذلك لا يستفيد من فوائد إرسال إشارة خاطئة وفي نفس الوقت تكون أكبر من العوائد المتوقعة b ، مما يعرضه إلى مخاطر الوقوع في الإفلاس، ومنه فإن قيمة التعويضات تقدر ب $y_0 b + y_1(b - L)$

(6): في هذه الحالة المسير في المؤسسة من النوع « B » يتبنى سياسة مديونية F^B أكبر من قيمة المديونية الحرجة F^*، مما يجعل السوق يعتبرها من النوع « A »، وبذلك يستفيد من إرسال إشارة خاطئة ولكنه في نفس الوقت سيتحمل المخاطر المترتبة عن الإفلاس باعتبار أن هذه القيمة أكبر من العوائد المتوقعة b ،ومنه فإن قيمة التعويضات تقدر ب $^* y_0 a + y_1(b - L)$

انطلاقا من (4) ،(5) و (6)، يتضح جليا أن الحالة المثلى للمؤسسة من النوع « B » هي الحالة رقم (4)، أي أن المسير في المؤسسة ينبغي عليه أن يتبنى سياسة مديونية F^B أقل من قيمة المديونية الحرجة F^*، لإعطاء إشارة للسوق أن المؤسسة من النوع « B »، وأقل من قيمة العوائد المتوقعة b ، مما يجنبها مخاطر الوقوع في الإفلاس،.

من كل ما سبق ،فإن الإستراتيجية المثلى للمسير في المؤسسة من النوع « A » لتعظيم منفعته هي:

$$F^* \leq F^A \leq a$$

و الإستراتيجية المثلى للمسير في المؤسسة من النوع « B » لتعظيم منفعته هي:

$$F^B \leq b \leq F^*$$

و أثبت((ROSS (1977) في نفس الدراسة أن قيمة الديون والأموال الخاصة لأي مؤسسة مرتبطة بالقيمة الإسمية للديون (F) والزمن (t) وهذا حسب العلاقة التالية: [1]

* تكون هذه الوضعية مفيدة للمسير إلا في حالة واحدة فقط، لما تكون الفوائد المترتبة عن إرسال إشارة خاطئة أكبر من الخاطر المترتبة عن الإفلاس.

[1] S.Ross, Opcit, 1977, p 37

$$D = \frac{F}{1+r} * \left[1 - \frac{F}{2t}\right] \dots\dots\dots\dots\dots\dots (19)$$

$$E = \frac{1}{1+r} * \left[\frac{t}{2} - F + \frac{F^2}{2t}\right] \dots\dots\dots\dots\dots\dots (20)$$

من العلاقة رقم 19 و 20 نجد :

$$V_0 = E + D = \frac{1}{1+r} * \left[\frac{t}{2}\right]$$

انطلاقا من هذه الدراسة ، تم استنتاج أن هناك علاقة طردية بين قيمة المؤسسة ومعدل الرفع المالي $\frac{D}{E}$، وعلاقة عكسية بين المديونية المثلى والتكاليف المترتبة عن الإفلاس (Bankrybtcy Costes) ، ومنه فإن الإشارة الجيدة للمسيرين حول نوعية المؤسسة عن طريق المديونية المثلى يؤدي إلى رفع قيمة المؤسسة وكذلك هذه الإشارات المثلى تجنب المؤسسة من الوقوع في مخاطر الإفلاس والتكاليف المترتبة عنه وهذا ما يسمح كذلك من رفع قيمة المؤسسة.

المطلب الثالث: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل (POT)

تمثل نظرية عدم تماثل المعلومات اللبنة الأساسية لظهور وتطور نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، ومن رواد هذه النظرية (Myers and Majluf 1984) ، اللذان حاولا تقديم نموذج يسمح بتفسير الاختيارات التي تقوم بها المؤسسة فيما يخص مصادر التمويل في ظل جملة من الفرضيات، تصب في مجملها على العلاقة بين الهيئة المسيرة للمؤسسة والمساهمين القدامى، حيث عادة ما يقوم مسيري المؤسسات بخدمة مصلحة المساهمين القدامى على حساب المكتتبين الجدد.

و نفترض من خلال هذه النظرية أن الهيئة المسيرة للمؤسسة تحوز على معلومات أهم من تلك التي يحوز عليها المستثمرين، والتي تهدف أساسا إلى خدمة مصالح المساهمين القدامى على حساب مصالح المساهمين الجدد، و يمكن تلخيص سلوك المسير اتجاه المساهمين من خلال الفرضيات الثلاث التالية[1]:

- المسيرين يعملون لصالح المساهمين دون التفريق بين الجدد والقدامى؛
- المسيرين يعملون لصالح المساهمين القدامى، الذين يفترض أن يكون سلوكهم سلبي، بحيث لا يقومون بتعديل محفظتهم المالية بناءا على القرارات الاستثمارية الجديدة للمؤسسة؛
- المسيرين يعملون لصالح المساهمين القدامى، الذين يفترض أن يكون سلوكهم ايجابي، بحيث يقومون بتعديل محفظتهم المالية بناءا على القرارات الجديدة للمؤسسة.

وقام الباحثين بدراسة مختلف الفرضيات الثلاث الممكن أن يتبناها المسير في سلوكه اتجاه المساهمين، باعتبارها قابلة الوقوع، لكن قاموا بإعطاء أكثر أهمية للفرضية رقم 02، التي في ظلها يمكن تفسير لماذا

[1] S.C. Myers and N.S. Majluf, Opcit, 1984, p 189.

يتم تقييم الأسهم بأقل من قيمتها الحقيقية عند عملية فتح رأس المال، مما يدفع المسيرين إلى اللجوء إلى الاستدانة بغية عدم تضييع فرص استثمارية ذات قيمة حالية صافية موجبة.

مما سبق، فإن هذا النموذج بني على نقطتين أساسيتين ألا وهما:

- عدم تماثل المعلومات المتعاملين(مسيرين، ومستثمرين)؛
- المسيرين يعملون لصالح المساهمين القدامى، الذين يفترض أن يكون سلوكهم سلبي.

هذه الوضعية تفسر وجود أفضلية في ترتيب مصادر التمويل، حيث تفضل المؤسسة الموارد المالية الذاتية على اللجوء إلى الموارد المالية الخارجية، وإذا احتاجت إلى الموارد الخارجية فإنها تفضل أولا الاعتماد على الديون على أن تأتي بعد ذلك عملية إصدار أسهم جديدة التي لا تلقى عادة القبول من طرف المساهمين القدامى.

ولتوضيح ذلك رياضيا، افترض الباحثين أن المؤسسة تتوفر على جملة من الأصول « the asset-in-place » وأمامها فرصة استثمارية تقدر قيمتها الإجمالية ب « I » ، و يتم تمويل جزء منها عن طريق السيولة المتاحة لدى المؤسسة والتي نرمز لها ب « S »* والجزء المتبقي أي « I - S » يتم تمويله عن طريق إصدار أسهم جديدة « E » أو اللجوء إلى الاقتراض من المؤسسات المالية « D ». وقام الباحثين بتحديد ثلاثة فترات زمنية التي على أساسها بني التحليل:

- « t=-1 »: في هذه الفترة ليس هناك عدم تماثل للمعلومات بين المسيرين والسوق(لهم نفس المعلومات المتاحة)؛
- « t=0 »: في هذه الفترة للمسيرين معلومات أفضل حول قيمة الأصول الموجودة « the asset-in-place » والفرصة الاستثمارية المتاحة مقارنة بالسوق الذي يحصل على هاته المعلومات في الزمن « t=+1 » (في « t=0 » يتم اتخاذ قرار الاستثمار) ؛
- « t=+1 »: في هذه الفترة تكون قيمة الأصول الموجودة « the asset-in-place » والفرصة الاستثمارية المتاحة معلومة من طرف السوق والمسيرين على السواء.

من خلال هاته الفترات قام الباحثين بتحديد قيمة الأصول الموجودة والفرصة الاستثمارية المتاحة وهذا كما يلي[1]:

- $\bar{\mathbf{A}} = \mathbf{E}(\tilde{\mathbf{A}})$ **:** قيمة الأصول الموجودة في الزمن « t=-1 »، حيث توزيع $\tilde{\mathbf{A}}$ يمثل القيمة المحتملة للأصول الموجودة في الزمن « t=0 »؛

* قيمة السيولة المتاحة « S » تتكون أساسا من التدفق النقدي المتاح للمؤسسة، أصولها ذات الدرجة العالية من السيولة وقدرتها على الاستدانة .

[1] Idem, p p 190-191.

- **a :** تمثل قيمة الأصول الموجودة المقدرة من طرف المسير في الزمن« t=0 »؛
- $\overline{\mathbf{B}} = \mathbf{E}(\widetilde{\mathbf{B}})$ **:** قيمة الفرصة الاستثمارية في الزمن « t=-1 »، حيث توزيع $\widetilde{\mathbf{B}}$ يمثل القيمة المحتملة للفرصة الاستثمارية في الزمن « t=0 »؛
- **b :** تمثل قيمة الفرصة الاستثمارية المقدرة من طرف المسير في الزمن« t=0 ».

وافترض الباحثين في تحليلهما أن كل من **a** و **b** تمثل قيم موجبة، وهذا راجع إلى أن المؤسسة تحتوي حتما على أصول، وكذلك يتم رفض في زمن « t=0 » كل فرصة استثمارية تدر قيمة حالية صافية سالبة « VAN<0 ».

إن الاختيار بين استخدام الديون أو إصدار أسهم جديدة يكون في « t=-1 » لكن تجسيد هذه العملية يكون في « t=0 »، أي أن المسير يكون على دراية تامة بقيمة الأصول الموجودة **a** وقيمة الفرصة الاستثمارية المتاحة **b** عكس السوق.

1/ التمويل عن طريق إصدار أسهم جديدة

لتبسيط التحليل سنقتصر في بداية الأمر على دراسة أثر استخدام إصدار أسهم جديدة لتمويل هاته الفرصة الاستثمارية ومدى تأثيرها على ثروة المساهمين القدامى مما سيدفعهم حتما إلى قبول أو رفض هذه الفرصة الاستثمارية، ثم سنقوم لاحقا بالمفاضلة بين التمويل عن طريق الديون وإصدار أسهم جديدة.

في أغلب الحالات يكون هدف المسيرين هو خدمة مصالح المساهمين القدامى من خلال الرفع من قيمة حصصهم المالية، حيث في الزمن « t=0 » يعلم جيدا المسيرين قيمة كل من قيمة **a** و **b**، وبذلك يقومون بتعظيم قيمة الأوراق المالية للمساهمين القدامى من خلال العلاقة التالية:

$$\mathbf{Max}\ \mathbf{V_0^{old}} = \mathbf{V(a, b, E)} \dots\dots\dots\dots\dots (1)$$

لكن في هذا الزمن « t=0 » لا يكون للسوق نفس التقييم لأسهم المساهمين القدامى $\mathbf{V_0^{old}}$ كون المعلومات المتعلقة بالأصول الموجودة والفرصة الاستثمارية المتاحة غير متوفرة لديه، بل يعلم توزيعها فحسب $\widetilde{\mathbf{A}}$ و $\widetilde{\mathbf{B}}$ ، لذلك فإن القيمة السوقية لأسهم المساهمين القدامى عند الرفع من رأس المال واستغلال الفرصة الاستثمارية تقدر ب $\mathbf{\grave{P}}$ ، وتقدر ب **P** عند عدم تمويل هذه الفرصة الاستثمارية مما ينجر عنها ضياعها.
ويمكن تلخيص تأثير اختلاف المعلومات بين السوق والمسيرين من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم: 03-01: المعلومات المتاحة لكل من المسيرين والسوق في مختلف المراحل

معلومات متاحة	t=-1 تماثل المعلومات	t=0 معلومات لصالح المسيرين	t=+1 تماثل المعلومات
لمسيرين	توزيع $\tilde{A}$ و $\tilde{B}$ ؛ S	S ؛ b ، a	S ؛ b ، a الباقية إن وجدت
لسوق	توزيع $\tilde{A}$ و $\tilde{B}$ ؛ S	توزيع $\tilde{A}$ و $\tilde{B}$ ؛ S كذلك قيمة E إما E = 0 أو E = $I - S$	S ؛ b ، a الباقية إن وجدت

المصدر: Ibid, p191.

وكما تم الإشارة إليه سالفا، فإن السيولة المتاحة لدى المؤسسة لا تمكنها من استغلال الفرصة الاستثمارية المتاحة لذلك يتم تمويل الفرق عن طريق إصدار أسهم جديدة وهذا كما توضحه العلاقات التالية:

$$0 \leq S < I \dots\dots\dots\dots (02)$$

$$E = I - S \dots\dots\dots\dots (03)$$

إذا علمت المؤسسة القيمة الفعلية لكل من **a** و **b** ، و قررت عدم استغلال هذه الفرصة الاستثمارية فإن قيمة أسهم المساهمين القدامى تكون على الشكل الموالي:

$$V^{old} = S + a \dots\dots\dots\dots (04)$$

أما إذا قررت إصدار أسهم جديدة واستغلال هذه الفرصة الاستثمارية فإن قيمة العلاقة رقم (04) تكون على الشكل التالي[1]:

$$V^{old} = \frac{\grave{P}}{\grave{P}+E}(E + S + a + b) \dots\dots\dots\dots (05)$$

انطلاقا من العلاقة رقم 04 و05، فإن عملية الإصدار تكون في صالح المساهمين القدامى في الزمن « t=+1 » إذا تحقق الشرط التالي:

$$S + a \leq \frac{\grave{P}}{\grave{P}+E}(E + S + a + b) \dots\dots\dots\dots (05)$$

منه:

$$S + a \leq \frac{\grave{P}}{\grave{P}+E}(S + a) + \frac{\grave{P}}{\grave{P}+E}(E + b)$$

$$(S + a)\frac{\grave{P}+E-\grave{P}}{\grave{P}+E} \leq \frac{\grave{P}}{\grave{P}+E}(E + b)$$

$$\mathbf{(S + a)\frac{E}{\grave{P}+E} \leq \frac{\grave{P}}{\grave{P}+E}(E + b) \dots\dots\dots (07)}$$

[1] Ibid, p 198.

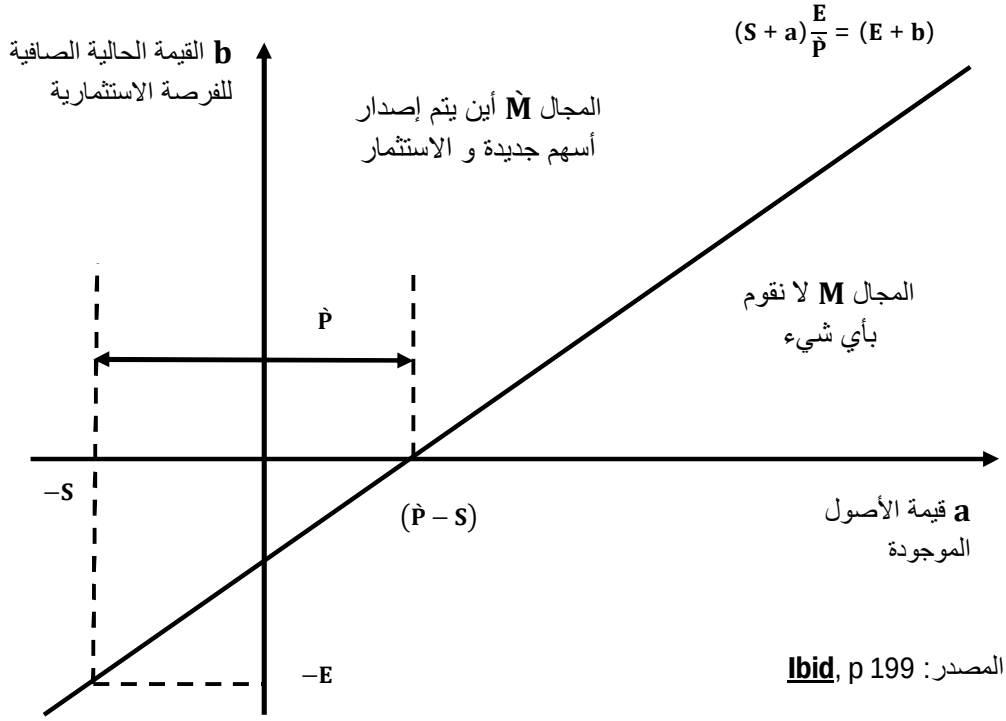
من العلاقة رقم (07) يتضح جليا أن المساهمين القدامى يقبلون تمويل الفرصة الاستثمارية عن طريق إصدار أسهم جديدة، إلا إذا كانت حصة الأصول الموجودة والسيولة المستخدمة التي تكون من نصيب المساهمين الجدد أقل أو يساوي من حصة الزيادة في قيمة المؤسسة التي تكون من نصيبهم.

ولتبسيط الشرط الموضح في العلاقة رقم (07) نجد:

$$(\mathbf{S + a})\frac{\mathbf{E}}{\grave{\mathbf{P}}} \leq (\mathbf{E + b}) \dots\dots\dots (\mathbf{8})$$

انطلاقا من هذه العلاقة يمكن تحديد المجال الذي يكون فيه من صالح المساهمين القدامى قبول تمويل الفرصة الاستثمارية المتاحة عن طريق إصدار أسهم جديدة، والمجال الذي يكون من صالحهم عدم قبول هذه الفرصة عن طريق هذا النوع من التمويل، ويمكن توضيح ذلك بإسهاب من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم: 03-09: يوضح المجال الذي يكون من صالح المساهمين القدامى قبول تمويل فرصة استثمارية عن طريق إصدار أسهم جديدة



المصدر: **Ibid**, p 199

من خلال الشكل رقم 03-09 يتضح جليا أن هناك مجال يتم فيه رفض تمويل الفرصة الاستثمارية عن طريق إصدار أسهم جديدة من طرف المساهمين القدامى، رغم أن هذه الأخيرة لها قيمة حالية صافية موجبة، وهذا حسب اختلاف قيم توزيع كل من $\tilde{A}$ و $\tilde{B}$ بين المجالين الموضحين في الشكل السابق، فإذا كانت القيم الفعلية لكل من الأصول الموجودة **a** و الفرصة الاستثمارية **b** في المجال $\grave{\mathbf{M}}$ فإنه من صالح المساهمين القدامى أن تقوم المؤسسة بعملية الإصدار والاستثمار، أما إذا كانت هذه القيم في المجال **M** فإنه من صالحهم عدم القيام بأي خطوة، ويمكن تفسير ذلك كون أن المساهمين القدامى مستعدين لفقد

فرصة استثمارية ذات قيمة حالية صافية موجبة« VAN>0 » ، على أن يتم بيع أسهم جديدة بقيمة أقل مما ينبغي[1]، ويتضح من الشكل رقم 09-03 أن المساهمين القدامى يقبلون بعملية الإصدار و الاستثمار عندما يتأكدون من أن المشروع يحقق قيمة حالية صافية **b** جد مرتفعة، وأن المؤسسة تحوز على أصول موجودة (أو حالية) **a** ضعيفة[2]، ويمكن تفسير ذلك أن تحقيق المشروع لعوائد عالية سيشجع المساهمين القدامى على قبول هذا النوع من التمويل هذا من جهة وعلمهم أن المساهمين الجدد لا يمكنهم استغلال الأصول المتاحة للمؤسسة باعتبار قيم هذه الأصول ضعيفة.*

ومنه فإن المساهمين القدامى لا يقبلون بعملية الإصدار والاستثمار في حالة ما إذا كان النصيب الذي سيعود على المساهمين الجدد من أصول المؤسسة والسيولة المتاحة أكبر من حصة الزيادة في قيمة المؤسسة التي تكون من نصيبهم، رغم أن هذا الاستثمار يحقق قيمة صافية حالية موجبة. وكما تم ذكره في المطالب السابقة فإن مشكل عدم تماثل المعلومات يعتبر من الأسباب الرئيسية لتبني سياسة استثمارية دون المستوى (**underinvestment risk**).

خلاصة لكل ما سبق، فإن استخدام التمويل عن طريق إصدار أسهم جديدة يكون صعب المنال إلا في حالة تأكد المساهمين القدامى أن هذه العملية ستسمح لهم من رفع القيمة السوقية لحصصهم، وباعتبار أن المساهمين الجدد يعلمون جيدا أن الهيئة المسيرة للمؤسسة تعمل لخدمة مصالح المساهمين القدامى (الفرضية الأساسية التي بني عليها النموذج)، ومنه فإن عملية الإصدار تعتبر في حد ذاتها إشارة مالية سلبية للمساهمين الجدد، كونهم يفسرون ذلك على أن الإدارة المسيرة تحاول استغلالهم لصالح المساهمين القدامى وأن القيمة السوقية للأسهم المطروحة مغال فيها[3].

بعد أن تطرقنا في الجزء الأول من التحليل لأثر تمويل الفرصة الاستثمارية عن طريق إصدار أسهم جديدة وصعوبة تجسيدها في أرض الواقع، حيث لاحظنا أن المؤسسة يمكنها أن تضيع فرص استثمارية مربحة من جراء عدم تماثل المعلومات، هذا من جهة، وكذلك الإشارات المالية السلبية الناجمة عن عملية الإصدار مما سيعيق حتما هذه العملية من جهة أخرى، سنحاول من خلال ما يلي تسليط الضوء على المفاضلة بين التمويل عن طريق الديون أو الرفع من رأس المال.

2/ المفاضلة بين التمويل عن طريق إصدار أسهم جديدة والديون

بعدما تطرقنا إلى الآثار المترتبة عن تمويل الفرصة الاستثمارية عن طريق إصدار أسهم جديدة، سنحاول فيما يلي توضيح نظرة كل من (Myers and Majluf 1984) فيما يخص المفاضلة بين الرفع من رأس المال

[1] م. إ. هندي، مرجع سبق ذكره، 2005، ص 227.

[2] S.C. Myers and N.S. Majluf, Opcit, 1984, p 200.

* لأكثر معلومات حول هذه النقطة وتبسيط التحليل أنظر إلى المثال التطبيقي الموضح في المرجع السابق (Myers and. Majluf 1984, p p 191-194.)

[3] م. إ. هندي، مرجع سبق ذكره، 2005، ص 227.

والديون بالنسبة للمؤسسة التي لم يتسن لها تمويل الفرصة الاستثمارية كليا عن طريق مواردها الذاتية، وهذا عن طريق تعديل النموذج السابق بإدخال تأثير الديون في التحليل. إذا كانت للمؤسسة إمكانية الاعتماد على الديون التي لا تنطوي على مخاطرة « default-risk-free debt » في التمويل فإن مشكل المتعلق بالمفاضلة لا يطرح أساسا كون المؤسسة يمكنها قبول كل المشاريع التي لها قيمة حالية صافية موجبة، أما إذا اعتمدت المؤسسة على الديون الخطرة فإن السؤال المتعلق بالمفاضلة بين إصدار أسهم جديدة أو الاعتماد على الديون يكون له جدوى، باعتبار أن المؤسسة عند اعتمادها على الديون الخطرة في التمويل سيحتم عليها عدم قبول بعض المشاريع رغم أن قيمتها الحالية الصافية موجبة، لكن أشار الباحثين أن الخسارة الناجمة عن فقدان مشاريع ذات مردودية تكون أكبر عند التمويل عن طريق الأموال الخاصة أكثر من تلك المتعلقة بالديون وهذا ما سنحاول توضيحه من خلال النقاط الموالية:

يتم تمويل هذه الفرصة الاستثمارية بقيمة « I - S » سواء عن طريق الأموال الخاصة أو الديون، ويكون الاختيار بين هذين المصدرين في الزمن « t=-1 » على أن يتم تجسيده في الزمن « t=0 »، أي قبل ما يكون للمسيرين المعلومات اللازمة حول القيمة الفعلية لكل من **a** و **b**. و يتم قبول هذه الفرصة الاستثمارية من طرف المساهمين القدامى إذا كانت قيمة حقوقهم بعد تجسيد هذه العملية أكبر من قيمة حقوقهم قبلها $\mathbf{V^{old}}$، والتي تحدد بالفرق بين القيمة الإجمالية للمؤسسة وقيمة الأوراق المالية الصادرة حديثا[1].

الحالة الأولى: التمويل يكون عن طريق إصدار أسهم جديدة:

عندما يتم الاعتماد على الأموال الخاصة لتمويل هذه الفرصة الاستثمارية، فإن قيمة حقوق المساهمين القدامى في الزمن « t=+1 » (معرفة القيمة الفعلية لكل من **a** و **b**)، تكون على الشكل التالي:

$$V^{old} = a + b + I - E_1 \dots\dots\dots\dots (09)$$

حيث:

$\mathbf{E_1}$: تمثل القيمة السوقية للأسهم الصادرة حديثا لتمويل الفرصة الإستثمارية.

ونعلم من خلال العلاقات السابقة أن قيمة الأسهم عند تاريخ إصدارها أي «t=0 » تقدر ب:

$$E = I - S \dots\dots\dots\dots (10)$$

وبتعويض العلاقة رقم 10 في العلاقة رقم 09 نجد:

$$V^{old} = a + b + S + E - E_1$$
$$V^{old} = a + b + S - (E_1 - E) = a + b + S - \Delta E \dots (11)$$

[1] S.C. Myers and N.S. Majluf, Opcit, 1984, p 207.

حيث:

ΔE :يمثل الربح أو الخسارة في رأس المال المساهمين الجدد من جراء الاستثمار في المؤسسة في الزمن «t=1 ».

وانطلاقا من العلاقة رقم 11 و04، فإن المساهمين القدامى لا يقبلون الاستثمار في هذه الفرصة الاستثمارية إلا إذا كانت القيمة السوقية لأصولهم بعد الاستثمار أكبر من قيمة أصولهم قبل ذلك، وهذا ما توضحه العلاقة التالية:

$$S + a \leq S + a + b - \Delta E \dots\dots (12)$$

ومن العلاقة السابقة ينبغي أن يكون $b \geq \Delta E$ ، أي **أن** القيمة الحالية الصافية المترتبة عن الفرصة الاستثمارية تكون أكبر أو تساوي الربح في رأس المال للمساهمين الجدد.

الحالة الثانية: التمويل يكون عن طريق الديون:

إذا كان التمويل عن طريق الديون، سنجد نفس التحليل السابق فيما يخص التمويل عن طريق الأموال الخاصة، بتعويض القيم E_1 و E ب D_1 و D فحسب، وبذلك سنتوصل إلى نفس النتيجة السابقة ، أي أن المساهمين القدامى لا يقبلون بالفرصة الاستثمارية المتاحة إلا إذا كانت القيمة الحالية الصافية للمشروع أكبر أو يساوي الربح في رأس المال الناجم عن الديون $\Delta D = D_1 - D$.

تجدر الإشارة أن استخدام الديون التي لا تنطوي على المخاطرة، يعني أنه ليس هناك ربح أو خسارة في قيمتها الإسمية $\Delta D = 0$ ، في هذا النوع من الديون تقبل كل المشاريع التي لها قيمة حالية صافية موجبة $b \geq 0$. أما إذا استخدمت المؤسسة الديون التي تنطوي على مخاطرة فإن قيمة ΔD يمكن أن تكون موجبة أو سالبة، وأشار الباحثين أن قيمة ΔD تكون بنفس إشارة ΔE ، غير أن قيمتها المطلقة تكون أقل[1] وهذا حسب العلاقة التالية:

$$|\Delta D| \leq |\Delta E| \dots\dots (13)$$

وانطلاقا من العلاقة رقم 13 يمكن تصور الحالات التالية:

- تقوم المؤسسة بالاستثمار في كل المشاريع ذات قيمة حالية صافية موجبة $b \geq 0$ ، إذا كانت قيم ΔD و ΔE سالبة أو مساوية لصفر.
- إذا كانت هناك معلومات ايجابية للمستثمرين في الزمن «t=1 » ، أي أن قيمة كل من ΔD و ΔE موجبة، في هذه الحالة ينبغي التفريق بين وضعيتين. إذا كانت المؤسسة مستعدة لعملية

[1] Idem, p 207.

الإصدار والاستثمار فهي في نفس الوقت مستعدة لتمويل احتياجاتها عن طريق الديون باعتبار ($\Delta D < \Delta E$ و أن $\Delta E \leq b$ يستلزم ذلك أن $\Delta D \leq b$)، أما إذا كانت المؤسسة مستعدة لاستخدام الديون في عملية التمويل هذا لا يعني بالضرورة أن لها الإمكانية لتمويل احتياجاتها عن طريق الرفع من رأس المال وهذا في حالة ما إذا كانت $(\Delta E > b \geq \Delta D)$. ويمكن تفسير ذلك بأن القيمة السوقية للمؤسسة عند استخدام التمويل عن طريق الديون تكون أكبر، والراجع أساسا إلى السياسة الاستثمارية دون المستوى (underinvestment risk) عند استخدام التمويل عن طريق الرفع من رأس المال.

وانطلاقا من التحليل السابق خلص (Myers and Majluf 1984) أن المؤسسات يفضلون تمويل احتياجاتهم عن طريق مواردهم المالية الذاتية وإذا لم تكف هذه الموارد يتم اللجوء إلى الموارد الخارجية بتفضيل الديون على أن يتم اللجوء إلى الرفع من رأس المال كحل أخير، ويرجع ذلك إلى مشكل عدم تماثل المعلومات المترتب عن عملية الإصدار[1].

من خلال النقاط التي تم دراستها في هذا المبحث، تم تسليط الضوء على أهم النظريات التي عالجت مشكل عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين ، حيث قام كل من(Ross 1977, Leland and Pyle1977) بدراسة نظرية الإشارة للتخفيف من عبئ مشاكل عدم تماثل المعلومات حيث أشار البحث الأول إلى مدى أهمية نسبة مشاركة المسير في رأس المال كإشارة مالية على نجاح المشروع والعلاقة الطردية بين هذه النسبة وقيمة الديون في الهيكل المالي ، أما البحث الثاني فأشار إلى أهمية استخدام القيمة الإسمية للديون كإشارة مالية على جودة المؤسسة.

وقام كل من (Myers and Majluf 1984) بوضع حجر الأساس لنظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل الناجم عن مشكل عدم تماثل المعلومات بين المسيرين في المؤسسة والمستثمرين، حيث تفضل المؤسسة أولا تمويل احتياجاتها عن طريق مواردها الذاتية و اللجوء إلى فتح رأس المال كحل أخير على أن يتم الاعتماد على الديون كحل وسيط بينهما.

وسنحاول من خلال المبحث الموالي دراسة أهم النظريات الحديثة الأخرى المفسرة لهيكلة رأس المال.

[1] Ibid, p 209.

المبحث الثالث: النظريات الحديثة الأخرى المفسرة لهيكلة رأس المال

ظهرت حديثا عدة نظريات حاولت تفسير هيكلة رأس المال في ظل خصوصية البيئة التي تزاول فيها المؤسسة نشاطها، فاختلاف المحيط الاقتصادي والقانوني يؤثر حتما على السياسة المالية للمؤسسة، حيث أشارت نظرية القوانين والمالية أن اختلاف البيئة والقوانين يؤثر تأثير كبير على الهيكل المالي للمؤسسة فهناك اقتصاديات يكون فيها النظام المصرفي هو المسيطر (اقتصاد مبني على المديونية) مثل الاقتصاد الألماني مما يفسر اعتماد المؤسسات الألمانية على نسب معتبرة من الديون في الهيكل المالي، وعكس ذلك الاقتصاد الأمريكي الذي يتميز بسوق مالي متطور مما يدفع المؤسسات إلى تمويل احتياجاتها عن طريقه، كذلك اختلاف البيئة الاقتصادية يفسر ظهور نظرية تكاليف المعاملات حيث تختلف هذه من اقتصاد لآخر وبذلك تؤثر تأثير واضح على السياسة المالية للمؤسسة.

تجدر الإشارة كذلك، إلى تحليل السلوك المالي للمؤسسات في ظل نظرية تقييد الاقتراض، حيث لا يمكن الاعتماد كليا على الديون خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لها قدرة ضعيفة لاستقطاب القروض إليها، والراجع أساسا إلى ضعف الضمانات (ضعف هيكل أصولها) ، كذلك ظهور نظرية الاقتصاد الضريبي الناجم عن غير الديون ومن رواد هذا التوجه (De Angelo and Masulis 1980) الذين أشاروا إلى أن هناك بدائل للاقتصاد الضريبي للديون الذي بنى عليه مدكلياني و ميلر نموذجهما، مثل قابلية خصم أقساط الاهتلاك في المؤسسة مما يفقد الديون الميزة الجبائية التي ترتكز عليها، لذلك سنحاول من خلال هذا المبحث معالجة النقاط التالية:

- نظرية القوانين والمالية؛
- نظرية تكاليف المعاملات ؛
- نظريتي تقييد القروض والاقتصاد الضريبي الناجم عن غير المديونية.

المطلب الأول: نظرية القوانين والمالية « Law and finance »

من الدراسات التي اعتبرت حجر الأساس لهذا التوجه نذكر الدراسة التي قام بها (R. la porta and al 1998) حيث أشار الباحثون أن البيئة القانونية لها أهمية بالغة في حماية كل من حقوق المقرضين والمساهمين، و قامت هذه الدراسة على عينة من 49 دولة[1] ، توصل من خلالها الباحثون إلى وجود علاقة وطيدة بين مصدر النظام القانوني في البلد ومستوى حماية حقوق المستثمرين وتطور السوق المالي، بحيث أن الحماية القانونية للمساهمين ذوي الحصص الضعيفة هو الذي يفسر اختلاف الهيكلة المالية في مؤسسات مختلف بلدان العالم، وتم التوصل إلى وجود علاقة عكسية بين مدى نسبة تركيز رأس المال في أيدي عدد معين من المساهمين ومدى صلابة القوانين التي تحمي مصالح المساهمين ذوي الحصص الضعيفة وهي

[1] R. La Porta and al, Law and Finance, Journal of Political Economy, 1998, p 1113.

نفس النتيجة التي توصل إليها [1](Cheng and Shiu 2007) ، فمن المنطقي عدم لجوء المساهمين ذوي الحصص الضعيفة للاستثمار في السوق المالي إذا لم تتوفر هيئة قانونية صلبة تقوم على حماية حقوقهم، وتوصل (R. la porta and al 1998) كذلك أن المساهمين ذوي الحصص الضعيفة يكونوا أقل حماية في الدول التي تعتمد على القانون المدني الفرنسي (French Civil-law) مقارنة بتلك التي تعتمد القانون العام (Common low) ، وتكون الحماية متوسطة بالنسبة للبلدان التي تعتمد على القانون المدني الألماني[2]. إن السياسة القانونية في البلد تؤثر تأثير واضح على هيكلة رأس المال بحيث يكون هذا الأخير غير مركز في حالة حماية قانونية صلبة لمصالح المساهمين ذوي الحصص الضعيفة ،و وفي هذه الحالة يكون هناك تضارب بين مصالح المسيرين والمساهمين، أما إذا كان رأس المال مركز ففي هذه الحالة ينشأ نوع آخر من تضارب المصالح ألا وهو تضارب المصالح بين المساهمين المشاركين في التسيير والمراقبة « actionnaires de contrôle » والمساهمين ذوي الحصص الضعيفة[3].

وتظهر أهمية هذه النظرية كذلك في تفسير السلوك المالي لبعض المؤسسات والذي لا يتماشى مع نتائج النظريات السابقة، فالبيئة التي تنشط فيها المؤسسة تؤثر تأثير كبير على السياسة المالية التي تتبناها المؤسسة ، وحسب الدراسة التي قام بها (M.PAGANO, P.PANETTA and L.ZINGALES 1998) حول ضعف السوق المالي في ايطاليا مقارنة بحجم اقتصاده، وصعوبة إدراج المؤسسات الإيطالية في السوق المالي مقارنة بالمؤسسات الأمريكية، استنتج الباحثون أن هذه ليست خصوصية السوق المالي الإيطالي فحسب، بل هناك عدة بلدان أوروبية تتميز بنفس الخاصية[4]، حيث تختلف الثقافة المالية في البلدان الأوروبية مقارنة بنظيرتها الأنجلوساكسونية، ويمكن ملاحظة ذلك من خلال نسبة الرسملة في السوق المالي إلى الناتج الداخلي الخام كذلك بعدد المؤسسات المدرجة في البورصة، فعلى سبيل المثال لا الحصر فرغم أن الاقتصاد الألماني يعتبر من رواد الاقتصاديات العالمية إلا أن نسبة الرسملة في السوق المالي فيه ضعيفة عكس نظامه المصرفي الذي يساهم بنسبة كبيرة في تمويل الاقتصاد مقارنة بالسوق المالي. ولاحظ الباحثون أن هناك علاقة طردية بين حجم المؤسسة واحتمال إدراجها في البورصة، لكن هذه العملية لا تكون بصفة تلقائية بالنسبة للمؤسسات الإيطالية مقارنة بنظيراتها الأمريكية، حيث أظهرت نتائج الدراسة أن المؤسسات الإيطالية المدرجة تكون أكبر ب 8 مرات من حيث الحجم من المؤسسات الأمريكية وأقدم منها ب6 مرات[5]، وتم تفسير ذلك أن المؤسسات الإيطالية تحتاج إلى رأسمال ثقة كبير

[1] S. Cheng, C. Shiu, Investor protection and capital structure: International evidence, Journal of Multinational Financial Management, 2007, p 43.
[2] R. La Porta and al, Opcit, 1998, p 1113.
[3] T. M. Firas, L'actionnariat et Son Influence sur les Orientations Financieres et Strategiques d'une Entreprise, Unité Mixte de Recherche CNRS , Université Pierre Mendès France Grenoble 2,2010, p 2.
[4] M. Pagano, P. Panetta and L. Zingales, Why Do Companies Go Public?An Empirical Analysis, THE JOURNAL Of FINANCE, 1998,p 60.
[5] Idem, p 61.

لكي يتم إدراجها في البورصة كون عدم احترام قوانين الملكية بالنسبة للمساهمين ذوي الحصص الضعيفة يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الوكالة.

كذلك يمكن تفسير عزوف المؤسسات الإيطالية خاصة الصغيرة والمتوسطة على فتح رأس المال إلى التكاليف الباهظة التي ينبغي على المؤسسة أن تتحملها عند عملية الإدراج، كذلك التكاليف القانونية والضريبية الناجمة عن نشر المعلومات المالية بصفة دورية، حيث تتميز المؤسسات الإيطالية بنسب عالية من التهرب الضريبي لذلك تلزم المؤسسات بمسك محاسبة موثقة هذه الأخيرة تساهم في الرفع من تكاليفها المالية، وبذلك يصعب على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة توفير هذا النوع من الشروط لكي يتم قبول إدراجها في البورصة.

من خلال كل ما سبق، يتضح لنا جليا مدى تأثير البيئة القانونية على السياسة المالية للمؤسسة، حيث لاحظنا أن حجم الاقتصاد لا يعني بالضرورة قوة السوق المالي، إذ تتميز بعض الدول في سياستها المالية بالاعتماد أساسا على النظام المصرفي (اقتصاد مبني على سياسة المديونية) ، وبعض الدول الأخرى على السوق المالي، لذا سنحاول من خلال ما يلي توضيح بعض الإحصائيات المتعلقة بمدى تطور السوق المالي في عينة من البلدان.

- دراسة مدى تطور السوق المالي والنظام المصرفي لعينة من البلدان

سنحاول من خلال هذه النقطة أولا دراسة مدى تطور السوق المالي في جملة من البلدان وهذا عن طريق نسبة الرسملة في السوق المالي إلى الناتج الداخلي الخام، وهذا ما يوضحه الجدول رقم 03-03 .

الجدول رقم: 03-02: يوضح نسبة الرسملة في السوق المالي إلى الناتج الداخلي الخام بين سنة 1997-2012

البلدان	1997	2009	2010	2011	2012
المملكة المتحدة	152	126.7	135.4	117.9	122.7
سويسرا	135	210.2	223.9	141.5	171.0
الولايات المتحدة	122	104.6	114.6	100.7	114.9
السويد	103	106.5	125.5	87.7	107.0
هولاندا	93	68.1	85.1	71.4	84.5
كندا	88	122.6	133.8	107.2	110.7
اليابان	63	67.1	74.6	60.0	62.0
فيلاندا	47	38.0	49.9	54.5	64.2
بلجيكا	44	55.2	57.2	44.8	62.1
الدنمارك	40	60.2	74.1	53.8	71.3
اسبانيا	39	89.2	84.6	70.9	75.2
فرانسا	38	75.3	75.1	56.4	69.8
النورويج	38	60.0	59.6	44.7	50.6
ألمانيا	27	39.3	43.3	32.6	43.4
ايطاليا	23	15.0	15.5	19.6	23.9
النمسا	14	14.0	17.9	19.8	26.9

المصدر: http://data.worldbank.org/indicator/FB.BNK.CAPA.ZS/countries, date 25/11/2014 ; heure 17 :30

من خلال الجدول رقم 03-03 نلاحظ اختلاف بين نسبة الرسملة في السوق المالي إلى الناتج الداخلي الخام بين الدول الأوروبية والدول الأنقلوسكسونية ، حيث نلاحظ ضعفها في ألمانيا إذ لم تتجاوز 44% بين 2009 و 2012 ، رغم أن الاقتصاد الألماني يتميز بالصلابة، كذلك لم تتجاوز 24% في ايطاليا خلال نفس الفترة، وهو ما يدعم نتائج دراسة (M.PAGANO, P.PANETTA and L.ZINGALES 1998) رغم اختلاف المدة ، لكن نلاحظ تحسن طفيف في سنة 2012 حيث ارتفعت هذه النسبة من 19,6% سنة 2011 إلى 23,9%.

أما فيما يخص كل من الولايات المتحدة الأمريكية و المملكة المتحدة نلاحظ نسب عالية إذ تعدت نسبة 100% بين 2009 و 2012 لكلتا البلدين، مما يفسر تطور السوق المالي فيهما واعتماد المؤسسات على التمويل عن طريق السوق المالي (نفس الملاحظة فيما يخص كندا وسويسرا). لكن ماذا عن تمويل النظام المصرفي للاقتصاد في هاته البلدان؟ ، وللإجابة على هذا السؤال سنحاول في النقطة الموالية تسليط الضوء على حجم النظام المصرفي في هذه البلدان من خلال بعض الإحصائيات الموضحة في الجدول رقم 03-04.

الجدول رقم: 03-03: يوضح نسبة إجمالي أصول النظام المصرفي إلى الناتج الداخلي الخام لسنة 2011

البلدان	النسبة %
فرنسا	421
المملكة المتحدة	373
ألمانيا	332
إيطاليا	246
اليابان	180
كندا	138
الولايات المتحدة الأمريكية	117

المصدر: Banking Breif, U.S Banking System : Scaled to Serve, February 2013, p1.

من خلال المعطيات الموضحة في الجدول رقم 03-04 فإن النظام المصرفي لكل من ألمانيا، فرنسا، المملكة المتحدة و ايطاليا له حجم كبير مقارنة بالناتج الداخلي الخام ، وعكس ذلك نلاحظ أن هذه النسبة ضعيفة في الولايات المتحدة الأمريكية مقارنة بالدول المتقدمة، هذا ما يفسر أن الاقتصاد الألماني والإيطالي والفرنسي يعتمد أساسا على النظام المصرفي في سياسته المالية، عكس الاقتصاد الأمريكي الذي يعتمد في سياسته المالية على حجم المعاملات ومدى تطور سوقه المالي، لذلك لا ينبغي تفسير السلوك المالي للمؤسسات الألمانية مثل مثيلاتها في الولايات المتحدة حتى توفرت فيهم نفس الخصائص، فالأولى موجودة في مناخ مالي مبني على المديونية أما الثانية موجودة في مناخ مبني على تطور السوق المالي.

وحاولت عدة بحوث دراسة الهيكل المالي للمؤسسات في ظل نظرية القوانين والمالية أكدت في مجملها على تأثير البيئة القانونية والمحيط الاقتصادي على السلوك المالي للمؤسسات نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر دراسة (Cheng and Shiu 2006, kayhan and Titman 2007, Dangl and Zechner 2004) ،هذا الاختلاف في البنية القانونية و الاقتصادية يؤثر حتما على حجم تكاليف صفقات التمويل من اقتصاد لآخر هذا ما سيؤثر حتما على اختيار مصادر التمويل التي تسمح من تخفيف حجم تكاليف الصفقات، هذا ما سيدفعنا من خلال المطلب الموالي إلى دراسة تأثير حجم تكاليف الصفقات على هيكلة التمويل في المؤسسة.

المطلب الثاني: نظرية تكاليف الصفقات

يعتبر أوليفار ويليامسون « Williamson » من رواد هذه النظرية، وحاول تفسير السلوك المالي للمؤسسات من منظور تكاليف الصفقات المبرمة، ويمكن التمييز بين نوعين من التكاليف[1]:

- تكاليف الصفقات المسبقة: والمتمثلة أساسا في تكاليف إعداد العقود (تكاليف التحرير، التفاوض و التوثيق ...إلخ)؛
- تكاليف الصفقات اللاحقة: والمتمثلة أساسا في تكاليف تسيير العقود (تكاليف تجسيد الصفقة وتكاليف المراقبة والرقابة).

تهدف هذه النظرية إلى تحليل العلاقة التعاقدية بين المؤسسة وشركائها الاجتماعيين (عمال، زبائن، موردين، مستثمرين...إلخ) ، ويمكن التفريق بين نوعين من الصفقات ، الصفقات البسيطة والصفقات المعقدة هذه الأخيرة تتطلب مصاريف باهظة على سبيل المثال صفقات عملية التمويل سواء كانت على شكل ديون أو فتح رأس المال، ويمكن التفضيل بين هذه الموارد انطلاقا من التكاليف التي سيتكبدها المتعاملين من جراء هذه الصفقة المبرمة. هذا النوع من الصفقات ينجر عليه تكاليف مباشرة وأخرى غير مباشرة[2] والتي ستؤثر حتما على القيمة السوقية للمؤسسة.

وقام (Williamson 1988) بإسقاط مفهوم تكاليف الصفقات على السياسة المالية للمؤسسة، حيث يتم اختيار المصدر التمويلي الأمثل من خلال التكاليف التعاقدية المترتبة عنه، هذه الأخيرة تكون مرتبطة ارتباط وثيق مع نوعية الأصل الممول. ويهدف هذا النموذج إلى اختيار المصدر التمويلي الذي يسمح من تخفيف عبئ تكاليف الصفقات بين المتعاملين والتي تتكون أساسا من[3]:

- **تكاليف سوء التكييف The maladaptation costs:** والمتمثلة في التكاليف الناجمة عن تغير في طبيعة الصفقة؛
- **تكاليف المساومات The haggling costs:** التكاليف المترتبة عن الجهود الثنائية لتعديل الاختلال في بنود العقد؛
- **تكاليف الإعداد والتشغيل The setup and running costs** : والمتعلقة بمراقبة نظام الحوكمة؛
- **تكاليف الربط The bonding costs** : والمتعلقة بتكاليف تنفيذ الالتزامات.

[1] هشام سفيان صلواتشي، دور علاقة الوكالة في تحسين أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، شعبة إدارة أعمال، السنة الجامعية 2011-2012، ص 19.

[2] B. Cornell, A.C. Shapiro, Corporate Stackeholders And Corporate Finance, Financial management, Volume 61, Issue 1, 1987, Pg 57-58.

[3] O. Williamson, The Economic Institutions of Capitalism, New York : Free Press, 1985, p 21.

وقام الباحث بتقديم نموذج للمفاضلة بين مختلف مصادر التمويل (ديون أو أموال الخاصة)، انطلاقا من تكاليف الصفقات، حيث يتم تقييم تكاليف الصفقات لمختلف مصادر التمويل بدلالة خصوصية الأصل الممول « asset specificity » ونرمز له ب $\mathbf{k}$.

ومنه فإن تكاليف كل من الديون والأموال الخاصة تقدر ب$\mathbf{D(k)}$ و $\mathbf{E(k)}$ على التوالي.

وأشار الباحث أن القيمة الأولية لتكاليف الصفقات للديون $\mathbf{D(0)}$ تكون أقل من تلك المتعلقة برفع رأسمال $\mathbf{E(0)}$، وفسر ذلك بكون الديون تتميز بنظام تسييري بسيط مما يجعل قيمة التكاليف الأولية لهذا النوع من التمويل ضعيفة، أما فيما يخص عملية الرفع من رأس المال فتتميز بنظام أكثر تعقيد مما يجعل من تكاليفها الأولية باهظة، وهذا حسب ما توضحه العلاقة التالية[1]:

$$D(0) < E(0) \dots\dots (01)$$

ومن علاقة رقم واحد يتضح أنه في حالة غياب خصوصية الأصل، فإن الديون تمثل المورد الأقل تكلفة باعتبارها لا تتطلب نظام تسييري معقد وبذلك ستكون تكلفتها أقل من تكلفة التمويل عن طريق الأموال الخاصة.

قيمة تكاليف المتعلقة بالديون $\mathbf{D(k)}$ و المتعلقة بالأموال الخاصة $\mathbf{E(k)}$ تتزايد بصفة طردية مع تغيرات قيمة خصوصية الأصل $\mathbf{k}$ ، لكن التغير الحدي لتكلفة الديون $\dot{\mathbf{D}} = \partial\mathbf{D(k)}/\partial\mathbf{k}$ يكون أكبر من قيمة التغير الحدي لتكلفة الأموال الخاصة $\dot{\mathbf{E}} = \partial\mathbf{E(k)}/\partial\mathbf{k}$ ، ويمكن تلخيص ذلك من خلال العلاقة التالية:

$$\dot{\mathbf{D}} > \dot{\mathbf{E}} > 0 \dots\dots (02)$$

وتم تفسير ذلك أن حملة السندات لهم الأولوية في الحصول على حقوقهم في حالة الإفلاس مما سيحمل المؤسسة تكاليف إضافية، هذا الوضع يتزايد مع زيادة نوعية الأصل الممول (أصل ذو مخاطرة عالية) ، وبذلك فإن حملة السندات يقومون باسترجاع حقوقهم من تصفية أصول المؤسسة في حالة عدم القدرة على السداد. هذا ما سيؤثر سلبا على القيمة السوقية للمؤسسة، أما فيما يخص أصحاب الأموال الخاصة فهم يتحملون مخاطرة فشل المؤسسة وليست لهم الأولوية في استرجاع حقوقهم مما يجعل تكاليف الصفقات المتعلقة بهذا النوع من التمويل تكون أقل مرونة مع التغيرات في خصوصية الأصل مقارنة بتلك المتعلقة بالديون.

[1] O. Williamson, Corporate Finance and Corporate Governance, The Journal of Finance, Vol 43, N°3, 1988,p 580.

من كل ما سبق، توصل الباحث إلى العلاقة التالية:

إذا كانت قيمة خصوصية الأصل تقدر ب $\overline{\mathbf{k}}$ حيث[1]:

$$D(\overline{k}) = E(\overline{k}) \dots\dots (3)$$

- المؤسسة تقوم بالتمويل عن طريق الديون لما تكون قيمة $\overline{\mathbf{k}} > \mathbf{k}$
- وتقوم بالتمويل عن طريق الديون لما تكون قيمة $\overline{\mathbf{k}} < \mathbf{k}$

في غياب خصوصية الأصل فإن المورد المالي المفضل هو التمويل عن طريق الديون، وكون أن المؤسسة لا تستخدم كثيرا أصول تنطوي على درجة عالية من المخاطرة، خاصة فيما يخص واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فإن المورد المالي المفضل عادة هو الديون على أن يأتي التمويل عن طريق الأموال الخاصة بصفة استثنائية، هذه النتيجة تتوافق مع النتيجة المتحصل عليها من طرف (Myers and Majluf 1984) والمتعلقة بنظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل حيث يأتي التمويل عن طريق الموارد الذاتية في قمة سلم الترتيب ليأتي بعدها التمويل عن طريق الديون وفي آخر الترتيب يأتي التمويل عن طريق الرفع من رأس المال. لكن إذا كان هناك خصوصية في الأصل مما يتطلب إعادة تعديل العقد التمويل بين المؤسسة وحملة السندات باعتبار أن عقد الاكتتاب لحملة السندات تحمل عادة بنود تحمي حقوقهم ، كذلك يمكن تعديل بنود هذا العقد إذا أخلت المؤسسة بالتزاماتها، لذلك فإن المورد المالي الذي يسمح من تخفيف عبئ هذه التكاليف التعاقدية هو الرفع من رأس المال وبذلك نتحصل على ترتيب مخالف لما توصل إليه (Myers and Majluf 1984) حيث تفضل المؤسسة أن تمول احتياجاتها عن طريق الموارد الذاتية وبعد ذلك الرفع من رأس المال على أن يأتي التمويل عن طريق الديون في ذيل الترتيب لما تعتريه من تكاليف إضافية ناجمة عن إخلال المؤسسة بالتزاماتها التعاقدية.

المطلب الثالث: نظريتي تحديد القروض والاقتصاد الضريبي الناجم عن غير المديونية

بعد ما حاولنا في المطالب السابقة تسليط الضوء على أهم النظريات الحديثة المفسرة لسياسة المالية للمؤسسة، والتي حاولت في مجملها إسقاط فرضيات المثالية التي بني عليها نموذج مدكلياني و ميلر، سنحاول في ما يلي توضيح بإيجاز نظريتين مهمتين في هذا المجال، الأولى توضح أن الحصول على الديون ليس تلقائي، أي أن المؤسسة إذا أرادت التمويل عن طريق هذا المورد فعليها طلب ذلك من المؤسسات المالية الموجودة في الساحة أو إصدار سندات (تمويل احتياجاتها ب 100% عن طريق المديونية كما أشار إليه سالفا مدكلياني و ميلر 1963)، لكن الواقع غير ذلك حيث تشهد المؤسسات قيود للحصول على هذا المورد خاصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إذ ينبغي أن تكون لديها ضمانات قوية للحصول على هذا المورد، أما النظرية الثانية فتهدف إلى التقليل من أهمية الاقتصاد الضريبي الناجم عن

[1] Idem, p 381.

المديونية الذي على أساسه يتحدد المعدل الأمثل للمديونية حسب نظرية العلاقات التوازنية، كون أنه يوجد بعض التكاليف التي يمكن أن تعتمد عليها المؤسسة لتحقيق اقتصاد ضريبي بديل عن الاقتصاد الضريبي الناجم عن الديون مثل سياسة الإهتلاكات، حيث لاحظنا في الفصل الأول من هذا البحث أهمية هذه التكاليف في تعزيز القدرة المالية الذاتية للمؤسسة، ولتوضيح ذلك سيتم معالجة كل نظرية على حدى وهذا كما يلي:

1/ نظرية تحديد القروض Rationnement des Crédits

هناك عدة دراسات اهتمت بهذا الموضوع ولعل من أهمها دراسة كل من (Stiglitz and Weiss 1981) ودراسة (Williamson 1986) ، فحسب البحث الأول فإن مشكل تحديد القروض يعود أساسا إلى تضارب المصالح بين المؤسسات المانحة للقرض والمؤسسة المحتاجة له، ويعتري اتفاقية القرض مشكل عدم تماثل المعلومات الذي يؤدي بالضرورة إلى ارتفاع تكاليفه.

يمثل نقص المعلومات المتعلقة حول مخاطرة المشروع من الأسباب الجوهرية لمشكل عدم تماثل المعلومات القبلي« exante » ، لذلك تلجأ البنوك إلى التخفيف من هذا العبئ بتطبيق معدل فائدة مرتفع، هذا الأخير يعتبر سلاح ذو حدين ، كونه يسمح باستقطاب المؤسسات ذات درجة عالية من المخاطرة وإقصاء المؤسسات التي لا تنطوي على مخاطرة، وتكون هذه الأخيرة معرضة إلى مشكل سوء الاختيار[1] « adverse selection» حيث يتم إقصاء المؤسسات الجيدة من السوق واستقطاب المؤسسات السيئة، ومن أشهر الأعمال في هذا المجال دراسة (Akerloff 1970) الذي حاول تفسير خروج بائعي السيارات الجيدين من السوق كون السعر المطبق لا يساعدهم وبقاء البائعين ذوي السلع الرديئة الذين يقبلون بذلك السعر، هذه السياسة سترفع من مخاطرة عدم التسديد للبنك. و أشار الباحث إلى صعوبة تحديد المؤسسات الجيدة في السوق مما سيعرض البنوك إلى مخاطرة بتطبيق سياسة معدل الفائدة، هذا من جهة، وإقصاء مؤسسات أخرى من التمويل من جهة أخرى*.

إن عملية منح القروض من طرف البنوك يعرضها كذلك إلى نوع آخر من مشاكل عدم تماثل المعلومات، حيث يمكن للمؤسسة المستفيدة من القرض أن تغير وجهته من استثمارات ذات معدلات منخفضة من المخاطرة إلى استثمارات أخرى ذات درجة عالية من المخاطرة ، هذا ما يعرف وفق منظور نظرية الوكالة (Jensen et Meckling, 1976) بمشكل "إحلال الأصول" (asset substitution risk) ، حيث هناك علاقة وطيدة بين معدل الفائدة ودرجة مخاطرة الأصل الممول، فعند حصول المستثمر على موارد مالية بمعدلات عالية فإنه يفضل استغلال هذه الموارد في مشاريع ذات درجة عالية من المخاطرة التي تسمح له

[1] J. E. Stiglitz and A. Weiss, Credit Rationing in Market With Imperfect Information, The American Econmic Review, Vol 71, Issue 3 , juin 1981, p 393.

* "It is difficult to identify good borrowers"

من تحقيق عوائد معتبرة[1]، أي أن المؤسسة لا تقوم باستخدام الأموال في المشاريع المنصوص عليها في عقد الاقتراض مما يعرضها حتما إلى مشاكل عدم التسديد.

أشار كذلك (Stiglitz and Weiss 1981) أن البنوك معرضة إلى نوع آخر من مشاكل عدم تماثل المعلومات والذي يعرف بمشكل عدم تماثل المعلومات البعدي « ex-post » ، هذا المشكل يظهر بعد تمويل البنك للمشروع ، كونه لا يتوفر على المعلومات الجيدة التي تسمح له بتقييم أداء المؤسسة، و مدى استغلال مسيري المؤسسة للعوائد الناجمة عن الاستثمار، هذه الوضعية تلزم البنوك على بذل مصاريف إضافية تعرف بمصاريف المراقبة، هذه الأخيرة يتم تحويلها على عاتق المؤسسات المستدينة في شكل معدلات فائدة مرتفعة، لكن في المقابل يصبح احتمال استرجاع المبالغ المستثمرة عند تاريخ الاستحقاق ضعيف[2]، هذه الوضعية التي تفسر عزوف بعض المؤسسات على طلب قروض في ظل هذه الشروط الموجودة في السوق، مما يفسر ظاهرة تحديد القروض.

من كل ما سبق، فإن اعتماد المؤسسة على معدلات فائدة عالية يؤدي:

- خروج المؤسسات ذات درجة منخفضة من المخاطرة من السوق، ومن ثم انخفاض العائد المتوقع من طرف البنوك؛
- ظهور خطر إحلال الأصول، حيث يتم استخدام المبالغ المتحصل عليها في مشاريع ذات درجة عالية من المخاطرة غير تلك المنصوص عليها في عقد الاقتراض.

في نفس السياق أكد (Williamson 1986) النتائج المتحصل عليها من طرف (Stiglitz and Weiss 1981)، باعتبار أن مفهوم تحديد القروض مرتبط أساسا بعدم تلبية طلبات بعض المؤسسات المحتاجة إلى تمويل، فعند نقطة توازن السوق يفترض أن كل المؤسسات الطالبين للقرض متماثلين، جزء منهم يتم تلبية طلبه كليا والجزء الأخر يقصى من عملية التمويل[3].

وبغية التخفيف من عبئ مشاكل عدم تماثل المعلومات، تقوم البنوك عادة بتحديد عدد المؤسسات التي تقوم بتمويلها، فحسب دراسة (Diamond 1984) فإن تكاليف المراقبة « Cost of Moitoring» يمكن أن تكون باهظة خاصة إذا كان عدد المؤسسات الممولة معتبر، هذا الإجراء يؤدي حتما إلى حرمان جزء من المؤسسات من عملية التمويل[4]، كذلك توصل (Dennis and Sharpe 2005) أن حجم المؤسسة يؤثر تأثير

[1] M. C. Jensen and W. H. Meckling, Opcit, 1976, pp 334-335.
[2] J. E. Stiglitz and A. Weiss, Opcit, juin 1981, p 393.
[3] S. D. Williamson, Costly Monitoring, Financial Intermediation, and Equilibrium Credit Rationing, Journal of Monetary Economics , 1986,P 159.
[4] D. W. Diamond, Opcit, Juil 1984, p 394.

واضح على قيمة ومدة القرض[1]، وهذا ما يؤكد وجود سياسة لتحديد القروض خاصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يصعب عليها تحمل أعباء مالية كبيرة هذا من جهة، والسياسة التي يتبناها البنك في عملية منح القروض من جهة أخرى.

2/ مفهوم الاقتصاد الضريبي الناجم عن غير الديون:

يمثل الاقتصاد الضريبي الناجم عن الديون من العوامل الرئيسية للمفاضلة بين استخدم الديون أو الرفع من رأس المال، وحسب دراسة التي قام بها مدكلياني و ميلر في 1963 فإن الهيكل التمويلي الأمثل هو ذلك الذي يحتوي على أعلى نسبة من الديون، لكن جملة من الدراسات قللت من أهمية هذا العامل كون الاستخدام المفرط للديون يعرض المؤسسة إلى عدة مشاكل مالية (تكاليف الإفلاس، تكاليف الوكالة)، كذلك الدراسة التي قام بها ميلر في سنة 1977 والتي تنص أن عوائد المستثمرين كذلك تخضع لضريبة لذلك ينبغي المفاضلة بين معدل الضريبة المطبق على عوائد المؤسسة ومعدلات الضريبة المطبقة على عوائد الأشخاص الطبيعيين، وفي هذا السياق ظهرت بعض الدراسات التي تقلل من أهمية الاقتصاد الضريبي الناجم عن الديون كون هناك بعض المصاريف التي يمكن استخدامها في المؤسسة لتحقيق الاقتصاد الضريبي من غير الديون مثل مخصصات الاهتلاكات، مخصصات المؤونات ذات الطابع الاحتياطي وهذا في ظل الشروط القانونية والجبائية للدولة التي تزاول فيها المؤسسة نشاطها، ولعل أهم الدراسات في هذا المجال دراسة (DeAngelo and Masulis 1980) الذي حاول تفسير الاقتصاد الضريبي الممكن تحقيقه حسب اختلاف إيرادات الاستغلال المحققة والقوانين التشريعية المطبقة.

قام (DeAngelo and Masulis 1980) بتحديد مختلف الحالات الممكن أن تقابل المؤسسة فيما يخص أرباح الاستغلال للمؤسسة، وبغية تبسيط التحليل تم افترض أن مجال تغير ربح الاستغلال $\mathbf{X(s)}$ في اقتصاد ما يكون موضح حسب العلاقتين التاليتين[2]:

$$s \in [0, \bar{s}] \dots \dots . (01)$$

من العلاقة رقم 01 فإن مجال تغير ربح الاستغلال يكون كما يلي*:

$$0 \leq X(0) \leq X(\bar{s}) < +\infty \dots \dots . (02)$$

[1] S. A. Dennis and I, G. Sharpe, Firm Size Dependence in the Determinants of Bank Term Loan Maturity, Journal of Business Finance & Accounting, 2005, p31.

[2] H. DeAngelo and R. W. Masulis, Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation, Journal of Financial Economics, 1980, p 7.

*حيث: $\boldsymbol{X(0)}$: يمثل أقل ربح استغلال قبل اقتطاع الفوائد والضرائب الممكن تحقيقه، $\boldsymbol{X(\bar{s})}$: يمثل أكبر ربح استغلال قبل اقتطاع الفوائد والضرائب الممكن تحقيقه.

ولتفسير تغير قيمة الاقتصاد الضريبي حسب تغير قيمة أرباح الاستغلال، قام الباحثين بتعريف المتغيرات الواجب استخدامها في التحليل وهذا كما يلي:

$\mathbf{B}$: القيمة الإسمية للديون والتي نفترض أنها قابلة للخصم كليا؛

Δ : قيمة التكاليف غير نقدية (وهمية) مثل حساب الاهتلاكات ؛

$\mathbf{\Gamma}$: قيمة الاقتصاد الضريبي؛

$\boldsymbol{\tau_c}$: معدل الضريبة القانوني على أرباح الشركات؛

$\boldsymbol{\theta}$: أكبر نسبة من القيمة الإجمالية لضرائب الممكن تخفيضها عن طريق الاقتصاد الضريبي؛

انطلاقا من هذه المعطيات حاول الباحثين توضيح مختلف العوائد الممكن تحقيقها من طرف حملة الأسهم $\mathbf{E(S)}$ وحملة السندات $\mathbf{D(S)}$، بافتراض أربع وضعيات يمكن أن يتغير فيها ربح الاستغلال، وهذا كما يوضحه الجدول رقم: 03-05:

الجدول رقم: 03-04: يوضح تغير عوائد كل من المساهمين وحملة السندات بدلالة تغير ربح الاستغلال

مجال تغير ربح الاستغلال $\mathbf{X(s)}$ وفق تغير مجال* $\mathbf{s}$	عائد حملة السندات $D(S)$	عائد حملة الأسهم $\mathbf{E(S)}$
$\mathbf{s \in [0, s_1]}$	$\mathbf{X(s)}$	0
$\mathbf{s \in [s_1, s_2]}$	$\mathbf{B}$	$\mathbf{X(s) - B}$
$\mathbf{s \in [s_2, s_3]}$	$\mathbf{B}$	$\boldsymbol{\theta * \tau_c(X(s) - \Delta - B)}$
$\mathbf{s \in [s_3, \bar{s}]}$	$\mathbf{B}$	$\mathbf{X(s) - B - \tau_c(X(s) - \Delta - B) + \Gamma}$

المصدر: Idem, p8

انطلاقا من المعطيات الموضحة في الجدول رقم 03-05، نلاحظ تغير كل من عوائد المساهمين وحملة السندات بتغير قيمة ربح الاستغلال وهذا كما يلي:

- $\mathbf{s \in [0, s_1]}$: في هذا المجال يكون ربح الاستغلال قبل الفوائد والضرائب أقل من العوائد المطلوبة من قبل حملة السندات $\mathbf{X(s) < B}$، لذلك سيتم استعماله كليا لتسديد الديون، أما نصيب حملة الأسهم فيكون مساوي للصفر.
- $\mathbf{s \in [s_1, s_2]}$: في هذا المجال يكون ربح الاستغلال قبل الفوائد والضرائب أكبر من العوائد المطلوبة من قبل حملة السندات $\mathbf{X(s) > B}$، لكن في المقابل مجموع التكاليف القابلة للخصم من

* نلاحظ أن مجالات تغيرات s كلها موجود داخل المجال المحدد سالفا لدراسة أي $s \in [0, \bar{s}]$

الوعاء الضريبي تفوق قيمة الربح المحقق، هذا ما يفسر غياب الضريبة على الأرباح كون النتيجة سلبية وبالتالي لا يوجد أي اقتصاد ضريبي، أي أن المؤسسة لم تستفد من خصم قيمة الاهتلاكات.

- $\mathbf{s \in [s_2, s_3]}$: في هذا المجال يكون ربح الاستغلال قبل الفوائد والضرائب أكبر من العوائد المطلوبة من قبل حملة السندات $\mathbf{X(s) > B}$، وقيمة الربح المحقق أكبر من التكاليف القابلة للخصم هذا ما يفسر وجود ضريبة على الأرباح التي تخصم من الربح الإجمالي المحقق، لكن في هذا المجال قامت المؤسسة بخصم كل التكاليف القابلة للخضم لكن في المقابل استفادة جزئيا بنسبة $\boldsymbol{\theta}$ من قيمة الاقتصاد الضريبي الناجم عن خصم الاهتلاكات والفوائد ، وهذا راجع إلى القيود القانونية (التشريع الجبائي) في قبول خصم التكاليف، في هذه الحالة فإن المؤسسة ستقوم بتحديد نسبة المديونية.

- $\mathbf{s \in [s_3, \bar{s}]}$: في هذا المجال يكون ربح الاستغلال قبل الفوائد والضرائب أكبر من العوائد المطلوبة من قبل حملة السندات $\mathbf{X(s) > B}$، وقيمة الربح المحقق أكبر من التكاليف القابلة للخصم من الوعاء الضريبي، هذا ما يفسر وجود ضريبة على الأرباح التي تخصم من الربح الإجمالي المحقق، كذلك تستفيد المؤسسة كليا من قيمة الاقتصاد الضريبي الناجم عن خصم كل من الفوائد و الاهتلاكات بقيمة إجمالية تقدر ب $\boldsymbol{\Gamma}$.

تجدر الإشارة أن المؤسسة إذا حققت خسارة في نتيجة الاستغلال $\mathbf{X(s) < 0}$، في هذه الحالة فإن عائد كل من حملة السندات وحملة الأسهم يكون مساوي للصفر[1]، وأكثر من ذلك فإن هذه الخسارة ستؤثر حتما على الأرباح المستقبلية لحملة الأسهم.

من كل ما سبق، يظهر جليا أن الميزة الجبائية لديون ليست مضمونة في كل البلدان، إذ يمكن أن تتوفر شروط قانونية تقيد هذه الميزة، كذلك الاقتصاد الضريبي الناجم عن الديون مرتبط بتحقيق أرباح من طرف المؤسسة، فهو إذن يختلف من مؤسسة إلى لأخرى، إضافة إلى ذلك فإن للمؤسسة إمكانية استغلال للاقتصاد الضريبي الناجم عن غير الديون مثل قابلية خصم الاهتلاكات.

من خلال هذا المبحث، حاولنا تسليط الضوء على بعض النظريات المفسرة لهيكلة رأس المال المؤسسة والتي يمكن أن تكون مفيدة لنا في تحليل الواقع المالي للمؤسسات الجزائرية في الجانب التطبيقي من البحث، منها نظرية القوانين والمالية والتي مفادها تأثير البيئة التشريعية والاقتصادية على السياسة المالية للمؤسسة، حيث لاحظنا أن بعض الدول المتقدمة تعتمد بنسبة كبيرة على النظام المصرفي في تمويل

[1] M. Z. Frankand V. K. Goyal, Trade-off and Pecking Order Theories of Debt, Working Paper, Centre For Corporate Governance, School of Business at Dartmouth, 2005, p10.

اقتصادها مثل ألمانيا وفرنسا والبعض الآخر يعتمد أساسا على فاعلية السوق المالي مثل الولايات المتحدة الأمريكية هذه الهيكلة ستؤثر حتما على السلوك المالي للمؤسسات في هذه البلدان. ثم تطرقنا إلى تأثير تكاليف الصفقات على السياسة المالية للمؤسسة فحسب دراسة (Williamson 1988) فإن المفاضلة بين التمويل عن طريق الديون أو الأموال الخاصة يكون على أساس خصوصية الأصل الممول الذي يكون مرتبط ارتباط وثيق مع تكلفة الصفقة، فإذا كان الأصل بسيط فيفضل استخدام الديون ، أما إذا كان الأصل يتميز بعدم المرونة بحيث يصعب التنازل عليه في السوق في حالة العسر المالي هذا ما سيرفع حتما من تكلفة الديون لذلك يفضل في هذه الحالة استخدام التمويل عن طريق الأموال الخاصة.

في الأخير حاولنا توضيح مفهوم نظرية تحديد القروض « rationnement des crédits » من خلال البحوث التي قام بها كل من (Stiglitz and Weiss 1981) و (Williamson 1986) ، حيث توصلا من خلال كلتا الدراستين، بأن جزء من المؤسسات الطالبة للقرض لا يتم تمويلها، ويرجع ذلك أساسا إلى مشكل عدم تماثل المعلومات القبلي أو البعدي بين المتعاملين. وتم اختتام هذا المبحث بتوضيح مفهوم الاقتصاد الضريبي الناجم عن غير الديون مثل قابلية خصم أقساط الاهتلاك ، وتم توضيح أن الاقتصاد الضريبي الناجم عن الديون يختلف من مؤسسة لأخرى وهذا وفق القوانين والتشريعات المطبقة في البلد الموجودة فيه المؤسسة ، ويرتبط كذلك بقيمة الأرباح المحققة، وانطلاقا من هذه النظرية لا ينبغي على المؤسسة بناء قراراتها المالية على أساس الاقتصاد الضريبي فحسب، بل يمكن استغلال كل الفرص المتاحة في التشريع الجبائي للرفع من قيمة الاقتصاد الضريبي.

خاتمة الفصل:

خصص هذا الفصل إلى دراسة أهم النظريات التي حاولت تفسير الهيكل المالي في المؤسسة بإسقاط الفرضيات التي بني عليها بحث مدكلياني و ميلر، من هذه الدراسات، نظرية العلاقة التوازنية التي تقضي بوجود نسبة مثلى للاقتراض بعدها تنخفض القيمة السوقية للمؤسسة، لكن من عيوبها صعوبة تحديد هذا المعدل الأمثل الذي يسمح للمسير المالي في المؤسسة من تحديد بصفة دقيقة العوائد والتكاليف المصاحبة من استخدام الديون في الهيكل المالي.

كذلك إسقاط فرضية عدم تضارب المصالح بين المسيرين عجل بظهور توجه جديد يعرف بنظرية عدم تماثل المعلومات هذه الأخيرة سمحت بظهور عدة نظريات تنطوي تحت لوائها نذكر منها نظرية الإشارة ونظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، حيث تهدف نظرية الإشارة إلى التخفيف من عبئ مشاكل عدم تماثل المعلومات عن طريق كل من نسبة مشاركة المسير في رأس المال كإشارة مالية على نجاح المشروع و استخدام القيمة الإسمية للديون كإشارة مالية على جودة المؤسسة. كذلك مهدت نظرية عدم تماثل المعلومات المناخ الملائم لتفسير الترتيب الذي جاءت به نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، حيث تحتل الديون المرتبة الثانية في سلم الترتيب بعد التمويل الذاتي لتأتي في المرتبة الثالثة التمويل عن طريق فتح رأس المال، ويرجع ذلك أساسا إلى مشكل عدم تماثل المعلومات بين المسيرين والمساهمين الجدد عند عملية إصدار أسهم جديدة، حيث يعلم جيدا المساهمين الجدد أن الإدارة تعمل على خدمة مصالح المساهمين القدامى، مما يجعلهم يفسرون أن عملية الإصدار الجديدة مفادها استغلالهم لصالح المساهمين القدامى.

والتطور النظري للبحث ساهم بظهور عدة نظريات جديدة حاولت تفسير السلوك المالي للمؤسسات، نذكر منها نظرية القوانين والمالية والتي مفادها تأثير البيئة التشريعية على القرارات المالية للمؤسسة. أما نظرية تكاليف الصفقات فمفادها البحث عن المصدر التمويلي الذي يقلل من هذه التكاليف، إضافة إلى ذلك نظرية تحديد القروض التي أسقطت فرضية إمكانية التمويل غير محدود. وكذلك ظهر فكر جديد ينقص من أهمية الاقتصاد الضريبي الناجم عن الديون عن طريق البدائل المتاحة مثل الاقتصاد الضريبي الناجم عن الاهتلاكات، لذلك ينبغي على المؤسسة أن تستغل كل الفرص المتاحة في التشريع الجبائي للرفع من قيمة الاقتصاد الضريبي، لذلك سنحاول في الفصل الرابع من هذا البحث تحليل مختلف الفرص المتاحة في التشريع الجبائي التي تسمح للمؤسسة من الرفع من قيمة الاقتصاد الضريبي ومن ثم تعزيز القدرة التمويلية الذاتية للمؤسسة ، وكذا تسليط الضوء على بعض النقائص الموجودة في التشريع الجبائي الجزائري مقارنة ببعض التشريعات مثل التشريع الجبائي الفرنسي، كما سنحاول توضيح أثر تغيير طرق الاهتلاك على الموارد المالية الذاتية لمؤسسة اقتصادية ما في الجزائر.