



جامعة العربي بن مهدي-أم البواقي  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير  
سنة أولى ماستر - تخصص إدارة مالية

## مقياس الإدارة المالية المتقدمة

المحور الرابع: النظريات المفسرة للهيكال المالي في المؤسسة

إعداد: ريغة أحمد الصغير

## I. دراسة المردودية وتشخيص الخطر في المؤسسة

تخضع قرارات الإدارة المالية فيما يخص التمويل والاستثمار إلى ثلاثة مفاهيم أساسية تشمل: خلق القيمة والمردودية (العائد) والخطر، وتشكل الإحاطة بهذه المفاهيم - من خلال الدراسة والتحليل - العامل الحاسم الذي يحدد صحة القرار من عدمه. وتكون المؤسسة في حال جيدة إذا ما استطاعت خلق القيمة وتعظيمها لصالح المساهمين، وذلك يجعل مردودية أموالهم تغطي ما يتحملونه من مخاطر مختلفة.

وفيما يلي سنتعرض إلى مفهوم الخطر داخل المؤسسة مع التركيز على الخطر المالي، ثم سنفصل في المردودية بأنواعها.

### 1. الخطر التشغيلي والخطر المالي

إنّ ما تسعى المؤسسة لإنجازه من مشاريع استثمارية يكون دوماً عرضة لمجموعة متنوعة من المخاطر، تدخل في الغالب ضمن ما يعرف بالخطر التشغيلي والخطر المالي.

#### 1.1. الخطر التشغيلي:

ويعرف كذلك بالخطر الاقتصادي أو خطر الأعمال. وهو الخطر المرتبط بالنشاط الاقتصادي للمؤسسة، والذي قد ينشأ نتيجة العديد من العوامل مثل: المنافسة، ارتفاع التكاليف، تراجع الطلب، المخاطر التنظيمية... ويتحمل هذا الخطر المساهمون العاديون، كما يقاس من خلال التذبذب (التغير) الحاصل في النتيجة الاقتصادية بفعل التغير في طبيعة أو ظروف النشاط الذي تمارسه المؤسسة.

#### 2.1. الخطر المالي:

لتمويل استثماراتها، غالباً ما تلجأ المؤسسة إلى الاستدانة من مؤسسات القرض أو غيرها، وفي المقابل تكون ملزمة بدفع ما يترتب على الدين من أقساط وفوائد، وهذه الأخيرة تعتبر تكاليفاً ثابتة؛ إذ أن المؤسسة تُطالب بدفعها بغض النظر عن حجم نشاطها.

وفي هذا السياق فالخطر المالي هو الخطر الإضافي الذي يتحمله المساهمون العاديون نتيجة لقرار استخدام الديون في تمويل المؤسسة (فاستخدام الديون يزيد من تركيز الخطر التشغيلي على المساهمين). ويقاس الخطر المالي من خلال التذبذب الحاصل في النتيجة الصافية بفعل اللجوء إلى مصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة (الديون).

## 2. دراسة وتحليل المردودية

تعتبر المردودية الهدف الذي تسعى كل المؤسسات إلى تحسينه؛ لذلك كانت دراستها في غاية الأهمية. وتعرف المردودية بأنها العلاقة التي تربط بين النتيجة والوسائل (الموارد) المستخدمة لبلوغ تلك النتيجة. وتشمل دراسة المردودية في عمومها دراسة كل من مردودية الأموال المستثمرة (المردودية الاقتصادية)، ومردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية).

### 1.2. المردودية الاقتصادية (Return on Invested Capital)

تمثل المردودية الاقتصادية معدلا يقيس الكفاءة الصناعية والتجارية للمؤسسة دون الأخذ بعين الاعتبار طريقة التمويل المستخدمة.

وتعتبر المردودية الاقتصادية عن المردودية الاجمالية للمؤسسة، فهي تمثل التعويض الذي يتلقاه أصحاب الأموال في المؤسسة (المقرضين والمساهمين) لقاء أموالهم الموضوعة تحت تصرف هذه الأخيرة.

#### • حساب المردودية الاقتصادية

تُظهر المردودية الاقتصادية العلاقة بين النتيجة الاقتصادية والأصول الاقتصادية، وتحسب من خلال النسبة التالية:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{EBIT}(1-T)}{\text{IC}} = \frac{\text{النتيجة الاقتصادية بعد الضريبة}}{\text{الأصول الاقتصادية}} = \text{المردودية الاقتصادية}$$

لغرض التبسيط نرسم للمردودية الاقتصادية بـ  $\Gamma_A$

#### • الأصول الاقتصادية (IC)

الأصول الاقتصادية عبارة عن مجموع الأصول اللازمة والضرورية لنشاط المؤسسة، كما تعرف بالأموال المستثمرة.

ولتحديد الأصول الاقتصادية توجد طريقتان أساسيتان يمكن توضيحهما في الشكل الموالي:

الطريقة 2: حساب الأصول الاقتصادية انطلاقاً من جانب الخصوم	الطريقة 1: حساب مباشر للأصول الاقتصادية
<b>الأموال الخاصة</b>	الثبتيات بالقيمة الصافية
<b>الديون المالية</b> الديون المصرفية إضافة للمساهمات البنكية	+ الاحتياج لرأس المال العامل (أ) (أ) = الأصول المتداولة خارج الخزينة - الخصوم المتداولة خارج الخزينة + الموجودات (خزينة الأصول)

من جانب الأصول:

الأصول الاقتصادية = الثبتيات + الاحتياج لرأس المال العامل + خزينة الأصول

من جانب الخصوم:

**الأصول الاقتصادية = الأموال الخاصة + إجمالي الديون المالية**

### ● النتيجة الاقتصادية (EBIT)

النتيجة الاقتصادية تمثل النتيجة المتأتبة بشكل حصري من الأصول الاقتصادية، ويذهب أغلب المختصين في المالية إلى أخذ النتيجة العملية للتعبير عن النتيجة الاقتصادية. لكن في حال وجود تثبيتات مالية ضمن الأصول الاقتصادية أو قيم منقولة فينبغي أخذ بعين الاعتبار سواء المنتوجات أم الأعباء (ما عدا أعباء الفوائد) المترتبة عليها في حساب النتيجة الاقتصادية.

النتيجة الاقتصادية = النتيجة التشغيلية + المنتوجات المالية - الأعباء المالية ما عدا أعباء الفوائد  
كما يمكن حسابها انطلاقاً من النتيجة العادية كالتالي:

$$\text{النتيجة الاقتصادية} = \text{النتيجة العادية قبل ض} + \text{أعباء الفوائد}$$

ملاحظة: النتيجة الاقتصادية بعد الضريبة = النتيجة الاقتصادية قبل الضريبة  $\times$  (1 - معدل الضريبة)

## 2.2. المردودية المالية (Return on Equity)

تعرف بمعدل العائد على الأموال الخاصة، وتُهم بشكل أساسي المساهمين، فهي تقيس قدرة المؤسسة على تقديم نتيجة كافية للمساهمين.

### • حساب المردودية المالية

تُظهر المردودية المالي العلاقة بين النتيجة الصافية والأموال الخاصة، وهي التعويض الذي يستفيد منه المساهمون لوحدهم، وتحسب من خلال النسبة التالية:

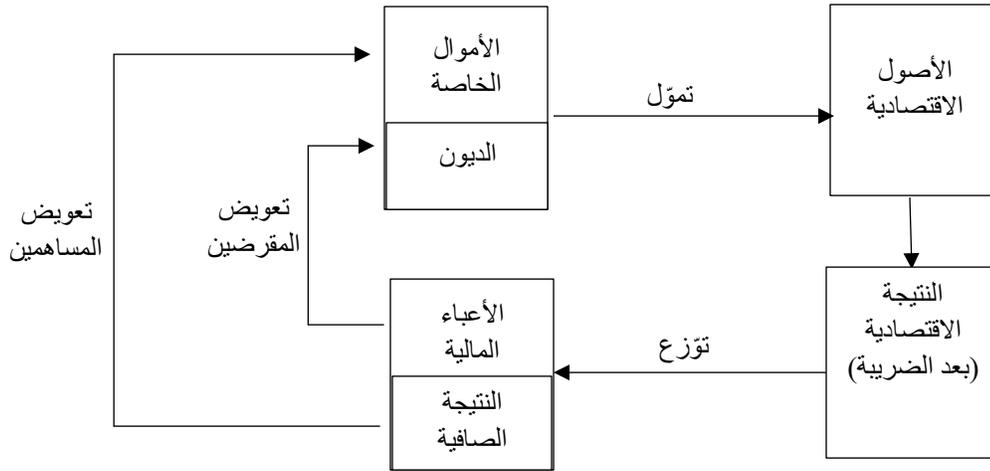
$$ROE = \frac{RN}{CP} \quad \text{المردودية المالية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

لغرض التبسيط نرسم للمردودية المالية بـ  $R_e$

تجدر الإشارة أن المردودية المالية تعتمد على كل من المردودية الاقتصادية وكذلك على تكلفة الاقتراض (معدل الفائدة) وهي العلاقة التي يفسرها الرفع المالي، حيث يوضح هذا الأخير بأن الاستدانة من شأنها التحسين في معدل المردودية المالية غير أنّ هذا التحسن يكون مصاحباً لدرجة عالية من الخطر المالي، وفيما يأتي تفصيل في مفهوم الرفع المالي.

### 3. الرفع المالي

قبل التفصيل في مفهوم الرفع المالي نستعرض مخططاً يوضح كيفية توزيع الثروة (العوائد) التي تخلقها المؤسسة.



من الشكل السابق يمكن ملاحظة أن مجموع الموارد المتأتية من المساهمين والمقرضين يتم استعمالها في تمويل الاستخدامات المعبر عنها هنا بالأصول الاقتصادية، هذه الأصول تنتج عنها نتيجة اقتصادية، والتي بعد اقتطاع الضريبة على الأرباح توزع على الأعباء المالية (لتعويض المقرضين) ثم يذهب الجزء الصافي (النتيجة الصافية) إلى المساهمين.

إذا قارنا بين المردودية الاقتصادية والمردودية المالية، يمكننا ملاحظة أن الفرق بينهما يحدده وجود الديون في الهيكل المالي للمؤسسة.

ويسمى الفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية بأثر الرفع المالي، حيث يفسر هذا الأثر كيفية تحقيق مردودية مالية تفوق المردودية الاقتصادية باستخدام الديون في الهيكل المالي للمؤسسة.

ولتوضيح كيفية عمل الرفع المالي نستعرض المثال الآتي:

نفترض في بيئة خالية من الضريبة أن مؤسسة تمتلك أصولا اقتصادية بقيمة 10 000 تحقق من خلالها نتيجة اقتصادية تبلغ ...

1200	1000	800	النتيجة الاقتصادية
10 000	10 000	10 000	الأصول الاقتصادية
%12	%10	%8	المردودية الاقتصادية

إذا افترضنا في حالة أولى أنّ المؤسسة لم تستخدم سوى الأموال الخاصة في تمويل أصولها الاقتصادية (لا توجد ديون)، في هذه الحالة ستكون الأصول الاقتصادية مساوية للأموال الخاصة (IC=CP)، وكذلك النتيجة الاقتصادية مساوية للنتيجة المالية (EBIT=RN)

%12	%10	%8	المردودية المالية
-----	-----	----	-------------------

وبالتالي ستتساوى المردوديتان الاقتصادية والمالية (ROIC=ROE)

في هذه الحالة لا يمكن الحديث عن أثر الرفع المالي من الأساس نظرا لغياب الديون في الهيكل المالي. مما سبق نستنتج:

في غياب الديون يندم الخطر المالي في المؤسسة فلا يبق مجال للحديث عن أثر الرفع المالي.

إذا افترضنا في حالة ثانية أنّ المؤسسة استخدمت قرضا قيمته 4 000 لتمويل أصولها الاقتصادية، وأنّ معدل الفائدة على القرض بلغ 5%.

%12	%10	%8	المردودية الاقتصادية
6 000	6 000	6 000	الأموال الخاصة
4000	4000	4000	الديون
1000	800	600	النتيجة الصافية
%16.7	%13.3	%10	المردودية المالية

نلاحظ في هذه الحالة (وجود الديون) أنّ المردودية المالية لا تساوي المردودية الاقتصادية، بل وكل تغير في المردودية الاقتصادية ينتج عنه تغير في المردودية المالية وبنسب متزايدة، وعليه نستنتج أنّ استخدام الديون في الهيكل المالي يسمح بتحسين المردودية المالية للمؤسسة عند نفس مستوى المردودية الاقتصادية، وهو ما يطلق عليه بأثر الرفع المالي.

من جهة أخرى، تجدر الإشارة إلى أنّ أثر الرفع المالي يعمل في الاتجاهين، فيكون الأثر إيجابيا طالما كانت المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الديون (معدّل الفائدة)، وينعكس الأثر ليصبح سلبيا إذا انخفضت المردودية الاقتصادية عن معدّل الفائدة، وفي هذه الحالة تكون تكلفة الديون أعلى من المردودية المنتظرة من الأصول التي تم تمويلها عن طريق هذه الديون، فتتم تغطية الفارق السلبي بالانقطاع من مردودية الأموال الخاصة فتقلص هذه الأخيرة، وتوضيح ذلك نأخذ المثال السابق مع افتراض أنّ المردودية الاقتصادية قد تراجعت إلى 2%

الأصول الاقتصادية	10 000	10 000	10 000
الأموال الخاصة	10 000	6 000	4 000
الديون	/	4 000	6 000
عندما تكون المردودية الاقتصادية $r=10\%$			
المردودية المالية	10%	13.3%	17.5%
عندما تصبح المردودية الاقتصادية $r_A=2\%$			
المردودية المالية	2%	0%	-2.5%

## الصيغة الرياضية

انطلاقا من بعض الصيغ المحاسبية و معدلات المردودية يمكن التوصل إلى الصيغة الآتية:

$$r_e = \left[ r_A + \underbrace{(r_A - i)}_{\text{أثر الرفع المالي}} \frac{D}{CP} \right]$$

المردودية المالية = المردودية الاقتصادية + المردودية الاقتصادية (المردودية الاقتصادية - معدل الفائدة)  $\frac{\text{الديون}}{\text{الأموال الخاصة}}$

ملاحظة: ينبغي أخذ الضريبة على الأرباح بعين الاعتبار عند حساب الصيغة أعلاه

ببساطة يمكننا كتابة:

المردودية المالية = المردودية الاقتصادية + أثر الرفع المالي

ويكون أثر الرفع المالي ايجابيا كلما:

- كانت المردودية الاقتصادية أكبر من معدل الفائدة
- كانت الديون في المؤسسة كبيرة (نسبة الديون إلى الأموال الخاصة مرتفعة)

ويصير أثر الرفع المالي سلبيا عندما:

- تصبح المردودية الاقتصادية أدنى من معدل الفائدة
- يرتفع معدل الفائدة فجأة لأن المؤسسة تستدين بمعدلات متغيرة.

## II. النظريات المفسرة للهيكل المالي

إن موضوع الهيكل المالي وآليات تركيبه يعد من المواضيع التي لطالما أثارت الجدل في ميدان الإدارة المالية، وقد توالى المحاولات والمجهودات منذ منتصف القرن الماضي لدراسة العلاقة بين قيمة المؤسسة وهيكلها المالي حيث أسفرت عن ظهور مجموعة من المقاربات والنظريات منها من أثبتت هذه العلاقة ومنها من نفتها، وعلى رأس هذه النظريات نجد النظرية التقليدية ونظرية ميلر ومودغلياني اللتان تعتبران المرجع الرئيس لأي دارس للهيكل المالي للمؤسسة، حيث تركز النظريتان في دراستهما للعلاقة المذكورة على التساؤل التالي: هل يوجد هيكل مالي أمثل للمؤسسة؟

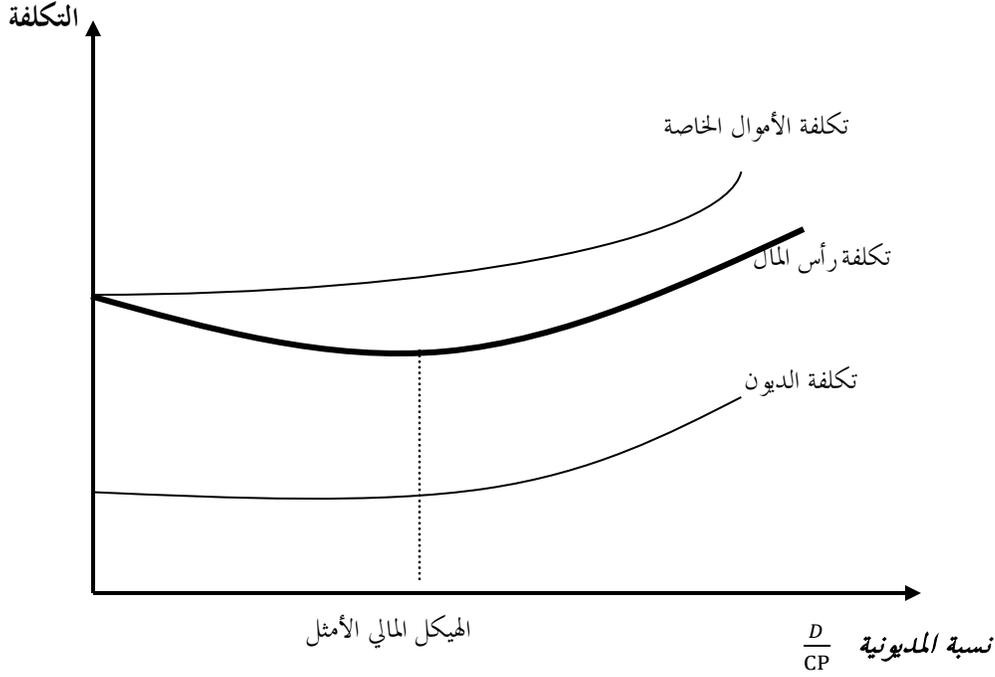
### 1. النظرية التقليدية

خلصت هذه النظرية إلى أنه بالفعل هناك هيكل مالي أمثل للمؤسسة يعمل على تخفيض تكلفة رأس المال وتعظيم قيمة المؤسسة.

وفسرت النظرية التقليدية نتيجتها بالقول أن تكلفة الأموال الخاصة هي دوماً أعلى من تكلفة الديون (الخطر الذي يتحمله المساهمون هو أكبر من الخطر الذي يتحمله المقرضون وبذلك فعائد المساهمين يكون أكبر، وأيضاً فإن الديون تجر وفورات ضريبية وهو ما لا تفعله الأموال الخاصة) ما يجعل اللجوء إلى الاقتراض يعمل على تخفيض تكلفة رأس المال. لكن من جهة أخرى، إذا تجاوزت الديون حداً معيناً، فسيعرف المساهمون ارتفاعاً في الخطر المالي الناتج عن التوسع في الاقتراض ما يدفعهم إلى طلب عائد أكبر على الأموال الخاصة، أضف إلى ذلك أن المقرضين أيضاً قد يرفعون من معدلات الفائدة بالنظر للخطر.

ومما سبق، فحسب المنظور التقليدي فإن اللجوء المتدرج للديون سيؤدي في بادئ الأمر إلى التخفيض من تكلفة رأس المال - مؤثراً إيجابياً على قيمة المؤسسة -، ثم إلى الرفع في هذه التكلفة.

## الهيكل المالي الأمثل وفق النظرية التقليدية



### 2. نظرية ميلر ومودغلياني

تعتبر أعمال ميلر ومودغلياني من الأعمال التي أحدثت تغييرا جذريا في طريقة النظر والبحث في موضوع الهيكل المالي.

وتعتمد نظرية ميلر ومودغلياني على مبدأ الحاكمية الذي ينص على ضرورة الموازنة بين البدائل المتاحة من الأموال الخاصة والديون، وذلك بالاستفادة من إيجابيات الأموال الخاصة والتحكم في تكاليف الديون. وقد جاءت النظرية في شكل جملة من المقترحات، كما تم عرضها على مرحلتين خلال سنة 1958م ثم سنة 1963م، وفي يلي تفصيل لكل منهما:

#### حالة غياب الضرائب (1958)

ارتكزت النظرية هنا على مجموعة من الفرضيات، أهمها:

- كفاءة السوق المالي.
- عدم وجود ضرائب على أرباح الشركات.
- بإمكان الأفراد الاقتراض بنفس المعدل الذي تقتض به الشركات .
- لا وجود لتكاليف الصفقات.

لقد توصل ميلر ومودغلياني إلى نتيجة مفادها أنه في ظل غياب الضرائب على الأرباح فلا وجود لهيكل مالي أمثل ومنه فقيمة المؤسسة مستقلة كلياً عن هيكلها المالي.

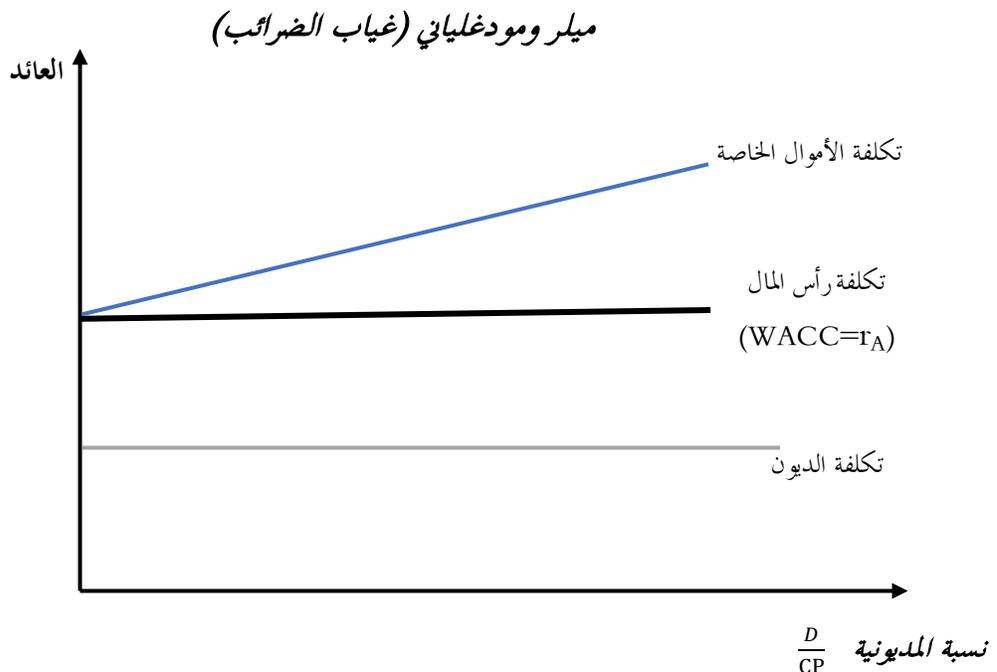
وتوصل الباحثان لهذه النتيجة بعد إجراء دراسة على مؤسستين متماثلتين في كافة الجوانب ومختلفتين من حيث الهيكل المالي فقط (إحدى المؤسسات تعتمد على الأموال الخاصة والأخرى على الديون)، فقد أكد الباحثان أنه في ظل قيام الفرضيات السابقة ستكون قيمة المؤسستين دوماً متساوية وإن وجد اختلاف مبدئي بين القيمتين كأن تكون قيمة المؤسسة المدينة أكبر من قيمة المؤسسة غير المدينة فإن عملية التحكيم من شأنها أن تعيد التوازن بين القيمتين، حيث سيكون من مصلحة المساهمين في المؤسسة المدينة أن يتنازلوا عن أسهمهم من أجل شراء أسهم المؤسسة غير المدينة، وبذلك سيعمل مبدأ العرض والطلب على إحداث التوازن المذكور.

من هنا يقول الباحثان أن الهيكل المالي لا يؤثر في قيمة المؤسسة، ومنه فلا وجود لهيكل أمثل.

في ظل عدم وجود ضرائب، فإن تكلفة رأس المال تتساوى مع العائد على الأصول الاقتصادية (المردودية الاقتصادية)، وبالتالي فتكلفة رأس المال مستقلة عن الهيكل المالي. قيمة المؤسسة تعتمد فقط

### على المردودية الاقتصادية (المقترح الأول – Proposition 1)

كما توصل ميلر ومودغلياني إلى أنّ زيادة حجم الديون في الهيكل المالي للمؤسسة سيتبعه زيادة في معدل العائد الذي يطلبه المساهمون نتيجة إرتفاع نسبة المخاطرة، أي أن المردودية المالية ترتفع بارتفاع حجم الديون إلى الأموال الخاصة كتعويض للمساهمين عن الزيادة في مستوى الخطر (المقترح الثاني – Proposition 2).



## حالة وجود الضرائب (1963)

بغية الاقتراب من الواقع، قام ميلر ومودغلياني بإدخال الضرائب في مقترحهما ثم دراسة أثر الهيكل المالي في القيمة السوقية للمؤسسة، وقد توصل الباحثان هذه المرة إلى أن قيمة المؤسسة المدينة (Levered) تكون أكبر من قيمة المؤسسة غير المدينة (Unlevered) في ظل وجود ضريبة على الأرباح. ارتكزت دراسة ميلر ومودغلياني على نفس المؤسستين في النموذج السابق، حيث أن إحداهما لا تعتمد على الديون وهي المؤسسة U والأخرى تعتمد على الديون وهي المؤسسة L.

### في المؤسسة غير المدينة U:

القيمة الإجمالية لأسهم المؤسسة (الأموال الخاصة)  $CP_U$  = قيمة المؤسسة ( $V_U$ )

$$V_U = CP_U$$

### في المؤسسة المدينة L:

القيمة الإجمالية لأسهم المؤسسة (الأموال الخاصة)  $CP_L$  = قيمة المؤسسة ( $V_L$ ) - مبلغ الدين  $D_L$

$$D_L - V_L = CP_L$$

- إذا قرر مستثمر الاستثمار في المؤسسة L من خلال شراء جميع أسهمها، فإن قيمة استثماره ستتمثل في قيمة المؤسسة

ما عدا الديون أي:  $CP_L = V_L - D_L$

وسيترب عن هذا الاستثمار عائدا بعد الضريبة نبرزه بالعلاقة التالية:

$$F - [(D_L \times i) (1-t)]$$

حيث :

F: التدفق النقدي للاستغلال بعد الضريبة

D: قيمة الدين

i: معدل تكلفة الدين (سعر الفائدة)

t: معدل الضريبة على الأرباح

- أما إذا قرر المستثمر الاستثمار في المؤسسة  $U$  الخالية من الديون، فإن المبلغ المستثمر سيتمثل في قيمة مجموع الأسهم مضافا إليه قرض شخصي يقترضه المستثمر من أجل الحصول على نفس العائد الناتج عن الاستثمار في المؤسسة  $L$  - شراء جميع أسهم المؤسسة  $U$  سيترتب عليه عائدا قدره  $F$ .
- ولتحقيق نفس العائد في حالة المؤسسة  $L$  ينبغي على المستثمر هنا أن يطلب قرضا قيمته  $D_L(1-t)$

وبذلك يصبح إجمالي المبلغ المستثمر هو:  $V_U - D_L(1-t)$

في السوق المالي الكفاء، إذا وجد استثماران ينتجان نفس العائد فإن قيمتهما تكون متساوية أي:

$$V_L - D_L = V_U - D_L(1-t)$$

$$\Rightarrow V_L = V_U + D_L \times t$$

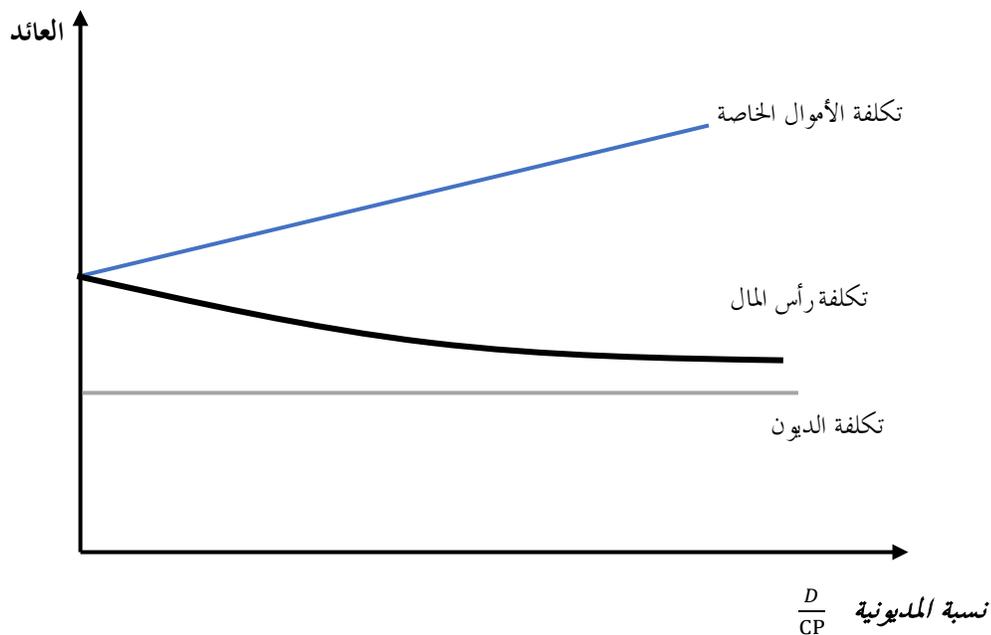
تمثل  $D_L \times t$  القيمة الحالية للوفرات الضريبية السنوية  $(D \times t \times i)$  المتأتية من خصم الأعباء المالية.

من خلال العلاقة الأخيرة، خلص ميلر ومودغلياني أنه في ظل وجود الضريبة على الأرباح، فإن قيمة المؤسسة المدينة تساوي قيمة المؤسسة غير المدينة مضافا إليها القيمة الحالية للوفر الضريبي الناتج عن استخدام الديون في الهيكل المالي. قيمة المؤسسة غير مستقلة عن هيكلها المالي (المقترح الأول).

يرى ميلر ومودغلياني أيضا أن المردودية المالية (تكلفة الأموال الخاصة) تزداد بزيادة حجم الديون إلى الأموال

الخاصة (المقترح الثاني)

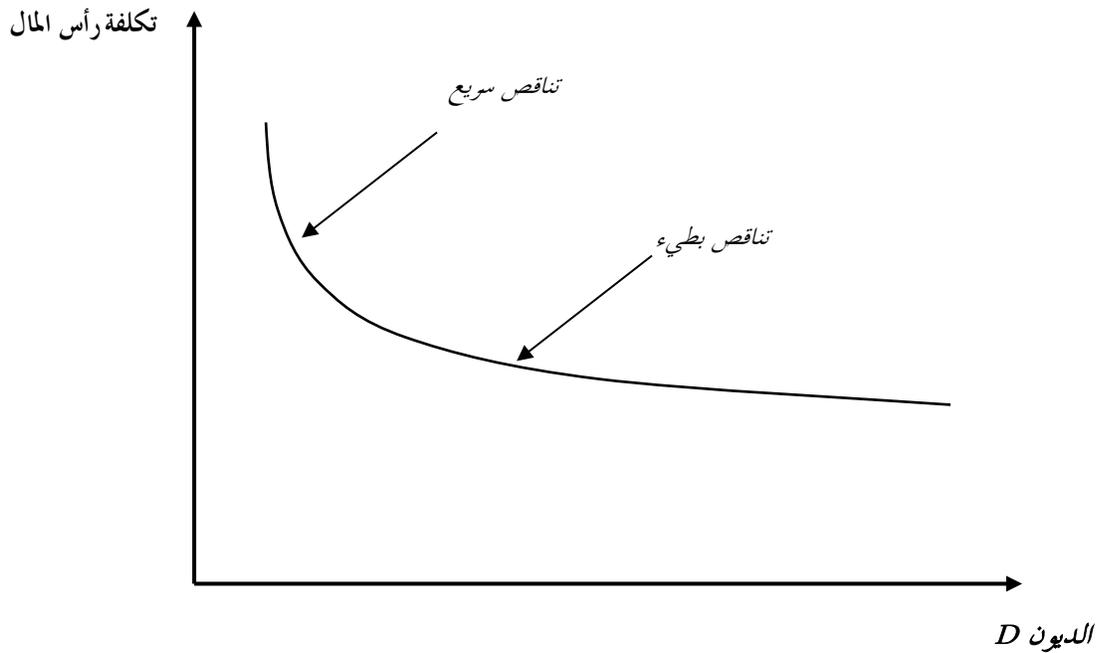
ميلر ومودغلياني (وجود الضرائب)



### 3. تجربة زيلسك

لقد بين ميلر ومودغلياني عبر الطرح الثاني لنظريتهما أن قيمة المؤسسة التي تعتمد على الديون تفوق قيمة المؤسسة التي لا تعتمد على الديون بمقدار الاقتصاد الضريبي التي تحققه الأولى، ويؤدي هذا الوفرة الضريبي إلى الرفع في القيمة السوقية للمؤسسة المدينة ومنه في مردوديتها المالية، كما يؤدي إلى تغيير كلفة رأس المال من خلال تخفيضها. ويختلف ميلر ومودغلياني مع النظرية التقليدية في مسألة الحد الأدنى لتكلفة رأس المال، حيث يرى الباحثان انه لا وجود لمثل هذا الحد، لكن يمكن دوما للمؤسسة أن تحدد مستوى الديون. ويعتبر الباحثان أن تكلفة رأس المال هي تابع للديون كما يوضحه الشكل الموالي:

#### دالة تكلفة رأس المال في ظل وجود الضرائب



يبين الشكل السابق أن تكلفة رأس المال هي دالة متناقصة لحجم الديون، فحسب ميلر ومودغلياني تنخفض تكلفة رأس المال كلما زاد الاعتماد على الديون، فنظريا يمكن للمؤسسة أن تستدين دون حدود.

يمكن تلخيص النظريتين السابقتين في الجدول الموالي:

النظرية	النتيجة
التقليدية	يوجد هيكل مالي أمثل يعمل على تدنية تكلفة رأس المال وتعظيم قيمة المؤسسة
	لا يوجد هيكل مالي أمثل (استقلالية الهيكل المالي عن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة)
ميلر ومودغلياني	غياب الضرائب
	وجود الضرائب
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• قيمة المؤسسة المعتمدة على الديون أكبر من قيمة المؤسسة غير المعتمدة على الديون.</li> <li>• لا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال، لكن يمكن للمؤسسة أن تضع حدا للاقتراض.</li> </ul>

#### 4. اختيار الهيكل المالي

سنحاول الآن الاجابة على التساؤل الذي حرك كل هذا الفصل وهو كيف يتم اختيار الهيكل المالي؟ وهل هناك هيكل مالي أمثل؟

في مواجهة هذا التساؤل يأخذ المدير المالي في الاعتبار كل ما عرفناه من قبل إضافة إلى اعتبارات أخرى ستأتي لاحقا.

صرنا نعلم أنّ تكلفة التمويل لشراء أصل معين تساوي معدل العائد المطلوب على ذلك الأصل، بصرف النظر عما إذا كان التمويل تم عن طريق الدين أو الأموال الخاصة.

بعبارة أخرى ، فإن المؤسسة التي قامت باستثمارات مربحة على الأقل بالقدر الذي يطلبه أصحاب الأموال فيها لن تواجه مشاكل تمويلية صعبة الحل. فإذا لزم الأمر يمكنها دوما إيجاد بدائل تمويلية أخرى .



• في منتصف العقد الأول من القرن الحادي والعشرين ، أطلقت الشركات التي قامت بجمع سيولة معتبرة عمليات إعادة شراء الأسهم أو توزيع أرباح معتبرة.

بعد أن علمنا أنه لا وجود لهيكل مالي أمثل، يجب أن نعلم أن اختيار الديون أو الأموال الخاصة كمصدر تمويلي يعتمد على عوامل عدة

### 5. الجمع بين المرونة والسيولة في التمويل

قامت العديد من الدراسات بإجراء استبيانات لكبار المديرين التنفيذيين والمديرين الماليين لتحديد المعايير التي يستخدمونها في اتخاذ قرار التمويل. وقد تبين أن اختيار هيكل رأس المال يكون في الغالب نتيجة لتسويات معقدة بين مجموعة من العناصر ، أهمها:

1. **المرونة:** تشكل المرونة المالية وكيفية تحقيقها مصدر قلق دائم للمديرين الماليين. فهم يعرفون أن اختيار التمويل مشكلة يجب تقييمها بمرور الوقت، وليس فقط في لحظة معينة، حيث يمكن لاختيار تم اليوم أن يضيق من نطاق الاحتمالات لاختيار آخر غداً. فمثلاً، الافتراض الآن سيقلل من القدرة على الاقتراض في المستقبل، عندما تكون هناك حاجة إلى استثمار كبير - ربما يكون متوقعاً ، وربما لا - . إذا تم استخدام قدرة الاقتراض، فلن يكون أمام الشركة خيار سوى رفع رأس مال جديد.

لذلك ينص عامل المرونة على الاحتفاظ ببعض القدرة التمويلية في حالة حدوث أحداث إيجابية (فرص استثمارية) أو أحداث سلبية (أزمات).

2. **الخصائص الاقتصادية للمؤسسة ولصناعتها:** حجم المؤسسة، معدل نموها، معدل الفائدة طبيعة أصولها.....

على سبيل المثال الشركات الناشئة غالباً ما تواجه صعوبة في الحصول على ديون. فهذه الشركات ليس لها ماض وبالتالي ليس لها أي تاريخ ائتماني، كما أنها لا تمتلك أصولاً ملموسة لرهنها كضمان. وعليه لا يبقى أمامها خيار سوى التمويل عن طريق الأموال الخاصة. من ناحية أخرى ، فإن الشركة الراسخة في سوق كانت موجودة منذ سنوات وتصل إلى مرحلة النضج لن تجد صعوبة في جذب المقرضين.

3. **تفضيلات المساهمين:** إذا كانت قاعدة المساهمين في الشركة مكونة من مساهمين ذوي نفوذ (أغلبية أو أقلية)، فمن المؤكد أن وجهات نظرهم سيكون لها تأثير على خيارات التمويل.

قد يرفض بعض أصحاب الأسهم زيادة رأس المال التي من شأنها أن تضعف نفوذهم لأنهم غير قادرين على أخذ حصتهم من الحقوق. يجب على الشركة في هذه الحالة أن تلجأ للاستدانة بقوة. قد يكون لدى الآخرين نفور واضح من الديون لأنهم لا يرغبون في زيادة مستوى المخاطرة التي يتحملونها. فإختيار هيكل رأس المال هو أيضاً اختيار مستوى المخاطرة الذي يكون المساهمون على استعداد لتحمله.

4. **الهيكل المالي للمنافسين:** الاعتماد على نسبة مديونية أعلى من المنافسين هو الرهان بشدة على ربحية الشركة المستقبلية - أي على الاقتصاد والاستراتيجية وما إلى ذلك. وبالتالي، قد تكون أكثر عرضة للتراجع الدوري، الذي يمكن أن يؤدي إلى هزة في القطاع وزوال الأضعف.

تظهر التجربة أن أصحاب المؤسسات يكرهون تعريض استراتيجية صناعية للخطر من خلال تبني سياسة تمويل تختلف اختلافاً جوهرياً عن سياسات منافسيهم. إذا اضطروا إلى المخاطرة ، فإنهم يريدون أن تكون مخاطر صناعية أو تجارية ، وليست مخاطر مالية.