مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية

اسم المقال: نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة (عرض وتحليل)
اسم الكاتب: د. رضوان العمار، دانيا ابراهيم غيا
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/5205
تاريخ الاسترداد: 2026/11/04 00:59 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية – ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (40) العدد (6) 2018
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (40) No. (6) 2018

نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة
(عرض وتحليل)

الدكتور رضوان العمار *
دانيا ابراهيم غيا**

(تاريخ الإيداع 17 / 9 / 2018. قُبِل للنشر في 8 / 11 / 2018)

□ ملخّص □

يعد القرار التمويلي من أهم القرارات التي يتم اتخاذها في المؤسسات على اختلاف نشاطاتها الاقتصادية، كونه يتضمن تحديد هيكل التمويل الذي هو مزيج من الديون وحقوق الملكية.
ويترتب على هذا القرار العديد من النتائج التي اختلفت باختلاف الإطار النظري الذي تناولها أو الجوانب العملية التي طبقتها.في هذا البحث تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي بهدف تسليط الضوء على أهم نظريات هيكل التمويل عالميا انطلاقا من أقدمها وهي نظرية الربح الصافي وصولا الى أحدثها وهي نظرية توقيت السوق. وتحليل أهم الانتقادات الموجهة لها.
وتم التوصل الى مجموعة من النتائج أبرزها أنه لا يمكن حتى الآن تعميم نظرية واحدة للهيكل التمويلي وصولا للهيكل التمويلي الأمثل وأن النتائج التي تترتب على تطبيقها تحكمها اعتبارات كثيرة ومحددات مختلفة.

الكلمات المفتاحية: الهيكل التمويلي، نظريات هيكل التمويل، نظرية الربح الصافي، نظرية توقيت السوق.

*أستاذ – قسم العلوم المالية والمصرفية– كلية الاقتصاد– جامعة تشرين– اللاذقية– سورية.
**طالبة دكتوراه – قسم العلوم المالية والمصرفية– كلية الاقتصاد– جامعة تشرين– اللاذقية– سورية.

مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (40) العدد (6) 2018
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (40) No. (6) 2018

Theories Of The Finance Structure And Their Impact On The Value Of The Enterprise (View And Analyze)

Dr. Radwan Al-Ammar*
Dania Ibrahim Ghaia **

(Received 17 / 9 / 2018. Accepted 8 / 11 / 2018)

□ ABSTRACT □

The financing decision is one of the most important decisions taken in institutions with different economic activities, it includes determine the financing structure, which is a combination of debt and equity.

This decision has many consequences, which differed according to the theoretical framework it research in, or the practical sides it applied. In this research, the descriptive analytical approach was adopted with the aim of the most important theories of the global finance structure were highlighted from the oldest one(the theory of net profit) up to the latest(the theory of market timing). In addition, analyze the most important criticisms. A number of results have been reached, most important that, theory of the financing structure cannot yet possible to generalize a single financing structure theory that reflects the optimal financing structure. Moreover, the consequences of its application were dominated by many considerations and different determinants.

Key words: financial structure, theories of financial structure, Net Income theory, Market Timing theory.

***Professor - The Department Of Financial And Banking Sciences- Faculty Of Economics- Tishreen University- Lattakia- Syria.**

****Postgraduate Student - Department Of Financial And Banking Sciences- Faculty Of Economics- Tishreen University- Lattakia- Syria.**

مقدمة:

هناك العديد من النظريات والأبحاث التي تناولت الهيكل التمويلي، إلا أنه ما زال هناك اختلافات بين الاستنتاجات النظرية والنتائج العملية لها. ولم تحصد أي نظرية حتى الآن إجماع الباحثين. وما زال البحث مستمراً عن صيغة موحدة للهيكل التمويلي الأمثل الذي يخفض التكاليف لأقل درجة ممكنة ويرفع من قيمة المؤسسة لأعلى درجة ممكنة، لهذا ونظرا للأثر الذي يتركه الهيكل التمويلي على مستقبل المؤسسة في السوق سيركز هذا البحث على عرض أهم النظريات وتحليل أثرها على قيمة المؤسسة.

الدراسات السابقة:

2-1-الدراسات الأجنبية

- **دراسة(Abeywardhana,2017) بعنوان "Capital Structure Theory: An Overview "**

(نظريات الهيكل التمويلي: عرض)

تهدف هذه الدراسة إلى استعراض وشرح مختلف نظريات هيكل رأس المال التي تمت دراستها سابقا وذلك بغرض توضيح قرار هيكل التمويل للشركات بدءا من نظرية عدم ترابط بنية رأس المال منMoller & Modigliani عام (1958) حتى الآن، وتوصلت إلى أنه لا يوجد نظرية من هذه النظريات استطاعت الاحاطة بجميع العوامل اللازمة لتحديد الهيكل التمويلي الأمثل للشركات.

- **دراسة(Shahar et al.,2015) بعنوان A Review of Capital Structure Theories: Trade-Off Theory، Pecking Order Theory And Market Timing Theory "**

(استعراض نظريات هيكل رأس المال: نظرية المبادلة، نظرية التسلسل الهرمي ونظرية توقيت السوق)

تناولت هذه الدراسة أهم نظريات هيكل التمويل التي تبتعد عن فرضية (السوق المثالي) وهي نظرية المبادلة، نظرية التسلسل الهرمي ونظرية توقيت السوق. وذلك للبحث في دور هذه النظريات في صناعة القرار التمويلي وتفضيل الرفع المالي على غيره من مصادر التمويل الأخرى.

- **دراسة (Saeed, 2013) بعنوان "A Note on Corporate Capital Structure Theories"**

(ملاحظات حول هيكل رأس المال للشركات)

تناولت هذه الدراسة عرض نظري لأهم النظريات التي تناولت هيكل التمويل إضافة إلى مقارنة نتائجها مع نتائج أهم الأبحاث التطبيقية خلال ال 50 سنة الماضية. وتوصلت إلى تعزيز ما توصلت إليه باقي الأبحاث وهو أن نتائج الأبحاث التطبيقية التجريبية ليست نهائية وتختلف في جوانب كثيرة مع نظريات، لهذا فإن اختيار بنية هيكل التمويل لا يزال يشكل لغزًا يستدعي إجراء مزيد من الأبحاث حول خيار الديون مقابل الأصول في بيئة أعمال اقتصادية وديناميكية.

أهمية البحث وأهدافه:

لقد تناولت العديد من النظريات الهيكل التمويلي وطرق اتخاذ القرارات التي تحقق أفضل العوائد للمؤسسة، بالتالي فإن أهمية هذا البحث تنبع من أهمية اتخاذ هذا القرار وتحديد مصادر التمويل الأنسب للمؤسسة كونه نقطة الانطلاق للبدء بأنشطتها الجديدة أو أنشطتها التوسعية. انطلاقا من ذلك فإن هذا البحث يهدف إلى عرض وتحليل أهم نظريات التمويل

التي وضعها الاقتصاديين على مستوى العالم وتحليلها واستنتاج أثرها على قيمة المؤسسة. إضافة إلى استنتاج أنسب هذه النظريات للتطبيق العملي من قبل المؤسسات المختلفة.

1-مشكلة البحث

قام العديد من الباحثين وأصحاب القرار بدراسة القرار التمويلي استنادا إلى تطبيقات عملية أو نظريات مختلفة وضعها اقتصاديون على مستوى العالم، لكن –مع ذلك–كانت النتائج متباينة. لهذا سيحاول هذا البحث (ومن خلال تسليط الضوء على أبرز نظريات هيكل التمويل) الإجابة على التساؤلات التالية:

1. ما هي جوانب القصور والضعف في نظريات هيكل التمويل المختلفة؟
2. أي النظريات هي الأكثر توافقاً مع مفهوم الهيكل التمويلي الأمثل؟

منهجية البحث:

سيعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي في دراسة وتحليل أهم نظريات الهيكل التمويلي والمقارنة فيما بينها.

2-الإطار النظري للبحث (المراجعة الأدبية):

6-1- مفهوم هيكل التمويل

يرتبط هيكل التمويل بشكل مباشر بقيمة المؤسسة وكفاءتها، ويهدف بشكل أساسي إلى تخفيض التكاليف إلى حدودها الدنيا، بالتالي فإن مصطلح الهيكل التمويلي هو مصطلح يطلق على الطريقة التي تمول به الشركة أصولها. وأول من درس الهيكل التمويلي بشكل منهجي دقيق هما العالمان مودجيلليني وميلر. حيث يعود لهما الفضل في ظهور وتطور مختلف النظريات التي تناولت الهيكل التمويلي الأمثل[1]. التمويل لغةً هو الأموال التي تقدمها الإدارة[2]. أما من الناحية الاقتصادية فالتمويل هو الخطة التي تعتمدها الإدارة لزيادة طاقتها الإنتاجية أو إنتاج مادة جديدة، أو إعادة تنظيم أجهزتها، وهذه الخطة تنطوي على ناحيتين: الأولى مادية (كتحديد الآلات والمعدات واليد العاملة) والثانية مالية تتضمن مصادر الأموال وتكلفتها وكيفية استخدامها[3]. لكن تعريف التمويل على أنه الحصول على الأموال بغرض استخدامها لتشغيل أو تطوير المشروع يمثل تعريفاً قاصراً يعكس نظرة تقليدية، ذلك لأن التمويل وفق الدراسات الحديثة يركز على تحديد أفضل مصدر للأموال من خلال المفاضلة بين عدة مصادر متاحة اعتماداً على دراسة التكلفة والعائد.[4]

بناء على ذلك يمكن تعريف الهيكل التمويلي بأنه مجموعة القرارات المتعلقة بكيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثمارات المؤسسة وتحديد المزيج التمويلي الأفضل لتغطية هذه الاستثمارات.[5]

وهنا لابد من التمييز بين مفهومين أساسيين هما هيكل التمويل وهيكل رأس المال، حيث أن هيكل التمويل يتضمن الخصوم القصيرة والطويلة الأجل، في حين أن هيكل رأس المال يتضمن فقط مصادر التمويل طويلة الأجل (القروض طويلة الأجل وحقوق الملكية).[6]

بناء على ما سبق يمكن تعريف الهيكل التمويلي ببساطة بأنه تلك الأموال التي تحصل عليها المنشأة سواء من مصدر داخلي أو من مصدر خارجي، وسواء كانت مصادر تمويل طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، والذي تسعى من خلاله إلى تمويل أنشطتها واستثماراتها بأقل تكلفة ممكنة.

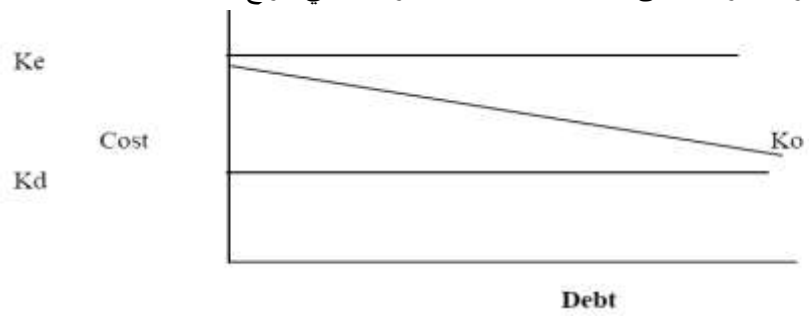
6-2- نظريات هيكل التمويل

6-2-1-نظرية الربح الصافي((NI) Net Income):

تعود هذه النظرية إلى (Durand-1952)الذي توصل إلى نتيجة مفادها أن قرار هيكل التمويل مرتبط بشكل مباشر بقيمة المؤسسة، وأي تغيير في هذا الهيكل سيؤدي إلى تغيير مماثل في تكلفة رأس المال وبالتالي في قيمة المؤسسة.[7]أي أنه -على المدى الطويل-يمكن للمؤسسة أن تزيد قيمتها السوقية من خلال زيادة الاعتماد على مصادر التمويل الأقل كلفة (كالديون) مقابل مصادر التمويل الأكثر كلفة (كإصدار أسهم جديدة).

بناء على ذلك يمكن للشركة تعظيم القيمة السوقية من جهة أو تخفيض متوسط تكلفة الأموال من جهة ثانية من خلال زيادة نسبة القروض في الهيكل التمويلي ضمن ظروف التشغيل نفسها، بالتالي تزداد القيمة الكلية للشركة باطراد مع زيادة نسبة الرفع المالي بينما يستمر متوسط تكلفة الأموال بالانخفاض،بالتالي تكون قيمة المؤسسة في أعلى مستوياتها عندما تقل التكاليف إلى أدنى مستوياتها.[8]

والشكل البياني رقم (1) يوضح أثر الاقتراض على قيمة المؤسسة وفق نظرية صافي الربح.



الشكل (1): أثر الاقتراض على قيمة المؤسسة وفق نظرية صافي الربح.

المصدر: Pandey. Asheesh& Singh. Madan, Capital Structure Theories: A Review, AguInternational Journal of Management Studies & Research, 2017, Vol. No. 5, Jul-Dec, p491.

حيث أن: Ke تمثل تكلفة الأموال الخاصة. Kd: تكلفة الديون.

K0: التكلفة المرجحة لرأس المال.

بالتالي يمكننا القول إن الهيكل التمويلي وفق هذه النظرية هو ذلك المزيج من الديون الذي يخفض من تكلفة التمويل إلى أدنى مستوى ممكن.

لكن لا يمكن اعتبار هذه النظرية متوافقة مع هيكل التمويل الأمثل لأنها تفترض أن تكاليف الديون ثابته عند جميع مستويات الدين، وهذا الأمر غير واقعي. كما أنها تتجاهل فكرة أن زيادة الاعتماد على التمويل بالدين يزيد من المخاطر المالية التي قد تواجهها الشركة. إضافة لذلك فإنها تفترض أن الأرباح توزع بنسبة 100% ولا يوجد ضرائب على الشركات. بالتالي فإن هذه النظرية تبقى ضمن نطاق الدراسات النظرية ولا يمكن الاعتماد عليها وتطبيقها على أرض الواقع خصوصا في الوقت الراهن.

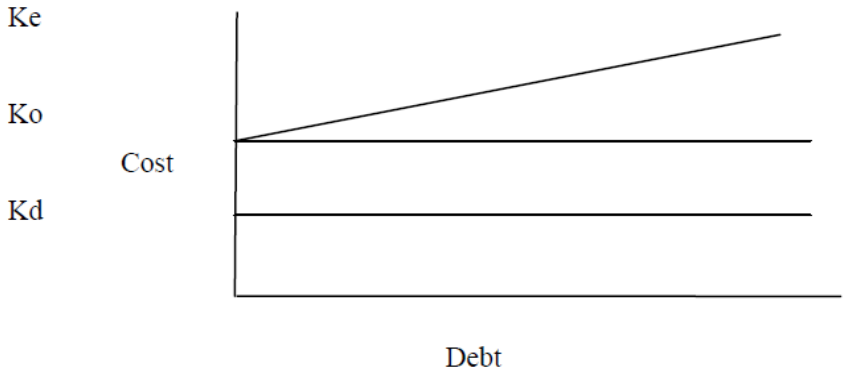
6-2-2-نظرية صافي ربح العمليات ((NOI) Net Operating Income)

وفق هذه النظرية فإن التكلفة الكلية لرأس المال لا تتأثر بهيكل التمويل، أي أن القيمة السوقية للمشروع لا تتغير بتغير نسبة القروض في المشروع.لكن زيادة الرفع المالي ستؤدي إلى زيادة المخاطر المالية التي يتحملها حملة الأسهم من الملاك، ولهذا فإنهم سيطلبون زيادة في معدل العائد المطلوب. وهذا الارتفاع في تكلفة التمويل الممتلك يعوضه

الانخفاض في تكلفة التمويل المقترض الأمر الذي يجعل تكلفة التمويل المرجحة ثابتة لا تتغير والقيمة السوقية للمؤسسة ثابتة لا تتغير، وهنا لابد من الإشارة إلى أن تكلفة التمويل المقترض تتأثر بمتغيرين أساسيين هما:[9]

- تكلفة صريحة متمثلة بسعر الفائدة.
- تكلفة ضمنية ناجمة عن الزيادة في تكلفة التمويل الممتلك بسبب الزيادة في نسبة الرفع المالي.

بناء على الفرضيات فإن قيمة المؤسسة ثابتة مع زيادة نسبة الاقتراض وبالتالي فلا يوجد هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة. والشكل رقم (2) يوضح أثر الاقتراض على قيمة المؤسسة وفق نظرية صافي العمليات التشغيلية.



الشكل (2): أثر الاقتراض على قيمة المؤسسة وفق نظرية صافي العمليات التشغيلية.

المصدر: Pandey. Asheesh& Singh. Madan, Capital Structure Theories: A Review, AguInternational Journal of Management Studies & Research, 2017, Vol. No. 5, Jul-Dec, p492.

6-2-3-نظرية بنية رأس المال(Modigliani and Miller)

يعتبر(Modigliani and Miller)الرواد في دراسة الهيكل التمويلي بشكل متخصص، وتعتبر نظريتهما من أبرز الإنجازات في أدبيات التمويل وقد مرت النظرية بمرحلتين هما:

a) المرحلة الأولى:[10] نظرية عام 1958(عدم تأثير بنية رأس المال) قامت هذه النظرية على الافتراضات التالية:

- لا يوجد ضرائب.
- تتميز الأسواق بالكفاءة ويتميز المستثمرون بالعقلانية والرشد.
- لا يوجد تكاليف للصفقات والمعاملات.
- سياسات الاستثمار للمؤسسات واضحة بالنسبة للعملاء وثابتة.
- إن الأفراد والمؤسسات بإمكانهم الاقتراض والإقراض بنفس المعدلات.

وقد توصل الباحثان إلى نتائج أهمها أنه لا يوجد علاقة بين الهيكل التمويلي والقيمة السوقية للمؤسسة.

أي أن قيمة المؤسسة التي لا تعتمد على التمويل الخارجي تتساوى مع قيمة المؤسسة التي تعتمد على تمويل خارجيولو كان جزئياً. وفي حال عدم التساوي فإن المراجحون يتكفلون بعملية إعادة قيم تلك المؤسسات إلى التساوي. بالتالي فإن قيمة المؤسسة تتحدد بناء على أدائها وحسن اتخاذها للقرارات الاستثمارية وليس على مصادر تمويلها.

وقد فسر الباحثان ذلك من خلال الافتراض بأن لدينا مؤسستين تتشابهان في جميع الخصائص ما عدا أن الأولى تعتمد على مصادرها الداخلية فقط في التمويل، في حين أن الثانية تعتمد على القروض في جزء من هيكلها التمويلي. وقد افترضا أن قيمة المؤسسة الأولى هي V1 وقيمة المؤسسة الثانية هو V2 حيث أن V2>V1. وبفرض لدينا مستثمر في

المؤسسة الثانية (المقترضة) يملك مجموعة من الأسهم قيمتها s_2ونسبتها من إجمالي الأسهم التي أصدرتها المؤسسة a وقيمة إجمالي الأسهم المصدرة S_2بالتالي فإن حصته من أسهم المؤسسة تساوي

$$s2 = a.S2$$

وحصته من الأرباح في المؤسسة تساوي

$$Y2 = a(X - rD2)$$

حيث أن r معدل الفائدة وهو معدل ثابت، X الأرباح، D2 الأموال المقترضة.

وبفرض أن المستثمر قرر بيع جميع أسهمه في الشركة الثانية وقام باقتراض مبلغ يساوي (a.D2) لشرا أسهم في المؤسسة الأولى (غير المقترضة)، تكون حصته فيها تساوي:

$$s1 = a(S2 + D2)$$

وبقسمة المعادلة السابقة على S1 وطرح تكاليف القرض الشخصي نحصل على حصة المستثمر من أرباح الشركة الأولى:

$$Y1 = \frac{a(S2 + D2)}{S1}X - a.r.D2$$

وبمقارنة Y2،Y1 نجد أن أرباح المستثمر في الشركة الأولى أكبر. وهو ما سيدفع غيره أيضاً من المستثمرين إلى بيع أسهمهم في المؤسسة الثانية والشراء في المؤسسة الأولى مما سيرفع من قيمة المؤسسة الأولى حتى تصل إلى حد التساوي مع الثانية.

تدعى العملية التي قام بها المستثمر في المثال السابق بالمراجحة القائمة على فكرة الرفع المالي الداخلي أو الشخصي(Home Made Leverage).وفيها يكون المستثمرين قادرين على الاقتراض بنفس معدلات الفائدة التي تقترض بها المؤسسات وفق حالتين يمكن توضيحهما كما يلي:[11]

✓ **عندما تكون القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة مرتفعة:**

- يقوم المستثمر ببيع كل أسهمه(استثماراته)في المؤسسة المقترضة.
- يقترض المستثمر أموالا تتناسب مع استثماراته في المؤسسة المقترضة.
- يقوم المستثمر بشراء أوراق مالية في المؤسسة غير المقترضة.
- بعد اتمام عملية المراجحة ،فإن المستثمر سوف يحقق عائد على استثماراته في المؤسسة غير المقترضة يساوي ذات العائد الذي يتحقق له في المؤسسة المقترضة ولكن باستثمار أقل عما كان في السابق.

✓ **عندما تكون القيمة السوقية للشركة غير المقترضة مرتفعة:**

- يسعى المستثمر إلى بيع كل استثماراته في المؤسسة غير المقترضة.
- يقوم المستثمر بشراء استثمارات في المؤسسة المقترضة وبما يساوي حصته في المؤسسة غير المقترضة.
- بعد إتمام عملية المراجحة، فإن المستثمر سوف يحقق ذات العائد في المؤسسة المقترضة ولكن بمقدار أقل من الاستثمارات، أو أنه يحقق عائد أكبر على ذات الاستثمارات.

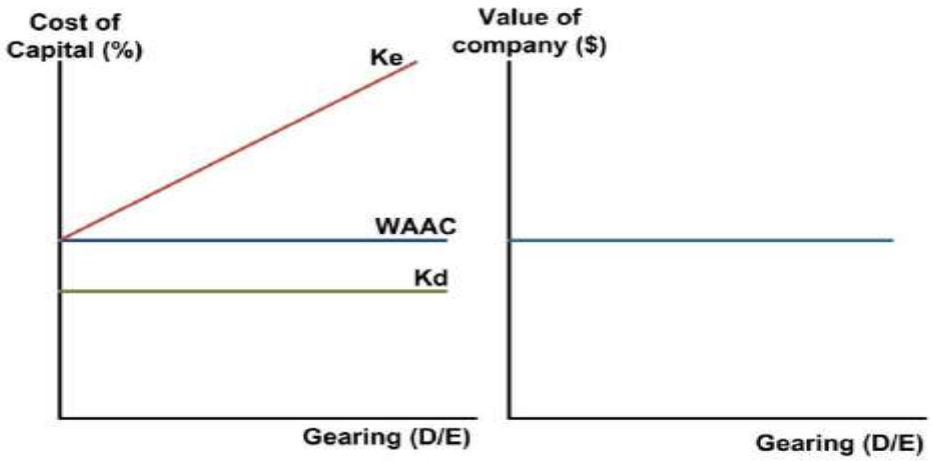
إذاً إن قيمة المؤسسة بناء على هذه المرحلة من النظرية تحسب وفق القانون التالي:

$$V=\frac{EBIT}{K0}$$

حيث أن: EBIT: تمثل الأرباح قبل الفائدة والضريبة.

K0: التكلفة المرجحة لرأس المال.

والرسم التالي يوضح النتائج التي تم التوصل إليها[*]:



الشكل (3): نموذج (Modigliani and Miller) في حال عدم وجود ضرائب.

المصدر: Kaplan Financial Knowledge Bank (2012)

a) المرحلة الثانية: انطلاقاً من نفس الفرضيات التي قامت عليها المرحلة الأولى من نظرية Modigliani and (Miller) مع تغيير وحيد تناول الضريبة قام الباحثان بأخذ الضريبة بعين الاعتبار عند دراسة الهيكل التمويلي وقد توصلا إلى نتائج مفادها أن المؤسسات يجب أن تعتمد بشكل أساسي على الرفع المالي في التمويل وذلك حتى تستفيد من مزايا الوفر الضريبي، وأنه كلما زاد الاعتماد على القروض في التمويل كلما ارتفعت قيمة المؤسسة.[12]

ويقصد بمزايا الوفر الضريبي ذلك الوفر الذي تحققه المؤسسة نتيجة الاعتماد على القروض في التمويل، وما ينتج عنها من انخفاض تكلفة الأموال المرجحة مما يسبب ارتفاع في القيمة السوقية لها.

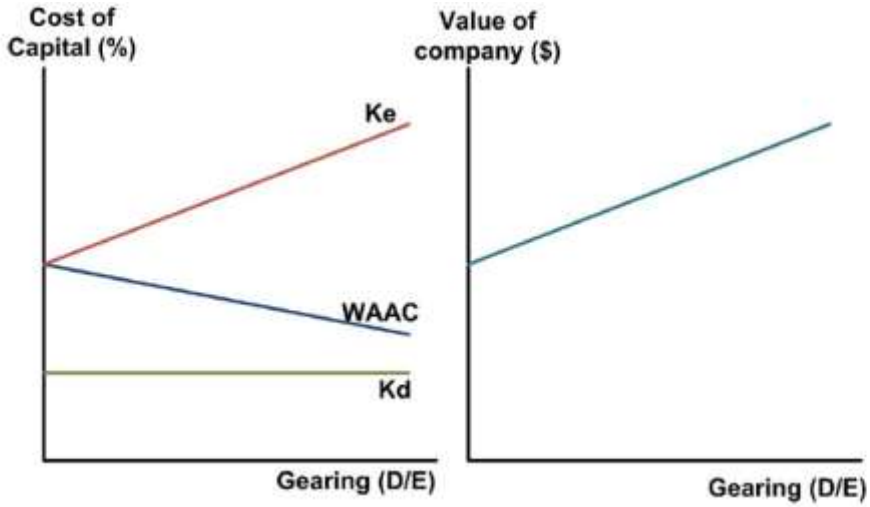
يمكن حساب قيمة المؤسسة من خلال العلاقة التالية:

$$V=\frac{EBIT}{K0}(1-t)$$

حيث أن t: الضريبة.

والرسم البياني التالي يوضح النتائج التي تم التوصل إليها[13]:

[*] **Kaplan financial knowledge bank (2012). http://kfknowledgebank.kaplan.co.uk/. Found athttp://kfknowledgebank.kaplan.co.uk/KFKB/Wiki%20Pages/Theories%20of%20Gearing.aspx?mode=none**



الشكل(4): نموذج (Modigliani and Miller)في حال وجود الضرائب

المصدر: Kaplan Financial Knowledge Bank (2012)

تم توجيه العديد من الانتقادات لنظرية (Modigliani and Miller) وأبرزها:

– يفترض الباحثان أن السوق مثالية: فعلى الرغم من تضمينهما أثر الضرائب في البحث المنشور عام 1963 الا انهما حافظا على ثبات بقية الافتراضات وهي عدم وجود تكاليف معاملات أو تكاليف إفلاس والمعلومات متوفرة للجميع في السوق سواء شركات أو أفراد. وهذا الافتراض غير واقعي خصوصا في الأسواق الحالية.

– أثبتت التجارب العملية أنه لا يمكن أن تتساوى الشروط التي تُفرض على الشركات عند منحها القروض مع الشروط التي تُفرض على الأفراد، لاعتبارات متعلقة بالملاءة المالية وحجم السيولة.

– لا يمكن أن تتساوى الشركات بالمخاطر التي تتعرض لها في السوق.

لكن وعلى الرغم من الانتقادات الموجهة لنظرية (M&M)إلا أن الفضل يعود إليها في دراسة هيكل التمويل بشكل متخصص والذي على أساسه ظهرت نظريات التمويل الحديثة.

6-2-4- نظرية التسلسل الهرمي ((Pecking order theory (POT)

تعتبر هذه النظرية نتيجة منطقية لحالة عدم تماثل المعلومات، وتنطلق من فكرة أنه يجب على المؤسسات ترتيب تفضيلي لمصادر التمويل المتاحة لها.

ترجع بدايات هذه النظرية إلى (Donaldson,1961) حيث بين أن المدراء المالكين في المؤسسات يفضلون الاعتماد على الأرباح المحتجزة لتمويل استثماراتهم وذلك بغض النظر عن حجم المؤسسة، وأن الاعتماد على الديون الخارجية سيبقى الخيار الأخير في قائمة مصادر التمويل المختلفة.[15]

ثم قام Myersعام 1977بتطوير نظريةDonaldsonوتوصل إلى أن المؤسسات ستسعى إلى الاعتماد على الأرباح المحتجزة طالما بإمكانها ذلك. وفي حال عدم كفاية هذه الأرباح تلجأ المؤسسات إلى الاقتراض وفي النهاية تلجأ إلى إصدار الأسهم ذلك لأن تكاليف إصدار الأسهم مرتفعة ويترتب عليها قيود كثيرة. وقد أكدMyersأن اعتماد المؤسسات على التمويل وفق التسلسل الهرمي السابق سيضمن لها رفع قيمتها السوقية.[16]

ثم عرض Myers and Majlufعام 1984 تطويراً جديداً لنظرية التسلسل الهرمي تناول فكرة عدم تماثل المعلومات وأثرها في تكوين هيكل التمويل للمؤسسة. ووفقاً لذلك فإن مشكلة التباين في المعلومات بين المالكين والمستثمرين يمكن

حلها في حال اعتمدت المؤسسة بشكل كامل على أرباحها المحتجزة كمصدر لتمويل فرصها الاستثمارية. بالتالي فإن المؤسسة التي تعاني من تباين كبير في المعلومات يتوجب عليها أن تصدر السندات أو تقترض حتى تتجنب انخفاض قيمة أسهمها عن القيمة الحقيقية لها.[17]

إضافة لذلك فإن زيادة الرفع المالي يرتبط بشكل وثيق بمستوى تباين المعلومات عندما تكون المؤسسة معرضة لمخاطر أكبر. وبناء على ذلك تبدأ المؤسسات تمويل استثماراتها باستخدام مصدر تمويل داخلي بحيثلا تتحمل أي تكلفة للمعلومات، ثم تعتمد على الخيار الثاني وهو الاقتراض، وفي النهاية إصدار الأسهم والتي لديها أعلى تكاليف للمعلومات.[18]

لكن هناك مجموعة من الانتقادات التي تم توجيهها لهذه النظرية أهمها:

- إن هذه النظرية تتجاهل العوامل التي قد تؤثر على اختيار الشركة لمصدر التمويل ومنها مثلا سعر الفائدة، أو العلاقات بينها وبين الجهة المُقرضة.
- إن تكاليف كل من المعاملات والمعلومات ليست سببا رئيسيا يجعل متخذي القرار في الشركات يفضلون التمويل الداخلي على الخارجي، بل هناك سبب رئيسي أهم وهو ميزان السيطرة واتخاذ القرار في الشركات. ذلك أن إصدار أسهم جديدة مثلا قد يؤدي إلى تغيير هذا الميزان. [19]

6-2-5- نظرية المفاضلة ((Trade-Off Theory (TOT)

خلافاً لنظرية التسلسل الهرمي التي نفت وجود هيكل تمويلي أمثل ونسبة مثلى للديون في المؤسسة. انطلقت نظرية المفاضلة من فكرة أساسية وهي وجود هيكل تمويلي أمثل يتحقق من خلال المفاضلة بين التكاليف والإيرادات (مثل تكاليف القروض والوفر الضريبي) واستبدال أحدهما بالآخر أو العكس بالعكس ريثما يتم تحقيق أعلى قيمة للمؤسسة.[20]

وتقوم هذه النظرية على الفرضيات التالية[21]:

- تحدد المؤسسة نسبة مديونية مستهدفة وتعدل ديونها وصولا إلى تحقيق نسبة الرفع المستهدفة.
- لا يوجد كلفة لتعديل هيكل رأس المال، وإن وجدت فهي كلفة منخفضة يمكن اهمالها.
- يمكن تحديد نسب المديونية المثلى من خلال المفاضلة بين تكاليف ومنافع الاقتراض مع الاحتفاظ بموجوداتها وخططها الاستثمارية ثابتة.
- أسواق رأس المال ذات أداء جيد وتستجيب لمختلف الضرائب المفروضة.
- بإمكان المؤسسة وضع مجموعة من هياكل رأس المال التي تحقق التوازن بين التكاليف والمنافع وتعظم قيمة المؤسسة.
- إن نسبة المديونية المثلى تختلف من مؤسسة إلى أخرى نتيجة مجموعة من العوامل المؤثرة مثل طبيعة الموجودات والتدفقات النقدية ومعدل الضرائب وتفضيلات المدراء.
- إن قرار التمويل يتخذ بالتزامن مع قرار الاستثمار ولا يمكن فصلهما عن بعض، وهي بذلك تخالف نظرية (Modigliani and Miller).

بناء على هذه النظرية فإن المؤسسات الرابحة هي المؤسسات التي تسعى لتكون نسبة مديونيتها مرتفعة، وذلك لأن المؤسسات الرابحة تتميز بتعدد استثماراتها وتحقيق وفورات ضريبية كبيرة إضافة إلى أنها تتميز بانخفاض مخاطر عدم قدرتها على سداد التزاماتها أو إفلاسها. إلا أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم لا تتمتع بنفس الميزات التي تحققها المؤسسات الكبيرة مما يعني أنها غير قادرة على الاستفادة من مزايا الرفع المالي وغير قادرة على توليد تلك الأرباح التي تقلل من فرص عسرها المالي، مما يجعلها تبتعد في تكوين هيكلها التمويلي عن استهداف نسبة مديونية مثلى[22]

وهنا لابد من التنويه إلى أن نسبة المديونية المستهدفة في نظرية المفاضلة لها نوعين: الأول تكون فيه هذه النسبة ثابتة مع مرور الوقت وتدعى عندها النظرية بنظرية المفاضلة الثابتة (static trade–off theory)، أما النوع الثاني فتكون فيه نسبة المديونية مغيرة بتغير الزمن وتدعى عندها النظرية بنظرية المفاضلة الديناميكية (dynamic trade–off)[23] .

وقد قوبلت هذه النظرية بشقيها الثابت والديناميكي بمجموعة من الانتقادات [24]:

- في الوضع المثالي يمكن للشركة أن تحتسب المكاسب المتحققة من الوفر الضريبي، لكن الأمر ليس بهذه السهولة عندما يكون لهذه الشركة العديد من الديون، إضافة للمخاطر التي ستواجهها بزيادة تلك الديون.
- اهملت النظرية تكاليف الوكالة التي قد تنجم عن تضارب المصالح بين أصحاب المصالح في الشركة الواحدة.
- أهملت النظرية تكاليف عدم تماثل المعلومات ودورها في اتخاذ القرار التمويلي.

6-2-6-نظرية الوكالة :AgencyCost

قام الباحثان W.Meckling وM.Jensen عام 1976م بوضع نظرية جديدة في التمويل هي نظرية الوكالة، التي تستند إلى أن هناك علاقة وكالة بين المدراء والمساهمين (shareholder) لهذا يتوجب على المدراء أن يتخذوا إجراءات وقرارات تصب في مصلحة المساهمين. لكن في الحقيقة، قد تتلاقى مصالح المدراء والمساهمين وقد لا تتلاقى مما يجعلهم –أي المدراء–يتخذون إجراءات تحقق لهم مزايا شخصية مثل تعويضات أعلى أو حوافز إضافية أو غيرها. لهذا يلجأ المساهمون إلى القيام بإجراءات رقابة ومتابعة مقابلة لتلك التي قد يتخذها المدراء، ليحدوا من قدرتهم على اتخاذ تلك القرارات. لكن في الواقع العملي لا يمكن للمساهمين أن يطبقوا رقابة مطلقة على المدراء من جهة، ومن جهة ثانية إن هذا النوع من الرقابة والتتبع سيزيد من التكاليف التي تتحملها الشركة مما قد يؤثر على العوائد وعلى الهيكل التمويلي أيضا.

لقد توصل مؤسسا النظرية إلى نتيجة مفادها أن هيكل التمويل الأمثل هو الهيكل الذي يوازن بين منافع الإدارة وتكاليف الوكالة آخين بالاعتبار المخاطر المترتبة على التمويل بالديون.[25]

لاحقاً أجرى كل من M.Harrisو A.Raviv عام 1990م بحثا انطلاقا من نتائج الباحثين W.Meckling و M.Jensen. وقد توصلا فيه إلى نتيجة مفادها أن المصالح المتباينة للمدراء والمساهمين قد تنشأ أيضا نتيجة خلاف حول الاستمرار باستثمار معين أو لا في الظروف الاستثنائية السلبية كانخفاض التدفقات النقدية بشكل كبير، ففي الوقت الذي سيفضل فيه المساهمون تصفية الاستثمار أو الشركة سيفضل المدراء مواصلة الاستثمار [26].

بالتالي فإن هذه النظرية تفترض أن هناك سلوكا انتهازيا من قبل المدراء يجب ضبطه ومراقبته، وهذه النقطة بالتحديد اعتبرت محط انتقاد كبير، ذلك أن النظرية تعمم السلوك الانتهازي على جميع المدراء وتهمل أهمية وجود الثقة بين أصحاب المصالح في الشركة. ويرى Tipuric أن اللامركزية في المعلومات وعدم تماثلها هو جوهر نظرية الوكالة وفي حال كانت هذه المعلومات متوفرة بشكل متساوٍ لأصحاب المصالح، تصبح مشكلة الوكالة قابلة للحل.[27]

من جهة ثانية فإن الأبحاث التجريبية التي تناولت هذه النظرية مازالت قليلة وذلك بسبب الصعوبة في حساب التكاليف الفعلية للوكالة، مما يجعل هناك فجوة حقيقة ماثلة ما بين النظرية والتطبيق.[28]

6-2-7-نظرية توقيت السوق: ((Market timing theory (MTT)

على الرغم من أن هذه النظرية ظهرت في وقت مبكر إلا أن الفضل في تطويرها وبلورتها يعود إلى Baker &Wurglerعام 2002 حيث أنهم أدرجوا الأدلة التي تثبت تأثير نظرية توقيت السوق على هيكل التمويل في الولايات المتحدة، ثم قام كل من Haan&Bieعام 2007 بإثبات أن هناك علاقة ثابتة ومستقرة بين نظرية توقيت السوق وهيكل

التمويل بناء على دراسة تحليلية للمؤسسات في هولندا. حيث أن المؤسسات قد تقوم بشراء الأسهم المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقة أو قد تقوم باستدعاء سنداتها المستحقة عند انخفاض سعر الفائدة وذلك حتى تقوم بإعادة إصدارها من جديد بسعر فائدة أقل[29].

بالتالي فإن هذه النظرية تنطلق من فكرة أن على المؤسسة أن تختار التمويل المناسب بناء على اختلاف أسعار الأوراق المالية بين الأسواق المالية المختلفة في الوقت الذي تحتاج فيه المؤسسة للتمويل[30]. بمعنى آخر فإن ظروف السوق هي العامل الأكثر أهمية في اتخاذ القرار التمويلي، ففي حال كانت الظروف غير مواتية قد يتم تأخير الاستثمار أو استبداله. وحتى تتمكن الإدارة من تقييم فرص السوق المناسبة تم الاعتماد على نسبة (Book/Market)فمثلا قد تميل الشركات إلى إصدار الأسهم بدلا من الاقتراض عندما يكون لهذه النسبة أثر إيجابي على المدى الطويل على هيكل رأس المال.[31]

إذا وفق هذه النظرية لا يتوجب على المدراء أن يكترثون لمصدر التمويل سواء رجحت مصادر التمويل الداخلية على الخارجية أو العكس، فالمهم فعلياً هو أي من هذه المصادر مسعر بقيم مبالغ بها (أعلى أو أدنى من القيمة الحقيقة) في الأسواق المالية. وانطلاقا من ذلك فإنه على متخذي القرارات أن يكونوا على دراية ومعرفة بالإشارات التي يمكن قراءتها من السوق والتمييز بين سوء التسعير وعدم تماثل المعلومات إضافة إلى تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ القرار، وإلا فإنهم سيواجهون مخاطر اتخاذ قرارات غير صائبة.

ثالثا: مقارنة بين النظريات وأثرها على قيمة المؤسسة:

النظرية	مضمونها	النتيجة	الانتقادات الموجهة لها
1. نظرية الربح الصافي	زيادة الاعتماد على الرفع المالي، سيخفض من التكلفة الحدية لرأس المال	سوف تزداد قيمة المؤسسة.	إن تكاليف الديون غير ثابتة. لا يمكن تعميم أن الأرباح توزع سنويا بنسبة 100%. لم تأخذ النظرية بالاعتبار وجود ضرائب على الشركات.
2. نظرية صافي الربح التشغيلي	زيادة الاعتماد على الرفع المالي، لن يؤثر على التكلفة الحدية لرأس المال.	لا يوجد أثر على قيمة المؤسسة.	افترضت عدم وجود ضرائب. إن التكلفة الاجمالية لرأس المال تزداد بزيادة كمية الديون. إن المستثمر يقيم الشركة التي تعتمد الرفع المالي في هيكلها التمويلي بشكل مختلف عن تلك التي رفعا ماليا أقل أو لا تعتمده.
3. نظرية Modigliani and Miller باستثناء أثر الضرائب	زيادة الاعتماد على الرفع المالي سيزيد من التكلفة الحدية لرأس المال.	انخفاض في قيمة المؤسسة.	افتراض عدم وجود تكاليف معاملات وتكاليف افلاس. إن السوق ليس مثالي. لا تتساوى الشركات في الشروط المحددة لحصولها على القروض، كما أنها لا تتساوى بقدرتها على تحمل المخاطر.
4. نظرية Modigliani and Miller	زيادة الاعتماد على الرفع المالي، سيخفض من التكلفة الحدية لرأس	انخفاض في قيمة المؤسسة.	

مع أثر الضرائب	المال.		
5. نظرية التسلسل الهرمي (Pecking order theory (POT))	الأولية في الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية ثم الخارجية.	زيادة القيمة السوقية للمؤسسة.	تتجاهل سعر الفائدة والعلاقات بين المقرض والمقترض في تحديد مصدر التمويل. إن تكاليف المعاملات ليست سببا أساسيا لاختيار مصدر التمويل. وهناك اعتبارات أخرى يجب أن تؤخذ بالاعتبار.
6. نظرية المفاضلة (Trade–Off Theory (TOT))	زيادة الاعتماد على الرفع المالي سيخفض من التكلفة الحدية لرأس المال لكنه بالمقابل سيزيد من تكاليف العسر المالي.	زيادة القيمة السوقية للمؤسسة.	صعوبة حساب المكاسب المتحققة من الوفر الضريبي في حال كانت الديون كبيرة وكثيرة. لم تراعي تضارب المصالح في الشركة. لم تأخذ أثر عدم تماثل المعلومات على القرار التمويلي.
7. نظرية الوكالة:AgencyCost	هناك تضارب في المصالح بين المدراء والمساهمين الدائنين. أي أن تكلفة الوكالة تنشأ من المعلومات غير المتماثلة	في حال ازداد تضارب المصالح ستنخفض قيمة المؤسسة السوقية والعكس بالعكس.	عممت السلوك الانتهازي للمدراء، وقللت من أهمية الثقة بين أصحاب المصالح في الشركة
8. نظرية توقيت السوق: Market timing theory ((MTT))	ستصدر المؤسسة الأسهم في حال كانت مسعرة بأعلى من قيمتها. والعكس بالعكس.	في حال إصدار الأسهم سترتفع قيمة المؤسسة والعكس بالعكس.	إن نجاح القرار التمويلي المتخذ بناء على ظروف السوق يتوقف على دقة المعلومات وخبرة الإدارة في قراءة إشارات السوق. والا سينجم عنها خسائر عديدة.

النتائج والمناقشة:

بناء على التحليل السابق لنظريات الهيكل التمويلي وفرضياتها ونتائج تطبيقها النظرية، نلاحظ أن أغلب الأبحاث ركزت على البحث عن الهيكل التمويلي الأمثل الذي يحقق أهداف الإدارة. وأخذت بالاعتبار مجموعة محددة من المتغيرات التي أخذت بالتنوع مع مرور الوقت وتطور النظريات. وباستعراض سريع للمتغيرات التي لعبت دورا في تلك النظريات من الأقدم إلى الأحدث هي: نسبة الديون إلى حقوق الملكية، تكلفة رأس المال المرجحة، معدلات الضريبة على دخل الشركات، الوفر الضريبي، تكلفة الإفلاس، عدم تماثل المعلومات، نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية.

كما لاحظنا أن ظهور كل نظرية جديدة ارتبط أساسا بنقض افتراضات النظرية التي تسبقها، فمثلا ظهرت نظرية المفاضلة بعد انتقاد نظرية (MM) وظهرت نظرية التسلسل الهرمي لتنقد نظرية المفاضلة، ثم نظرية الوكالة لتعتبر أن جميع النظريات التي تسبقها قاصرة وغير موثوقة عند التطبيق العملي.

لكن في الحقيقة وحتى الآن لا يوجد نظرية قابلة للتطبيق بالمطلق بشكل عام، لأن قرار التمويل مشروط باعتبارات فردية وخاصة تتعلق بالشركة بحد ذاتها وطبيعة عملها والاقتصاد الذي تعمل فيه (هل هو متقدم أم لا) مما يجعل من

الصعوبة بمكان اقتراح حل وحيد. وفي النهاية تكمن قوة كل نظرية مدروسة بقدرتها على تحدي الانتقادات الموجهة لها من جهة ودعم نتائجها النظرية بالتطبيقات التجريبية.

7-التوصيات:

من خلال هذه الدراسة الوصفية التحليلية يوصي الباحث بالعمل على تطبيق هذه النظريات في المؤسسات السورية سواء كانت تنتمي للقطاع العام أو الخاص وذلك حتى يستفيد أصحاب القرار التمويلي من نتائجها حسب الظروف الحاكمة لكل مؤسسة.

كما توصي الدراسة بإجراء أبحاث للمقارنة بين كل نظرية من نظريات الهيكل التمويلي والحالة العملية التطبيقية لها في اقتصاديات مختلفة، للوقوف على مدى التوافق في النتائج التي تم التوصل إليها في كلا الجانبين.

المراجع:

1. Khanna. Sakshiet al, Revisiting the Capital Structure Theories with Special Reference to India, The International Journal Of Business & Management, 2014, p133.
2.
3. http://www.almaany.com/ar/dict/ar-ar.

4. عليّه. بشير، القاموس الاقتصادي، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، بيروت، 1985.

5. بوراس. أحمد،تمويل المنشآت الاقتصادية ،دار العلوم،عنابة، الجزائر، 2008،ص24.

6. الشيخي.حمزة،الجزراوي. إبراهيم: الإدارة المالية الحديثة ،دار صفاءللنشروالتوزيع،عمان، الطبعة الأولى، 1998، ص20.

7. هندي. منير: الإدارة المالية-مدخل تحليل معاصر، المكتب العربي الحديث، القاهرة، الطبعة الأولى ص 489.

8. Durand. David, Costs of Debt & Equity Funds for Business, Universities-National Bureau, 1952, p 261-215.

9. Pandey. Asheesh& Singh. Madan, capital structure theories: a review, Agu International Journal of Management Studies & Research, 2017, Vol. No. 5, Jul-Dec, p 3.

10. الزبيدي. حمزة، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 769-770.

11. Modigliani. Franco and Miller. Merton, The cost of capital-corporation finance and the theory of investment, American Economic Review, June 1958.

12. الزبيدي. حمزة، مرجع سابق، ص794-795.

13. Chen. Li-Ju and Chen. Shun-yu, How the Pecking-Order Theory Explain Capital Structure, Chang Jung Christian University, Taiwan, 2010, p 2.

14. Paramesivan and Subramanian, Financial Management, New age international publishers, P58.

15. Ahmeti, Faruk&Prenaj, Burim, Critical review of Modigliani and Miller's- Theorem of capital structure, International Journal of Economics, Commerce and Management United Kingdom, Vol. III, Issue 6, June 2015 – p920-922.

16. Jong, Abe De, ET all, Testing the pecking order theory: the impact of financing surpluses and large financing deficits, RSM Erasmus University, Rotterdam, the Netherlands, p4.

17. Myers. Stewart, Determinants of corporate borrowing. Journal of Financial Economics, 5(2), 1977, p 147-175.

18. Chen. Li-Ju and Chen. Shun-yu, How the Pecking-Order Theory Explain Capital Structure, Chang Jung Christian University, Taiwan, 2010, p 2.

19. Lopez-Gracia. J. and Sanchez-Andujar. S., Financial structure of the family business: Evidence from a group of small Spanish firms. Family Business Review, 2007, 20(4), 269-287.

20. Baskin, J. An Empirical Investigation of the Pecking Order Theory. *Financial Management*, 1989, No. 18, 26-35.

21. Seifert, B., and Gonenc, H., The international evidence on the pecking order hypothesis. Journal of Multinational Financial Management, 18(3),2008 , p 244-260.

22. Gitman. Lawrence J., Principles of Managerial Finance, 9th ed, Donnelly and Sons Co., 2000, P 544.

23. Pettit, R. R., and Singer, R. F., Small business finance: A research agenda. Financial Management, p47–60. http://wenku.baidu.com/view/9b40ddc789eb172ded63b76f.html.

24. Ali. Irfan, Determinants of capital structure: Empirical evidence from Pakistan, Master Thesis, University of TwenteEnschede, 2011, p7

.

25. Ekbal, Syed et al, A Critical Review of Capital Structure Theories, Information Management and Business Review, 2012,Vol. 4, No. 11, p 4.

26. Markopou, M., Papadopoulos, D., Capital Structure Signaling Theory: Evidence From The Greek Stock Exchange, Portuguese Journal Of Management Studies, Vol. Xiv, No.3,2009, P 217-237.

27. فتاح. آمال، تحديد قيمة المنشأة بإدخال نظريتي التبادل والالتقاط: دراسة تطبيقية، أطروحة دكتوراه، جامعة المستنصرية، 2005، ص40.

28. Tipuric, D. Korporativnoupravljanje, Sinergija, 2008, 953-6895-07-02.

29. Grigore, Maria &Ştefan-Duicu, Viorica, Agency Theory and Optimal Capital Structure, Challenges of the Knowledge Society. Economics, 2002, 862-868

30. Ali. Irfan, Determinants of capital structure: Empirical evidence from Pakistan, Master Thesis, University of Twente Enscheda, 2011, p14-15.

31. Deepa. R, A study on the determinants of capital structure and profitability, PHD, Pondicherry University, 2011, P81.

32. Baker, M., Wurgler, J. (2002), "Market timing and capital structure", Journal of Finance, Vol.LVII, No.1, pp. 1-32