

المحاضرة رقم 09: النظريات الحديثة المفسرة للهيكل التمويلي

أولاً: نظرية الوكالة

علاقة الوكالة هي عقد يقوم بموجبه شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل من أجل تنفيذ مهام معينة نيابة عنه وباسمه.

قام كل من Jensen et Meckling (1976) بإدماج مفهوم تعدد الأهداف ضمن التصور الأكاديمي المتعلقة بنظرية المشروع، فالملاك لهم هدف معين (تعظيم القيمة) وللمديرين أهداف عديدة كما أنه للدائنين (الجهات المانحة للقروض) هدف آخر، وتؤدي هذه التعددية للأهداف إلى نشوء ما يدعى بصراع الوكالة، ويؤدي هذا الصراع إلى عدم التوافق في اختيار الهيكل التمويلي، حيث تفترض هذه النظرية وجود أهداف ومصالح ذاتية خاصة بالمديرين تؤدي بهم إلى إتباع سلوك مخالف عن سلوكهم في حالة كونهم ملاك.

نموذج تكلفة الوكالة ل Jensen et Meckling 1976 يعتبر المؤسسة على أنها مجموعة من العقود التي يتم التفاوض من خلالها بين الوكلاء بحرية لتحقيق أهداف مختلفة في ظل عدم تماثل المعلومات ويتم اختيار الهيكل التمويلي كوسيلة لتخفيض تكاليف الوكالة، الناتجة عن تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين من جهة وبين المساهمين والمقرضين من جهة أخرى.

1: التضارب بين مصالح المساهمين والمديرين

هذا النوع من التضارب نتج عن اختلاف المصالح بين المساهمين والمديرين، إذا كان المديرين لا يحوزون على كامل حقوق الملكية في المؤسسة فإن وكالة التسيير التي تتجم عن هذه الوضعية عادة ما تكون مصدراً لتكاليف الوكالة.

وأسباب التضارب في المصالح ممكن أن تكون على شكل محاولة الوكيل تحويل ثروة غير مالية لصالحه باعتباره أنه لا يستفيد من العوائد الكلية لنشاطه مع تحمله شخصياً للمسؤولية، وكذلك الخلاف يمكن أن يكون ناتجاً عن حرص المدير الدائم على استمرار نشاط المؤسسة حتى وإن كانت التصفية أكثر فائدة من المنفعة من وجهة نظر المساهمين.

يفترض أن يلتزم المدير (المدير) بإدارة العمليات والتسيير لفائدة الوكيل إلا أنه في الواقع يسعى المدير إلى تعظيم ثروته الخاصة وهذا ما يؤدي إلى ظهور تكاليف الوكالة والتي يمكن تصنيفها إلى ثلاثة أنواع هي:

- **تكاليف المراقبة:** وهي ناتجة عن تتبع الموكل ورصده للوكيل إذا كان يسير وفقاً لمصلحته، بمعنى التحقق من أن التسيير منسجم مع أهداف الملاك.

- **تكاليف التبرير (البرهنة):** وهي مجسدة في النفقات التي يتحملها الوكيل ليبيدي سلوكه ويبرهن للموكل بأن التسيير يخدم مصلحته.

- **التكاليف الباقية:** تظهر هذه التكاليف عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لنشاط المؤسسة. فالاستدانة في المؤسسة يمكن النظر إليها كأداة فعالة في تخفيض تكاليف وكالة الأموال الخاصة لأن هذه الأخيرة تولد تضارب في المصالح بين المساهمين والمسيرين، ففي ظل الاستدانة ذات الطبيعة البنكية ينجم عن الزيادة في حصة الاستدانة زيادة الرقابة من قبل البنك لنشاط تسيير الوكيل، وفي نفس الوقت تمثل هذه الاستدانة مصدرا للخلاف بين المساهمين والدائنين وبالتالي مصدر لتكاليف الوكالة من صنف آخر.

2: التضارب بين مصالح المساهمين والمقرضين

قد ينص في عقد الاقتراض على ضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ إدارة المؤسسة لبعض القرارات التي قد يكون لها تأثير على مصالح هؤلاء المقرضين، ومن بين القرارات التي تخضع لمراجعة من المقرضين قرارات شراء أصول جديدة والقرارات الخاصة بإجراء التوزيعات وغيرها، وعادة ما ينص العقد على إعطاء الحق للمقرضين في المطالبة فورا بقيمة القرض (قبل تاريخ الاستحقاق).

ولكي يتأكد المقرضون من إدارة المؤسسة لم تخالف بشروط التعاقد فإنه يصبح من الضروري عليهم القيام بمتابعة ما يجري داخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم، ويطلق على التكاليف التي يتحملها المقرضون من أجل عملية المتابعة تكاليف الوكالة.

ثانيا: نظرية الإشارة

قدم (Ross 1977) نظرية الإشارة لتفسير سلوك الإدارة في تحديد هيكل تمويل المؤسسة وبالشكل الذي يعكس طبيعة المعلومات المتوفرة لدى الإدارة عن أداء أصول المؤسسة وقيمتها ومستقبلها، ويعود أساس هذه النظرية إلى التفاوت في حجم المعلومات وطبيعتها بين الإدارة والسوق حيث أن المعلومات توزع بطريقة غير متماثلة ، فالمديرون يمتلكون معلومات داخلية متوفرة للمستثمرين مما يجعل من الصعب تمييز المؤسسات ذات العائد والأداء المرتفع عن المؤسسات ذات العائد والأداء المنخفض ما يؤدي إلى تسعير أسهم كلا النوعين في السوق بالقيمة نفسها. وفي الواقع أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، وعليه فإن هذه النظرية تقوم بتأكيد إمكانية قيام المدراء في المؤسسات ذات الأداء الجيد بإصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن المؤسسات الأقل أداء، وخاصة هذه الإشارات سيكون من الصعب تقليدها من قبل المؤسسات الضعيفة. تستند هذه النظرية على فكرتين أساسيتين هما:

- لا تتقاسم جميع الأطراف المعلومات المتعلقة بالمؤسسة، بحيث يملك المسيرين معلومات دقيقة عن المؤسسة ليست بحوزة المستثمرين؛

- حتى وإن كانت المعلومات نفسها متوفرة ومتاحة لجميع الأطراف فإن هذه الأخيرة لا تفهم ولا تترجم بنفس الطريقة من قبل المستثمرين (المساهمين والمقرضين)، أي وجود عدم تناسق أو تماثل في الحصول وقراء المعلومات الخاصة بالمؤسسة.

يتجنب المديرون زيادة نسبة المديونية إذا كانت عندهم معلومات تشير إلى تعرض المؤسسة إلى صعوبات مالية وبالتالي تؤدي إلى إفلاس المؤسسة، وبذلك يتعرض مديرو المؤسسة المفلسة إلى عقوبات إصدار الدين، لهذا يكون للمديرين حافز قوي على إرسال إشارة صحيحة بعد أن يكونوا على ثقة لقابلية المؤسسة على إعادة الدين، وهذا يعني أن زيادة الدين إشارة إلى المستقبل المالي الجيد للمؤسسة، على عكس من ذلك عندما تقوم المؤسسة بإصدار أسهم جديدة فإن أسعار هذه الأخيرة تميل إلى الانخفاض بعد الإعلان عن حاجة المؤسسة إلى إصدار أسهم جديدة، لأنها تعتبر بمثابة معلومة للمستثمرين على أن القيمة السوقية لأسهم المؤسسة مقيمة بأعلى من قيمتها الحقيقية، فعندما تحاول المؤسسة إصدار أسهم جديدة فهذا يعود بالنفع للمساهمين الحاليين ومع ذلك فإن المساهمين المحتملين يتوقعون ما يحدث ويحاولون خفض سعر الإصدار الجديد في السوق.

ثالثاً: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل

تم طرح نظرية ترتيب مصادر التمويل لأول مرة من قبل دونالدسون (Donaldson) عام 1961 وتم تعديلها ونشرها من قبل Myers & Majluf 1984، وتحاول هذه النظرية توليد أفكار بأن المؤسسات ستستخدم التسلسل الهرمي للتمويل من خلال تحديد أولويات مصادر تمويلها. وتتلخص أبعاد هذه النظرية في النقاط التالية:

- تفضل المؤسسات الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية والمتمثلة في الأرباح المحتجزة لتمويل عملياتها الإستثمارية؛

- تضع المؤسسات نسبة مستهدفة للتوزيعات بناء على توقعاتها بشأن الفرص الإستثمارية المتاحة وتوقعاتها

بشأن التدفقات النقدية المستقبلية؛

- تتبع المؤسسات سياسة ثابتة بشأن التوزيعات أي أنها تتجنب أي تغييرات مفاجئة، خاصة تلك التي تنطوي على تخفيض في قيمة الأرباح الموزعة، حيث أنه في حالة كون الأرباح المحتجزة تفوق الاحتياجات الإستثمارية يمكن توجيه هذا الفائض لسد جزء من ديون المؤسسة أو يوجه للاستثمار في أوراق مالية سهلة التسويق، أما في حالة عجز في حجم الموارد اللازمة لتمويل استثمارات يصعب تأجيلها

في هذه الحالة تتجه المؤسسة لاستخدام جزء من الرصيد النقدي المتاح أو تبيع جزء من الأوراق المالية سهلة التسويق؛

- في حالة عدم كفاية حصيلة بيع الأوراق المالية والموارد الذاتية التي يمكن توفيرها لمواجهة الاحتياجات المالية، حينئذ تتجه المؤسسة أولاً نحو الاقتراض ثم يأتي بعد ذلك إمكانية إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، ثم في النهاية يأتي دور إصدار أسهم عادية.