

هيكل رأس المال

مكونات هيكل رأس المال

مصادر التمويل طويل الأجل

نظريات هيكل رأس المال

- النظرية التقليدية

- نظرية مودكلياني و ميلر

- نظرية التوازن

- نظرية التبادل

- نظرية الالتقاط

هيكل رأس المال

يعد هيكل رأس المال من الموضوعات المهمة في منشآت الأعمال كونه يمثل محور قرارات التمويل التي تعنى بكيفية بناء توليفة مصادر الأموال المطلوبة والتي تستخدمها المنشآت في كافة عملياتها الاستثمارية والتشغيلية وغيرها وتأتي أهمية هيكل رأس المال أيضا من ارتباطه المباشر بقيمة المنشأة في السوق وكيفية تحقيقها لأهدافها الاستراتيجية في المدى الطويل .

وتشير الدراسات الى ان هناك مصدران أساسيان للتمويل هما الاقتراض والملكية ويتم التمويل بالملكية عن طريق إصدار الأسهم العادية واحتجاز الأرباح اما التمويل المقترض فيتم عن طريق الاقتراض قصير الأجل او الطويل الأجل او عن طريق إصدار سندات ال دين.

يعرف هيكل رأس المال بأنه التمويل الذاتي الدائم والاقتراض طويل الاجل لمنشأة الاعمال ، وهو يشمل مشاركة التمويل المقترض طويل الاجل والتمويل الممتلك في تمويل انشطه منشأة الاعمال

مكونات هيكل رأس المال :

تسعى منشآت الأعمال في مختلف الأوقات للحصول على الأموال من أجل تسيير عملياتها اليومية وتوسيع أنشطتها المستقبلية ومن أجل القيام بهذه المهمة فإن عليها أن تختار بين اثنين من بدائل التمويل الأساسية وهي إما اللجوء إلى اقتراض الأموال التي يطلق عليها التمويل المقترض أو عن طريق إصدار الأسهم العادية أو احتجاز الأرباح والتي يطلق عليها التمويل الممتلك أو بالمزج بين الاثنين معا .

وتتكون أبرز مصادر هيكل رأس المال من القروض طويلة الأجل وأقوق الملكية (مصادر التمويل طويل الأجل فقط) بمعنى آخر إن هيكل رأس المال يتضمن مصادر التمويل الأساسية الدائمة في المنشأة وهي القروض طويلة الأجل والأسهم العادية والأرباح المحتجزة .

مصادر التمويل طويل الاجل

وتتألف مصادر التمويل طويلة الاجل المكونة لهيكل راس المال من قسيمين اساسيين هما التمويل المقترض طويل الاجل والتمويل الممتلك (طبيعة كل مكوناته طويلة الاجل) وكالاتي :

١- **حقوق الملكية :** تمثل اموال الملكية المصدر الاول لا موال بالنسبة للمنشأة الجديدة كما انها تمثل القاعدة التي تستند عليها قدرة المنشأة القائمة على الاقتراض والحصول على الاموال .وتوفر اموال الملكية التي تحصل عليها المنشأة مجموعة من الفوائد للمنشأة منها الاستثمار الدائم فيها وجزء من الاستثمار الطويل الاجل كما انها تعطي وقاية للدائنين كونها تعد مصدرا داعما للوفاء بالديون .وتحصل المنشأة على اموال الملكية عادة من اصدار الاسهم العادية واصدار الاسهم الممتازة (ان وجدت) بالإضافة الى الارباح المحتجزة.

وتكون ابرز مصادر ومكونات حق الملكية هي :

١- **الاسهم العادية** : تعد الاسه العادية احد مصادر التمويل طويل الاجل الخارجي المتاحة للمنشأة ومن المصادر الاساسية للتمويل الممتلك والمصدر الاول في المراحل الاولى لحياة المنشأة فضلا عن ذلك فإن استخدامها يساعد على تعزيز المركز المالي للمنشأة وتمثل الاسهم العادية صكوك ملكيه يمسكها المساهمين تثبت حقوق كل مساهم بملكيه المنشأة .

٢- **الأسهم الممتازة** : تمثل الاسهم الممتازة نوعا خاصا من حقوق الملكية في منشآت الاعمال وهي نوع من الاسهم تعطي لحاملها الحق في استلام مقسوم ارباح محدد قبل توزيع اية ارباح على حملة الاسهم العادية والأسهم الممتازة تمثل شكل من أشكال التمويل طويل الأجل اذ تمثل أداة ملكية للمنشأة فهي تشبه الاسهم العادية من حيث كونها تمثل ملكية ليس لها تأريخ استحقاق هيكل رأس المال معين وان مسؤولية حامله محدودة بمقدار مساهمته في المنشأة .

٣- **الارباح المحتجزة :** تمثل الأرباح المحتجزة إرباحاً تحققت غير ان المنشأة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على حملة الاسهم وذلك بهدف استخدامها في تمويل استثمارات مستقبلية. وتسمى بهذا الاسم لان المنشأة تقوم بحجزها عن التوزيع على المساهمين لا سباب ومبررات تخصها وكذلك تعتبر الارباح المحتجزة تمويل ممتلك داخلي للمنشأة ولا تستطيع المنشأة توفير هذا النوع من التمويل لا اذا لم تقم بدفع ارباح نقدية لحملة الاسهم العادية .

٤- **السندات :** هو أداة مالية طويلة الاجل تستعملها المنشآت والحكومات لجمع مقادير كبيرة من الأموال من مجاميع مختلفة من المقرضين وتعد السندات من مكونات هيكل راس المال ومن خصائصها انها تكون ذات عائد ثابت وتتمتع بالقابلية على التداول في السوق المالي وتمثل اتفاق طويل الاجل تلتزم بموجبه المنشآت بتسديد دفعات دورية من الفوائد لحملة السندات التي تمثل كلفة تتحملها المنشآت المصدرة لها عن استخدام الاموال .

القروض طويلة الاجل :

وتمثل القروض طويلة الاجل تلك الاموال التي يتم الحصول عليها عن طريق الاقتراض وتستعمل مصدراً للتمويل لانها توفر ميزات للمنشأة مثل الوفورات الضريبية كما تعتبر القروض طويلة الاجل مصدراً من اهم مصادر التمويل للمنشآت ولا سيما الكبيرة منها .

نظريات هيكل رأس المال

تمثل صياغة هيكل رأس المال في منشآت الاعمال من اكثر الموضوعات جدلا في الفكر المالي فالاعتماد على مصادر التمويل المقترض او مصادر التمويل الممتلك او تحديد المزيج بينها لا يتم اعتباطا وانما تحكمه مجموعة من القواعد لذا تعد قرارات هيكل رأس المال من اهم قرارات الادارة المالية جدلا في منشآت الاعمال . وفي الفكر المالي ومن خلال فترات امنية مختلفة وردت مناقشات فلسفية متعددة اول كيفية صياغة هيكل رأس المال وماهي علاقة هذا الهيكل بأهداف الادارة المالية في منشآت الاعمال لاسيما الهدف الاستراتيجي لها والمتمثل بتعظيم ثروة المالكين من خلال تعظيم القيمة السوقية للمنشأة والمرتبطة بتعظيم قيمة السوقية للسهم الواحد في السوق وماهي علاقة ذلك في معدل كلفة هيكل رأس المال، وتمثل هذه المناقشات في أطروحات فكرية غاية في الاهمية جسدها علماء الادارة المالية في نظريات فلسفية تناول كيفية صياغة هيكل رأس المال ومدى ارتباطه بكل من كلفة ذلك الهيكل ومن ثم القيمة السوقية للمنشأة ومن اهم وابرز النظريات الفكرية الفلسفية :

اولاً :- النظرية التقليدية

تسلم النظرية التقليدية الى وجود هيكل رأس مال أمثل يتضمن نسيج مثلى للتمويل المقترض تجعل كلفة التمويل عند حدها الأدنى ، والاستخدام الرشيد للتمويل المقترض في الهيكل المالي للمنشأة يزيد معدل العائد على حق الملكية فالتشكيل الامثل بين التمويل المقترض والتمويل الممتهك في هيكل رأس مال المنشأة يجعل المعدل الموزون لكلفة رأس المال في ادناه ويعظم معدل العائد على حق الملكية ، وتشير هذه النظرية الى وجود هيكل مالي امثل يحقق أدنى معدل موزون لكلفة التمويل وأعلى مستوى للعائد والفكرة الأساسية التي تقوم عليها النظرية التقليدية هي إن كلفة التمويل تنخفض تدريجياً مع زيادة التمويل المقترض إلى أن تصل نسبة الاقتراض إلى حد معين ثم تأخذ كلفة التمويل في الارتفاع .

ثانياً:- نظرية مودكلياني و ميلر

تشكل نظرية مودكلياني وميلر اتجاهها فلسفيا غاية في الأهمية في النظرية المالي المعاصرة منذ أن نشروا نظريتهم عام ١٩٥٨ اذ قدم كل من مودكلياني وميلر نظريتهما حول هيكل رأس المال وقيمة المنشأة والتي نصت على عدم وجود عاقة بين هيكل رأس مال المنشأة وكلفتها وأشارت هذه النظرية الى انه وبافتراض غياب الضرائب فان قيمة المنشأة والمعدل الموزون لكلفة رأس المال لا تتأثر بهيكل رأس مال وإن كلفة التمويل لا تتأثر بتغيير نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال ، وقد طور مودكلياني وميلر نظريتهما في مجموعة من الاقتراحات منها :

الاقتراح الاول :

الذي اشار الى فصل قرارات الاستثمار عن قرار التمويل وينص هذا المقترح على أن القيمة السوقية لأية منشأة لا تعتمد على هيكل رأس مالها وإنما على توقعات الأرباح قبل الفوائد والضرائب هذا المقترح يشير الى أن القيمة السوقية لأي منشأة أعمال سواء كان مقترضة أم غير مقترضة مستقلة تماماً عن هيكل رأس المال فيها وأن القيمة السوقية للمنشأة تتحدد من خال خصم صافي ربح العمليات الذي تحققه المنشأة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي اليها منشأة الأعمال وعلى أساس هذه الافتراضات ، وباستخدام مبدأ رافعة التمويل الشخصية والقيام بعمليات البيع والشراء في آن واحد في السوق أي المراجعة يتوصل مودكلياني وميلر الى الاستنتاج هيكل رأس المال لا يؤثر على كلفة رأس المال أو على قيمة المنشأة .

الاقتراح الثاني:

في الاقتراح الثاني أشار مودكلياني وميلر الى أن كلفة رأس مال الممتلك تزداد بنسبة كافية لجعل المعدل الموزون لكلفة رأس المال ثابتاً، عندما تستخدم المنشأة التمويل المقترض والذي يعد اقل كلفة من التمويل الممتلك فان هذا الانخفاض يقابله الارتفاع في كلفة التمويل الممتلك بسبب ارتفاع المخاطرة المالية وزيادة معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين ويشير كل من (بريلي ومايرز) الى أن هذا المقترح قد ركز على المبادلة بين العائد والمخاطرة وأن معدل العائد المتوقع على الأسهم العادية لمنشأة مرفوعة تزداد بشكل يتناسب مع نسبة القروض الى الاسهم العادية المعبر عنها بقيم سوقية وتتوقف نسبة الزيادة في معدل العائد على الملكية على الفرق بين العائد على الموجودات والعائد على القروض .

ثالثاً :- نظرية التوازن

تشير نظرية التوازن في صياغة هيكل رأس المال الى ان القرار الامثل للاقتراض يجعل منشأة الاعمال تستمر بالاقتراض الى النقطة التي تتساوى فيها التأثيرات الايجابية للوفر الضريبي مع الاثر السلبي لكلفة الافلاس والتي تنشأ عن زيادة الاقتراض وبمعنى اخر فان القرار الامثل للاقتراض وفق نظرية التوازن والذي يضمن اعلى قيمة سوقية للمنشأة ما هو الا محصلة للتوازن بين الاثر الايجابي الذي تحدثه القيمة الحالية للوفورات الضريبية والاثر السلبي الذي تسببه كلفة الافلاس. ان هذا التوازن هو انعكاس للتكامل بين الاثر الايجابي للوفر الضريبي الذي اقترحه (M & M) في نظريته وما يسببه ذلك من زيادة في القيمة السوقية للمنشأة المرفوعة كلما زاد الاقتراض والاثر السلبي لكلفة الافلاس الذي اقترحه المهتمين بالفكر المالي والذي ينشأ عن الزيادة في الاقتراض وما يسببه من انخفاض في القيمة السوقية للمنشأة المرفوعة هذين الاثرين او العاملين سوف يحققا مقدار الاقتراض الامثل .

رابعاً :- نظرية التبادل

يشار الى نظرية التبادل على أنها نظرية تبادل بين الوفورات الضريبية للدين وكلف الافلاس وهي نظرية معاصرة تعرض هيكل رأس المال من خال التبادل بين كلف الافلاس وكلف الوكالة والوفورات الضريبية ان نظرية التبادل تبرر الاعتدال في استخدام التمويل المقترض بالتركيز على الوفورات الضريبية والكلف الاضافية للتمويل المقترض وهي تختلف مع نظرية مودكلياني وميلر التي تنص على أنه بإمكان المنشأة الاقتراض قدر الامكان على اعتبار ان الاقتراض يؤدي الى زيادة قيمة المنشأة.

واستنادا الى هذه النظرية فان زيادة احجم الاقتراض يؤدي الى ظهور كلف اضافية للتمويل والمتمثلة بكلف التخلف عن التسديد وكلف الوكالة للدين ، مما يقلل من قيمة الوفورات الضريبية التي تضمنتها والتي قد تصل الى حالة التوازن بينها وبين القيمة الحالية لكلف العسر المالي والافلاس والوكالة . وبعد نقطة التوازن تبدأ كلف العسر المالي والوكالة تقلل من قيمة المنشأة .

نظرية الالتقاط

رغم ان نظرية التبادل اخذت حيز كبير في مجال صياغة هيكل رأس المال في منشآت الاعمال الا ان الانتباه تحول الى نظرية الالتقاط والتي تركز على أهمية دور المدير في تحديد الاحتياجات المالية للمنشأة وكيفية صياغة هيكل رأس المال الجديد في المنشآت من خلال الاختيار والمفاضلة بين مصادر التمويل المقترض ومصادر التمويل الممتلك .

نظرية الالتقاط: هي نظرية للمفاضلة بين مصادر التمويل الداخلية ومصادر التمويل الخارجية.

التفضيل: هو استخدام مصدر التمويل الداخلي والمتمثل في الإرباح المحتجزة وفي حالة عدم كفاية هذا المصدر تلجأ الشركة إلى مصدر التمويل الخارجي المتمثل بالديون. وتقوم باصدار الأسهم العادية الجديدة كملجأ أخير عندما تصعب غير قادرة على استيعاب ديون جديدة .