

تأثير خيار التمويل بالديون على أداء المؤسسات في ظل النظريات الحديثة للهيكل المالي

The impact of the option of financing with debts on the performance of companies
in light of the modern theories of the financial structure

آيت ساحد إيمان¹

¹ طالبة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، مخبر العولمة والسياسات الاقتصادية، الجزائر، aitsahed.imene@univ-alger3.dz

تاريخ النشر: 2020-01-01

تاريخ القبول: 2019-09-23

تاريخ الاستلام: 2019-09-31

الملخص

يهدف هذا البحث إلى توضيح أثر الاستدانة كخيار للتمويل على أداء المؤسسات وذلك في ظل أهم النظريات الحديثة للهيكل المالي والمتمثلة في نظريتي الإشارة والالتقاط، ولقد تم التوصل إلى أنه في ظل عدم تماثل المعلومات، تعتبر نظرية الإشارة بأن استخدام الديون واحتفاظ المسيرين بأسهمهم في المؤسسة هو إشارة مالية إيجابية للسوق المالي، وهو ما يؤثر إيجاباً على أداء هذه الأخيرة، في حين يشكل تنازل المسيرين عن أسهمهم في المؤسسة إشارة مالية سلبية، مما يؤدي إلى انخفاض أدائها، كما تعد زيادة نسبة الأرباح الموزعة إشارة على أداء المؤسسة الجيد.

تبعاً لنظرية الالتقاط، للمؤسسات أولويات في اختيار مصادر التمويل، فهي تفضل التمويل الذاتي أولاً، وعند عدم كفايته، تلجأ إلى التمويل الخارجي باستخدام الديون ثم إصدار الأسهم الجديدة، وبالتالي فحسب هذه النظرية، توجد علاقة عكسية بين الأداء والاقتراض، فكلما زاد اعتماد المؤسسات على الاقتراض، كلما انخفض أدائها.

الكلمات المفتاحية: التمويل، الديون، الأداء، نظرية الإشارة، نظرية الالتقاط.

تصنيف JEL: L25 , G32, G10

Abstract:

This research aims to clarify the impact of borrowing as a financing option on the performance of companies, in light of the most important modern theories of the financial structure, which are the signaling theory and the pecking order theory, it was concluded that under information asymmetry, the signaling theory considers that the use of debts and the holding of managers' shares in the company is a positive financial signal for the financial market, which will positively affect its performance. While, the disposal of managers' shares in the company gives a negative financial signal, which leads reduce its performance, also, the increase in

the proportion of distributed dividends is good signal on the performance of the company.

According to the pecking order theory, companies have priorities in selecting financing sources, they prefers self-financing first, and when it is not enough, it resorts to external financing using debts then issue new shares. Thus, according to this theory, there is an inverse relationship between performance and borrowing. The more companies rely on borrowing, the lower their performance is.

Keywords: financing, debts, performance, signaling theory, pecking order theory.

Jel Classification Codes: L25 , G32, G10

أيت ساهد إيمان. aitsahed.imene@univ-alger3.dz

المقدمة

لقد ظهرت عدة نظريات حاولت تجسيد العلاقة بين الهيكل المالي للمؤسسة من جهة، والقيمة السوقية للمؤسسة وأدائها من جهة أخرى، حيث تعتبر نظرية موديجلياني وميلر من أشهر هذه النظريات، والتي مهدت لنظريات جاءت بعدها، كنظرية الوكالة ونظرية التبادل، لتظهر فيما بعد ما يعرف بالنظريات الحديثة للهيكل المالي، وقد كان أبرزها نظريتي الالتقاط والإشارة، واللذان حاولتا تفسير سياسة التمويل في ظل عدم تماثل المعلومات بين مختلف الأعوان الاقتصاديين، وكذا معرفة طبيعة العلاقة التي تربط بين الاستدانة كخيار للتمويل مع قيمة المؤسسة وأدائها.

ومما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية:

كيف يكون تأثير الاستدانة على أداء المؤسسات في ظل نظريتي الإشارة والالتقاط؟
ومن خلال هذه الإشكالية يمكن طرح مجموعة من الأسئلة الفرعية كما يلي:

- ما هي خيارات التمويل المتاحة للمؤسسة؟

- ماذا نقصد بنظرية الإشارة؟

- ما هو مضمون نظرية الإلتقاط؟

وللإجابة على هذه الأسئلة، قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

- تتمثل خيارات التمويل أساسا في الأموال الخاصة والديون؛

- يقصد بنظرية الإشارة مجموعة الأدوات التي يتم بها توفير المعلومات للمتعاملين في السوق المالي؛
 - تتضمن نظرية الالتقاط ترتيب مصادر التمويل حسب أفضليتها؛
 - هناك تأثير إيجابي للاستدانة على أداء المؤسسات حسب نظريتي الالتقاط والإشارة.
- تهدف الدراسة الحالية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف نلخصها في النقاط التالية:
- عرض مختلف خيارات التمويل المتاحة أمام المؤسسة؛
 - التعرف على نظرية الإشارة كمدخل مفسر للسلوك التمويلي للمؤسسة وأثره على أدائها؛
 - تفسير سياسة التمويل في المؤسسة وأثرها على أدائها المالي في ظل نظرية الالتقاط.
- تنبع أهمية الدراسة الحالية من أهمية الموضوع نفسه، حيث يعتبر موضوع تركيبية الهيكل المالي للمؤسسة وخياراتها التمويلية ومدى تأثيرها على أدائها من أهم مواضيع الإدارة المالية.
- ومن أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة، تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة أجزاء رئيسية وهي:
1. خيارات التمويل المتاحة للمؤسسة؛
 2. نظرية الإشارة كمفسر لأثر الديون على أداء المؤسسات؛
 3. نظرية الالتقاط كمفسر لأثر الديون على أداء المؤسسات.
1. خيارات التمويل المتاحة للمؤسسة:
- تلجأ المؤسسة لتغطية احتياجاتها الاستثمارية والاستغلالية إلى خيارات مختلفة للتمويل، ويمكن تصنيف هذه الخيارات بالاعتماد على عدة معايير كمعيار المدة، معيار منشأ الأموال ومعيار الملكية، وحسب هذا المعيار الأخير يمكن تقسيم خيارات التمويل إلى خيارات التمويل بالأموال الخاصة، و خيارات التمويل بالديون.
- 1.1 خيارات التمويل بالأموال الخاصة: وتشمل مصادر تمويل داخلية تتمثل في التمويل الذاتي والتنازل عن الأصول، ومصادر خارجية تتضمن رفع رأس المال.
- 1.1.1 التمويل الذاتي:
- يشكل التمويل الذاتي المصدر الوحيد المتولد من نشاط المؤسسة، فهو ذلك الفائض النقدي المحقق من خلال العمليات الانتاجية للمؤسسة والذي يساهم في نموها وتطورها كونه من جهة يضمن تجديد وسائل الإنتاج، ومن جهة أخرى، يضمن التمويل الجزئي أو الكلي لتوسعات المؤسسة، مما يسمح باستمراريتها (زغيب مليكة وبوشنقير ميلود، 2011، ص 194).
- 2.1.1 التنازل عن الأصول الثابتة:

يسمح التنازل عن عناصر الأصول الثابتة بالحصول على أموال إضافية تساهم في تعزيز مصادر التمويل الداخلية للمؤسسة، ويطلق على هذه العملية بالاستثمار السلبي، وهي عملية استثنائية باعتبارها لا ترتبط بدورة الاستغلال العادية للمؤسسة، حيث تلجأ إليها هذه الأخيرة في حالة التجديد العادي للاستثمارات، أو في الحالة التي تصبح فيها بعض الاستثمارات غير ضرورية لنشاطها، أو أحيانا في حالة صدور قرار من هيئة رسمية يجبرها على التخلي عن بعض استثماراتها من أجل تحقيق أهداف معينة تخدم الصالح العام (يوسف مامش وناصر دادي عدون، 2008، ص 48-49).

3.1.1 رفع رأس المال:

في حالة عدم التمكن من تمويل احتياجاتها عن طريق مصادرها الداخلية، يمكن للمؤسسة أن تعتمد على رفع رأس المال كمصدر تمويل خارجي طويل الأجل، ويمكن أن تتخذ هذه العملية الأشكال التالية (زغيب مليكة وبوشنقير ميلود، 2011، ص 194-195):

- رفع رأس المال بمساهمات عينية: حيث تكون الزيادة الفعلية في جانب الأصول من الميزانية، وتؤثر هذه الزيادة على الأصول المتداولة للمؤسسة؛
- رفع رأس المال بمساهمات نقدية: مما يسمح بتعزيز الهيكل المالي للمؤسسة، حيث تؤدي هذه العملية إلى زيادة حجم رأس المال العامل، ومنه الأموال الخاصة، كما أنها ترفع من مستوى السيولة، مما يمكن المؤسسة من شراء أصول إنتاجية جديدة؛
- رفع رأس المال عن طريق ضم الاحتياطات أو تحويل الديون: لا تسمح هذه العملية بتحسين لا الهيكل المالي ولا التوازن المالي للمؤسسة، لأنها عبارة عن إعادة ترتيب العناصر بداخل الميزانية فقط.

لكن الطريقة الوحيدة التي تمكن المؤسسة من الحصول على موارد مالية جديدة هي رفع رأس المال عن طريق المساهمات النقدية، وذلك من خلال إصدار أسهم جديدة. والسهم عبارة عن "ورقة مالية تعتبر مستند ملكية لحاملها في رأسمال المؤسسة، ويستفيد صاحب السهم من جزء من الأرباح المحققة في المؤسسة إذا تقرر توزيعها، كما أنه في حالة الخسارة، فإنه يتحمل جزءا منها" (زغيب مليكة وبوشنقير ميلود، 2011، ص 195). وتتمثل أبرز أشكال الأسهم في:

- ✓ الأسهم العادية: إن السهم العادي هو مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية وقيمة سوقية. فالقيمة الاسمية هي القيمة المسجلة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فهي قيمة الأموال الخاصة (التي تتضمن الاحتياطات والأرباح المحتجزة ولا تتضمن الأسهم الممتازة) مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدر، في حين تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق المال، وقد تكون هذه القيمة أعلى أو أدنى من

القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية. ويتمتع حامل هذه الأسهم بالحق في التصويت بالجمعية العامة، وكذا الحق في نقل ملكية السهم بالبيع أو بالتنازل، كما لديه الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح في حال قررت الجمعية العامة توزيعها (منير ابراهيم هندي، 2006، ص 533)؛
✓ الأسهم الممتازة: يتمثل السهم الممتاز في مستند ملكية له قيمة اسمية ودفترية وسوقية مثله مثل السهم العادي، إلا أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في الميزانية مقسومة على عدد الأسهم المصدرة. ولحامل هذه الأسهم أولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية، كما يحصل على قسط ربح ثابت يحدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم. وتعتبر الأسهم الممتازة أسهما ذات طبيعة مزدوجة كونها تجمع بين مميزات الأسهم العادية والسندات (منير ابراهيم هندي، 2006، ص 541).

2.1 خيارات التمويل بالديون:

في حالة عدم كفاية مصادر التمويل بالأموال الخاصة على تمويل احتياجات المؤسسة، تلجأ هذه الأخيرة إلى التمويل الخارجي بالديون، والذي قد يكون طويل الأجل كالقروض السندية والقروض البنكية، أو متوسط الأجل والذي يشمل قرض الإيجار والقروض المصرفية، أو قد يكون قصير الأجل كالائتمان التجاري والائتمان المصرفي.

1.2.1 القروض البنكية متوسطة وطويلة الأجل: وتشمل:

- القروض البنكية متوسطة الأجل: وهي قروض يتراوح تاريخ استحقاقها عادة ما بين سنة وخمس سنوات، وقد تكون مضمونة بأصل معين من أصول المؤسسة، كما تشمل أحيانا مجموعة من الشروط التي تضمن للمقرض استرجاع أمواله (يوسف مامش وناصر دادى عدون، 2008، ص 57)؛

- القروض البنكية طويلة الأجل: يطلق عليها أيضا بالقروض غير المجزأة، وهي عبارة عن أموال يتم اقتراضها من مقرض واحد (بنك، مؤسسة مالية...)، إذ يمكن أن يصل تاريخ استحقاقها إلى 30 سنة، ويتم التفاوض بين المقرض والمقترض على شروط هذه القروض من معدل الفائدة وتاريخ الاستحقاق والرهونات غيرها (منير ابراهيم هندي، 2006، ص 543).

2.2.1 القروض البنكية قصيرة الأجل: وتشمل ما يلي:

- الائتمان المصرفي: وهو عبارة عن "الثقة التي يولها البنك للمؤسسة بوضع تحت تصرفها مبلغ من المال، أو تقديم تعهدا من طرفه لفترة محددة يتفق عليها الطرفين، ويقوم الطرف المقترض بنهاية الفترة بالوفاء بجميع التزاماته، وذلك لقاء فائدة يحصل عليها البنك" (عبد المؤمن بن علي ورحيمة بوصبيح

صالح، 2017، ص 1). ويمكن أن يأخذ الائتمان المصرفي عدة أشكال تتمثل في تسهيلات الصندوق، السحب على المكشوف، القرض الموسمي وكذا خصم الأوراق التجارية؛
- الائتمان التجاري: وهو القرض الذي تحصل عليه المؤسسة من الموردين، فهو عبارة عن "قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتجر فيها أو تستخدمها في العملية الصناعية" (منير ابراهيم هندي، 2006، ص 528). ويمنح الائتمان التجاري إما على شكل ورقة تجارية (سند لأمر أو كمبيالة) أو على شكل حساب جاري مفتوح، أي التسديد بدون إظهار أي ورقة تجارية.

3.2.1 القروض السندية:

إن القرض السندي هو "قرض تصدره المؤسسات الاقتصادية ويتعلق بمبالغ جد ضخمة، حيث يقسم إلى أوراق مالية ذات مبالغ صغيرة ومتساوية تسمى السندات" (محمد حشماوي وتغريد الأغا، 2012، ص 42). والسند هو "مستند دين يستفيد حامله من كل الحقوق التي يستفيد منها الدائنين الآخرين وخاصة الفائدة المتفق عليها، وتستحق هذه الورقة المالية عند حلول آجال الاستحقاق" (زغيب مليكة وبوشنقير ميلود، 2011، ص 196).

4.2.1 قرض الإيجار:

يمكن للمؤسسة أحيانا أن تلجأ إلى استئجار الأصول بدلا من شرائها، وذلك إما لحاجتها المؤقتة والموسمية لتلك الأصول، أو لعدم قدرتها على شرائها، أو في حالة كون تكلفة استئجار الأصل أقل من تكلفة شرائه عن طريق قرض كلاسيكي. ويمكن أن يكون قرض الإيجار استئجارا تشغيليا (استئجار الخدمة)، أو استئجارا تمواليا أو بيع وإعادة الاستئجار. وعند انتهاء مدة العقد، يجد المؤجر نفسه أمام ثلاث خيارات، إما التنازل عن الأصل، أو شرائه، أو تجديد مدة الاستئجار (زغيب مليكة وبوشنقير ميلود، 2011، ص 196-197).

3.1 خيارات التمويل بالشبه الأموال الخاصة:

إضافة إلى الخيارات السابقة من أموال خاصة وديون، هناك شبه الأموال الخاصة والتي تعد كذلك خيارا للتمويل، حيث تعتبر مصادر تمويل ذات طبيعة مزدوجة كونها تقع بين الأموال الخاصة والديون. وتشمل شبه الأموال الخاصة ما يلي:

■ القروض المشروطة: وتتميز بنظام معين لتسديد الدائن، وتشمل (يوسف مامش وناصر دادي عدون، 2008، ص 54):

- القروض التساهمية؛
- السندات التساهمية؛
- السندات المشروطة ذات أجل غير محدد؛

■ الحسابات الجارية للشركاء: وهي عبارة عن تسبيقات الأموال التي يقدمها الشركاء، وفي هذه الحالة، يجد صاحب الأموال نفسه شريك ومقرض في نفس الوقت؛

■ السندات القابلة للتحويل : وهي عبارة عن سندات كلاسيكية تمنح للمكاتب خلال فترة التحويل فرصة استبدالها بسهم أو أكثر من أسهم الشركة المصدرة (Pascal Barneto et Georges Gregorio, 2009, p 402, 408).

تشكل توليفة المصادر التي تحصل منها المؤسسة على أموال من أجل تمويل استثماراتها ما يسمى ب"الهيكل المالي" للمؤسسة، والذي يتمثل في حصيلة خيارات التمويل للمؤسسة، سواء كان مصدرها خارجيا (الديون) أو داخليا (الأموال الخاصة)، كما يمكن أن تكون قصيرة أو طويلة الأجل.

2. نظرية الإشارة كمفسر لأثر الديون على أداء المؤسسات:

تعتبر نظرية الإشارة أو كما يطلق عليها نظرية الاستدلال من بين النظريات الحديثة للهيكل المالي، ولقد كان مفهوم المعلومات غير المتماثلة الأساس في تطوير هذه النظرية، والذي يقصد به أن المعلومات التي يمتلكها المدراء أكثر من المعلومات التي يمتلكها المستثمرون.

لقد ظهر مفهوم نظرية الإشارة عام 1956 من خلال أعمال "لينتر"، حيث قام هذا الأخير بتوضيح كيفية تأثير أسعار السوق نتيجة للتغير في معدلات الأرباح، إذ طبقت دراسته على عينة اشتملت 600 مؤسسة صناعية ذات سمعة كبيرة، ثم ركزت دراسته بعدها على 28 مؤسسة تم إجراء مقابلات مع مسيرها الذين يتخذون القرارات حول سياسة الأرباح، وقد توصل إلى أن المسيرين يعلمون بأن المساهمين يفضلون توزيع ثابت ومستقر للأرباح والذي يشكل إشارة عن الاستقرار والنمو المستمر للمؤسسة (معيزة مسعود أمير، 2016، ص 118).

تقوم نظرية الإشارة على الفرضيات التالية (نبيلة سهايلية وجبار بوكثير، 2017، ص 253-254):

- لا يتم توزيع نفس المعلومات على الجميع، إذ يمتلك مسير المؤسسة معلومات لا يمتلكها المستثمرون، وفي حالة ما إذا كانت المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فلن يعطى لها نفس التفسير من طرف جميع الأطراف؛
- يمكن لمسير المؤسسة الأحسن أداء إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن المؤسسات الأخرى أقل منها أداء، ويجب أن تكون هذه الإشارات من الصعب تقليدها من المؤسسات ذات الأداء الضعيف؛

- يعتبر المستثمر رشيدا باعتباره يشك في كل إشارة تصل إليه، حيث يستفسر أولا عن الفائدة التي تهدف إليها جهة الإشارة، ويحاول معرفة مسيري المؤسسة وسياستهم في الاتصال، كما يراعي مراقبة وحكم السلطات البورصية عند نشر معلومات غير صحيحة؛
- تصف الإشارات إما تكلفة التمويل، سياسة توزيع الأرباح أو إعادة شراء الأسهم أو إصدار سندات.

تعالج نظرية الإشارة مشكل عدم التناسق في المعلومات، وذلك من خلال عمل الأطراف المطلعة (المسيرين) على إيصال المعلومات إلى الأطراف القليلة الاطلاع (المساهمين والمقرضين) بواسطة الإشارات. تبعا لنظرية الإشارة، فإن مديري المؤسسات الكفاءة يستعملون الإشارة من أجل توصيل المعلومات الجيدة للمستثمرين والذي يكون من خلال الرفع من الاقتراض، وبالتالي فهم يعتمدون على طريقة غير مباشرة للإعلان عن هذه المعلومات. ووفقا لهذه النظرية، يعتبر إصدار السندات في أسواق رأس المال إشارة إيجابية على أن الأسهم مقيمة في السوق المالي بأقل من قيمتها الحقيقية وأن المسيرين يريدون توزيع الأرباح المستقبلية المتوقعة مع المساهمين القدامى (الحاليين)، أي أنهم لا يريدون تقاسمها مع مساهمين جدد (معيضة مسعود مير وهباش فارس، 2016، ص 127).

إن الإشارات المالية التي تصدرها المؤسسات تعد جوهرية بالنسبة للمستثمرين، حيث تسمح لهم بالتنبؤ بمستقبل المؤسسة، وتعد هذه الإشارات قرارات مالية حقيقية وواقعية تؤدي إلى انعكاسات سلبية على مسيبيها في حالة اكتشاف عدم صحتها (عبد الوهاب دادن، 2006، ص 112).
تعد كل من السياسة التمويلية وسياسة التوزيعات من بين الأدوات التي تستخدمها الإدارة من أجل إرسال إشارات إلى السوق المالي.

2.3 السياسة التمويلية كأداة للإشارة:

يمكن التطرق إلى السياسة التمويلية كأداة للإشارة من خلال العوامل التي تؤثر فيها:

- نظرية الإشارة ومستوى الاستدانة:

لقد تم التطرق لأول مرة إلى هيكل رأس المال كأداة للإشارة من طرف (Ross, 1977)، والذي اقترح نموذجا يعد الأساس في استخدام الهيكل المالي كمؤشر عن المعلومات الداخلية المتوفرة وغير المتاحة للمستثمرين الخارجيين (عبد المجيد قدي وأمينة حمادة، 2015، ص 47)، حيث تفترض نظرية الإشارة بأن مستوى الاستدانة هو إشارة من مسيري المؤسسة عن آفاقها المستقبلية. وبالتالي، فإنه للديون المعتمد عليها في تمويل مشاريع المؤسسة أثر إيجابي على أداء هذه الأخيرة (Hajar Mouatassim, Lahmini et Abdelmajid Ibenrissoul, 2015, p 7)

حسب نموذج (Ross, 1977)، فإن ارتفاع نسبة الاستدانة في المؤسسة يؤدي إلى انخفاض احتمال الافلاس ويرفع من قيمة المؤسسة بالتبعية، ولذلك يعد استخدام المؤسسة للديون مؤشرا إيجابيا على قيمة المؤسسة المستقبلية والذي يشكل حافزا للمستثمرين للإقبال على الاستثمار في هذا النوع من المؤسسات (معيظة مسعود أمير، 2016، ص 120).

• نظرية الإشارة ونسبة الأسهم المملوكة:

لقد اقترح (Leland & Pyle, 1977) نموذجا توصل من خلاله إلى وجود علاقة طردية بين عوائد المؤسسة ومستوى الاستدانة فيها، حيث أن زيادة نسبة الاستدانة وعدم إصدار المزيد من الأسهم (الاحتفاظ بنسبة عالية من الأسهم لصالح المسيرين) تشير إلى أن المؤسسة ذات عوائد عالية (عبد المجيد قدي وأمينة حمادة، 2015، ص 48)، إذ يشكل زيادة أسهم المسيرين في المؤسسة إشارة مالية إيجابية للسوق المالي يمكن تفسيرها بتحسين التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، مما يؤدي إلى ارتفاع أكبر في القيمة السوقية لأسهم هذه المؤسسة، في حين يشكل بيع المسيرين لأسهمهم في المؤسسة إشارة سلبية يمكن تفسيرها بوجود معلومات داخلية تدل على أن قيمة التدفقات النقدية المستقبلية تحمل مخاطر أكبر، مما يترتب عليه انخفاض في القيمة السوقية لأسهم هذه المؤسسة (محمد زيدان وجمال قدام، 2015، ص 135).

2.2 سياسة توزيع الأرباح كأداة للإشارة:

لقد توصلت نظرية الإشارة إلى وجود ارتباط إيجابي بين نسبة الأرباح الموزعة ومردودية المؤسسة، فزيادة نسبة الأرباح الموزعة هي إشارة على مردودية المؤسسة الجيدة، وبالتالي على أدائها الجيد، أما انخفاض نسبة التوزيعات فهو إشارة على أداء المؤسسة السيئ، وبالتالي على المديرين إقناع المستثمرين بأنها مرحلة عابرة وستنتهي في الأجل القريب (شوقي بورقية، 2010، ص 147).

3. نظرية الالتقاط كمفسر لأثر الديون على أداء المؤسسات:

لقد جاءت نظرية الالتقاط والتي تدعى أيضا بنظرية أولوية مصادر التمويل بنظرة أخرى حول كيفية اتخاذ قرار التمويل، وكانت بدايات هذه النظرية مع دراسة (Donaldson, 1961) عن السلوك التمويلي لعينة من المؤسسات الكبيرة، ولقد أظهرت نتائج هذه الدراسة بأن الإدارة تفضل استخدام مصادر التمويل الذاتي على مصادر التمويل الخارجي، إذ لا تعتمد على التمويل الخارجي إلا في حالة عدم كفاية التمويل الداخلي (صبيحة قاسم هاشم، 2015، ص 70).

تعد نظرية الالتقاط من بين النظريات الحديثة التي حاولت تفسير سلوك الهيكل المالي للمؤسسة في ظل عدم تناظر المعلومات بين مختلف الأعوان الاقتصاديين، أي أن المسيرين يمتلكون معلومات

حول مؤسساتهم أكثر من المستثمرين الخارجيين، وقد تبلورت هذه النظرية على يد Myers في الثمانينات، وهي تتضمن ترتيب مصادر التمويل حسب أفضليتها. تتشكل نظرية الالتقاط من النماذج التالية (نبيلة سهايلية وجبار بوكثير، 2017، ص 252 - 253):

- نموذج (Myers, 1984): وقد شمل خيارات التمويل وتشكيل الهيكل المالي، حيث تم ترتيب مصادر التمويل حسب هذا النموذج كما يلي: مصادر التمويل الداخلي، ثم الديون، ثم السندات القابلة للتحويل للأسهم ثم إصدار الأسهم كأخربديل للتمويل؛

- نموذج (Williamson, 1988): وقد شمل تكلفة المعاملات وتكلفة الوكالة، حيث يتم من خلاله التعامل مع الديون والأموال الخاصة ليس كمجرد أدوات مالية للتمويل. فحسب هذا النموذج، فإن درجة خصومية الأصل المراد تمويله تلعب دورا هاما في اختيار نوع مصدر التمويل الذي يتم استخدامه، ففي حالة تمويل أصل خاص، يستحسن الاعتماد على التمويل بالأسهم عن طريق إصدار حجم مقبول من الأسهم، فمثلا إذا كان الاستثمار الخاص هو مشروع بحث وتطوير، يكون ذلك مقبولا أكثر من قبل المساهمين أكثر منه من قبل المقرضين كونه لا يولد العوائد المنتظرة في المواعيد المحددة، أما في حالة تمويل أصول غير خاصة، فيفضل استخدام الديون كون الاستثمار في هذه الأصول يسمح بتوليد عوائد منتظمة تتوافق مع المواعيد المحددة لتسديد الفوائد والديون؛

- نموذج (Myers, 1990): لقد حاول Myers من خلال هذا النموذج معالجة مختلف القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة على المدى البعيد وذلك تحت فرضية أن هدف المسيرين هو تعظيم ثروة المؤسسة، فتمويل مشاريعها الاستثمارية، تفضل المؤسسات الاحتفاظ بالأرباح بدلا من اللجوء إلى سياسة رفع رأس المال التي تفرض توزيع مكافآت رأس المال الإضافية، وبالتالي فقد تم ترتيب مصادر التمويل حسب هذا النموذج كما يلي: التمويل الذاتي ثم رفع رأس المال وأخيرا الاستدانة.

وعليه، تبعا لنظرية الالتقاط، فإنه بسبب مشاكل المعلومات غير المتماثلة، تفضل المؤسسات التمويل بالأرباح المحتجزة أولا، وعند عدم كفايتها، تلجأ إلى التمويل الخارجي، وذلك بالاعتماد على الديون بدءا بالديون الأقل مخاطرة إلى الأعلى مخاطرة، وتتجه إلى إصدار الأسهم الجديدة لما تصبح غير قادرة على استيعاب ديون جديدة (Eugene F. Fama1 and Kenneth R. French, 2002, p 1). ومما سبق، نلاحظ أن المؤسسات تتبع سلمية في التمويل تتطابق مع سلمية المخاطر، كما يمكن أن يرجع هذا الترتيب إلى تكاليف الاصدار المعدومة بالنسبة للأرباح المحتجزة، المنخفضة بالنسبة للديون قصيرة الأجل، والأعلى بالنسبة لإصدار الأسهم (Eugene F. Fama1 and Kenneth R. French, 2012).

(p 60). وقد يرجع لجوء المؤسسة إلى التمويل الذاتي في المرتبة الأولى إلى تخفيض مجهوداتها في الحصول على التمويل، كما قدمت نظرية الإشارة تأييدا لنظرية أولوية مصادر التمويل، حيث يمكن تفسير تفضيل المؤسسات السندات على الأسهم بأن السندات تشكل إشارة جيدة للسوق المالي على أن المؤسسة قادرة على تسديد أعباء الديون، في حين يعطي إصدار الأسهم العادية الجديدة إشارة سلبية للسوق المالي على أن قيمة هذه الأسهم مغالا فيها، إذ يحمل في طياته أخبار غير سارة للمستثمرين المحتملين، وبالتالي ينبغي تجنب الاعتماد عليه قدر المستطاع (محمد زيدان وجمال قدام، 2015، ص 133-134).

ومن الناحية العملية، يمكن تفسير موقع التمويل الداخلي على قمة سلم التفضيل بأنه مصدر لا تعارض عليه عادة الجمعية العامة، كما يعفي الإدارة من محاولة الاتصال بالمستثمرين المحتملين من مقرضين ومساهمين، إضافة إلى ذلك فإنه يبعد المؤسسة عن الوقوع تحت تأثير منطلق سوق رأس المال في حالة إصدار المزيد من الأسهم (منير إبراهيم هندي، 2005، ص 226).

لقد تناولت العديد من الدراسات فرضية وجود ترتيب عند اختيار مصادر التمويل ومن بينها دراسة (Norton, 1991) والتي تم تطبيقها على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية، ولقد أثبتت نتائج هذه الدراسات وجود علاقة عكسية بين الأداء والاقتراض، فكلما انخفض اعتماد المؤسسات على التمويل الذاتي وزاد لجوئها إلى الاقتراض، كلما انخفض أداء هذه المؤسسات (معيزة مسعود مير وهباش فارس، 2016، ص 128).

تعتبر هذه النظرية التمويل الذاتي أول وأهم مصدر مالي تعتمد عليه المؤسسة من خلال الموازنة بين معدلات توزيع الأرباح والفرص الاستثمارية المتاحة (معيزة مسعود مير وهباش فارس، 2016، ص 128)، حيث يتحدد الهيكل المالي للمؤسسة حسب احتياجاتها للتمويل الخارجي، وبالتالي لا يوجد هيكل مالي أمثل، أي لا توجد نسبة مستهدفة للديون إلى الأموال الخاصة (Stephen A. Ross and others, 2010, p 533).

ويمكن تلخيص السياسة المالية للمؤسسات حسب نظرية الالتقاط في النقاط التالية (منير إبراهيم هندي، 2005، ص 224-225):

✓ تفضل المؤسسات اللجوء إلى مصادر التمويل الداخلي من أجل تمويل استثماراتها، وتشمل هذه المصادر الأرباح المحتجزة ومخصصات الاهتلاك؛

✓ تقوم المؤسسات بتحديد نسب مستهدفة للأرباح التي سيتم توزيعها اعتمادا على توقعاتها المتعلقة بالفرص الاستثمارية المتاحة وبالتدفقات النقدية المستقبلية، فعند تحديدها لنسب الأرباح

الموزعة، تأخذ المؤسسات في الحسبان مدى كفاية كل من الأرباح المحتجزة ومخصصات الاهتلاك لتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة؛

✓ تتبنى المؤسسات سياسات ثابتة لتوزيع الأرباح، مع الأخذ في الحسبان احتمال حدوث تقلبات غير متوقعة في الأرباح وفي الفرص الاستثمارية المتاحة، وهذا يعني أن التدفقات النقدية المتولدة داخليا (الأرباح المحتجزة ومخصصات الاهتلاك) قد تزيد أو تقل عن الاحتياجات الاستثمارية، فإذا كانت التدفقات النقدية الداخلية أكبر من الاحتياجات الاستثمارية، يوجه الفائض إما لتسديد جزء من ديون المؤسسة، أو للاستثمار في أوراق مالية سهلة التسويق، أما إذا كانت التدفقات النقدية الداخلية أقل من الاحتياجات الاستثمارية، فتتجه المؤسسة إلى الرصيد النقدي المتاح (أموال الخزينة)، أو تقوم ببيع جزء من أوراقها المالية السهلة التسويق؛

✓ في حالة عدم كفاية حصيلة بيع الأوراق المالية إضافة إلى الموارد الذاتية، تتجه المؤسسة من أجل تمويل احتياجاتها نحو الاقتراض، يأتي بعد ذلك إمكانية إصدار أوراق مالية هجينة مثل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، ثم في الأخير يأتي دور إصدار أسهم عادية.

الخاتمة

حاولنا من خلال هذه الدراسة التعرف على طبيعة العلاقة التي تربط بين خيار التمويل بالاستدانة وأداء المؤسسات في ظل نظريتي الالتقاط والاشارة، وقد توصلنا إلى النتائج التالية:

- حسب نظرية الاشارة، فإن المسير يقوم بإرسال إشارات حاملة لمعاني ومعلومات تفيد في توجيه واتخاذ القرارات لمختلف الأعوان الاقتصاديين؛
- تتضمن نظرية الالتقاط ترتيب مصادر التمويل حسب أفضليتها، حيث تم ترتيبها كما يلي: التمويل الذاتي، الاستدانة، إصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، ثم في الأخير يأتي دور إصدار أسهم عادية؛
- لقد توصلت نظرية الاشارة إلى وجود علاقة ارتباط ايجابية بين خيار التمويل بالديون وقيمة المؤسسة وبالتالي أدائها؛
- يعد التمويل الذاتي أفضل مصدر تمويل تبعا لنظرية الالتقاط، ولذلك فحسب هذه الأخيرة، يوجد علاقة عكسية بين الاستدانة وأداء المؤسسة، فكلما انخفض اعتماد المؤسسة على التمويل الذاتي وزاد لجوئها إلى الاستدانة، كلما انخفض أدائها؛
- تتفق نظريتي الاشارة والالتقاط على أن الاقتراض أحسن من إصدار الأسهم العادية.

قائمة المراجع

- زغيب مليكة وبوشنقير ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2011
- يوسف مامش وناصر دادى عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، الطبعة الأولى، دار المحمدية، الجزائر، 2008
- منير ابراهيم هندي، الادارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة 6، المكتب العربي الحديث، 2006
- عبد المؤمن بن علي ورحيمة بوصبيح صالح، آليات دعم وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الملتقى الوطني حول إشكالية استدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، 06-07 ديسمبر 2017
- محمد حشماوي وتغريد الأغا، أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية، المؤسسة، جامعة الجزائر 3، العدد 1، 2012
- Pascal Barneto et Georges Gregorio, Finance, 2e édition, Dunod, Paris, 2009
- معيزة مسعود أمير، نظرية الاشارة كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل ظروف عدم تماثل المعلومات، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 16، 2016
- نبيلة سهايلية وجبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 5، 2017
- معيزة مسعود مير وهباش فارس، نظرية ترتيب اختيار مصادر التمويل كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل اقتصاد الاستدانة، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، العدد 10، 2016
- عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي-الإسهامات النظرية الأساسية-، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 4، 2006
- عبد المجيد قدي وأمينه حمادة، أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسات، المجلة العربية للدراسات الإدارية والاقتصادية، المركز العربي للدراسات والبحوث، العدد 6، 2015

- Hajar Mouatassim Lahmini et Abdelmajid Ibenrissoul, Impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise marocaine, 4^{ème} colloque et séminaire doctoral international sur les méthodes de recherche, université Jean Moulin, Lyon 3, France, Juin 2015
- محمد زيدان وجمال قدام، اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي، العدد 9، 2015
- شوقي بورقبة، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، العدد 10، 2010.
- صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، جامعة بغداد، المجلد 21، العدد 83، 2015
- Eugene F. Fama1 and Kenneth R. French, Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt, The review of financial studies, Oxford University, vol 15, n°1, 2002
- Eugene F. Fama1 and Kenneth R. French, Capital structure choices, Critical finance review, n°1, 2012
- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2005
- Stephen A. Ross and others, Fundamentals of corporate finance, 9 th edition, Standard edition, New york, 2010