

مساهمة فكرية في تطوير النظرية التوافقية

CONTRIBUTION TO THE DEVELOPMENT OF TRADE-OFF THEORY

قدام جمال

الكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة محمد الصديق بن يحيى

الجزائر

البريد الإلكتروني: keddam_djamel2002@yahoo.fr

ملخص:

تهدف الدراسة لتحليل العلاقة التوازنية بين مزايا الاقتراض والمتمثلة في الوفورات الضريبية الناتجة عن الضريبة على أرباح الشركات والمستثمر وعيوبه المتمثلة في تكاليف الإفلاس والوكالة، من خلال تطوير نموذج تحليلي خاص بالباحث طوّر بناء على نماذج النظرية التوافقية. توصلت الدراسة من خلال هذا النموذج إلى أن قرار الاقتراض هو دالة لأثر الضريبة على أرباح الشركات والضريبة على دخل المستثمر من جهة وتكاليف الإفلاس والوكالة من جهة أخرى، هذه العلاقة التوازنية بين مزايا وعيوب الاقتراض تضعف من جاذبية القروض كأساس لخلق القيمة. الكلمات المفتاحية: النظرية التوافقية، الوفورات الضريبية، تكاليف الإفلاس، تكاليف الوكالة، قيمة المؤسسة.

Abstract:

The study aims to analyse the balanced relationship between borrowing advantages, representing tax savings which result from profits tax with investor and his disadvantages of bankruptcy and agency costs through the development of an analytical model, by to the researcher, basing on the trade-off theory models.

The study, through this model, that the decision to borrow is a function of the effect of the tax on corporate profits and the tax on the income of the investor on the one hand and the costs of bankruptcy and the agency On the other hand, this balance between the advantages and disadvantages of borrowing weaken the attractiveness of debts as a basis for creating value.

Key words: Trade-off Theory, Tax Savings, Bankruptcy Costs, Agency Costs, Business Value.

JEL Classification: G32.

1. مقدمة:

ركزت النظرية التوافقية على فكرة مفادها أن نسبة الاقتراض المثلى للمؤسسة تتحدد من خلال التوازن بين مزايا الاقتراض وعيوبه (Myers (1984، هذه الفكرة تطورت من خلال العديد من الأعمال كان أولها مقال (Modigliani & Miller (1958 والذي لا يرى بوجود نسبة اقتراض مثلى، ثم عاد الباحثان في مقال نشر سنة 1963 ليعترفوا بوجود تأثير للاقتراض على قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب ليتبع بدراسة التأثير السلبي للاقتراض من خلال الحديث أولاً عن تكاليف الإفلاس وبعد ذلك تكاليف الوكالة وهو ما يكمل أضلاع النظرية التوافقية، ليعود بعد ذلك Miller (1977 لينكر هذا التوازن بين مزايا وعيوب الاقتراض مع إنكار تأثير هذه التكاليف على نسبة الاقتراض المثالية ويؤكد فقط على تأثير الضرائب سواء المفروضة على الشركات أو المستثمرين.

إشكالية الدراسة

بناء على ما سبق يوجد اختلاف كبير بين الباحثين فيما يخص العلاقة التوازنية بين مزايا الاقتراض وعيوبه وهو ما يضع النظرية التوافقية محل الشك خاصة من حيث الاعتراف بوجود تكاليف الإفلاس والوكالة، وعلى هذا الأساس وبناء على فكرة (Miller (1977 نطرح الإشكالية التالية:

هل يقوم قرار الاقتراض فعلاً على أساس العلاقة التوازنية بين مزايا الاقتراض وعيوبه؟

فرضيات الدراسة

للإجابة على هذه الإشكالية تم وضع الفرضيات التالية:

- يبنى قرار الاقتراض على أساس العلاقة التوازنية بين الوفرات الضريبية الناتجة عن أثر الضريبة على أرباح الشركات وتكاليف الإفلاس والوكالة؛
- يبنى قرار الاقتراض على أساس الوفرات الضريبية الناتجة عن أثر الضريبة على أرباح الشركات والمستثمر فقط؛
- يبنى قرار الاقتراض على أساس العلاقة التوازنية بين الوفرات الضريبية الناتجة عن أثر الضريبة على أرباح الشركات والمستثمر وتكاليف الإفلاس والوكالة.

أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في تطوير نموذج النظرية التوافقية الذي جاء به (Miller 1977) وذلك من خلال إدخال كل من تكاليف الإفلاس والوكالة على هذا النموذج وهو ما يعطي نموذج أكثر تكاملاً لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية.

منهجية الدراسة

تدخل الدراسة في مجال البناء المعرفي التحليلي لذلك ارتكزت على المنهج التحليلي في دراسة ونقد وتحليل الأفكار التي جاءت في إطار النظرية التوافقية مع تحليل كل متغيرات هذه العلاقة من مزايا الاقتراض وعيوبه.

2. مكونات العلاقة التوافقية

في سنة 1963 تخلى Modigliani & Miller عن فرضية حيادية الهيكل التمويلي واعترف الباحثان أنه في ظل وجود الضرائب سيكون هناك تأثير إيجابي لاستخدام القروض على قيمة المؤسسة، بعدها تفتن الباحثون إلى أن لاستخدام القروض تكاليف تتمثل في تكاليف الإفلاس Myers (1984) وتكاليف للوكالة (Jensen & Meckling 1976) وبهذا يجب تحقيق التوازن بين مزايا الاقتراض ومساوئه للحصول على الهيكل التمويلي الأمثل.

1.2 تأثير الضرائب

عند إسقاط فرضيات السوق الكامل تراجع (Modigliani & Miller 1963) عن فرضية حيادية الهيكل التمويلي واعترفوا بوجود تأثير للاقتراض على قيمة المؤسسة في وجود الضرائب على الشركات. وبين الباحثان التأثير الجبائي على الخيارات التمويلية للمؤسسة، فالتحفيز الجبائي من خلال طرح فوائد القروض من الوعاء الضريبي يحفز المؤسسة على استخدام القروض ويؤثر على نسبة هذه الأخيرة في المؤسسة.

فحسب (Albouy 1994) الفوائد المدفوعة للدائنين تطرح من الأرباح قبل الضريبة وهؤلاء يحصلون على عوائدهم قبل تحميل الضريبة، على عكس التوزيعات التي لا تطرح من الأرباح قبل الضريبة فالمساهمون يحصلون على عوائدهم بعد تسديد الضريبة¹.

ويرى (Quiry & Le fur (2002 أن طرح فوائد القروض من الوعاء الضريبي هو عبارة عن دعم مالي من الدولة للمؤسسة المقترضة، ولكي تستفيد المؤسسة من هذا الدعم يجب أن تكون هناك ضرائب تفرض على الشركات (لا وجود لإعفاءات ضريبية) تسمح بتحقيق وفورات ضريبية ترفع من قيمة المؤسسة². كما يرى الباحث أن المؤسسة يجب أن تحقق أرباحا لكي تستفيد من هذه الوفورات الضريبية ففي حالة تحقيق خسارة لا تفرض الضريبة على المؤسسة وبالتالي لا تستفيد هذه الأخيرة من هذه المزايا.

توصل (Modigliani & Miller (1963 بعد إسقاط فرضيات السوق الكامل والأخذ بوجود الضرائب على المؤسسة إلى أن قيمة المؤسسة هي دالة متزايدة للاقتراض، وتناسب مع مستوى مديونيتها. ففي وجود مزايا الوفورات الضريبية ولكن دون اعتبار التكاليف المرتبطة بها، الهيكل التمويلي المثالي للمؤسسة هو الهيكل الذي يضمن تمويلا بأعلى نسبة للاقتراض أي نسبة 100% لأن الحصول على أي قروض إضافية يضمن الزيادة في التدفقات النقدية للمؤسسة. ويبيّن (1963) Modigliani & Miller أن قيمة مؤسسة مقترضة تساوي قيمة مؤسسة غير مقترضة بالإضافة إلى القيمة الحالية للوفورات الضريبية المرتبطة بالقروض، بشرط أن تحقق المؤسسة نتيجة استغلال موجبة وتفرض عليها ضرائب، وتقدر قيمة الوفورات الضريبية بقيمة الفوائد مضروبة في معدل الضريبة. كما يؤكد الباحثان على أن الفرق في القيمة السوقية بين المؤسسة المقترضة والمؤسسة غير المقترضة يجب أن لا يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وإذا حدث غير ذلك فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن لقيمة المؤسستين، لتصبح قيمة الفرق بينهما مساوية للوفورات الضريبية³.

ويمكن التعبير عن هذه الفكرة من خلال المعادلة التالية⁴:

$$V = V^* + T.D \dots (3-1)$$

حيث تمثل:

V^* : قيمة مؤسسة غير مقترضة؛ V : قيمة مؤسسة مقترضة؛ D : قيمة القروض؛ T : معدل

الضريبة.

كما يخلق الاقتراض أثر رفع مالي بحيث تنخفض التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال مع استعمال القروض، ويرى (Modigliani & Miller (1963 بوجود علاقة إيجابية بين التكلفة الوسطية المرجحة للأموال ونسبة الرفع المالي، حيث يجب أن تساوي تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة المقترضة تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة غير مقترضة مضافا إليها مكافأة عن المخاطر المالية تتحدد على أساس الفرق بين تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة غير مقترضة وتكلفة الاقتراض التي يفترض الباحثان أنها ثابتة لكافة المؤسسات. كما تتحدد على أساس معدل الضريبة على أرباح المؤسسة ونسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة في الهيكل التمويلي للمؤسسة⁵.

ويمكن صياغة هذه الفكرة في المعادلة التالية⁶:

$$K_{cp} = K^* + (K^* - K_d)(1 - T) \cdot \frac{D}{CP} \dots\dots(4-1)$$

حيث: K_{cp} : تكلفة الأموال الخاصة؛ K^* : تكلفة الأموال للمؤسسة غير مقترضة؛

K_d : تكلفة القروض؛ D : القروض؛ CP : الأموال الخاصة.

ويرى الباحث أنه في ظل وجود الضرائب يكون تأثير القروض إيجابيا على قيمة المؤسسة وأن تكلفة الأموال الخاصة هي دالة خطية إيجابية لنسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي. كما أن قيمة المؤسسة تتناسب مع مستوى مديونيتها، هذه الأخيرة ينشأ عنها إيجابيات تتمثل في المزايا الضريبية الناتجة عن فوائد القروض. ونظرا للقيمة الكبيرة (نظريا) لحجم الوفرات الضريبية لا يمكن تفسير لماذا لا تبلغ المؤسسات في استخدام القروض.

2.2 تأثير تكلفة الإفلاس

تنفرد المؤسسات المقترضة بتحمل نوع من المخاطر يسمى المخاطر المالية، مثل هذه المخاطر لا تتعرض لها المؤسسات التي يتكون هيكلها التمويلي من أموال خاصة فقط. وقد أسقط الباحثون فرضية أن القروض خالية من المخاطر واعترفوا بوجود مخاطر إضافية تصيب المؤسسة بسبب احتمالات فشلها في تسديد ما عليها من قروض أو فوائد القروض أو كلاهما عند وصول تواريخ الاستحقاق. هذا الاحتمال يعطي الحق للدائنين في اتخاذ إجراءات قانونية قد تنتهي بإعلان إفلاسها، ولكي يتجنب الدائنون مثل هذه المخاطر ينقلون من البداية هذه التكاليف إلى الملاك تحسبا لوقوعها.

ولا يختلف الباحثون بشأن التكاليف التي يتوقع أن تنجم عن الإفلاس ولكنهم يختلفون بشأن حجمها ونسبتها من قيمة المؤسسة، فهناك دراسات توصلت لتكاليف إفلاس مرتفعة في حين فندت دراسات أخرى ارتفاع قيمة هذه التكاليف. وفي هذا السياق جمع هندي (1998) بعض الدراسات؛ فقد توصلت دراسة White التي أجريت على عينة من الشركات الأمريكية إلى أن التكاليف المباشرة للإفلاس تصل إلى حوالي 22% من القيمة السوقية للمؤسسة، وهو ما يؤكد دراسة على عينة أخرى من الشركات الأمريكية أجريت سنة 1978 وتوصلت إلى أن التكلفة المباشرة للإفلاس تبلغ في المتوسط 20% من القيمة السوقية للمؤسسة. أما دراسة Levy & Sernat فتشير إلى أن متوسط تكلفة الإفلاس المباشرة بلغت في الولايات المتحدة حوالي 23% من قيمة التصفية للسنة المالية 1976. في المقابل توصلت بعض الدراسات إلى تكلفة إفلاس منخفضة، حيث كشفت دراسة Ang & al التي أشارت إلى أن التكاليف المباشرة للإفلاس بلغت في المتوسط 7.5% من قيمة التصفية، بينما لم يتجاوز الوسيط 1.7%. ويشير Miller (1977) إلى أن الادعاء بأن تكلفة الإفلاس مرتفعة ناتج عن دراسات أجريت على مؤسسات صغيرة أو فردية أسفر الإفلاس عن تصفيته وليس عن إعادة تنظيمها، أما الدراسات التي أجريت على مؤسسات كبيرة فتؤكد صغر حجم تلك التكاليف بل وأنها تتضاءل كلما زاد حجم المؤسسة. وفي هذا نشير إلى دراسة Warner التي أكدت على أن التكلفة الفعلية للإفلاس بلغت في المتوسط 5.3% من القيمة السوقية للمؤسسات السكك الحديدية.

ويتفق (1978) Haugen & Senbet مع Miller (1977) حيث تشير دراستهما إلى أن تكلفة الإفلاس يمكن أن تكون مرتفعة في ظل افتراض أن المتعاملين في السوق لا يتصفون بالرشد، أو في ظل افتراض عدم قدرتهم على القيام بعملية المراجعة بخلاف ذلك فإن التكلفة الحقيقية للإفلاس تصبح قاصرة على التكاليف التي ترتبط بإعادة تشكيل هيكل رأس المال قبل حدوث الإفلاس. ويضيف الباحثان إمكانية تجنب الإفلاس بإعادة التنظيم وإعادة تشكيل هيكل رأس المال وهو أمر يقبله الدائنون طالما أن القيمة السوقية للمؤسسة بعد إعادة تشكيل هيكل رأس المال أكبر من قيمتها في حالة إفلاسها. كما أوضح الباحثان أن القيمة الحالية لتكلفة المعاملات وهي تمثل (جوازا) تكلفة

الإفلاس في حالة إعادة تشكيل هيكل رأس المال تعتبر ضئيلة بشكل يجعل تلك التكاليف عاملاً غير مؤثر على قرارات المؤسسة.⁷

يعاب على الدراسات التي تشير إلى ضآلة تكلفة الإفلاس أنها انصرفت إلى التكاليف المباشرة وتجاهلت التكاليف الغير مباشرة، وفي هذا الصدد قام Altman بدراسة ميدانية لتقدير التكلفة الغير مباشرة للإفلاس لعينة من الشركات الصناعية، وتوصلت الدراسة إلى أن تلك التكاليف تبلغ في المتوسط 13.9% من القيمة السوقية للمؤسسة وهو ما يساوي ضعف التكاليف المباشرة في بعض السنوات. وحسب Warner (1977) التكاليف المباشرة للإفلاس تبدو أقل أهمية بالنسبة للمؤسسات الكبيرة مقارنة بالمؤسسات الصغيرة، على عكس التكاليف الغير مباشرة التي تعتبر أكثر أهمية بالنسبة للمؤسسات الكبيرة مقارنة بالصغيرة.

ويعزى Litzenberger بين نوعين من التكاليف غير المباشرة هي: التكاليف الخاصة التي يتحملها ممالي المؤسسة والتكاليف الاجتماعية التي يتحملها العملاء كلياً أو جزئياً. فإذا كانت المؤسسة تعمل في سوق منافسة كاملة فإن انخفاض كفاءة المؤسسة قبل وقوع الإفلاس يقتصر أثره على الملاك والدائنين، أما إذا تميز السوق بمنافسة غير كاملة فسيتحمل العملاء جزءاً من هذه التكاليف أما الجزء الباقي فيتحمله الملاك والدائنين.⁸

يقود الحديث عن تكلفة الإفلاس إلى الحديث عن التوازن بين مزايا الاقتراض وعيوبه، فإذا كان الاقتراض يسمح بالاستفادة من مزايا الوفورات الضريبية من خلال طرح فوائد القروض من الوعاء الضريبي وبالتالي تخفيض التكاليف الإجمالية لمصادر التمويل المستخدمة من طرف المؤسسة، فإن المبالغة في استخدام القروض ينشأ عنها تكاليف بسبب ارتفاع المخاطر المالية التي قد تؤدي إلى إفلاس المؤسسة، وارتفاعها يجعل الدائنين يدركون أنهم عرضة لتحمل جزء من تكلفة الإفلاس فقد لا تكفي أموال التصفية لسداد مستحققاتهم بالكامل لذلك يقوم هؤلاء بنقل تكاليف الإفلاس للملاك تحسباً لوقوعه. ويأخذ ذلك شكل ارتفاع معدل العائد على السندات أو ارتفاع معدل الفائدة على القروض وبالطبع تزداد هذه التكاليف مع زيادة احتمال حدوث الإفلاس.⁹

وبهذا يصبح الملاك يتحملون لوحدهم مخاطر الإفلاس مما يدفعهم للمطالبة بمعدل عائد أعلى للتعويض عن هذه المخاطر، هذا يعني وجود علاقة غير مباشرة بين ارتفاع القروض وارتفاع معدل العائد المطلوب من قبل الملاك. فارتفاع هذا الأخير سيؤدي إلى ارتفاع التكلفة الوسطية المرجحة للأموال مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس، وبالتالي كلما ارتفعت نسبة القروض كلما ارتفعت تكلفة الإفلاس مما يسبب استمرار الانخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة¹⁰.

إن الحديث عن الأثرين المتضادين للاقتراض يقودنا للحديث عن العلاقة التوافقية (التوازنية)، فزيادة نسبة الاقتراض يترتب عليها انخفاض تكلفة الأموال بسبب الوفرات الضريبية كما يترتب عليها -بعد نقطة معينة- ظهور مخاطر الإفلاس وما يصاحبها من تكاليف مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال.

ويرى (هندي) 1998 أن تكلفة الأموال تمر بثلاث مراحل تبعا لنسبة الاقتراض، حيث تبدأ تكلفة الأموال بالانخفاض في المرحلة الأولى أين تستفيد المؤسسة من الوفرات الضريبية للقروض كما أن تكلفة الإفلاس تكون معدومة نظرا لانخفاض نسبة الاقتراض. وبعد تجاوز نسبة معينة تبدأ تكلفة الإفلاس في الظهور ولكن بحجم أقل من الوفرات الضريبية التي صاحبت زيادة نسبة الاقتراض إلى أن تتساوى التكلفة مع الوفرات عندها تصل تكلفة الأموال إلى المستوى الأدنى هذا في المرحلة الثانية. أما المرحلة الثالثة فتتجاوز عندها تكلفة الإفلاس حجم الوفرات الضريبية مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال¹¹.

أما قيمة المؤسسة التي تعتمد على الاقتراض في هيكلها التمويلي فهي مساوية لقيمة مؤسسة غير مقترضة مضافا إليها القيمة الحالية للوفرات الضريبية وتطرح منها القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس. وعليه تأخذ قيمة المؤسسة الصيغة الرياضية التالية¹²:

$$V = V^* + VAFE - VACF \dots \dots \dots (5-1)$$

ويمكن القول أن الاقتراض في حدود معقولة يمكن أن يخلق قيمة إضافية للمؤسسة المقترضة مقارنة بمثيلتها الغير مقترضة بفعل مزايا الوفرات الضريبية التي تكون أكبر من تكلفة الإفلاس، في حين

يؤدي الاستخدام المفرط للاقتراض إلى ارتفاع تكاليف الإفلاس مقارنة بالوفرات الضريبية مما يؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة المقترضة بمثلثتها الغير مقترضة. أما نسبة الاقتراض المثلى فتتحقق عندما تتساوى مزايا الوفرات الضريبية مع تكاليف الإفلاس أين تكون قيمة المؤسسة عند أقصى قيمة لها وتكلفة الأموال عند أدنى حد لها¹³.

ويرى (Quiry & Le fur (2002 أنه لا يمكن الاعتماد كثيرا على القروض من أجل خلق القيمة نظرا لتقارب تكلفة الإفلاس والوفرات الضريبية، فالدراسات الميدانية تشير إلى أن الوفرات الضريبية الناتجة عن استعمال القروض يمكن أن تكون ما بين 5% إلى 15% من قيمة المؤسسة. بينما التكاليف المباشرة والغير مباشرة للإفلاس وحسب مختلف الدراسات التي أجريت قدرت في حدود 10 % و 15% من قيمة المؤسسة. هذا التقارب يجعل الاستفادة من الفارق ما بين الوفرات الضريبية وتكاليف الإفلاس لخلق القيمة صعب جدا¹⁴. ليس هذا فقط فبالإضافة لتكاليف الإفلاس تظهر تكاليف الوكالة أيضا كعيب ثاني من عيوب استخدام القروض.

3.2 تأثير تكلفة الوكالة

ظهرت نظرية الوكالة كنتيجة للتشكيك في فرضية عدم وجود تضارب في المصالح بين مختلف الفاعلين في المؤسسة، وترتكز على مبدأ أن كل طرف يتصرف بطريقة تسمح له بتحقيق مصلحته الشخصية قبل المصلحة العامة. ويعرف (Jensen & Meckling (1976 علاقة الوكالة بأنها: «عقد يلجأ من خلاله شخص لخدمات شخص آخر من أجل إتمام مهام معينة». في حين يعرف (Gagnon & Khoury (1981 تكلفة الوكالة بأنها التكاليف والمساوئ التي تنجر عن الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الأشخاص الذين لا يسمح لهم القانون بمراقبة المؤسسة¹⁵. وتنقسم تكاليف الوكالة حسب (Jensen (1986 و (Jensen & Meckling (1976 إلى قسمين؛ من جهة تكاليف الوكالة للأموال الخاصة والناتجة عن تعارض المصالح بين المساهمين والمديرين، وتنشأ هذه التكاليف عن الرقابة التي يمارسها المساهمون على المديرين من أجل كبح تصرفاتهم الانتهازية. ومن جهة أخرى، تكاليف الوكالة المرتبطة بالقروض المالية والناتجة عن تعارض المصالح بين المساهمين

والدائنين، وتنشأ هذه التكاليف عن الرقابة التي يمارسها الدائنون من أجل تحقيق الانضباط للمساهمين والمسيرين.

ومن أجل تقليل تضارب المصالح بين الأصيل والوكيل يجب وضع آليات لحوكمة الشركات، وهنا يتم صياغة الهيكل التمويلي (الأمثل) الذي يسمح بالتخفيض من تكاليف الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين المساهمين والمسيرين ويسمح أيضا بتخفيضها بين المسيرين والدائنين¹⁶.

ويتوقع (Jensen & Meckling (1976 أن يؤدي الاقتراض إلى تشجيع الإدارة على اتخاذ قرارات استثمارية تنطوي على مخاطر تفوق مخاطر الاستثمارات القائمة ما يسمح باستغلال الدائنين لمصلحة المساهمين ولن يتحقق هذا إلا إذا صاحبه ارتفاع في معدل الفائدة على هذه القروض، وإذا تحقق ذلك يتوقع أن تنخفض القيمة السوقية للسندات القائمة مما يلحق الضرر بالدائنين القدامى¹⁷.
ويضيف Brigham & Gapenski أن إدارة المؤسسة قد تعمل على استغلال الدائنين لمصلحة المساهمين من خلال إعادة هيكلة الأصول بالتخلص من الاستثمارات التي تنطوي على مخاطر منخفضة وعائد منخفض وإحلالها باستثمارات تنطوي على مخاطر أكبر. وفي جميع الحالات يجني الملاك ثمار النجاح بينما يشارك الدائنون في الخسائر إذا ما تعرضت المؤسسة للإفلاس¹⁸.

ولن تقتصر تكلفة شرط وضع قيود على قرارات الإدارة على المصروفات الإدارية والقانونية، بل تمتد لتشمل التكلفة الناجمة عن انخفاض الكفاءة في إدارة عمليات المؤسسة بسبب تلك القيود، وإذا ما أراد الملاك التخلص من هذه القيود سيضطرون لدفع معدل فائدة أكبر (تعويضاً للدائنين عن ذلك الشرط) والذي قد تكون تكلفته أكبر من تكلفة ذلك الشرط. وسواء تمثلت تكلفة الوكالة في خسائر ناجمة عن انفصال الملكية عن الإدارة أو في القيود التي يفرضها الدائنون والتي تسفر عن انخفاض كفاءة التشغيل أو تمثلت في ارتفاع تكلفة الاقتراض، فإن العديد من الدراسات قد أوضحت أن تكلفة الوكالة تزداد بزيادة نسبة الاقتراض ويزداد معها تأثيرها السلبي على القيمة السوقية للمؤسسة¹⁹.

وكما هو الحال بالنسبة لتكلفة الإفلاس فإن الدائنين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك وذلك برفع معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها وهو أمر يضطر الملاك إلى رفع معدل العائد

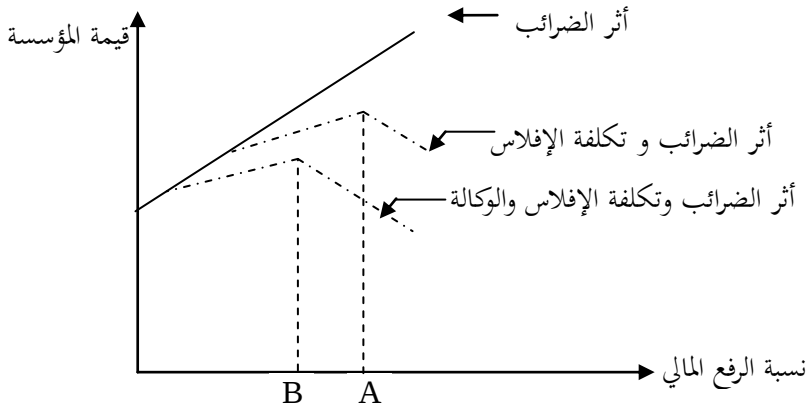
الذي يطلبونه على الاستثمار والنتيجة ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة بالتبعية.

وبظهور دراسات حول تكاليف الوكالة اكتمل عقد النظرية التوافقية، هذه التكاليف المرتبطة بالاقتراض استخدمت في دراسات كل من (Scott, Krams & Litzemberger, 1973) ؛ (Bradley & al, 1984 و 1976) عند دراسة مستوى الاقتراض الأمثل الذي يتحقق عند تساوي مزايا القروض (الوفرات الضريبية) وعيوبه (تكاليف الإفلاس والوكالة). وبالتالي ستتأثر النسبة المثلى للاقتراض بظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس؛ أي سوف تؤثر على مكونات الهيكل التمويلي الأمثل والقيمة السوقية للمؤسسة وبالتالي سيتربط على ظهور تكلفة الوكالة انخفاض نسبة الاقتراض الأمثل في الهيكل التمويلي. وبالأخذ بعين الاعتبار القيمة الحالية لتكاليف الوكالة تصبح القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تحدد بالعلاقة التالية²⁰:

$$V = V^* + VAFE - VACF - VACA \dots (6-1)$$

ويمكن توضيح العلاقة التوازنية بين مزايا وعيوب الاقتراض من خلال الشكل التالي:

الشكل (1): قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس والوكالة



المصدر: هندي، 1998، ص. 260.

يشير الشكل (1) إلى أن نسبة الاقتراض المثالية التي تكون عندها قيمة المؤسسة عند حدها

الأقصى وتكلفة الأموال عند حدها الأدنى قد انخفضت، إذ تحركت من النقطة "A" إلى النقطة "B"

على أن يراعى أن النقطة "B" تتعادل عندها الوفرات الضريبية الناجمة عن الافتراض مع مجموع تكلفة الإفلاس والوكالة. وقبل أن تبلغ نسبة الافتراض النقطة "B" تكون الوفرات الضريبية أكبر من تلك التكاليف أما بعدها فيحدث العكس.

انتقدت فكرة العلاقة التوازنية من طرف Miller نفسه وهو ما يضع محل الشك هذه الفكرة.

3. تأثير الضريبة على دخل المستثمر

في كلمة الرئاسة للمؤتمر السنوي الذي عقدته مؤسسة التمويل الدولية سنة 1976 والتي نشرت سنة 1977 قدم Miller نموذجاً للهيكل التمويلي أثار جدلاً كبيراً، حيث يرى بضرورة الأخذ بعين الاعتبار الضريبة على دخل المستثمر في تحليل الهيكل التمويلي. وبدأ Miller دراسته بالاعتراض على أهمية تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة بوصفهما متغيرين يلعبان دوراً في التأثير على الهيكل التمويلي، وأشار إلى أن الدراسات التي تؤكد على ارتفاع قيمة تكاليف الإفلاس أجريت على مؤسسات صغيرة أسفر الإفلاس عن تصفيتيها لا على إعادة تنظيمها. أما بالنسبة للمؤسسات الكبيرة فتؤكد الدراسات على صغر حجم هذه التكاليف وتتضاءل النسبة كلما زاد حجم المؤسسة ووصلت إلى 1.7% من القيمة السوقية للمؤسسة، كما أن هذه التكاليف تمثل تكاليف فعلية للإفلاس وأنا ما يهمنا عند اتخاذ قرار الهيكل التمويلي هي التكاليف المتوقعة. وقد كشفت دراسة لـ Miller عن تماثل نسبة القروض إلى صافي الأصول في العشرينات والخمسينات رغم أن معدل الضريبة لم يتجاوز 11% في الفترة الأولى بينما وصل في الفترة الثانية إلى 52%، فكان من المتوقع أن ترتفع نسبة الأموال المقترضة في الخمسينات وهو ما لم يحدث²¹.

تجاهلت دراسة (1977) Miller كلا من تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة واكتفت بدراسة أثر كل من الضريبة على أرباح الشركات والضريبة على دخل المستثمر، كما شككت في تأثير الوفرات الضريبية للاقتراض ويرجع هذا التشكيك لوجود الضريبة الشخصية على دخل المستثمرين. وتوصلت إلى أن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة في ظل وجود ضرائب شخصية على دخول المستثمرين

تساوي قيمة مؤسسة مماثلة تعتمد بالكامل على الأموال الخاصة زائد القيمة الحالية للوفرات الضريبية، وتحسب بالعلاقة التالية²²:

$$V = V^* + \left[1 - \frac{(1-T)(1-T^*)}{1-T^{**}}\right] \cdot D \dots\dots\dots (7-1)$$

من خلال المعادلة (7-1) يمكننا الحصول على عدة افتراضات هي:

- إذا كان $T^* < T^{**}$ فإن القيمة الحالية للوفرات الضريبية سوف ترتفع كلما ارتفع معدل الضريبة على دخل حملة الأسهم والعكس صحيح²³؛
- إذا كان $T^* = 0$ فإن قيمة الوفرات الضريبية تحسب بالعلاقة التالية:

وعليه يصبح قرار تشكيل الهيكل التمويلي متوقفا على قيمة T و T^{**} ، فإذا كانت $T < T^{**}$ فإن اعتماد المؤسسة على القروض سيترك أثرا سلبيا على قيمة الوفرات الضريبية وعلى قيمة المؤسسة. أما إذا كان $T > T^{**}$ فإن اعتماد المؤسسة على القروض سيترك أثرا إيجابيا على قيمة الوفرات الضريبية وعلى قيمة المؤسسة²⁴؛

- في حالة عدم الخضوع للضريبة على دخل المستثمر أي كل من T^* و T^{**} يساوي صفر، هنا تصبح قيمة الوفرات الضريبية تساوي $(T \cdot D)$ وهو ما يتوافق مع ما توصل إليه Modigliane & Miller (1963) ويمكن الحصول على نفس النتيجة إذا كان $T^* = T^{**}$ ²⁵؛

- في حالة عدم خضوع المؤسسة والمستثمرين لأي ضريبة فإن قيمة الوفرات الضريبية ستساوي الصفر، وتتساوى القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة ومؤسسة غير مقترضة وسنكون أمام حيادية تأثير الهيكل التمويلي على القيمة السوقية للمؤسسة وهو ما يتوافق مع دراسة M & M (1958)²⁶.

وقد اختبرت دراسة Graham تأثير الضريبة على دخل المستثمر على الوفرات الضريبية المحققة على الاقتراض وتوصلت إلى وجود انخفاض في قيمة الوفرات الضريبية، حيث انخفضت إلى ما بين 4.3% إلى 9.7% من قيمة المؤسسة بعدما كانت قيمة الوفرات الضريبية ما بين 5% و 15% هذا قبل الأخذ بعين الاعتبار القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس والوكالة.

4. أثر وجود الضرائب على أرباح الشركات والمستثمر وكل من تكلفة الإفلاس والوكالة

رغم التحفظات التي تحسب على نموذج Miller، إلا أن التحليل الذي جاء به هذا الأخير واقعي جدا، فخصوع المستثمر للضريبة على دخله الشخصي من شأنه أن يخفض من حجم الوفرات الضريبية التي من شأن المؤسسة أن تحصل عليها من جراء اعتمادها على القروض في هيكل رأسمالها. ويرى الباحث أن عدم اعتراف دراسة Miller (1977) بوجود كل من تكلفة الإفلاس والوكالة أمر غير مقبول وغير واقعي، فهناك العديد من الدراسات التي تشير وتؤكد وجود تكاليف مباشرة وغير مباشرة للإفلاس. أما الثبات الذي عرفته نسبة الاقتراض في العشرينات والخمسينات رغم أن معدل الضريبة لم يتجاوز 11% في الفترة الأولى ووصل إلى 52% في الفترة الثانية، فيرد عليه (1986) Kim & Sorensen بارتفاع تكلفة الوكالة للقروض، ففي الخمسينات زاد عدد الشركات المساهمة على حساب الشركات الفردية أو الصغيرة، وصاحب ذلك ارتفاعا في تكلفة الوكالة مما أدى بالشركات إلى الحد من الاقتراض رغم المزايا الضريبية التي قد تنشأ عنه. ويمكن أن تكون تكلفة الوكالة قد زادت بنفس القدر الذي زادت به الوفرات الضريبية وترتب على ذلك ثبات تشكيلة الهيكل التمويلي²⁷.

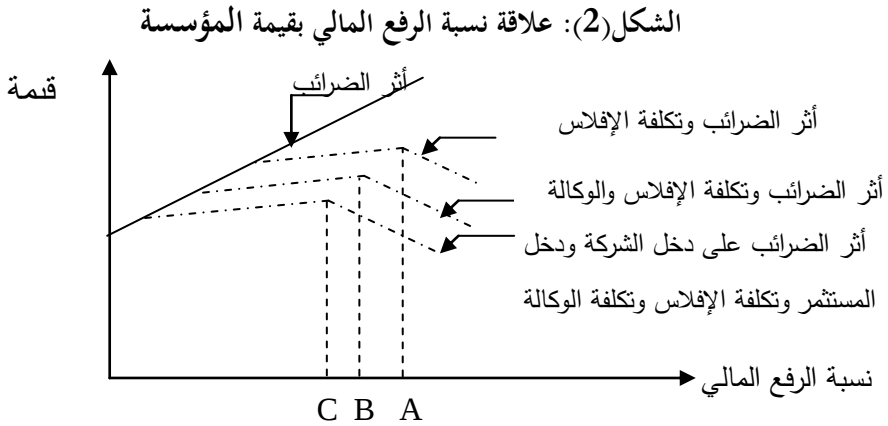
ويرى الباحث أنه وبغض النظر عما إذا كانت تكاليف الإفلاس والوكالة صغيرة أم كبيرة، إلا أنه يجب الاعتراف بوجود مثل هذه التكاليف، وإلا كيف يفسر ارتفاع معدل الفائدة مع ارتفاع قيمة القروض وهل اعتماد المؤسسة على حجم كبير من القروض لا يؤدي إلى ارتفاع المخاطر. وبالتالي يجب أن تأخذ بعين الاعتبار في دراسة قرار الهيكل التمويلي فالاقتراض لا ينجر عنه وفرات ضريبية فقط بل ينجر عنه كذلك تكاليف تتمثل في كل من تكلفة الإفلاس والوكالة.

تقوم فكرة الباحث على دمج كل المتغيرات التي يمكن أن يكون لها تأثير على قرار الهيكل التمويلي للمؤسسة، وبالارتكاز على نموذج Miller (1977) الذي يدرس تأثير كل من الضريبة على أرباح الشركات والضريبة على دخل المستثمر يمكن إضافة التأثير السلي لكل من الإفلاس والوكالة لنحصل على النموذج التالي:

$$V = V^* + \left[1 - \frac{(1-T)(1-T^{**})}{(1-T^{**})} \right] \cdot D - [VACF + VACA] \dots (8-1)$$

تشير المعادلة (1-8) إلى أن القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة غير مقترضة زائد القيمة الحالية للوفرات الضريبية الناتجة عن الاقتراض (مع الأخذ بعين الاعتبار كل من الضريبة على أرباح الشركات والضريبة على دخل المستثمر) مطروح منها كل من القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس والوكالة.

ويمكن توضيح هذا الأثر من خلال الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحث

يشير الشكل رقم (2) إلى أن نسبة الاقتراض المثالية التي تكون عندها قيمة المؤسسة عند حدها الأقصى وتكلفة الأموال عند حدها الأدنى قد انخفضت، إذ تحركت هذه النسبة من النقطة "A" إلى النقطة "B" ثم إلى النقطة "C". وهذا يعني أن مع الأخذ بعين الاعتبار أثر الضريبة على دخل الشركات والضريبة على دخل المستثمرين وكل من تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة فإن نسبة الاقتراض المثالية قد انخفضت من "B" إلى "C" ما يعني تحفظ أكبر في استعمال القروض من أجل خلق القيمة، على أن يراعى أن النقطة "C" تتعادل عندها الوفرات الضريبية الناتجة عن الاقتراض مع مجموع القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس والوكالة، وقبل أن تصل نسبة الرفع المالي إلى "C" تكون القيمة الحالية للوفرات الضريبية أكبر أما بعدها فيحدث العكس.

من خلال هذه المعادلة يمكننا الحصول على مجموعة من الافتراضات نجملها في:

الجدول رقم (1): اقتراحات النظرية التوافقية في ظل كل مزيا وعيوب الاقتراض

الاقتراحات	الأخذ بتكلفة الإفلاس والوكالة
إذا كان: $T.D > (VACF + VACA)$ فإن: $V > V^*$ إذا كان: $T.D = (VACF + VACA)$ فإن: $V = V^*$ إذا كان: $T.D < (VACF + VACA)$ فإن: $V < V^*$	عندما $T^* = T^{**}$ $V = V^* + T.D - (VACF + VACA)$
إذا كان: $\left[1 - \frac{(1-T)(1-T^*)}{(1-T^{**})}\right].D > [VACF + VACA]$ فإن: $V > V^*$ إذا كان: $\left[1 - \frac{(1-T)(1-T^*)}{(1-T^{**})}\right].D [VACF + VACA] =$ فإن: $V = V^*$ إذا كان: $\left[1 - \frac{(1-T)(1-T^*)}{(1-T^{**})}\right].D [VACF + VACA] <$ فإن: $V < V^*$	عندما: $\left[1 - \frac{(1-T)(1-T^*)}{(1-T^{**})}\right].D > [VACF + VACA]$ عندما: $\left[1 - \frac{(1-T)(1-T^*)}{(1-T^{**})}\right].D = [VACF + VACA]$ عندما: $\left[1 - \frac{(1-T)(1-T^*)}{(1-T^{**})}\right].D < [VACF + VACA]$
إذا كان: $V = V^* - [VACF + VACA]$ فإن: $V < V^*$	عندما: $(1-T^{**}) = [(1-T)(1-T^*)]$ أو عندما: $0 T = T^* = T^{**} =$ $V = V^* - [VACF + VACA]$
فإن قيمة: $VAFE$ سالبة وعليه: $V < V^*$ فإن: $V = V^* - [VAFE + VACF + VACA]$	عندما: $[(1-T)(1-T^*)] < (1-T^{**})$

المصدر: من إعداد الباحث

ويرى الباحث أن الأخذ بعين الاعتبار كل من تكلفة الإفلاس والوكالة سيؤدي إلى انخفاض

قيمة المؤسسة المقترضة مقارنة بما توصلت إليه دراسة Graham فطرح مساوي الاقتراض من مزاياه

سيؤدي إلى انخفاض قيمة المزايا إلى أقل من المجال 4.3% إلى 9.7% من قيمة المؤسسة وهي النسب التي توصلت إليها الدراسة التي تم الإشارة إليها.

5. الخاتمة:

خلاصة القول أنه بعدما كان يرى Modigliani & Miller أن هيكل رأس المال لا يؤثر على قيمة المؤسسة في ظل افتراض سوق كامل، اعترف الباحثان بعد إدخال أثر الضريبة على دخل الشركات وكل من تكلفة الإفلاس والوكالة بوجود هيكل رأسمال أمثل تكون عنده قيمة المؤسسة في أقصى قيمة لها وسميت هي النظرية بالتوافقية، غير أن نتائجهما لم تسلم من الانتقادات وظهر Miller من جديد ليبين أن عيوب الاقتراض يمكن تجاهلها وبالتالي لا وجود للعلاقة التوافقية. غير أن الباحث انتقد هذه الفكرة وجمع بين مزايا الاقتراض وعيوبه من خلال نموذج متكامل حاول فيه تطوير هذه النظرية وتوصل التحليل إلى النتائج التالية:

- إن عدم إدراج النظرية التوافقية لتأثير الضريبة على دخل المستثمر غير واقعي وهو ما ينقص من القدرة التفسيرية للسلوك التمويلي لهذه النظرية وهو ما ينفي صحة الفرضية الأولى؛
- إنكار Miller (1977) لأثر تكلفة الإفلاس والوكالة غير منطقي فمعظم الباحثين يعترفون بوجود مثل هكذا تكاليف ولكن يختلفون من حيث كبر حجمها أو انخفاضه وهو ما ينفي صحة الفرضية الثانية؛
- الأخذ بعين الاعتبار كل من مزايا الاقتراض المتمثلة في الوفرات الضريبية الناتجة عن الضريبة على الأرباح والمستثمر وعيوبه المتمثلة في تكاليف الإفلاس والوكالة يعطي قدرة أكبر على تفسير السلوك التمويلي للمؤسسة وهو ما يثبت صحة الفرضية الثالثة؛
- توصل نموذج الدراسة إلى أربع اقتراحات لقيمة مؤسسة مقترضة مقارنة بمؤسسة غير مقترضة، هذه القيمة تابعة للقيم التي تأخذها كل من معدلات الضريبة على أرباح الشركات والضريبة على توزيعات الأرباح بالإضافة إلى الضريبة على الأرباح الرأسمالية؛

- يشير نموذج الدراسة إلى أن الأخذ بالضريبة على أرباح الشركات والمستثمر من جهة وتكاليف الإفلاس والوكالة من جهة أخرى يضعف من جاذبية القروض كمصدر للتمويل. لذلك يجب على المؤسسات الاقتصادية الأخذ بكل هذه المتغيرات عند صياغة هيكلها التمويلي فالافتراض لا يتأثر فقط بالضريبة على أرباح الشركات فقط بل يتأثر أيضا بالضريبة على أرباح المستثمر كما يتأثر بكل من تكلفة الإفلاس والوكالة. وعلى هذا الأساس تفتح هذه الدراسة آفاق لاختبار هذه العلاقة التوازنية وإجراء عدة دراسة قياسية لاختبار مدى قدرة هذا النموذج على إعطاء تفسير جيد للسلوك التمويلي.

المراجع والهوامش

¹ - Albouy, M. (1994). Financement et coût du capital des entreprises. 2^{ème} édition. Paris : Eyrolles. p. 11.

² - Quiry, P., & Le Fur, Y, Op.cit, pp. 673- 674.

³ - عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص. (2000). أساسيات الاستثمار والتمويل. الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة. ص. 484.

⁴ - Farber, A., Laurent, M., Oosterlinck, K., & Pirotte, H. (2004). Finance. Paris : Pearson Education, p. 198.

⁵ - هندي منير إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص. 227.

⁶ - Bellalah, M , Op.cit, p. 63.

⁷ - هندي منير إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص. 247.

⁸ - المرجع السابق، ص. 248.

⁹ - محمد صالح الحناوي وإبراهيم إسماعيل سلطان. (1999). الإدارة المالية والتمويل. الإسكندرية: الدار الجامعية. ص. 401.

¹⁰ - حمزة محمود الزبيدي. (2004). الإدارة المالية المتقدمة. عمان: الوراق للنشر والتوزيع. ص. 814.

¹¹ - هندي منير إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص. 254.

- ¹² - Farber, A., & al, Op.cit, p. 202.
- ¹³ - Farber, A., & al, Op.cit, p. 202.
- ¹⁴ - Quiry & Le fur, Op.cit, p. 676.
- ¹⁵ - Gagnon & Khoury, Op.cit, pp. 348,349.
- ¹⁶ - Bellettre, I., (2010). Les choix de financement des très petites entreprises, Thèse de doctorat, Université de Lille 2. p. 62.
- ¹⁷ - هندي منير إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص. 257.
- ¹⁸ - محمد صالح الحناوي وإبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص. 404.
- ¹⁹ - Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. **Journal of Finance**, Vol. 46, p. 298
- ²⁰ - Kebewar, M. Op.cit, p. 16.
- ²¹ - هندي منير إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص ص. 254-261.
- ²² - Bellalah, M. Op.cit, p. 81
- ²³ - Farber, A., & al, Op.cit, p. 198
- ²⁴ - هندي منير إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص. 270.
- ²⁵ - Damodaran, A. (2004). Finance d'entreprise : théorie et pratique. (Hirigoyen, G. trad.). 1^{ère} édition. Bruxelles : De Boeck. p. 752.
- ²⁶ - Nguéna, J. O., Arrègle, J., & De Rongé, Y. (2001). Introduction en management de la valeur. Paris : Dunod. p. 82.
- ²⁷ - Kim, W. S., & Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 21, No. 2. p. 138.