مجلة العلوم الإنسانية العدد31 - جوان 2009 ، المجلد ب، ص.ص. 153- 172
بحوث اقتصادية

علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية – دراسة نظرية تحليلية-

ملخص

يتناول هذا المقال بالبحث العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المنشأة في حالتي الأسواق الكاملة والأسواق غير الكاملة لرأس المال.

د. زغيب مليكة
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة سكيكدة ، الجزائر

تعتبر دراسة العلاقة بين الهيكل المالي وكل من تكلفة الأموال وقيمة المنشأة من أهم القضايا المعاصرة للإدارة المالية، حيث أنه منذ أزيد من أربعين عاما، يدور جدل بين العلماء والممارسين في حقل الإدارة المالية، ما إذا كان هناك هيكل مالي أمثل من عدمه، وما إذا كان الهيكل المالي يؤثر على قيمة المنشأة أم لا. ويعتبر هذا الجدل المدخل الطبيعي لتفسير السلوك التمويلي للمنشآت، لأنه وكما يقول بريجهام وجابنسكي[1]، فإن كل نظريات الهيكل المالي تحاول تفسير كيفية تأثير الهيكل المالي على كل من تكلفة الأموال وقيمة المنشأة من خلال الإجابة عن تساؤلين أساسيين هما: هل يمكن للمنشأة أن تزيد ثروة الملاك من خلال الاعتماد على القروض؟ وإلى أي مدى يمكن الاعتماد على القروض؟

في الواقع هناك وجهتي نظر: الأولى خاصة بالعالمين مودجلياني وميلر*، والتي مفادها أنه ليست هناك علاقة بين الهيكل المالي وبين كل من تكلفة الأموال وقيمة المنشأة. أما الثانية، والتي تبلورت فيما بعد في صورة نظرية هيكل التمويل الأمثل، فهي ترى أن للهيكل المالي تأثير على كل من تكلفة الأموال وقيمة المنشأة من خلال تأثير كل من

Abstract

This article deals with the relationship between financial structure and firm's value in two cases: perfect and imperfect capital markets.

© جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر 2009

الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة. ومنذ العمل الرائد للعالمين M&Mعام 1958[2] ظهرت عدة نظريات تحاول تأييد أو نفي العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المنشأة، ولم تستطع أية نظرية أن تحوز الإجماع وتتوصل إلى إجابة نهائية، سواء على المستوى النظري أو من خلال نتائج الدراسات التطبيقية. وما يزيد من تعقيد الأمر أن كل وجهة نظر مؤيدة بمجموعة من الدراسات النظرية والعملية. وفي هذا الصدد يميز الدارسون في حقل الإدارة المالية بين حالتين: حالة السوق الكامل لرأس المال، وحالة السوق غير الكامل لرأس المال. لذلك سنتناول بالتحليل والدراسة تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمنشأة في الحالتين السابقتين.

1- أثر الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة في ظل الأسواق الكاملة

اعتمدت دراسة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة في ظل الأسواق الكاملة، على مجموعة من الافتراضات أهمها[3]:

- وجود عدد كبير من المتعاملين في الأوراق المالية(بائعين ومشترين)؛
- تساوي معدل الفائدة على الاقتراض والإقراض واتصاف المستثمر بالرشد عند اتخاذ القرار.
- تستخدم المنشأة حقوق الملكية والسندات الدائمة التي ليس لها تاريخ استحقاق؛
- عدم توقع نمو في صافي الربح من سنة لأخرى، وهو ما يعني ثبات مخاطر التشغيل واستقلالها عن الهيكل المالي. وعليه، فإن تبني مشروعات استثمارية جديدة لا يؤدي إلى تغير هذا الخطر؛
- ثبات القيمة الإجمالية للعناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال مع إمكانية تغيير نسبة الاقتراض؛
- تجانس توقعات كافة المستثمرين في السوق نظرا لأن المعلومات متاحة لكل المتعاملين في السوق وبدون تكلفة، كما أنه لا توجد ضرائب ولا تكلفة للإفلاس أو الوكالة[4]. في ظل الافتراضات السابقة، ظهرت عدة مداخل لدراسة علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة بعد ظهور أفكار دافيد دوراند في هذا المجال، وفيما يلي عرض وتحليل لأهم هذه المداخل.

1-1- مدخل دافيد دوراند "David Durand"

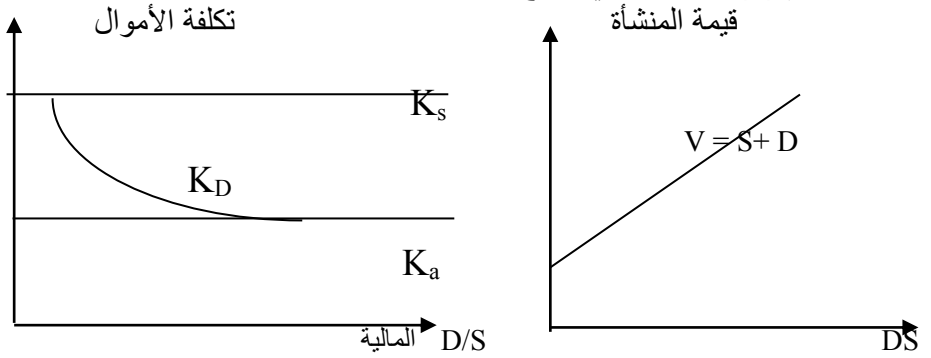
عرض " دافيد دوراند" وجهتا نظر على طرفي نقيض فيما يتعلق بتأثير الرافعة المالية على قيمة المنشأة وهما: أسلوب صافي الربح (Net Income)، وأسلوب صافي ربح العمليات (Net operating income) كما يلي:

يهدف مدخل صافي الربح أساسا إلى توضيح أنه لا أثر لزيادة الرافعة المالية على كل من معدل تكلفة القروض ومعدل تكلفة حق الملكية[5]. وبالتالي، فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك، ومعدل الفائدة على السندات لن يتغير بتغير نسبة الاقتراض داخل الهيكل المالي. وبافتراض صحة نظرية صافي الربح، أي أن معدل تكلفة القروض أقل من العائد المتوقع على الأموال الخاصة، وأن هذه المعدلات (نظريا) ستظل ثابتة، وبالتالي، فإن متوسط تكلفة رأس المال (أموال خاصة + ديون) ستنخفض كلما استخدمنا المزيد من القروض. وحيث أن تكلفة

رأس المال المقترض أقل تكلفة، فإن الاستمرار في تخفيض تكلفة رأس المال بزيادة القروض سوف يؤدي إلى زيادة قيمة المنشأة.

ولما كانت تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة حقوق الملكية بسبب أن المخاطر التي يتعرض لها الدائنون أقل من المخاطر التي يتعرض لها الملاك، فإن زيادة نسبة الاقتراض ستؤدي إلى انخفاض التكلفة الكلية للأموال، ما يعني تعظيم قيمة المنشأة .

شكل رقم (1) مدخل صافي الربح لدراسة تأثير الرافعة المالية على قيمة المنشأ



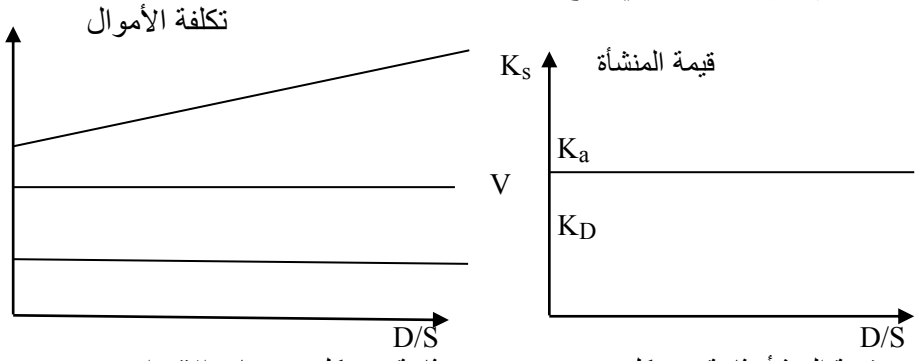
من الشكل السابق، نلاحظ أن معدل تكلفة الأموال الكلية K_a ينخفض كلما زادت نسبة الاستدانة، وتظل هذه التكلفة في الانخفاض إلى أن تصل إلى أدناها وتتعادل مع تكلفة أموال الاقتراض، وهذا يعني أن مدخل صافي الربح يشير إلى أن أفضل هيكل تمويلي هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة من القروض، ويتحقق الهيكل المالي المثالي عندما يتم تمويل المنشأة بالكامل عن طريق الديون[6].

ويعاب على نظام التقييم هذا تجاهله للعلاقة الطردية بين نسبة الاقتراض وحجم المخاطر التي يتعرض لها الملاك والدائنين، إذ من المتوقع أن يرتفع معدل الفائدة الذي يطلبه المقرضون ومعدل العائد الذي يطلبه الملاك، كلما ارتفعت نسبة الاقتراض (وبالتالي ارتفاع المخاطر). وفي هذا الصدد يشير جميل أحمد توفيق وعلي الشريف[7] إلى أن التوسع في الاقتراض قد يؤدي إلى رفع تكلفة أموال الملكية وتكلفة أموال الاقتراض متمثلة في تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس. وإذا نظرنا إلى تحليل مدخل صافي الربح لوجدنا أن تجاهله لتلك المخاطر يتماشى تماما مع الافتراضات التي يقوم عليها، لكن هذا التحليل لا وجود له في الواقع العملي.

ويهدف مدخل صافي ربح العمليات إلى إظهار أنه لا أثر لزيادة الرافعة المالية على معدل تكلفة القروض، بينما يرتفع معدل تكلفة الأموال الخاصة كلما زادت نسبة القروض في الهيكل المالي، وذلك لأن حملة الأسهم سيكونون حذرين من المخاطر المالية، وبالتالي فإن أثر زيادة القروض المنخفضة التكلفة على معدل التكلفة الكلية سيلغيه أثر ارتفاع معدل تكلفة الأموال الخاصة، مما يعني ثبات معدل التكلفة الكلية مهما زادت القروض[8].

إن الهيكل المالي وفقا لهذا المدخل لا يؤثر على القيمة السوقية للمنشأة، ومن ثم فإن فكرة الهيكل المالي المثالي غير مقبولة كما يظهر في الشكل الموالي:

شكل رقم (2) مدخل صافي ربح العمليات لدراسة تأثير الرافعة المالية على القيمة



K_a ثابتة عند كل مستويات الاقتراض

قيمة المنشأة ثابتة عند كل مستويات الاقتراض

المصدر: CA vailhen, Op.Cit, P.17.

إن الشكل السابق يفترض زيادة المخاطر التي يتعرض لها الملاك كلما زادت نسبة الاقتراض، ومن ثم نتوقع أن يرتفع معدل العائد الذي يطلبونه على استثماراتهم. ومنه، فإن ثبات تكلفة الاقتراض يؤدي في النهاية إلى ثبات تكلفة الأموال، بسبب أن ارتفاع تكلفة الأموال نتيجة ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة –الناتجة عن زيادة القروض- سوف يقابلها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على القروض ذات التكلفة الأقل، وهو ما يعني ثبات القيمة الإجمالية للمنشأة وعدم تأثرها بنسبة الاستدانة.

يتضح من التحليل السابق ما يلي:

- طبقا لنظرية صافي الربح ينبغي السعي نحو رفع نسبة الديون إلى 100% من الهيكل المالي للوصول بقيمة المنشأة إلى الحد الأقصى.
- حسب نظرية صافي ربح العمليات، فإنكيفية تكوين الهيكل المالي وتوزيعه بين الأموال الخاصة والديون لا أهمية لها، فقيمة المنشأة تظل ثابتة في كل الأحوال.
- في تحليل المدخلين السابقين، افترض أن معدل الضريبة (t=0)، وقد قدم دوراند تحليلا كاملا للنظريتين على أساس إدخال عنصر الضرائب واتضح من تحليله أن قيمة المنشأة في ظل نظرية صافي ربح العمليات تزيد عند استخدام الرفع المالي في حالة وجود الضرائب عنه في حالة افتراض عدم وجودها، وإن كان معدل العائد على الأموال الخاصة يظل ثابتا. وفي ظل نظرية صافي الربح تزداد قيمة المنشأة بمعدل أكبر عند وجود الضرائب، ما يؤدي بالتحليل إلى خلاصة، أن الوصول بالديون إلى 100% من الهيكل المالي يؤدي إلى رفع قيمة المنشأة إلى أقصى حد ممكن.

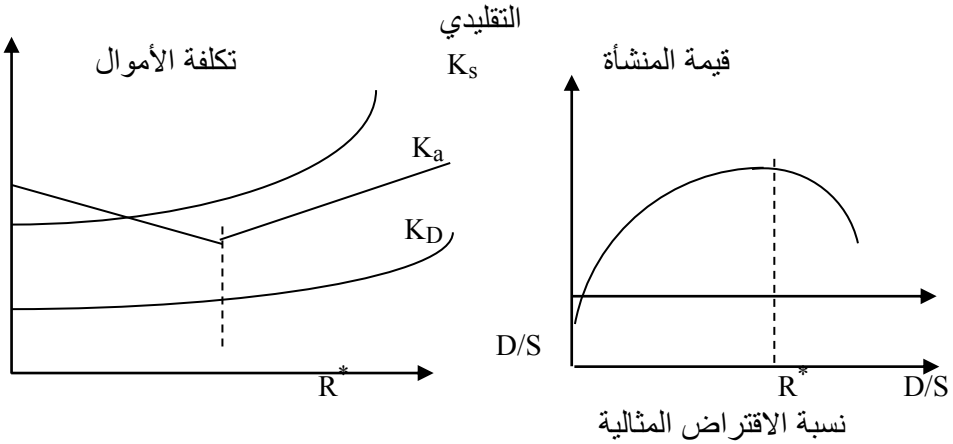
إن الانتقادات التي يمكن توجيهها لمدخل صافي ربح العمليات هو إهماله للمخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المقرضين بسبب زيادة نسبة الاقتراض، أي لا أثر للرافعة المالية على الوسط المرجح لتكلفة رأس المال أو على القيمة السوقية للمنشأة، ممّا يعني أن القرارات المتعلقة بتغير الهيكل المالي لا أهمية لها لتساويها في الأثر رغم اختلافها. ولو أخذ هذا المتغير في الحسبان لما حدث الثبات المفترض في تكلفة الأموال. كما أنه

لم يقدم أي تفسير لسلوك المستثمرين في سوق رأس المال، حيث اقتصر كلا المدخلين على تحديد علاقات وصفية فقط[9] ولعلّ ذلك ما دفع أصحاب الفكر التقليدي إلى الاعتقاد بإمكانية وجود الهيكل المالي المثالي.

1-2-المدخل التقليدي

على عكس مدخل صافي ربح العمليات، يؤيد هذا المدخل وجود هيكل تمويلي أمثل، وبالتالي فهو يشبه مدخل صافي الربح، حيث يفترض أنه هناك نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى أدنى حد، وبالتالي تصل قيمة المنشأة إلى أقصاها. ويقوم تحليل التقليديون على افتراض أن زيادة نسبة الاقتراض سينتج عنها ارتفاع في معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون بسبب ارتفاع المخاطر التي يتعرضون لها. إلا أن تكلفة الاقتراض تظل ثابتة إلى حد معين من الاقتراض، ثم تأخذ بعد ذلك في الارتفاع التدريجي[10]. وتفسير ذلك أنه على الرغم من أن تكلفة الاقتراض ترتفع تدريجيا بزيادة نسبة الأموال المقترضة، إلا أنه لا يزال مصدر تمويل منخفض التكلفة، وبالتالي فإن زيادة الاعتماد عليه سوف تسهم في تخفيض تكلفة الأموال.

شكل رقم (3) العلاقة بين الرافعة المالية ومعدلات التكلفة وقيمة المنشأة في المدخل التقليدي



المصدر: CA, vailhen, Op.Cit, P.19

ورغم ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة بزيادة نسبة الاقتراض، فإن تكلفة الأموال الكلية تنخفض، لأن الانخفاض في تكلفة الاقتراض يفوق الارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة[11]. ويستمر هذا الانخفاض التدريجي في تكلفة الأموال حتى تصل نسبة الاقتراض إلى حد معين ثم تأخذ في الارتفاع التدريجي من جديد بسبب أن زيادة نسبة الاقتراض ستؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة بمعدلات أكبر من معدلات انخفاض التكلفة الناتجة عن زيادة نسبة الاقتراض.

مما سبق يتضح أن المدخل التقليدي يؤيد فكرة وجود هيكل مالي أمثل عند أدنى نقطة لتكلفة التمويل أين تصل قيمة المنشأة إلى أقصاها، وبعد هذه النقطة المثلى تبدأ

تكلفة التمويل في الارتفاع بسبب ارتفاع الديون، لأن المنشأة قد تعدت حد الرشد في العلاقة بين الديون والأموال الخاصة (انظر الشكل3).

وبالتحليل السابق، خلص أصحاب المذهب التقليدي إلى أن تكلفة الأموال تابعة للهيكل المالي، حيث يؤيد هؤلاء وجود هيكل مالي مثالي تحدده أدنى نقطة لتكلفة الأموال للمنشأة " R^* ".

3-1- مدخل مودجيلياني وميلر "Modigliani & miller"

ظل الفكر التقليدي سائدا حتى ظهور المقالة الشهيرة لـ M&M[12] في جوان من سنة 1958 أين تعرض التقليديون إلى هجوم وانتقاد شديدين، حيث يستبعد فكرة الهيكل المالي المثالي، وبالتالي لا أثر لأسلوب التمويل على تكلفة الأموال، ومن ثم على القيمة السوقية للمنشأة. ويقوم تحليلهما على نفس الافتراضات السابقة بالإضافة إلى مايلي:

- إمكانية تصنيف المنشآت إلى مجموعات متجانسة المخاطر(متشابهة على أساس درجة المخاطر التي ينطوي عليها النشاط)؛
- يقيّم المستثمرون الحاليون والمرتقبون مستقبل كل منشأة بصورة متطابقة تماما.
- ديون المنشأة خالية من الخطر تماما، فسعر الفائدة المفروض على ديون المنشأة لا يحمل في طياته أي مقابل للخطر. وينطبق ذلك على ديون الأفراد والمنشآت.
- ثبات تكلفة التمويل بالمنشأة، وعليه فإن تكلفة التمويل تكون مستقلة تماما عن تحركات الهيكل المالي. هذا يعني أن هذه التكلفة تظل ثابتة بغض النظر عن نسبة الاقتراض بالهيكل المالي للمنشأة. والسبب في ذلك أن هذا المدخل يقوم على أساس أن القيمة السوقية للمنشأة تتوقف على استثماراتها(قرار الاستثمار)، والتي تتوقف بدورها على العائد المتوقع من هذه الاستثمارات ودرجة المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد، أما قرارات التمويل فلا تأثير لها على القيمة السوقية للمنشأة، والتي يمكن تحديدها وفقا للمعادلة التالية:

$$V_i = \frac{y_i}{Ka_i} \quad \text{.....(1)}$$

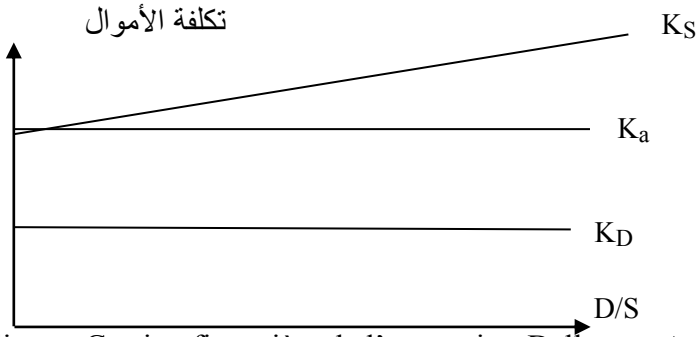
حيث: Y_i: معدل العائد على الاستثمار Ka_i: تكلفة التمويل الثابتة

V_i: القيمة السوقية للمنشأة i.

أي أن تكلفة التمويل ثابتة لكل المنشآت المتماثلة في المخاطر، وأنها مستقلة عن تحركات الهيكل المالي، فهي لا تستجيب لأي تغيرات في مستويات الديون أو الأموال الخاصة بالمنشأة، ولكنها تمثل ذلك المتغير المستقل الذي يحدّد قيمة المنشأة. لأنه بمعرفة العائد المتوقع قبل الفائدة والضريبة وكذلك تكلفة التمويل، فإنه يمكن التوصل لتحديد قيمة المنشأة، وبالتالي إذا كان هناك منشأتين متماثلتين في كل شيء ماعدا تركيبة الهيكل المالي لهما، فالأولى ممولة كلية بواسطة الأموال الخاصة، بينما تكون الثانية ممولة بواسطة الديون والأموال الخاصة، وأن كلا المنشأتين تنتميان لنفس فئة

المخاطر، فإن القيمة السوقية لكليهما متساوية، وإذا حدث وارتفعت القيمة السوقية لإحداهما، فإن عملية المراجحة كفيلة بإعادة التوازن بين المنشأتين[13].
يمكن تمثيل وجهة نظر M & M في الأسواق الكاملة لرأس فيما يلي:

شكل رقم (4) أطروحة M & M في عالم بدون ضرائب



المصدر: Edith, Ginglinger, Gestion financière de l'entreprise, Dalloz, Paris, 1991, P95

من الشكل السابق يتضح أن المنشأة يمكنها تبني أي هيكل مالي، لأنّ ذلك لن يؤثر على تكلفة الأموال وبالنتيجة على قيمة المنشأة.
لقد أهملت وجهة النظر السابقة نهائيا الرافعة المالية والمخاطر الناتجة عن الإفراط في الديون كمصدر تمويلي للمنشأة، هذا بالإضافة إلى أنها لا تساعد الإدارة في اتخاذ قرارات الهيكل المالي.
ما يمكن استنتاجه أنه في ظل افتراضات السوق الكامل لرأس المال، كان هناك تباينا في وجهات النظر حول تأثير الهيكل المالي على كل من تكلفة الأموال والقيمة السوقية للمنشأة. ففي الوقت الذي يرى فيه أصحاب الفكر التقليدي إمكانية وجود هيكل مالي أمثل بوجود نقطة معينة تنخفض عندها تكلفة الأموال، وتبلغ القيمة السوقية للمنشأة أقصاها، فإن مدخل صافي ربح العمليات ومدخل M & M يستبعدان وجهة النظر هذه، على أساس أن قرارات التمويل لا تؤثر على القيمة السوقية للمنشأة، في حين يؤيد مدخل صافي الربح فكرة وجود هيكل مالي مثالي إلا أنه يتكون من قروض فقط. إن تحليل علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة في ظل افتراضات السوق الكامل لرأس المال لم يصل إلى إجابة نهائية تنهي الجدل القائم حول وجود هذه العلاقة من عدمها، الأمر الذي يتطلب المزيد من التحليل لهذه العلاقة في ظل افتراضات أكثر واقعية أهمها وجود الضرائب، وتكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة.

2- أثر الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة في سوق غير الكاملة:

في ظل الأسواق غير الكاملة لرأس المال يكون تحليل العلاقة بين الهيكل المالي وكل من تكلفة الأموال وقيمة المنشأة أكثر واقعية، لأن ذلك يقتضي إدخال بعض المتغيرات كالضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة. كما أن التأكد التام المرتبط

بتوقعات المستثمرين وتفضيلاتهم في السوق يصبح أمر غير مقبول، الشيء الذي سيؤثر حتما على علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة، حيث أنه في هذه الحالة تكون القيمة السوقية لمنشأة مقترضة معادلة للقيمة السوقية لمنشأة مماثلة تعتمد بالكامل على حقوق الملكية في تمويل استثماراتها مضافا إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض. ومن ثم يمكن القول أن اعتماد المنشأة على القروض سوف يؤدي إلى تخفيض تكلفة الأموال، وذلك لانخفاض معدل العائد المطلوب بسبب تلك الوفورات الضريبية التي تنتج عن الاقتراض، ولكن إذا زادت نسبة الاقتراض عن حدود معينة فسيؤدي ذلك إلى ظهور تكلفة الإفلاس، حيث تظهر في شكل ارتفاع في معدلات العائد التي يطلبها كل من الملاك والمقرضين تجنبا للمخاطر[14]. وبالتالي فإن نسبة الاقتراض سوف تترك آثارا عكسية على القيمة السوقية للمنشأة بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية التي تتحقق من الضرائب. بالإضافة إلى ذلك، فإن العديد من الدراسات قد أوضحت أن تكلفة الوكالة تزداد بزيادة نسبة الأموال المقترضة ويزداد معها التأثير السلبي على القيمة السوقية للمنشأة[15]

2-1- تأثير الاقتراض على قيمة المنشأة في ظل وجود الضرائب

في إطار الأسواق غير الكاملة قدم M & M[16] تحليلا متميزا أثبتا فيه أنه في حالة خضوع دخل المنشأة للضريبة، فإن القيمة السوقية لمنشأة مستدينة تساوي القيمة السوقية لمنشأة مماثلة تعتمد كلية في تمويل استثماراتها على الأموال الخاصة، بالإضافة إلى القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض وفقا للمعادلة التالية:

$$VT = VU + TD \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (2)$$

حيث:

VT: القيمة السوقية لمنشأة مقترضة

VU: القيمة السوقية لمنشأة غير مقترضة

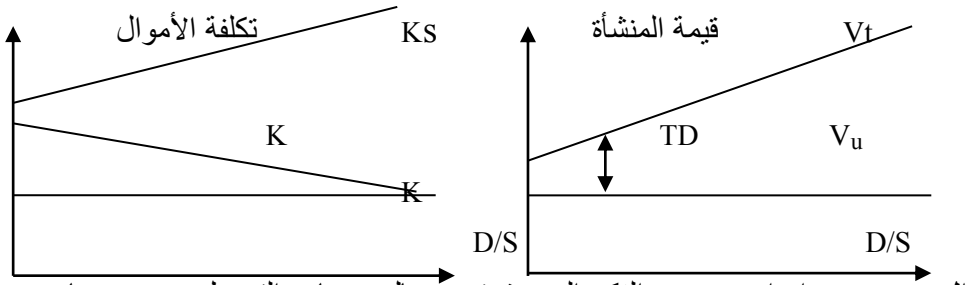
TD: القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض.

وبما أن الوفورات الضريبية تقدر بقيمة الفائدة مضروبة في معدل الضريبة على دخل المنشأة، فإنه يمكن حساب القيمة الحالية للوفورات الضريبية وفقا للمعادلة التالية:

$$TD = \frac{Kd \times D \times t}{Kd} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (3)$$

حيث Tمعدل الضريبة على دخل المنشأة و Kd تكلفة الاقتراض و D القيمة السوقية للقروض وعليه، فإنّ الهيكل المالي المثالي هو ذلك الهيكل الذي تكون به أكبر نسبة اقتراض ممكنة .يوضح ذلك الشكل رقم (5). وفي هذه الحالة سوف تنخفض تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن[17].

شكل رقم (5) تكلفة الأموال وقيمة المنشأة في ظل مدخل M & M



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سابق، ص:242.

ويؤكد M & M على أنه لا ينبغي أن يزيد أو يقل الفرق بين القيمة السوقية للمنشأة المقترضة والمنشأة غير المقترضة عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية. وإذا حدث العكس، فإن عملية المراجحة كفيلة بإعادة التوازن بين المنشأتين. ولتوضيح ذلك سوف نفترض أن هناك منشأتين متماثلتين في كل شيء عدا هيكلهما المالي، حيث أن المنشأة "A" ممولة كلية بواسطة الأموال الخاصة، في حين أن المنشأة "B" تعتمد في تمويلها على الاقتراض بنسبة 30%. وتبلغ قيمة الاستثمارات في كل منهما 1.000.000 دج، تبلغ القيمة السوقية للسهم 1دج، ومعدل الفائدة على القروض يبلغ 10%، في حين أن صافي ربح العمليات لكل منشأة يساوي 150.000 دج، كما أن معدل العائد الذي يطلبه المستثمر يبلغ 16% ومعدل الضريبة على دخل المنشأة 40% من البيانات السابقة يمكن تحديد القيمة السوقية للمنشأتين كما في الجدول التالي:

جدول رقم (1) القيمة السوقية للمنشأتين A وB

الوحدة د.ج

البيان	المنشأة "A"	المنشأة "B"
صافي ربح العمليات	150.000	150.000
الفوائد (10%)	-	300.00
الربح قبل الضريبة	150.000	120.000
الضريبة (40%)	600.00	48.000

الدخل المتاح للمستثمرين	900.00	72.000
معدل العائد الذي يطلبه المستثمر	%16	%16
القيمة السوقية للأسهم	562500	450.000
القيمة السوقية للسندات	-	300.000
القيمة السوقية للمنشأة	562.500	750.000

المصدر: من إعداد الباحثة.

يتضح من الجدول السابق أن الفرق بين القيمة السوقية للمنشأة المقترضة والمنشأة غير المقترضة هو:
750000 – 562500 = 187500 دج. وهذا الفرق يزيد عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية كما تحدده المعادلة(3): 300000 × 40% = 120000 دج.
ويرى M & M أن هذا الوضع لا يمكن أن يستمر، إذ أن عملية المراجحة كفيلة بإعادة التوازن بين المنشأتين، بحيث لا تزيد أو تقل القيمة السوقية للمنشأة المقترضة بأكثر من 120000دج.
ولتوضيح ذلك افترضا وجود مستثمر يمتلك 10% من أسهم المنشأة "B". فإذا كان هذا المستثمر رشيدا، فإنه سيقوم بـ:
- بيع حصته في المنشأة "B" بـ45000 دج أي 450000 × 10%.
- اقتراض مبلغ على حسابه الشخصي بنفس معدل الفائدة على قروض المنشأة، وبحيث تكون نسبة هذا القرض إلى محصلات المستثمر من بيع أسهمه تعادل نسبة الاقتراض إلى القيمة السوقية للمنشأة، أي: 30000(1– معدل الضريبة)= 18000 دج، أي أن ما لدى المستثمر يصبح يساوي 450000+18000= 63000 دج.
- يقوم بشراء نسبة من أسهم المنشأة "A" تعادل نفس النسبة التي كان يمتلكها في المنشأة "B"، حيث ينفق لأجل ذلك 10% × 562500 = 56250 دج، ويبقى معه: 63000 - 56250 = 6750 دج يمكنه استثمارها في مجالات أخرى.

أما بالنسبة للعائد الذي يحصل عليه المستثمر قبل وبعد عملية المراجحة، فلن يطرأ عليه أي تغيير:
- قبل المراجحة: عائد المستثمر قدره 45000 × 16% = 7200 دج
- بعد المراجحة: عائد المستثمر سيبلغ 5625 × 16 % = 9000 دج
غير أن عليه أن يدفع فوائد قدرها: 18000 × 10% = 1800 دج
وبالتالي يبلغ صافي المبلغ بعد المراجحة 7200دج .

وبالرغم من ذلك فإنّ المستثمر قد حقق مكسبا بحصوله على نفس العائد ولكن باستثمار أقل من أمواله الخاصة (38250 دج بدلا من 45000 دج)، بالإضافة إلى أن المخاطر التي يتعرض لها بقيت ثابتة، والسبب في ذلك يرجع إلى نسبة الاقتراض في

الهيكل المالي للمنشأة التي كان يستثمر بها أمواله تعادل نسبة الاقتراض في هيكله المالي الشخصي، والذي استخدم محصلاته في شراء أسهم المنشأة "A".

ويشير M & M إلى أن المكاسب التي حققها المستثمر، سوف تدفع غيره من المستثمرين إلى نفس السلوك، مما يترتب عن ذلك زيادة في عرض أسهم المنشأة "B" وزيادة الطلب على أسهم المنشأة "A"، وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمنشأة "B"، وارتفاع القيمة السوقية للمنشأة "A"، ويستمر هذا الوضع إلى أن تتساوى قيمة المنشأتين. ما يعاب على التحليل السابق هو افتراضه أن الرفع المالي الشخصي يماثل الرفع المالي للمنشأة من حيث الآثار[18]. فعدم قدرة المنشأة على تسديد الديون قد يؤدي إلى إفلاسها، غير أن هذا الإفلاس لن يمتد إلى ثروة المستثمر الخاصة. أما عدم قدرة المستثمر على تسديد فوائد القروض فسيترتب عنه ضياع أمواله المستثمرة في أسهم المنشأة ويمتد إلى أمواله الخاصة. ويمكن إضافة عيب آخر يتمثل في افتراض عدم وجود تكلفة للمعاملات، حيث قد تفوق هذه الأخيرة قيمة المكاسب المتوقعة من عملية المراجحة، مما قد يحول دون القيام بها [19]. كذلك فإن التحليل السابق يفترض أن كل من المستثمر والمنشأة يحصلان على القروض بنفس معدل الفائدة، وهو افتراض يصعب تحقيقه إلى حد كبير[20].

وفي محاولة جديدة لإعادة القوة إلى وجهة نظر "M&M"، قام "ميلر" (Miller) سنة 1977 بإسقاط افتراض عدم وجود ضرائب على الأشخاص وأوضح أنّه لن يكون هناك هيكل مالي أمثل على مستوى المنشأة، لأنّ الوفر الضريبي الناشئ من الضرائب التي تدفعها المنشأة سوف يتلاشى بواسطة الضرائب التي يدفعها حملة الأسهم والسندات. وقد توصل إلى وجود حجم توازني للديون على المستوى القومي في ظل افتراضات معينة. ومن هنا بدأ التعارض مرة أخرى بين هذا المدخل، حيث انتهى بعدم وجود هيكل مالي أمثل، وبالتالي ثبات التكلفة الكلية للأموال بغض النظر عن نسبة الاقتراض. وقد قام "دي أنجلو وماسيليس" (De- Angelo & Masulis) بإدخال متغير الوفورات الضريبية البديلة في دراستهما وأثبتا أنّه يوجد هيكل مالي أمثل لكل منشأة نتيجة توازن الوفورات الضريبية للفوائد مع الوفورات الضريبية الأخرى [21]. وقد تعددت الدراسات والبحوث في هذا الموضوع، ولا زال الجدل مستمرا، ومن الانتقادات الموجهة للنموذج ما يلي:

يترتب عن زيادة اعتماد المنشأة على القروض زيادة في تقلب عائد السهم العادي[22]. ومن ثم زيادة المخاطر المالية، لذلك يتوقع أن يرتفع معدل العائد الذي يطلبه الملاك عن 16% للمنشأة المقترضة في المثال السابق، غير أن ذلك لن يخلّ بجوهر عملية المراجحة. كما يضيف "شال وهالي" (Shall & Hally)[23] أن افتراض توافر معلومات كاملة في أسواق رأس المال وعدم وجود تكلفة لها، افتراض قد لا يتحقق في الواقع العملي، مما يؤثر على سلامة التحليل.

مما سبق يمكننا تقديم بعض الانتقادات لنموذج M & M كما يلي:

- عدم واقعية افتراض وجود أسواق كاملة، كما أن المستثمرين لا يتصرفون دائما برشد، وكذا عدم إمكانية المنشآت والأفراد الحصول دائما على المعلومات المطلوبة لاتخاذ القرارات المثلى عن القيمة.
- بساطة النموذج لدرجة عدم أخذه بعين الاعتبار تكاليف المعاملات المالية التي قد تحدّ من مقدرة المستثمر على تنفيذ عملية المراجحة.
- افتراض عدم وجود تكلفة إفلاس لا أساس لها من الصحة، وعليه فإنه في حالة احتمال حدوث الإفلاس، فإنّ المنشأة الممولة بالقروض ستكون أقل جاذبية للمستثمر من وجهة نظر السوق.
- مخاطر زوال المنشأة: يترتب عن وجهة نظر M & M احتمال زيادة نسبة القروض بالهيكل المالي بشكل كبير مما يشكل خطرا على المنشأة بسبب كبر مبالغ الفوائد، وعدم إمكانية تغطيتها خاصة في فترات الكساد.
- عدم واقعية افتراض أن الرافعة المالية هي المؤثر الوحيد في تكلفة التمويل نظرا لوجود متغيرات أخرى تؤثر في تحديد تكلفة التمويل أهمها هيكل الاستثمارات الذي يحدد النمط المالي المناسب وبالتالي تكلفة التمويل.

ويرى "باندي" (Pandey) أن الضريبة على دخل المنشأة من شأنها أن تؤثر على سلامة التحليل الذي توصل إليه M& M. فطالما أن الاقتراض يترتب عليه وفورات ضريبية، فهذا يعني أن تكلفة الأموال التي تقترضها المنشأة تكون أقل من تكلفة الاقتراض الاسمية. ومن ثم يصبح اقترض أن المنشأة والأفراد يقترضان بنفس معدل الفائدة افتراض غير مقبول، طالما أن المستثمر لا يحقق وفورات ضريبية في حالة خضوع دخله للضريبة[24]

وفي حالة خضوع دخل المستثمر للضريبة، فإنه سيحقق وفورات ضريبية من وراء قيامه بالاقتراض حتى وإن كانت هذه الوفورات الضريبة التي يحققها سوف تختلف عن تلك التي تحققها المنشأة نظرا لاختلاف معدل الضريبة على دخل المنشأة عن معدل الضريبة على دخل المستثمر.

ومن أجل ذلك يثار التساؤل عن مدى تأثير خضوع دخل المستثمرين (ملاك ومقرضين) للضريبة على علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة. وهنا قدم "ميلر"[25] (Miller) نموذجا للمنشأة، على أساس أن القيمة الحالية للوفورات الضريبية تتخذ الصيغة التالية:

$$G = \left[1 - \frac{(1-t)(1-te)}{(1-td)}\right] D \quad \text{.....(4)}$$

حيث:

t: معدل الضريبة على دخل المنشآت

te: معدل الضريبة على دخل الملاك

td: معدل الضريبة على دخل المقرضين.

ولقد خلص "ميلر" من هذه المعادلة إلى أنه إذا كانت المنشأة في عالم لا تفرض فيه ضرائب (كل من td, te, t تساوي صفر)، فإن القيمة الحالية للوفورات الضريبية وفقا للمعادلة (4) تساوي صفرا. ومن ثم تتساوى القيمة السوقية للمنشأة التي يتكون هيكلها المالي من حقوق ملكية فقط مع القيمة السوقية لمنشأة مماثلة يتكون هيكلها المالي من قروض وحقوق ملكية.هذا الاستنتاج يتفق مع ما توصل إليه "M & M" قبل ذلك. أما في حالة خضوع دخل المنشأة للضريبة وعدم خضوع الدخل الشخصي للمستثمرين للضريبة (كل من te وtd تساوي صفر). فإنه وفقا للمعادلة (4)، فإنّ القيمة الحالية للوفورات الضريبية سوف تساوي (t.D)، وهو ما يتفق مع ما سبق أن توصل إليه " M & M". في حين إذا كان الدخل الشخصي للملاك أقل من معدل الضريبة على الدخل الشخصي للمقرضين، بسبب انخفاض الضريبة على الأرباح الرأسمالية للأسهم، فإن صافي الدخل للمقرضين ينبغي أن يكون كبيرا لتعويضهم عن ارتفاع الضريبة على دخلهم، وإلاّ لن يقدم أحد على شراء السندات. بمعنى أنه إذا كانت ميزة الاقتراض أن فوائد القروض تحقق وفورات ضريبية، فإنّ الفوائد ذاتها ينبغي أن تكون مرتفعة لتعويض المستثمرين في السندات عن ارتفاع معدل الضريبة على دخلهم، وهذا يعني أن ما تحققه المنشأة من وفورات من ناحية يضيع ولو جزئيا من ناحية أخرى[26]. غير أنه في ظل الضريبة التصاعدية، قد تستطيع المنشأة تحقيق وفورات ضريبية طالما أن القيمة $(1-t)(1-t_e)$ تزيد عن القيمة $(1-t_d)$، غير أن هذا لا يمثل حالة التوازن، ومن ثم يصبح من المتوقع أن تستمر المنشأة في الاقتراض حتى تتعادل القيمة $(1-t)(1-t_e)$ مع القيمة $(1-t_d)$. وحينئذ تكون الوفورات الضريبية مساوية للصفر. ولن يترتب عن زيادة نسبة الاقتراض أي تأثير على القيمة السوقية للمنشأة. وهذه هي حالة التوازن العام لسوق رأس المال التي تسعى إليها كافة المنشآت، وهو ما دفع "ميلر" إلى استبعاد فكرة الهيكل المالي المثالي على مستوى المنشأة، واعتقاده في وجود مثل هذا الهيكل على مستوى سوق رأس المال[27].

وعلى الرغم من التحليل المتميز الذي قدمه "ميلر"، إلاّ أن العديد من التحفظات قد أثيرت بشأن النموذج. فقد كشف دراسة "ليفي وسرنات" (Levy & Sarnat) أن افتراض "ميلر" عدم وجود ضريبة على دخل المستثمرين افتراض غير واقعي، وإذا حدث غير ذلك فسوف نصل إلى نتائج غير مقبولة[28] فإذا افترضنا أن معدل الضريبة على دخل المساهمين 10%، فعند نقطة التوازن يصبح معدل الضريبة على دخل حملة السندات 51,4%، وهي نتيجة غير مقبولة، حيث أن أعلى معدل للضريبة في الولايات المتحدة لا يتعدى 50%. كذلك أدى التعديل الضريبي في الولايات المتحدة إلى سقوط أحد فروض تحليل "ميلر"، والذي يقوم على أن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية يقل عن معدل الضريبة على التوزيعاتب30] ومن ناحية أخرى كشفت دراسة "دي أنجلو وماسيليس"[31] (De- Angelo & Masulis) أن تحليل "ميلر" قد أهمل تكاليف الإفلاس، وأن أخذ هذا العنصر في الاعتبار لن يحقق التوازن الذي أثبته، حيث ستظل الوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض قائمة. كما يؤكد "تاجارت (Taggart) من جهته على الدور المهم والمؤثر الذي تلعبه تكاليف الإفلاس في قرار الاقتراض[32] إلاّ

أنّ ميلر يعترض على أهمية تكلفة الإفلاس بوصفها متغيرا يلعب دورا في التأثير على الهيكل المالي. فقد أشار "ميلر" إلى تماثل نسبة القروض إلى صافي الأصول في العشرينات والخمسينات، رغم أن معدل الضريبة تراوح في الفترة الأولى بين 10% و11%، بينما وصل هذا المعدل في الفترة الثانية إلى25% ونظرا لأن الوفورات الضريبية للاقتراض تزداد مع معدل الضريبة، فكان من المتوقع أن ترتفع نسبة الأموال المقترضة في الخمسينات، وهو ما لم يحدث[33]

مما سبق نستطيع القول بأن الاعتماد على القروض من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض تكلفة الأموال بسبب انخفاض تكلفة معدل العائد المطلوب، بالإضافة إلى الوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض، وهذا هو التأثير الإيجابي للاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة. غير أن زيادة نسبة الاقتراض عن حدود معينة سيؤدي إلى ظهور بعض التكاليف كتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، والتي تترجم بارتفاع في معدلات العائد الذي يطلبه كل من الملاك والمقرضين تجنبا للمخاطر[34]

2-2- تأثير الاقتراض على قيمة المنشأة في ظل وجود تكلفة الإفلاس

قام العديد من العلماء بإسقاط افتراض أنّ الديون خالية من الخطر، وبالتالي يترتب عن فشل المنشأة في سداد قيمة القروض والفوائد عندما تحين آجال استحقاقها مخاطر تدعى بمخاطر الإفلاس. وتنتج هذه المخاطر عند قيام المقرضين بإجراءات قانونية لاسترجاع أموالهم قد تؤدي إلى شهر إفلاس المنشأة. ويترتب عن مخاطر الإفلاس هذه زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات المنشأة، وهو ما يعني ارتفاع تكلفة الأموال، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمنشأة، ويتم ذلك كما يلي:

تنطوي تكلفة الإفلاس على تكاليف مباشرة وأخرى غير مباشرة، فأما التكاليف المباشرة فهي المصروفات الإدارية والقانونية للتسوية القضائية، أو تلك الخسائر الناجمة عن بيع الأصول بأقل من قيمتها الدفترية[35].

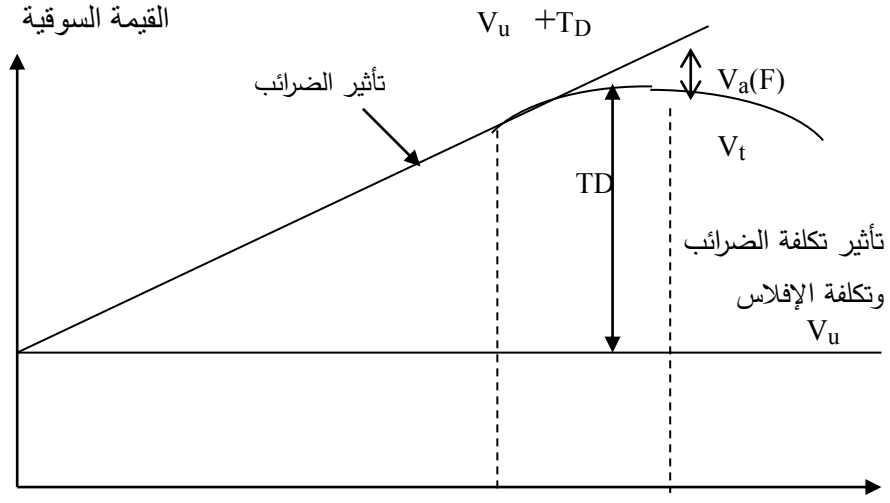
أما التكاليف غير المباشرة فتتمثل في انخفاض أرباح المنشأة لعدة أسباب كارتفاع حجم الفوائد نتيجة لزيادة الأموال المقترضة، أو نتيجة لارتفاع معدل الفائدة الذي يطلبه المقرضين وفقدان ثقة الدائنين والموردين. ويشير في هذا الصدد "بريجهام وجابنسكي" أن مخاطر الإفلاس تزداد وتزداد معها التكاليف المصاحبة لها، كلما زادت نسبة الأموال المقترضة[36] فإذا اعتبرنا أن $V_a(F)$ هي القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس، فإن قيمة المنشأة المقترضة تتخذ الصيغة الرياضية التالية:

$$V_t = V_u + T_D - V_a(F) \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (5)$$

أي أن زيادة نسبة الاقتراض سوف تترك أثرا عكسيا على القيمة السوقية للمنشأة بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وعليه، تتحد نسبة الاقتراض المثالية في هذه الحالة بالنقطة التي تكون عندها تكلفة الإفلاس في حدها الأدنى، وقيمة المنشأة في حدها الأقصى(النقطة Y في الشكل).

من الشكل يتبين أن زيادة نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية بعد حد معيّن، تؤدي إلى ظهور تكلفة الإفلاس، والتي تؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال. هذه الأخيرة تتوقف على حجم الوفورات الضريبية التي تعمل على تخفيضها، وتكلفة الإفلاس التي تؤدي إلى زيادتها. فبعد أن تأخذ تكلفة الأموال في الانخفاض بسبب الوفورات الضريبية حتى النقطة X، تستمر بعدها هذه التكلفة في الانخفاض، ولكن بمعدل أقل عن ذي قبل (ظهور تكلفة الإفلاس بعد النقطة X) ، وعندما تصل نسبة الاقتراض إلى النقطة "Y" تبدأ تكلفة الأموال في الارتفاع نظرا لزيادة تكلفة الإفلاس عن قيمة الوفورات الضريبية. وعليه يمكن القول بأن نسبة الاقتراض المثالية في ظل وجود تكلفة الإفلاس، تتحدد بالنقطة Y التي عندها تكون تكلفة الأموال في حدها الأدنى وتبلغ عندها القيمة السوقية للمنشأة المقترضة أقصى حد ممكن لها. حيث تتعادل القيمة السوقية لمنشأة تعتمد على القروض في تمويل أصولها مع القيمة السوقية لمنشأة ممولة بالكامل عن طريق الأموال الخاصة، مضافا إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية ومطروحا منها تكلفة الإفلاس. وقد تمت صياغة نظرية هيكل المالي الأمثل لكل منشأة، والذي يتحدد عن طريق التوازن بين العائد الحدّي للوفر الضريبي مع التكلفة الحدية للإفلاس. ويختلف الدارسون في حقل الإدارة المالية بشأن حجم تكاليف الإفلاس ونسبتها إلى قيمة المنشأة، فإذا كان هناك من يعتقد في ضآلة التكاليف

الشكل (6) العلاقة بين الرفع المالي وقيمة المنشأة بوجود الضرائب وتكلفة الإفلاس



X y D/S

المصدر: Esmault Jean -Morice et all, encyclopédie de gestion, Economica, Paris, 1989, P2763.

المباشرة للإفلاس، فإن هناك أيضا التكاليف غير المباشرة التي يتحملها الملاك سواء أسفر الإفلاس عن إعادة تنظيم المنشأة أو عن تصفيتها. فقد كشفت دراسة "ألتمان" عن أن دراسات الإفلاس قد أهملت التكاليف غير المباشرة للإفلاس، حيث ترتفع نسبة هذه التكاليف إلى 17,7% من القيمة السوقية للمنشأة في المتوسط[37]. وتجنبا لمخاطر الإفلاس، يقوم المقرضون بنقل تكلفة الإفلاس إلى الملاك (ارتفاع معدل العائد الذي يطلبونه للاستثمار في سندات المنشأة أو ارتفاع معدل الفائدة على القروض التي يقدمونها). وبما أن الملاك لا يستطيعون التخلص من هذه المخاطر، فإن السبيل الوحيد أمامهم هو المطالبة بمعدل عائد أعلى على الاستثمار لتعويضهم عنها، ممّا يعني أن هناك علاقة غير مباشرة بين نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة، وبين معدل العائد الذي يطلبه الملاك على الاستثمار.

يفترض من التحليل السابق أن زيادة نسبة الاقتراض إلى حد معين سوف يترتب عليه ظهور تكاليف للإفلاس فقط، إلا أن زيادة نسبة الاقتراض عن حدود معينة قد تختلف نوعا ما عن التكاليف التي يطلق عليها تكاليف الوكالة.

2-3-تأثير الاقتراض على قيمة المنشأة في ظل وجود تكلفة الوكالة

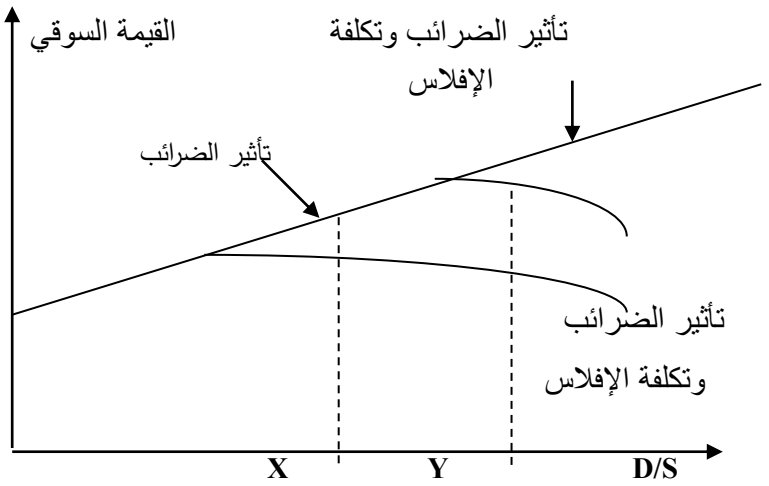
ينص عقد الاقتراض على ضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ أي إجراءات تتعلق بشراء أصول جديدة، أو إجراء توزيعات، أو رفع مرتبات المديرين. وحتى يتأكد المقرضون من أن الإدارة لم تخل بشروط التعاقد، فإنه يصبح من الضروري عليهم القيام بمتابعة ما يجري داخل المنشأة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم، ومن ثم يتحمل المقرضون بعض التكاليف في سبيل ذلك، أو أن يقوم المقرضون من البداية برفع معدل الفائدة على القروض[38]. ويطلق على التكاليف التي يتكبدها المقرضون من أجل عملية المتابعة بتكاليف الوكالة. ففي عام 1976 أسقط كل من "جنسن وميكلنج" (Jensen & Meckling) افتراض تماثل دالة الهدف لكل من الملاك والدائنين، حيث أثبتا أنّ هناك تكلفة وكالة للديون تلعب دورا هاما في قرار التمويل. وبظهور هذه التكلفة أصبح الهيكل المالي الأمثل يتحدد بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع كل من تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس معا. وكما هو الشأن في تكاليف الإفلاس، فإن المقرضين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك، وهذا برفع معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها، مما يؤدي بالملاك أيضا إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار، والنتيجة هي ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمنشأة [39] وفي هذا الصدد يشير "كيم وسورنس" Kim & Sorensen) ردا على ما أشارت إليه نتائج دراسة "ميلر" من ثبات نسبة الاقتراض خلال فترة العشرينات والخمسينات رغم تغير معدلات الضريبة، إلى أن ذلك يؤكد على أهمية تأثير تكلفة الوكالة. ففي الخمسينات زاد عدد الشركات المساهمة على حساب الشركات الفردية والصغيرة، وصحب ذلك ارتفاعا في

تكلفة الوكالة، مما أدى بالشركات إلى الحد من الاقتراض رغم المزايا الضريبية التي قد تنشأ عنه. بعبارة أخرى يمكن أن تكون تكلفة الوكالة قد زادت بنفس القدر الذي زادت به الوفورات الضريبية، وترتب على ذلك ثبات تشكيلة هيكل رأس المال[40]. سواء تمثلت تكلفة الوكالة في خسائر ناجمة عن انفصال الإدارة عن الملكية، 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 الأموال المقترضة، ويزداد معها التأثير السلبي على القيمة السوقية للمنشأة[41]، أي أن هذه القيمة تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الوكالة. وإذا اعتبرنا أن $V_a(A)$ هي القيمة الحالية لتكاليف الوكالة، فإن القيمة السوقية للمنشأة المقترضة تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الوكالة، وتتحدد على النحو الذي توضحه المعادلة :

$$V_t = V_u + T_D - V_a(F) - V_a(A) \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (6)$$

يترتب عن تكلفة الوكالة تخفيض نسبة الأموال المقترضة داخل هيكل رأس المال.

شكل (7) قيمة المنشأة في ظل وجود الضريبة وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة



المصدر: منير إبراهيم صالح هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سابق، ص260.

يوضح الشكل السابق أن النسبة المثالية للاقتراض إلى أموال الملكية قد انخفضت من Y إلى X، على أن يراعى أنه عند النقطة X تتعادل الوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض مع تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة. وقبل أن تبلغ نسبة الاقتراض هذه النقطة، تكون الوفورات الضريبية أكبر من تلك التكاليف، أما بعدها فيحدث العكس.

الخاتمـة

تعددت الدراسات الخاصة بعلاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة منذ العمل الرائد للعالمين M&M، ومنذ ذلك الحين لا يزال الجدل قائما بين من يؤيد هذه العلاقة وبين من ينفيها، على اعتبار أنّ كل تيار يبرر موقفه بدراسات نظرية وتطبيقية، ويميز الدارسون لهذه العلاقة بين حالة السوق الكامل لرأس المال وحالة السوق غير الكامل لرأس المال، ففي الحالة الأولى يمكننا استنتاج تباينا في وجهات النظر. ففي الوقت الذي يرى فيه أصحاب الفكر التقليدي ومدخل صافي الربح، إمكانية وجود هيكل مالي أمثل تبلغ عنده القيمة السوقية أقصاها، فإنّ مدخل صافي ربح العمليات ومدخل M & M يستبعدان ذلك، أمّا في الحالة الثانية، فإنّ تحليل العلاقة السابقة تبدو أكثر واقعية بإدخال كل من الضرائب، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، والتي يجب أخذها في الاعتبار عند تحديد النسبة المثالية للافتراض، ونظرا لعدم وجود إجابة نهائية حول وجود هذه العلاقة من عدمها، ظهرت نظريات بديلة لقرار الاقتراض وهي نظرية العلاقة التوازنية، نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل ونظرية عدم تماثل المعلومات.

المراجع والهوامش

1 -Brigham, E & Gapenski, L , Intermediate financial management, III the dryen press, 1987, P.149.

جرى العرف في الأدبيات المالية إلى الرمز لهذين العالمين بـ&M* وهو الرمز الذي سنستخدمه طوال الدراسة-2

2 -Modigliani, F & Miller, M, « the cost of capital, corporation finance and the theory of investment », American Economic Review, 48 (June 1958), pp. 261-277.

3 -James Van-Horne, gestion et politique financière : la gestion à long terme, t1, Dunod, Paris, 1972, p.175.

4 - C.A Vailhen, Evaluation de l'entreprise et coût du capital, finance, Vuibert gestion, Paris, 1981, p.13.

-Hervé Hutin, toute la finance d'entreprise en pratique, éditions d'organisation, 2ed, Paris, 2002, p.273.

5- محمد صالح حناوي، رسمية قرياقص، أساسيات الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص ص382-.406

6- C.a. Vailhen, Op.Cit, p.16.

7- جميل أحمد توفيق، علي الشريف، الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1985، ص.247

8- منير صالح هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص.589

9- C.A vailhen, Op.Cit, p.18.

10- James Van Horne, Op.Cit, p.158.

11- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مركز دالتا للطباعة، الإسكندرية، 1998، ص.187

12- Modgiliani & Miller M, Op.Cit, p.263.

13- James Van Horne, T1, Op.Cit, p.160.

14- مصطفى الشامي، "تحليل الهيكل التمويلي وتحديد القيمة العادلة للمنشأة لتحقيق أهداف الخصخصة"، المجلة العلمية التجارة والتمويل، مج2، كلية التجارة، جامعة طنطا، 1996، ص.10

15- منير صالح هندي، "محددات الهيكل المالي لعينة من الشركات الصناعية"، المؤتمر الدولي الثاني عشر للإحصاء والحسابات العلمية والبحوث الإحصائية والسكانية، جامعة عين شمس، 8719، ص ص:289-.297

16- Modigliani. F & Miller. M, « Corporate income taxes & the cost of capital, A correction », American Economic review, 53 (June 1963), PP433-442.

(1) James Van-Horne, Op.Cit, p.265.

18- Ibid, p.163.

19- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سابق، ص ص 207-208.

20- James Van- Horne, Op.Cit, p.164.

21- H.De-Angelo & R.Masulis, Optimal capital structure under corporate and personal taxation , Journal of financial economics, March,1980, V8, pp.3-27.

22- جميل أحمد توفيق، محمد الحناوي، الإدارة المالية، دار المعارف، الإسكندرية، 1989، ص404.

23-.Shall &Hally, the theory of financial decision, N.y, Mc Grow, 1979, p323.

24-Patrice Fontaine, Clément Njiokou, « Les déterminants de la structure financière : une comparaison internationale », Banque & marchés, N°24, Sept-Oct, 1996, P.8. .

25- M.Miller, «Debt and taxes», Journal of finance, 32, (May, 1977), p.275.

26- منير صالح هندي، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص526.

27- Matoussi Hamadi, « fiscalité et endettement : adaptation du modèle de Miller 77 à la situation tunisienne », annales d'économie et de gestion, Vol2, publication de la F.S.E.G, Juillet, 1993, Tunis, pp.153-184.

28- H.Levy & M.Sarnat, capital investment and financial decisions, NJ, Prentice-Hall, 1986, p.423.

29- تتحقق نقطة التوازن عندما تصبح: $(1-t_d) = (1-t_e)\ (1-t)$ لذلك فعند معدل ضريبة على دخل المساهمين يقدر بـ10% وعلى فرض أن متوسط معدل الضريبة على دخل المنشأة 46% كما افترض "ميلر" ذلك عند إثبات نموذجه، فإنّ:

$$(t_d-1) = (0,10-1)\ (0,46-1) <= t_d = 51,4\%.$$

30- منير صالح هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص.16

31- H.De-Angelo & R.Masulis, Op.Cit, p18.

32- R.Taggart, «Corporate financing: too much debt? », financial analysis journal, 42 (May-June 1988), P38.

33 - J.Warner, « Bankruptcy costs: some evidence », journal of finance, 33 (May 1977), P337.

35- راجع في ذلك:

-R.castainias, « Bankruptcy risk and optimal structure », journal of finance, 5 (Dec, 1983), P1617.

-W.S.Kim & E.H.Sorensen, « Evidence of the impact of the agency costs of debt and quantative analysis », 21 (June 1986), p135.
36 - Brigham & Gapenski, Op.Cit, p167.
37- E.I.Altman, A further Empirical Investigation of bankruptcy cost question, in H.Levy & M/ Sarnat , Op.Cit, P457.
38- J.Van- Horne, Op.Cit, p271.
39- راجع في ذلك:
- Jensen. M. & Meckling, « The theory of the firm: managerial behaviour agency costs and ownership structure », Journal of financial economics, 3 (oct, 1976), pp305-306.
-Brigham & Gapenski, 1987, Op.Cit, p149.
40 - W.S. Kim & E.H.Sorensen, Op.Cit, p135.
41 - M.Jensen & W.Meckling, Op.Cit, p330.