

## دور الجبائية في اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة

The role of taxation in choosing an optimal financing structure for the company

محمد الأمين وليد طالب، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، الجزائر

تاريخ التسليم: (10/ 05/ 2016)، تاريخ التقييم: (28/ 07/ 2016)، تاريخ القبول: (27/ 10/ 2016)

### Résumé:

### ملخص:

Financing structure of the institution received the attention of many researchers in the field of financial management, And they concluded that there are several factors that influence in its composition and the most important elementis the taxation.

This article aims to examine the relationship between the taxation and the financial structure of the institution as the tax concessions granted by the fiscal policy fails to tax savings institution seeking to take advantage of them.

So that institution can benefit from all the tax advantages their financial structure must be constituted From internal financing sources and external sources of financing.

استحوذ الهيكل التمويلي للمؤسسة على اهتمام العديد من الباحثين في مجال الإدارة المالية، وتوصلوا إلى أنّ هناك عدّة عوامل تؤثر في تشكيله و لعل من أبرزها عامل الجبائية.

يهدف هذا المقال لدراسة العلاقة بين الجبائية و الهيكل التمويلي للمؤسسة حيث أن الامتيازات الجبائية التي تمنحها السياسة الجبائية تخلف وفورات ضريبية تسعى المؤسسة إلى الاستفادة منها.

و حتى يتحقق ذلك و يتم الاستفادة من مختلف الامتيازات التي تنتج أساسا عن الديون و عن مصادر أخرى غير الديون لا بدّ أن يتكون الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة من مصادر تمويل داخلية و مصادر تمويل خارجية.

### Mots clés:

Finance structure, Tax policy, tax benefits, tax savings

### الكلمات المفتاحية:

الهيكل التمويلي، السياسة الجبائية، الامتيازات الجبائية، وفورات ضريبية.

**مقدمة:**

تلعب الجباية دورا هاما في تحقيق أهداف السياسة المالية باعتبارها إحدى أدواتها، و قد بات تحديد دور السياسة الجبائية أمرا بالغ الأهمية بسبب مساهمة هذه الأخيرة في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، كما تعتبر الاقتطاعات الضريبية أحد العناصر المؤثرة في توجيه النشاط الاقتصادي نظر التأثير هذه الاقتطاعات على الهيكل التمويلي للمؤسسة.

مما سبق يمكن القول بأن الجباية هي أحد العوامل الهامة التي تؤثر على صنع القرارات التمويلية بالمؤسسة الاقتصادية، و بالتالي لا بد من إدراجها في عملية اختيار مصادر التمويل و هذا ما يصطلح عليه بالتسيير الجبائي.

يسمح إمام المسير المالي للمؤسسة بالتشريعات الجبائية و توظيفه لمعارفه في العملية التسييرية بأخذ صورة واضحة عن مصادر التمويل المختلفة و المزايا الجبائية التي تحققها المؤسسة الأمر الذي يمكنه من اختيار احداها أو اختيار مزيج منها، و بالتالي تشكيل هيكل تمويلي ملائم للمؤسسة يسمح لها برفع مردوديتها و تحقيق توازنها المالي.

لقد توصلت النظريات المالية منذ وقت طويل إلى نتيجة هامة مفادها أن الجباية تلعب دورا كبيرا في قرارات تمويل المؤسسة (SAINT-PIERRE & SURET, 1987, p. 59)، و هو ما سنحاول التعرض له في هذا المقال عبر التطرق لتلك النظريات التي قامت بدراسة التأثير الجبائي في اختيار الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة، و قد قامت هذه النظريات على مجموعة من الفرضيات العامة جاءت على النحو التالي (الحناوي و آخرون، 2003، صص. 338-339):

✓ تستخدم المؤسسة نوعان من الأموال هما: حقوق الملكية و السندات الدائمة التي ليس لها تاريخ استحقاق؛

✓ ثبات حجم الأصول و من ثم يكون حجم الهيكل التمويلي للمؤسسة ثابت، غير أنه يمكن تغيير تشكيلة الاقتراض في الهيكل التمويلي عن طريق سداد القروض مثلا أو إعادة شراء الأسهم؛

✓ توزيع الأرباح بالكامل دون احتجاز شيء منها؛

✓ المستثمرون لهم نفس التوقعات بشأن ربح العمليات الخاص بالمؤسسة؛

✓ عدم توقع نمو لربح العمليات في المؤسسة مستقبلا؛

✓ مخاطر الأعمال ثابتة و مستقلة عن هيكل التمويل و المخاطر المالية.

مما سبق تبرز لنا إشكالية هذه الدراسة من خلال التساؤل التالي:

**كيف تساهم الجباية في تشكيل الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة؟**

و للإجابة على هذه الإشكالية نضع الفرضيتين التاليتين:

✓ الوفر الضريبي يحفز المؤسسات على الاستدانة؛

✓ قيمة المؤسسة تزيد في حالة وجود الضرائب.

و تستمدّ هذه الدراسة أهميتها كونها تسمح لنا بمعرفة تفسير أهم النظريات المالية للهيكل التمويلي للمؤسسة، وكذلك التعرف على دور الضرائب في تشكيل المزيج التمويلي للمؤسسة. ارتأينا أن نتناول في هذا المقال بعض النظريات المالية التي قامت بتفسير الهيكل التمويلي للمؤسسة، و التي تطرقت لإشكالية ايجابية و سلبية الضرائب بالنسبة للمؤسسة بصفة عامة و هيكلها التمويلي بصفة خاصة، وقد استخدمنا في ذلك المنهج الوصفي التحليلي الذي يتناسب مع متطلبات الدراسة.

و قد قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة محاور خصصنا كل واحد منها للطرق لوجهة نظر معينة في مجال دور الجباية في تحديد الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة، و قد جاءت هذه المحاور كالتالي:

1- المدخل التقليدي؛

2- نظرية انعدام الهيكل التمويلي الأمثل؛

3- نظرية التوازن.

**1- المدخل التقليدي:**

يفترض المدخل التقليدي وجود هيكل تمويلي أمثل، أي وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى، و بالتالي تصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى. و هذا المدخل يفترض أن معدل العائد الذي يطالبه المستثمرون يزداد مع زيادة نسبة الاقتراض، و ذلك بسبب ازدياد المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي يتوقعون الحصول عليه (إبراهيم هندي، 2006، ص.631). و الفكرة التي يقوم عليها هذا المدخل هي أن تكلفة الأموال تنخفض تدريجيا مع زيادة الأموال المقترضة إلى أن تصل نسبة الاقتراض حد معين، ثم بعد ذلك تبدأ تكلفة الأموال في الارتفاع، و تسمى نسبة الاقتراض التي يتحول عندها اتجاه تكلفة الأموال بنسبة الاقتراض المثالية. ووفقا لهذا المدخل فإن الطريقة التي تتغير بها تكلفة الأموال نتيجة التغيرات في هيكل رأس المال يمكن أن تنقسم إلى ثلاثة مراحل و هي (الحناوي و آخرون، 2003، ص.355-357):

**1-1- المرحلة الأولى:** هذه المرحلة تتصف بثبات تكلفة أموال الملاك أو زيادتها ببطء مع زيادة نسبة الاقتراض، ولكن زيادة تكلفة أموال الملاك في هذه المرحلة تكون أقل من المزايا الناجمة عن زيادة الاقتراض في هيكل رأس المال و المتمثلة في انخفاض تكلفة الاقتراض. و في هذه المرحلة المعدل الذي يقوم على أساسه حملة الأسهم بتحويل أرباحهم إلى رأسمال و بعبارة أخرى تكلفة الأموال الخاصة، يظل ثابت أو يرتفع بدرجة طفيفة مع زيادة القروض. ولكن عندما تزداد تكلفة الأموال الخاصة فإنه لا يرتفع بالسرعة الكافية للاستيعاب الكامل لميزة الاقتراض ذات التكلفة المنخفضة. و في الوقت ذاته فان تكلفة الديون تظل ثابتة أو

ترتفع بدرجة صغيرة جدا، إلى أن تصل إلى حد يمكن إهماله طالما كانت وجهة نظر السوق تقوم على استخدام القروض بمعدلات معتدلة. و يترتب عن ذلك أن القيمة الكلية للمؤسسة تزداد مع انخفاض التكلفة الكلية للأموال إلى جانب زيادة درجة الرفع المالي، و بذلك يمكن صياغة هذه الفكرة من خلال المعادلة التالية (عبد العزيز، 1997، ص.224):

$$V = S+D = ( X-KdD)/Ke + KdD/Ke.....(1)$$

$$V = (X - Kd) / Ke + D + X / Ke + (Ke - Kd)D/ Ke.....(2)$$

حيث تمثل:

V: القيمة السوقية الكلية للمؤسسة؛

S: القيمة السوقية للأموال الخاصة؛

D: القيمة السوقية للقروض؛

X: صافي الدخل المتاح للمساهمين؛

Kd: تكلفة الديون؛

Ke: تكلفة الأموال الخاصة.

و بما أن Ke و Kd هي عبارة عن ثوابت، و بما أن قيمة المؤسسة (V) تزداد بمعدل ثابت يعبر عنه بالنسبة Ke / (Ke - Kd) من قيمة الديون، و لما كانت:

$$K_0 = X/V = Ke S/V + Kd V/D.....(3)$$

فإنه بافتراض أن Ke > Kd، سيحدث انخفاض مستمر في المتوسط المرجح لتكلفة الأموال K<sub>0</sub> مع زيادة درجة الرفع المالي.

**1-2- المرحلة الثانية:** تتصف هذه المرحلة باستخدام المؤسسة نسبة من الديون، بحيث لا يؤثر الاقتراض على قيمة المؤسسة، فالانخفاض في تكلفة الاقتراض يقابله ارتفاع بنفس المقدار في تكلفة أموال الملاك. نشير هنا إلى أنه عند نقطة معينة تكون قيمة المؤسسة أكبر ما يمكن، بينما تكون التكلفة الكلية للأموال أقل ما يمكن عندما يتحدد الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة.

**1-3- المرحلة الثالثة:** في هذه المرحلة نجد أن قيمة المؤسسة تتناقص كلما زادت درجة الرفع المالي، كما ترتفع التكلفة الكلية للأموال، و هذا نتيجة لارتفاع نسبة الخطر المالي و الذي يميز الاقتراض ذو التكلفة المنخفضة.

## 2- نظرية انعدام الهيكل التمويلي الأمثل:

تقوم هذه النظرية على ما يسمى بنظرية أرباح الاستغلال التي تولد عنها أعمال كل من "مودجلياني و ميلر" MODIGLIANI & MILLER"، و يشار إلى أنهما مؤسسَا الإدارة المالية بمفهومها الحديث. و لقد جاء

بفكرة أساسية جوهرها أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها، وهذه الأخيرة تتوقف على العائد المتوقع من ورائها، و أيضا على المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد. وهذا يعني أنه مهما كان الخليط التمويلي للمؤسسة، فالقيمة السوقية لها لا بد أن تتساوى مع القيمة السوقية لاستثماراتها مهما كانت طريقة التمويل.

و لقد قدم مودجلياني و ميلر أطروحتهما من خلال نموذجين كما يلي:

- النموذج الأول سنة 1958 (MODIGLIANI & MILLER, 3 Juin 1958, pp. 261-297)، و في

هذا النموذج اعتبرا عدم وجود أثر للضريبة على الهيكل التمويلي للمؤسسة؛

- النموذج الثاني سنة 1963 (MODIGLIANI & MILLER, June 1963, PP. 433-443)، و فيه

تم إدخال العامل الجبائي كعنصر محدد للهيكل التمويلي للمؤسسة، وذلك للميزة الجبائية التي توفرها السياسة الجبائية، و المتمثلة في عدم إخضاع فوائد الديون للضريبة.

و يقوم نموذج "مودجلياني و ميلر" على نفس الفروض التي ذكرناها سابقا بالإضافة إلى فروض أخرى من أهمها ما يلي (إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص.633):

- المعلومات عن المؤسسات العاملة في السوق متاحة و مجانية؛

- المستثمر يمكنه شراء ما يحتاجه من أوراق مالية مهما كانت الكمية صغيرة؛

- المستثمرون يتصفون بالرشد؛

- إمكانية تصنيف المؤسسات إلى مجموعات على أساس درجة المخاطر التي ينطوي عليها النشاط، و بالتالي تشكل مجموعات متجانسة المخاطر.

و فيما يلي سنتطرق لكل نموذج على حدى.

**1-2- نموذج مودجلياني و ميلر في ظل غياب الضرائب:** إن كل من "مودجلياني و ميلر" لا يوافق على

نتائج التحليل التقليدي، فالدراسة الرائدة المقدمة من طرف "فرانكو مودجلياني" و "مرتن ميلر" سنة 1958 في

ظل عالم لا يخضع فيه دخل المؤسسة للضريبة، كشف أنه ليس لقرار الاقتراض من تأثير على القيمة

السوقية للمؤسسة، و هذا معناه أن قيمة المؤسسة مستقلة عن الهيكل التمويلي لها. و بالتالي فتكلفة الأموال

ثابتة لكل المؤسسات المتماثلة المخاطر، فلو كانت هناك مؤسستان واحدة تعتمد في تمويلها كلياً على

مصادر التمويل الداخلي و المؤسسة الأخرى تعتمد على مصادر التمويل الداخلي إضافة إلى مصادر التمويل

الخارجي، وكلا المؤسستان تنتمي لنفس فئة المخاطر، فالقيمة السوقية لكليهما متساوية، و إذا حدث و

ارتفعت القيمة السوقية لإحدهما فعملية الترحيح كفيلة لإعادة التوازن بين المؤسستين.

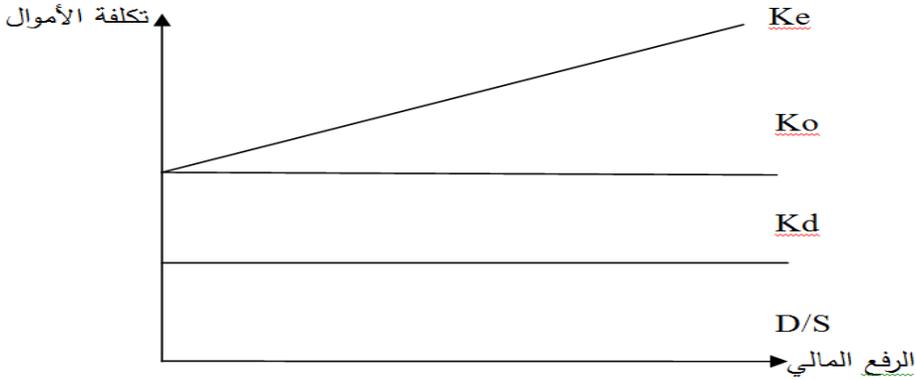
و رغم عدم تأييد كل من "مودجلياني و ميلر" لفكرة تغير متوسط تكلفة الأموال مع تغير نسبة الاقتراض، إلا

أنهما يعترفان بإمكانية اختلاف متوسط تكلفة الأموال بين مؤسستين مختلفتين، لكن لا تكون نسبة الاقتراض

هي السبب، و يؤكدان على أن هذا الاختلاف في متوسط تكلفة الأموال يمكن تصحيحه بعملية

المراجعة(للتوضيح: زغيب، 2006/2005، ص. 113-115)، و ذلك في سوق كاملة لرأس المال، و بالتالي فقد نفيا وجود هيكل تمويلي أمثل. و فكرة المراجعة تنطوي على افتراض أن المستثمر يستطيع أن يحول استثماراته من مؤسسة تعتمد على القروض عند تكوين هيكلها التمويلي إلى مؤسسة أخرى مشابهة و لكنها تعتمد في تمويلها كليا على الأموال الخاصة، و بالتالي يترتب على ذلك أن المستثمر يمكنه تحقيق العائد الذي كان يحققه من قبل دون زيادة المخاطر و لكن باستثمارات أقل. و بما أن هؤلاء المساهمين قادرين على تحقيق عائد دون مساعدة المؤسسة التي تعتمد كليا على الأموال الخاصة في تمويلها، فلا داعي لهذه المؤسسة من استعمال القروض من أجل الاستفادة من مزايا الرفع المالي. و يمكن توضيح وجهة نظر "مودجلياني و ميلر" في عالم بدون ضرائب كما يلي:

شكل رقم (01): أطروحة مودجلياني و ميلر في عالم بدون ضرائب



المصدر: عبد العزيز، 1997، ص. 238.

يتضح لنا من خلال الشكل أعلاه أنه باستطاعة المؤسسة تبني أي هيكل تمويلي، و لكن ذلك لا يؤثر على تكلفة الأموال و بالتالي على قيمة المؤسسة.

و لقد وجهت لمدخل "مودجلياني و ميلر" في ظل غياب الضرائب عدّة انتقادات من بينها ما يلي(عبد العزيز، 1997، ص. 240-241):

- الفرض القائل بأن المؤسسات و الأفراد يمكنهم الاقتراض و الإقراض بنفس معدل الفائدة، فهو فرض بعيد عن الواقع، حيث أن المؤسسة تتمتع بثقة أكبر من التي يتمتع بها الأفراد، فهي تملك حجم معين من الأصول الثابتة تكسبها هذه الثقة عند طلب قروض؛

- من الخطأ افتراض أن الرفع المالي الشخصي يحل بالكامل محل الرفع المالي للمؤسسات، فإذا أفلس إحدى المؤسسات المستخدمة للرفع المالي فإن الخسارة تقع على كل مستثمر بمقدار حصته. أما في حالة

إفلاس أحد المستثمرين المستخدمين للرفع المالي الشخصي فنجده لا يخسر فقط حصته بل عليه بسداد القرض؛

- إنا لأخذ بعين الاعتبار إدخال الضرائب على الدخل سيغير نتائج هذا المدخل حيث أن الفوائد التي تدفعها المؤسسة على الاقتراض تعتبر من التكاليف التشغيلية الواجبة الخصم من الوعاء الضريبي لأرباح المؤسسة. و هذا معناه أن تكلفة الاقتراض بالنسبة للمؤسسة تكون أقل من معدل الفائدة المتعاقد عليه، فالفوائد تمنح المؤسسة ميزة جباية تعود بإيرادات أكثر على الملاك و المقترضين.

**2-2- نموذج "مودجلياني و ميلر" في ظل وجود الضرائب:** نتاولنا وجهة نظر كل من "مودجلياني و ميلر" في عالم لا توجد فيه ضرائب، و الآن نعرض وجهة نظرهما في شأن تأثير الديون على قيمة المؤسسة، و لكن بفرض وجود الضرائب. فبعد صدور المقال التصحيحي سنة 1963 الذي بين أنه في ظل خضوع دخل المؤسسة للضريبة تكون القيمة السوقية للمؤسسة التي تعتمد في تمويلها على مصادر التمويل الداخلي إلى جانب مصادر التمويل الخارجي أكبر من القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد على مصادر التمويل الداخلي فقط (دادن، 2008، ص.17). ففوائد القروض تعتبر من بين المصروفات التي لا تخضع للضريبة، وبالتالي المؤسسة التي يحتوي هيكل تمويلها على القروض تستفيد من وفورات ضريبية. و قد بين الباحثان أنه في حالة وجود فرق بين القيمة السوقية للمؤسستين فإنه لا يجب أن يزيد أو ينقص عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة (القيمة الحالية للوفورات الضريبية = تكلفة الاقتراض × القيمة السوقية للقروض × معدل الضريبة على دخل المؤسسة/ تكلفة الاقتراض). وفي حالة زيادة أو نقص هذا الفارق فعملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة المؤسستين، و يكون الهيكل التمويلي الأمثل و الذي تكون فيه نسبة الاقتراض أكبر ما يمكن (إبراهيم هندي، 2006، ص.639).

أخذ "مودجلياني و ميلر" في المقال الضريبة على أرباح الشركات بعين الاعتبار و توصلوا إلى أن المؤسسة تفضل الاستدانة على الأموال الخاصة، و ذلك لكون فوائد القروض من بين التكاليف التي يمكن تخفيضها عند حساب الضريبة على الربح و من ثمّ فالمؤسسة التي يتكون هيكل تمويلها من القروض إلى جانب الأموال الخاصة تستطيع تحقيق وفورات ضريبية. كما أن قابلية تخفيض المصاريف المالية من الوعاء الضريبي على الشركات تعتبر مساعدة من قبل الدولة للمؤسسة تندرج ضمن سياستها الجباية، و لذلك يكفي أن تكون المؤسسة خاضعة للضريبة حتى تستفيد من هذه الامتيازات الجباية (و ذلك في حالة تحقيق المؤسسة لربح).

و مع إدخال ضرائب دخل الشركات في التحليل، تصبح أرباح المؤسسة كما يلي (عبد العزيز، 1997، ص. 242):

$$X_t = X - t (X - K_d D)$$

$$X_t = (1-t)X + tK_d D \dots \dots \dots (4)$$

حيث تمثل:

$X_t$ : الإيرادات بعد الضرائب؛

$t$ : معدل الضريبة على دخل المؤسسة.

و تعتبر  $(1-t)X$  عن أرباح المساهمين لما يكون الرفع المالي  $(K_d D)$  معدوم، أما في حالة استخدام الرفع المالي بالقيمة  $(DtK_d)$ ، سترتفع إيرادات الملاك و المقترضين، و بهذا تزيد قيمة المؤسسة المستخدمة للرفع المالي عن التي لا تستخدم الرفع المالي، و هذا طبعا بفرض تماثل المؤسستان في كل شيء ما عدا الهيكل التمويلي و كل هذا في ظل السوق الكامل لرأس المال. و تأتي عادة إيرادات المؤسسة بعد الضريبة  $(X_t)$  من مصدرين، فنجد مصدر غير مؤكد و قدره  $(1-t)X$ ، و آخر مؤكد يمثلته الوفرة الضريبية و قدره  $(tK_d D)$ . و لكون الوفورات التي تحصل عليها المؤسسة نتيجة زيادة الرفع المالي أكبر من مقدار الضريبة المتحتمة من طرف الدائنين، فإنه يتوقع انخفاض تكلفة الأموال بزيادة نسبة الاقتراض (حيث يكون حجم المخاطر التي تواجه المؤسسة مع زيادة نسبة الاقتراض أقل من الوفورات الضريبية المتحصل عليها)، لكن عند وصول الرفع المالي لحد معين نجد أن تكلفة الأموال ترتفع، و يمكن تحديد تكلفة أموال المؤسسة التي تستخدم الرفع المالي مع الأخذ بعين الاعتبار تأثير العامل الجبائي على دخل المؤسسة كما يلي (عبد العزيز، 1997، ص.242):

$$K_o = X_t/V = (1-t)X/V + tK_d D/V$$

$$K_o = (1-t)X/V + tK_d \lambda \dots \dots \dots (5)$$

حيث:

$$D/V = \lambda$$

$V$ : القيمة السوقية للمؤسسة.

أما تكلفة أموال المؤسسة التي لا تستخدم الرفع المالي فإنه يمكن الحصول عليها من خلال العلاقة السابقة و ذلك على النحو التالي:

$$K_o = [(1-t)X/V] (1-t) + tK_d \lambda \dots \dots \dots (6)$$

و تعتبر النسبة  $(1-t)X/V$  عن معدل العائد المتوقع أو تكلفة أموال المؤسسة التي لا تستخدم الرفع المالي، و يمكن اشتقاق تكلفة أموال المؤسسة التي تستخدم الرفع المالي  $(K_o)$  كما يلي:

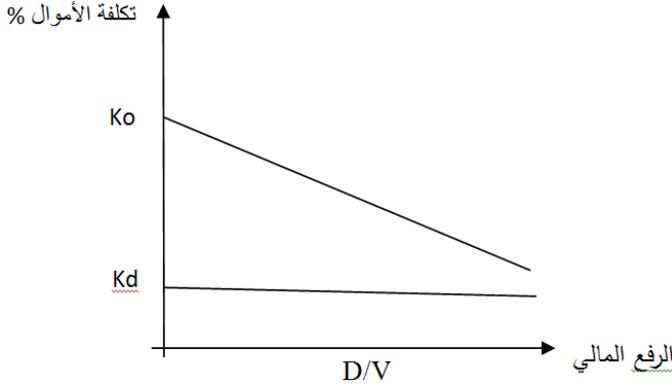
$$K_o = K_e (1-t\lambda) + tK_d \lambda$$

$$K_o = K_e - K_e t\lambda + tK_d \lambda$$

$$K_o = K_e - t(K_e - K_d)\lambda \dots \dots \dots (7)$$

يتضح من المعادلة الأخيرة أن كلا من  $K_e$  و  $t$  مستقلان عن الرفع المالي، و بافتراض ثبات قيمة  $K_d$  فإن تكلفة الأموال بعد الضرائب  $K_0$  ستتناقص إلى أدنى حد ممكن عندما تكون  $(\lambda = D/V = i)$ ، و يبدو ذلك جليا من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (02): تكلفة الأموال في ظل وجود الضرائب



المصدر: عبد العزيز، 1997، ص. 245.

توصل "مودجلياني و ميلر" من خلال المقال التصحيحي سنة 1963 إلى أن سماح السياسة الجبائية بخضم الفوائد لأغراض الضريبية يمكن المؤسسة من تخفيض تكلفة أموالها كلما زادت درجة الرفع المالي. و بالتالي لكي تحقق المؤسسة هيكل تمويلي أمثل لا بد من استعمال القروض بنسبة كبيرة.

و في دراسة لاحقة لـ "مودجلياني و ميلر" سنة 1966 أجريت على 63 مؤسسة لإنتاج الكهرباء، تم الكشف عن وجود علاقة طردية بين القيمة السوقية للمؤسسة و بين الوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض، كما كشفت دراسات أخرى على أن الاقتراض يخلف آثار إيجابية على القيمة السوقية للمؤسسة (إبراهيم هندي، 1990، ص.11).

و في سنة 1977 أضاف "ميلر" أن خاصية الوفورات الضريبية تتلاشى بسبب الضرائب على الأشخاص و التي يقوم المستثمرون بدفعها (MILLER, 1977, P.P.261-275). فحسب تحليل ميلر فالوفورات الضريبية تتمثل في القيمة  $(R \times Z)$  حيث:

$R$ : قيمة القرض؛  $Z$ : معدل الضريبة على أرباح المؤسسة.

و ذلك في حالة واحدة فقط و هي عندما لا يخضع الدخل الشخصي من الأسهم للضريبة، أما في حالة خضوع المؤسسة للضريبة على الدخل و خضوع حملة الأسهم أيضا للضريبة الشخصية على دخولهم من تلك الأسهم، فالوفورات الضريبية عند وجودها تحسب من خلال المعادلة التالية (إبراهيم هندي، 2006، ص.660):

$$\text{الوفورات الضريبية} = [1 - (1 - \text{ض}) / (1 - \text{ض}^*)] \times \text{ر} \dots\dots (08)$$

حيث تمثل:

ض: معدل الضريبة على أرباح المؤسسة؛

ض\*: معدل الضريبة الشخصية على دخل حملة الأسهم؛

ض\*\*: معدل الضريبة الشخصية على دخل حملة السندات.

و من خلال المعادلة أعلاه خلص ميلر إلى عدّة استنتاجات تمثلت فيما يلي (منير إبراهيم هندي، 1990، ص ص.13-14):

- في حالة وجود المؤسسة في عالم بدون ضرائب فإن كل من: ض، ض\*، ض\*\* تكون مساوية للصفر، وبالتالي الوفورات الضريبية تصبح معدومة. و هذا يوضح أن الرفع المالي لا يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، و هذا ما يتفق مع وجهة نظر مودجلياني و ميلر (1958)؛

- في حالة (ض\* = ض\*\*)، فالوفورات الناتجة عن عملية الاقتراض تتمثل في "ر×ض"، ونجد نفس النتيجة في حالة إغفال الضريبة الشخصية على الدخل؛

- في حالة كون (ض\* < ض\*\*)، فنجد أن الوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض تكون أقل من "ر×ض"، و بزيادة الفرق بين معدل الضريبة على دخل الأسهم و معدل الضريبة على دخل السندات، فالقيمة الحالية للوفورات الضريبية تكون مساوية للصفر و قد تتحول إلى قيمة سالبة؛

- في حالة تساوي القيمة (1-ض\*) مع القيمة (1-ض)، فنجد أن الوفورات الضريبية تكون مساوية للصفر، و بالتالي فالقيمة السوقية للمؤسسة لن تتأثر بزيادة نسبة الاقتراض، و هذه الحالة هي حالة التوازن التي تسعى إليها كل المؤسسات، إذ يتحقق فيها أكبر قدر من الوفورات الضريبية و أعلى مستوى للقيمة السوقية.

و يعترف ميلر أنه وفقا للمعادلة السابقة فالمؤسسة تستطيع تحقيق وفورات ضريبية عندما تكون (1-ض) أكبر من القيمة (1-ض\*)، و لكن هذه الحالة مؤقتة فهي لا تمثل حالة التوازن، فالهيكل التمويلي المستهدف لأي مؤسسة ينبغي أن يحقق أقصى وفورات ضريبية ممكنة، و يتحقق هذا عندما تصل القروض لمستوى تحقق فيه المساواة بين القيمة (1-ض) و القيمة (1-ض\*\*)، فعند هذه المساواة تكون المؤسسة قد حققت أقصى وفورات ضريبية و أقصى قيمة سوقية، و أي زيادة للقروض فيما بعد لن تؤدي لزيادة القيمة السوقية للمؤسسة و قد يؤثر عليها عكسيا.

و قد أكدت دراسة "بويس و كلوتاي" "BOYCE & KALOTAY" سنة 1979 ما توصل إليه ميلر (Mejri 2006, *Les déterminant de la maturité de la dette*، من الموقع الإلكتروني [www.iae.univ-poitiers.fr/affi2006/coms/047.pdf](http://www.iae.univ-poitiers.fr/affi2006/coms/047.pdf))، كما

قدم "دو- أنجلو و مازليس" "DE- ANGELO & MASULIS" سنة 1980 نموذجا تجاهل التخفيض المباشر للضرائب المرتبط بالقروض، و برهن الباحثين أنه تبعاً للظروف يمكن للتخفيضات المرتبطة بالاستثمارات و الإهلاكات أن تلعب دور "تواتج الإحلال" أمام الميزات الجبائية المرتبطة بالقروض. فحسب هذا النموذج العلاقة بين الوفورات الضريبية البديلة و الديون لا تتوقف فقط على أثر الإحلال بل و أيضاً على أثر الدخل، فإذا كان تأثير الدخل يفوق تأثير الإحلال فالعلاقة بين الوفورات الضريبية البديلة و نسبة الديون علاقة موجبة و العكس صحيح (دادن، 2008، ص17). و قد أيد هذا النموذج نموذج "ميلر"، و سمح بتوضيح كيف أن نسبة الاقتراض تتحدد بنقطة التوازن بين الوفورات الضريبية المتولدة عن فوائد القروض و بين الضريبة الشخصية على العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم.

واستناداً لتحليل "مودجلياني و ميلر" أوضح "بريلي و ميرز" "BREALEY & MYERS" أن زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسة يكون مرغوباً من طرف المؤسسة التي تسعى لتعظيم قيمتها السوقية، وذلك عندما يفوق العائد الصافي للدائنين بعد الضريبة العائد الصافي للمساهمين، و ذلك نظراً لاختلاف معدلات الضريبة التي يخضع لها كل منهما. أما في حالة العكس فمن الأفضل للمؤسسة التخفيض من نسبة الاقتراض داخل هيكلها التمويلي.

و نجد أنه من وجهة نظر "بوندادي" "PANDEY" أن الضريبة على دخل المؤسسة من شأنها التأثير على سلامة التحليل الذي توصل إليه كل من "مودجلياني و ميلر"، فيما أن للقروض ميزة جبائية متمثلة في الوفورات الضريبية فهذا معناه أن تكلفة الأموال المقترضة تكون أقل من تكلفة الاقتراض الاسمية، و بالتالي يصبح الاقتراض القائم على أن معدل الفائدة على القروض هو نفسه للمؤسسة و الأفراد غير مقبول لكون أن المستثمر لا يحقق وفورات ضريبية عند خضوع دخله للضريبة (زغيب، 2006/2005، ص118).

بناء على ما تقدم ذكره، نخلص إلى أن اعتماد المؤسسة على القروض كمصدر تمويلي من شأنه أن يحقق وفورات ضريبية تترك أثراً ايجابياً على القيمة السوقية للمؤسسة، و بالتالي نلمس مدى أهمية السياسة الجبائية في الهيكل التمويلي للمؤسسة من خلال ما توفره من مزايا جبائية و المتمثلة أساساً في الوفورات الضريبية الناتجة عن القروض و الوفورات الضريبية البديلة الناتجة عن مصادر أخرى غير القروض. فحجم الوفورات الضريبية يعدّ من محددات نسبة الاقتراض، و لكن الاقتراض المرتفع للمؤسسة سيؤدي إلى ظهور تكاليف مختلفة. فالأثر الايجابي للوفورات الضريبية يقابله أثر سلبي لتكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة التي تصاحب الاقتراض، و هو ما سنحاول توضيحه عند التطرق لنظرية التوازن.

### 3-نظرية التوازن:

جاءت هذه النظرية بفكرة أن الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة يتحقق بالتوازن بين الميزة الجبائية للقروض و تكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة (MAFTEH Salma & ROLIVER Barry, 2007, Capital)

structure choice: the influence of confidence in France, 2015/11/28 من الموقع الإلكتروني (<http://affi2007.u-bordeaux4.fr/Actes/37.pdf>)، و قد

عرفت هذه النظرية في إعدادها مرحلتين كما يلي (ساسي، قريشي، 2006، ص.375):

**المرحلة الأولى:** ففي هذه المرحلة تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس على نموذج "مودجلياني و ميلر" و بينت أن الاستدانة تؤدي إلى ارتفاع أثر الرافعة و إلى ظهور تكلفة الإفلاس؛

**المرحلة الثانية:** جاءت هذه المرحلة كتعديل للمرحلة السابقة، حيث أخذت تكلفة الوكالة بعين الاعتبار.

**3-1- التأثيرات الناجمة عن وجود تكلفة الإفلاس:** لقد استبعد كل من "مودجلياني و ميلر" في تحليلهما مخاطر الإفلاس الناتجة عن الاقتراض، فالمؤسسة التي يتكون هيكل تمويلها من أموال خاصة و ديون تكون معرضة لخطر الإفلاس، بينما إذا كانت هناك مؤسسة مماثلة و لا تعتمد في تمويلها على القروض فإنها لن تتعرض لهذه المخاطر. وتنتج مخاطر الإفلاس هذه عندما لا تستطيع المؤسسة تسديد قيمة القروض في تاريخ استحقاقها، ففي هذه الحالة يحق للمقرضين اتخاذ إجراءات قانونية لاسترجاع أموالهم قد تؤدي إلى إعلان إفلاس المؤسسة.

و في ظل اقتصاد به ضرائب على الشركات يقترح "مودجلياني و ميلر" أن تتساوى قيمة المؤسسة المقترضة (VE) مع قيمة المؤسسة غير المقترضة (VN) مضافا إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية المرتبطة بالقروض (NARAYANAN & NANDA, 2004, P.86)، و يمكننا صياغة العلاقة التالية (ساسبي، قريشي، 2006، ص.377):

$$VE = VN + TD \dots \dots \dots (9)$$

حيث تمثل:

TD: القيمة الحالية للوفورات الضريبية المرتبطة بالقروض.

العلاقة السابقة لم تأخذ تكلفة الإفلاس بعين الاعتبار، و عليه ستكون على النحو الآتي بعد ادخال تكلفة الإفلاس:

$$VE = VN + I - F \dots \dots \dots (10)$$

حيث:

I : الوفورات المحتملة في أمد محدود؛

F : القيمة التي تسمح بقياس حجم الخسائر المتولدة عن الإفلاس.

إن زيادة نسبة الاقتراض عن الأموال الخاصة تترك أثرين متضادين على تكلفة الأموال (إبراهيم هندي، 2006، ص.650)، فمن جهة نجد احتواء الهيكل التمويلي للمؤسسة على القروض يساهم في تخفيض تكلفة الأموال بسبب الوفورات الضريبية، و من جهة ثانية يترتب عن زيادة القروض في الهيكل التمويلي للمؤسسة

عن حد معين ظهور تكلفة الإفلاس و هذا يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال. وبالتالي تتوقف تكلفة الأموال في النهاية على حجم كل من الوفورات الضريبية و تكلفة الإفلاس، فهذه الأخيرة تؤدي لإلغاء الميزة الجبائية للديون (AFIKI & SADAQ,2001,p.p.26-27).

**3-2- التأثيرات الناجمة عن وجود تكلفة الوكالة:** إن الهدف من نظرية الوكالة يتمثل في تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل و الوكيل. ففي عام 1976 أدخل "جونسن و مكلينج" "JENSEN & MECKLING" (ساسبي، قريشي، 2006، ص.381) عامل تعدد الأهداف لشركاء المؤسسة، حيث أثبتنا أن هناك تكلفة وكالة للديون تلعب دورا هاما في قرار التمويل. و أصبح الهيكل التمويلي الأمثل بعد ظهور تكلفة الوكالة يتحدد بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع كل من تكلفة الوكالة و تكلفة الإفلاس معا. قد يكون عند عملية الاقتراض هناك بند في العقد ينص على أن يتم الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ قرار فيما يخص القرض الممنوح. و لكي يتأكد المقرضون بأن إدارة المؤسسة تحترم شروط التعاقد، يقومون بمتابعة ما يجري في المؤسسة، سواء بأنفسهم أو بواسطة و كيل عنهم، و التكاليف التي يتحملها المقرضون من أجل المتابعة يطلق عليها بتكاليف الوكالة.

ينجم عن علاقة الوكالة نوعان من تضارب المصالح، فهي تؤدي لبروز تناقض في المصالح بين المسير و المساهمين من ناحية، و بين المساهمين و المقرضين من ناحية أخرى. فإذا كان المسير لا يملك شخصا كامل حقوق الملكية في المؤسسة، فوكالة التسيير الناجمة عن هذه الوضعية عادة ما تكون مصدر لتكاليف الوكالة، كما نجد أيضا أن العلاقة التي تنشأ بين المقرض و المؤسسة تخضع لمبدأ عدم التناظر في المعلومة (هذا المبدأ يتمثل في اعتبار وجود اختلاف في المعلومة من حيث المستوى و النوعية بين الأعوان الاقتصاديين، و هذا طوال فترة علاقة القرض.

#### الخاتمة:

تلعب الجباية دور فعال في تشكيل الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة، و ذلك عن طريق اختيار المؤسسة لمصدر التمويل الأقل تكلفة جبائية. و قد حاولنا عرض بعض النظريات التي تناولت التأثير الجبائي على الهيكل التمويلي للمؤسسة، و من بينها نظرية "مودجلياني و ميلر"، ففي البداية قدما تصورا للهيكل التمويلي في ظل عالم بدون ضرائب، و توصلا إلى أن نسبة الاستدانة لا تؤثر على قيمة المؤسسة. و بعد الانتقادات التي وجهت لهما خاصة لعدم إدخالهما عنصر الضرائب، أعادا صياغة نموذج آخر باعتبار المؤسسة تخضع للضريبة على أرباح الشركات، و توصلا إلى أن اختيار الديون ناتج عن المزايا الجبائية لهذا المصدر التمويلي مقارنة بالأموال الخاصة و ذلك لاعتبار أن المصاريف المالية تطرح من النتائج الخاضعة للضريبة، و استخلصا أن قيمة المؤسسة تكون عند أقصى قيمة لها عندما تصل الوفورات الضريبية إلى أقصى حد ممكن لها. بينما حسب نظرية التوازن، فالهيكل التمويلي الأمثل يتحدد عندما تتساوى المزايا الجبائية مع

تكاليف الإفلاس و تكاليف الوكالة، فهذه النظرية تقرّ بأن هناك حد أمثل للاستدانة لا بد على المؤسسة ألا تتعداه.

من خلال ما سبق يمكننا حصر أهمّ النتائج التي توصلنا إليها في النقاط التالية:

- ✓ للجباية إسهامات عديدة في الوضع التمويلي للمؤسسة من خلال تمكّنها من توفير المزيج التمويلي الأمثل بفعل دور التحفيزات و قابلية الأعباء المالية للخصم؛
  - ✓ الضرائب المفروضة على المؤسسات تخلف وفورات ضريبية للديون و وفورات ضريبية بديلة للأموال الخاصة، و هذا ما يجعل المؤسسة تختار مصدر التمويل الذي يوفر لها أكبر وفورات ضريبية ممكنة، و هو ما يثبت صحة الفرضية الأولى؛
  - ✓ تلعب الجباية دورا هاما في تعظيم قيمة المؤسسة من خلال اختيار المؤسسة لمصدر التمويل الأقل تكلفة جباية، و هو ما يثبت صحة الفرضية الثانية؛
  - ✓ إن التحكم في التكلفة الجباية و تخفيضها يؤدي إلى ترشيد الاختيارات لدى المؤسسة من أجل بناء هيكل تمويلي أمثل؛
  - ✓ نظرا للوفورات الضريبية الناتجة عن الديون و الوفورات الضريبية البديلة الناتجة عن مصادر أخرى غير الديون، فإنه يفضل أن يضمّ الهيكل التمويلي للمؤسسة مزيج من مصادر تمويل داخلية و مصادر تمويل خارجية (أموال خاصة و ديون).
- إذا و من خلال كل ما تقدّم يمكن إبداء الاقتراحات التالية:
- ✓ يجب على المؤسسة أن تتابع باستمرار كل التشريعات الجباية و تحليلها من أجل الاستفادة قدر المستطاع من المزايا الجباية الممنوحة؛
  - ✓ يجب أن تقوم المؤسسة بتكوين أو توظيف مختصين في المجال الجباي لكي يقدموا مختلف الاستشارات الجباية للمؤسسة من خلال قيامهم بمهمة التسيير الجباي للتقليل من الأخطار الجباية؛
  - ✓ يجب أن يأخذ المسير المالي للمؤسسة التكلفة الجباية بعين الاعتبار في اختياره لمصادر تمويل المؤسسة، و ذلك من أجل تكوين هيكل تمويلي أمثل؛
  - ✓ لا بدّ من إسناد مهمة التسيير الجباي لمختص جباي حتى تتمكن المؤسسة من تعظيم المكاسب المحققة من الامتيازات الجباية.

## قائمة المراجع:

## أولا - المراجع باللغة العربية:

1. سمير محمد عبد العزيز، "التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية"، مكتبة الإشعاع للطباعة و النشر و التوزيع، الإسكندرية، 1997
2. عبد الغني دادن، "قرار التمويل تحت تأثير الضرائب و تأثير تكلفة التمويل"، مجلة الباحث، عدد (06)، جامعة ورقلة، 2008
3. محمد صالح الحناوي و آخرون، "الإدارة المالية - التحليل المالي للمشروعات الجديدة -"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003
4. مليكة زغيب، "إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة محددات الهيكل المالي لمجمع جبيلي"، أطروحة دكتوراه، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، 2006/2005
5. منير إبراهيم هندي، "تأثير الوفورات الضريبية، تكلفة الإفلاس، و تكلفة الوكالة على نسبة الاقتراض و على القيمة السوقية للمنشأة ( نموذج مقترح )"، المجلة العلمية، العدد الأول، كلية الإدارة و الاقتصاد، جامعة قطر، 1990
6. منير إبراهيم هندي، "الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر -"، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006
7. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، "التسيير المالي - الإدارة المالية - دروس و تطبيقات -"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر و التوزيع، 2006

## ثانيا - المراجع باللغة الأجنبية:

1. Antonio Gramsci, The prison Notebooks, Selection, Trans Quintin Hoare and Geoffrey Nowell-Smith, New York International Publishers, 1971 Disponible sur: <http://affi2007.u-bordeaux4.fr/Actes/37.pdf>
2. F. MODIGLIANI & M. MILLER, « **Corporate income taxes and the cost of capital: a correction** », The American Economic Review, Vol. 53, N° 3, June 1963
3. F. MODIGLIANI & M. MILLER, « **The cost of capital: corporation finance and theory of investment** », The American Economic Review, 48, N° 3, Juin 1958
4. Imen MEJRI, « **Les déterminant de la maturité de la dette des entreprises Françaises** », Consulté le 28/11/2015 Disponible sur: <http://www.iae.univ-poitiers.fr/affi2006/coms/047.pdf>
5. Jacques SAINT - PIERRE & Jean - Marc SURET, « **Endettement de la PME: état de la situation et rôle de la fiscalité** », L'institut de recherches politiques, Canada, 1987

6. M. MILLER, « **Debt and Taxes** », *Journal of Finance*, N°32, May, 1977
7. M.P. NARAYANAN, Vikram K. NANDA, «**Finance for Strategic decision making– what Non financial managers need to Know-**», John Wiley & Sons, Canada, 2004
8. Salma MAFTEH & Barry ROLIVER, « **Capital structure choice: the influence of confidence in France**», Consulté le25/11/2015
9. Samira RAFIKI & Abdessadeq SADAQ, « **La structure financière de la ferme a-t-elle une influence sur sa valeur? Problèmes Economique** », *Revue du financier*, N° 2728, 19 sept, Paris, 2001