

الأقتراض والوفر الضريبي وأثرهما على قيمة المنشأة/ دراسة تطبيقية في  
سوق العراق للأوراق المالية

م . م فتحية مزهر عبد الرضا القرشي

كلية الإدارة والاقتصاد

جامعة كركوك

**Borrowing and tax shield and their impact on the value of the  
corporation / Empirical Study in the Iraq Stock market**

تاريخ قبول النشر ٢٠١٤/٦/١٥

تاريخ استلام البحث ٢٠١٤/٢/٢٠

**المستخلص:**

تتأثر قيمة المنشأة بعنصر مهم ألا وهو المنافع التي تحصل عليها المنشأة من الاقتراض الضريبة والمتمثلة بالوفورات الضريبية، بسبب ارتفاع نسبة المديونية وبالمستوى المقبول، وقد جاء هذا البحث في هدف أساسي له وهو تحديد طبيعة العلاقة والأثر بين التمويل بالاقتراض وما ينجم عنه من وفورات ضريبية على قيمة المنشأة، وللوصول إلى ذلك الهدف تم صياغة فرضية رئيسية للبحث مفادها (تزداد القيمة السوقية للمنشأة بزيادة اعتماده على الاقتراض في هيكل تمويلها)، حيث تم تطبيق البحث على عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية مكونة من (٥) شركات وللفترة (٢٠٠٨ \_ ٢٠١٢)، وتم تلخيص العلاقة وتحديد الأثر بين التمويل بالاقتراض وما ينجم عنه من وفورات ضريبية على قيمة المنشأة باستخدام التحليل لكلف التمويل الممتمك والمقترض وتحليل للوفورات الضريبية ومن ثم تحليل أثر ذلك على قيمة المنشأة، وتوصل البحث إلى جملة من الاستنتاجات والتي كانت مؤيدة لفرضيته ومن أهمها اتسام كلف التمويل المقترض بالانخفاض لجميع الشركات المبحوثة وان هذه الشركات لم تستفد من التمويل المقترض بالشكل المطلوب، وعلى ضوء ذلك قدم البحث جملة من التوصيات والتي تدعم فكرة البحث وما جاء به ومن أهمها، ضرورة استخدام التمويل المقترض طويل الأجل في هيكل رأس مال المنشأة لمساهمة في تخفيض كلفة رأس المال ومن ثم تعظيم قيمة المنشأة مع مراعاة درجة المخاطرة.

**الكلمات المفتاحية:** (الاقتراض \_ الوفورات الضريبية \_ قيمة المنشأة)

**Abstract**

The value of the corporation element is effected by an important factor, the benefits that you get the facility of borrowing and of the savings tax, due to the high proportion of debt and the level of acceptable, came this research in the fundamental goal of his is to determine the nature of the relationship and the impact of debt financing and the resulting tax savings on the value of the facility, and to reach that goal is the formulation of a hypothesis president of the search that (increase the market value of the facility to increase its reliance on borrowing in the structure of funding), which has been applied research on a sample of listed companies in the Iraqi market for securities made up of (5) and for the period (2008 \_ 2012), summarized the relationship and determine the impact of debt financing and the resulting tax savings on the value of the entity using the analysis of the cost of funding the property and the borrower and the analysis of the savings tax and then analyze its impact on the value of the facility, and research has come to a number of conclusions that were in favor of the hypothesis is the most important cost of funding the borrower to fall for all the companies surveyed, and these companies have not benefited from

funding the borrower as required , and in light of this research was presented a set of recommendations which supports the idea of research and came by and most important , the need to use funds borrowed long-term capital structure of the facility for its contribution to the reduction of the cost of capital and then maximize the value of the facility , taking into account the degree of risk .

## المقدمة

يتمثل الهدف الرئيسي للم نشأة في الفكر المالي المعاصر في تعظيم قيمتها السوقية، وعليه فهي مضطرة قبل اتخاذ أي قرار إلى معرفة آثاره على هذه القيمة . ويحكم هذا الهدف ثلاثة انواع من القرارات هما: قرار الاستثمار وقرار التمويل ومقسوم الأرباح ، حيث يمكن زيادة قيمة المنشأة إما من خلال قرارات استثمارية ينتج عنها زيادة في الإيرادات الصافية، أو من خلال قرارات تمويل ينجم عنها تخفيض تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن، أو كلاهما معا . ويرى بعضهم أنه أثناء اتخاذ قرار التمويل، يكون هدف المنشأة هو تحديد تشكيلة الاقتراض والأموال الخاصة بسبب انخفاض المخاطر التي يتعرض لها الدائنون عن المخاطر التي يواجهها أصحاب الأموال، بالإضافة لما للاقتراض من وفورات ضريبية. فضلا عن ذلك فإن المقدرة المالية لأي منشأة تقاس بمدى قدرتها على مواجهة التزاماتها بتواريخ استحقاقها من جهة، ومدى إمكانيتها على خلق عوائد مالية تساعد في تطوير نشاطها وتوسيعه من جهة أخرى، بما يضمن لها البقاء في عالم الأعمال، وفي الواقع هناك وجهتي نظر: الأولى خاصة بالعالمين مودكيلياني 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 تأثيراً على كل من تكلفة الأموال وقيمة المنشأة من خلال تأثير كل من الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة والنظريات البديلة لقرار الاقتراض . وقد امتد الجدول السابق ليشمل ما إذا كان الهدف الأكثر قبولاً من طرف المديرين هو تعظيم الربح أم تعظيم الأسهم العادية أم تعظيم القيمة السوقية للمنشأة... هذه القيمة التي يعتبر تحديدها من أصعب المشاكل في مالية المنشأة بالنظر إلى تعدد المداخل لقياسها، وبالتالي اختيار المدخل المناسب وفقاً لوضعية المنشأة والهدف من عملية التقييم. ومنذ العمل الرائد للعالمين مودكيلياني وميلر عام ١٩٥٨، 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 . وقد جاء هذا البحث في محاولة لتبيان أثر التمويل بالاقتراض وما ينجم عنه من وفورات ضريبية على قيمة المنشأة، ولغرض الإحاطة بالموضوع قسّم البحث إلى أربعة مباحث تناول الأول منها منهجية البحث واختص الثاني للتأطير النظري للبحث وتضمن المبحث الثالث الجانب التطبيقي للبحث، جاء الجزء الأول منه في تحليل لكلف التمويل (الممتلك والمقترض) والجزء الثاني والثالث منه في تحليل للوفورات الضريبية وقيمة المنشأة، وجاءت استنتاجات البحث وتوصياته في المبحث الرابع .

## المبحث الأول

### منهجية البحث:

### أولاً: مشكلة البحث

يوجد جدل كبير حول وجود أثر للهيكل المالي على قيمة المنشأة، فمنذ العمل الرائد لمودكلياني و ميلر، وللوقت الحالي لا يزال الجدل قائماً بين من يؤيد وجود هذا الأثر وبين من ينفيه في الأدبيات المالية والدراسات التطبيقية، وبناءً على ذلك يمكن تلخيص مشكلة البحث في الإجابة على السؤال الرئيسي التالي: (هل هناك علاقة وأثر في استخدام المنشأة للتمويل المقترض على قيمتها في السوق المالية؟) ويمكن ترجمة هذا التساؤل بجملة من الأبعاد المعرفية ويضاف إليها بعد تطبيقي خاص بالبحث الحالي وهو كالاتي:

1- تتأثر قيمة المنشأة بنوع التمويل (الممتلك والمقترض) المختار ضمن الهيكل المالي.  
2- استخدام القروض في التمويل ينعكس في كلفته والناجمة عن الوفر الضريبي والكلفة تنعكس على قيمة المنشأة.

3- بعد آخر متمثل في إلى أي مدى يمكن ل منشأة استخدام القروض والاستفادة منها دون أن يكون لها تأثير سلبي على قيمة المنشأة.

4- إن البعد التطبيقي للمشكلة هو البعد الأساس لهذا البحث المتمثل بمدى تجسد الأبعاد المعرفية للمشكلة في سوق العراق للأوراق المالية، وعليه فإنّ هذا البعد يركز أولاً على استجلاء حالة الشركات فيما يتعلق بالاعتماد على القروض في التمويل ومن ثمّ الولوج إلى تحليل لكلف التمويل الممتلك والمقترض ويعقب ذلك تحليل للوفورات الضريبية للوقوف على أثرها على قيمة المنشأة بغية التوصل إلى نتائج تقضي إلى حوائق معرفية تدعم ما جاء به البحث.

### ثانياً: أهمية البحث

يكتسب هذا البحث أهميته من خلال تصديه للمزج بين موضوعين أثارا وبشيران الكثير من الجدل بين أوساط الفكر المالي، ألا وهما أشكال الهيكل المالي وقيمة المنشأة، فقد حظيت هذه

الموضوعات باهتمام العديد من الباحثين في حقل الإدارة المالية ، إذ تناولها العديد من الباحثين والمنظرين في الفكر المالي ووضعت لهما العديد من الأطر المعرفية وفق خلفيات متنوعة ومتعددة.. ويحاول هذا البحث في إطاره النظري أن يتحرى لتأثير الاقتراض على قيمة المنشأة، وفي هذا المضمار ، سيكتشف البحث تأثير هذا النوع من التمويل على قيمة الشركات في سوق العراق للأوراق المالية . ففي أغلب الأحيان يجد المدراء الماليون من الصعوبة التوفيق بين أهداف كل من المنشأة ومموليها، وعلى وجه الخصوص التوفيق بين الأهداف المتعلقة بالنمو وتلك المتعلقة بتعظيم القيمة، لذا يتحتم على هؤلاء المدراء إجراء دراسة معمقة وم ستقيضة لشكل التمويل المختار ضمن الهيكل المالي لها ومدى الأثر الذي يتركه على قيمة المنشأة ، ل تجنب التعرض لمخاطر وكلف باهظة. وهكذا تتجلى أهمية هذا البحث بإيجاز في ضرورة بلورة إطار نظري جلي ليستند إليه الجانب التطبيقي من خلال تحليل لكلف التمويل للشركات عندما تكون ممولة تمويلًا ممتلكًا وعند الاقتراض ومن ثم تحليل للوفورات الضريبية الناجمة عن التمويل بالاقتراض وتحليل لقيمة المنشأة قبل وبعد إضافة الوفر الضريبي والاستفادة من مضامين ذلك في أغناء التجارب اللاحقة.

### ثالثاً: أهداف البحث:

إنّ الهدف الرئيس للبحث هو استعراض لموضوعات معرفية مهمة ومعاصرة ألا وهي (الاقتراض وأثره على قيمة المنشأة) واختباره تجريبياً للوصول إلى استنتاجات ترقى إلى مستوى التعميم لخدمة الفكر المالي وعليه ينشد البحث تحقيق جملة من الأهداف المستقاة أساساً من مشكلته المطروحة والتي يمكن إبرازها بما يأتي:

يتمثل الهدف الرئيس للبحث في تبيان كيف تتأثر قيمة المنشأة باعتمادها على القروض في هيكل تمويلها ، ويترتب على ذلك أهداف فرعية أخرى:

أ- بلورة إطار نظري معرفي يكون أساساً لدراسات لاحقة في المجال التطبيقي وإمكانية الاستفادة منه عملياً.

ب- محاولة إيجاد حل لم مشكلة البحث من خلال الكشف عن الأثر الذي يتركه الاقتراض على كلفة التمويل وانعكاس ذلك على قيمة المنشأة.

ج- لإظهار مدى أهمية موضوع البحث في البيئة المالية العراقية المتمثلة بسوق العراق للأوراق المالية.

### رابعاً: فرضية البحث

يستند البحث إلى فرضية رئيسة مفادها:

(تزداد القيمة السوقية للمنشأة بزيادة اعتمادها على الاقتراض في هيكل تمويلها)

### خامساً: مجتمع عينة البحث

تم اختيار عينة البحث من مجتمعها الذي هو الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وتمثلت العينة ببعض شركات القطاع الصناعي المدرجة في سوق العراق، ومبرر استخدام هذه العينة كان نظراً لما تتميز به تلك الشركات من نظامية ودقة بياناتها، وبالتالي يمكن أن يعول على بياناتها لأغراض البحث. ولتقييم نتائج البحث فلا بد من اختيار عينة تكفل الموضوعية في تمثيل مجتمع البحث، واختبار فرضية لحل المشكلة الخاصة به، ولكون الموضوع المبحوث يحتاج في اختياره إلى أسواق مالية منظمة تضيف صفة العمق والالتزام للتداول بالأسهم، كان للباحثة أسباب في حصر العينة المبحوثة ضمن شركات القطاع الصناعي العراقية المتداولة أسهماً في سوق العراق للأوراق المالية وتمثلت هذه الأسباب بالآتي:-

إنّ القطاع الصناعي من القطاعات الاقتصادية الناضجة إلى جانب عمقه الزمني، فضلاً عن معرفته من جانب أغلب المستثمرين.

ب- إنّ شركات القطاع الصناعي من الشركات التي تنشر بياناتها في تقارير سنوية يصادق عليها من ديوان الرقابة المالية، والجدول ( أ ) يوضح وصفاً لعينة البحث.

### جدول ( أ ) الشركات عينة البحث

ت	اسم الشركة	الاسم المختصر	سنة التأسيس	رأس المال (مليون دينار)
1	بغداد للمشروبات الغازية	بيبيسي	1989	10000
2	العراقية لصناعات الكارتون	الكارتون	1978	700
3	الصناعات الخفيفة	الخفيفة	1959	2800
4	صناعات الأصباغ الحديثة	أصباغ	1976	1755
5	العراقية للصناعات الهندسية	هندسية	1985	240

### سادساً: المدة والبيانات

غطت مُدَّة البحث سلسلة زمنية أمدها خمس سنوات امتدت بين عام 2008 لغاية عام 2012. أما بالنسبة للبيانات ذات الطبيعة الكمية والمتعلقة بالجزء التطبيقي للبحث، فقد استخدمت الباحثة الكشوفات المالية مصدراً لهذه المعلومات ، بجانب النشرات التي يصدرها سوق العراق للأوراق المالية، المتعلقة بأسعار الأسهم في السوق ، كما تم الاعتماد على دليل المستثمر الذي يصدره السوق والتقارير السنوية المنشورة على الشبكة الدولية في الموقع الخاص بالسوق.

### سابعاً: نماذج وأساليب التحليل

#### أ- النماذج الخاصة بقياس كلف التمويل

1- كلفة التمويل المقترض  $K_D$

$$K_D = I / D_1$$

إذ إن:

$D_1$  = المبلغ المقترض .

$I$  = الفائدة .

2- المعدل الموزون لكلفة التمويل المقترض  $K_D = K_D(1 - T) (D_1 / D_1 + E)$

3- كلفة التمويل الممتلك  $K_U$  باستخدام نموذج (CAPM) والذي تطلب حسابه أولاً حساب (Bu) باستخدام الأسلوب الإحصائي الخاص وكما في الآتي :-

أ- حساب Bu

$$Bu = \frac{Cov(\overline{Rm}, Rj)}{VarRm}$$

إذ إن :

$Cov(\overline{Rm}, Rj)$  = التباين المشترك لمعدل عائد المنشأة مع معدل عائد السوق .

$VarRm$  = تباين معدل عائد السوق .

ب- معدل عائد محفظة السوق  $\overline{Rm}$

$$\overline{Rm} = \frac{\sum Rm}{n}$$

د- نموذج (CAPM)

$$Ku = RR = R_F + (\overline{Rm} - R_F)Bu$$

إذ إن:

$R_F$  = معدل العائد الخالي من المخاطرة ( معدل الفائدة على الودائع المصرفية ) .

4 - كلفة التمويل الممتلك  $K_e$  للشركات المرفوعة وتحسب باستخ دام المخاطرة النظامية المالية (معامل بيتا  $B_F$ )

$$B_F = B_U D_1 / E ( 1 - T ) = \text{إذ إن}$$

ولغرض حساب نسبة كلفة التمويل الممتلك  $K_e$  للشركات المرفوعة :

$$B_L = B_U + B_F$$

$$K_e = R_F + (R_M - R_F) B_L$$

5 - كلفة رأس المال (المعدل الموزون لكلفة رأس المال)  $K$  وتحسب من حاصل جمع المعدل

الموزون لكلفة التمويل المقترض  $K_D$  والمعدل الموزون لكلفة التمويل الممتلك  $K_e$

$$K = K_D ( 1 - T ) ( D_1 / D_1 + E ) + K_e ( E / E + D_1 )$$

6 - حساب قيمة الشركة (  $V$  ) بقسمة الأرباح قبل الفوائد والضرائب على المعدل الموزون لكلفة رأس المال (  $K$  )

$$V = EBIT(1-T) / K$$

7 - حساب قيمة الشركة المرفوعة والتي تساوي قيمة المنشأة غير المرفوعة مضافاً إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية وكالاتي:

$$V_1 = V + T_D$$

إذ أن:-

$$V_1 = \text{قيمة المنشأة المرفوعة}$$

$$V = \text{قيمة المنشأة الممولة بالملكية فقط}$$

$$T_D = \text{القيمة الحالية للوفورات الضريبية}$$

8 - تحسب القيمة الحالية للوفورات الضريبية من خلال المعادلة الآتية :

$$(PV)TaxShield = T_C(R_D D) / R_D$$

إذ إن:

$$T_C = \text{معدل الضريبة على دخل الشركات} \quad D = \text{مبلغ الدين}$$



## المبحث الثاني

### الإطار النظري للبحث:

#### أولاً: التمويل بالاقتراض

تعد المديونية المصدر الرئيس للتمويل الخارجي ، إذ تشير معظم الدراسات الى أن نقل التمويل يقع على ا لتمويل الداخلي (احتجاز الأرباح) والدين (Brigham & Ehrhardt 2005:178)، فإذا كانت المنشأة تبحث عن الأموال الخارجية فمن الأفضل أن تصدر الدين بدلا من الملكية، فالقاعدة هي ((إصدار أوراق مالية مضمونة وقليلة المخاطرة ))، وذلك لأن قيمتها المستقبلية تتغير بنسبة اقل عندما تنقل المعلومات الداخلية للمدراء إلى الأسواق (Loofhans . 140 : 2004)، تتفاوت تشكيلة الهيكل المالي بين الصناعات المختلفة بين شركة وأخرى، ولا توجد طريقة مباشرة توصل الشركات إلى كيفية تشكيل الهيكل المالي، فقد جاءت أول الدراسات من قبل (MODIGLIANI & MILLER, 1958) التي اقتصت بدراسة الهيكل المالي للمؤسسة وعلاقته بتكلفة الأموال، والتي بينت أن قيمة المؤسسة المتمثلة في قيمة استثماراتها والتي تتوقف بدورها على عوائدها والمخاطر المتعلقة بهذه العوائد لا ترتبط بأي علاقة مع الهيكل المالي، إذ إن مستوى المعلومات واحد لدى كل من إدارة المنشأة والمالكين، لذلك لا يوجد اختلاف بين استخدام مصادر التمويل المختلفة، فلهيهم المعلومات نفسها عن المستقبل والفرص المتاحة أمام الشركة، وإن استخدام أي مصدر من مصادر التمويل لا يؤثر على القيمة السوقية للمنشأة، غير أن ذلك ليس صحيحاً بالواقع العملي إذ إن هنالك اختلاف في تصرفات المستثمرين، ووجود تكلفة للمعلومات والمبادلات، ووجود عمولات وساطة، وضرائب على أرباح الأعمال والأرباح للأسمالية، ولا يوجد عدد كبير من المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وذلك لكوننا نعيش بعالم واقعي ليس مثالياً بني عليه افتراضات فرضية (MODIGLIANI & MILLER, 1958). ووفقاً لافتراض التسلسل في استخدام مصادر التمويل الذي قدمه (MAYERS & HAJFUL, 1984) والذان أوضحا بأنه في حالة عدم تماثل المعلومات لدى المنشأة والأسواق المالية فإن رأس المال يتم توليده من مصادر داخلية، وإذا لم تكن الأموال التي يتم توليدها داخلياً كافية، فإن المنشأة تسعى إلى استخدام الديون الخارجية، يليها بعد ذلك إصدار حقوق الملكية بوصفها آخر مصدر تمويلي تلجأ إليه المنشأة، ولا شك أن هناك منفعة من التمويل بالدين، أو ما يسمى بالرفع المالي، والذي يُعدُّ أقل مصادر التمويل كلفة نظراً للوفورات الضريبية المترتبة عليه، وهذا لا ينفي ارتفاع مخاطرها، ولأن هذا المصدر يزيد من ربحية المساهمين عن طريق زيادة العائد على حقوق الملكية، وزيادة نصيب السهم من الأرباح (Desomsak & Ratapom , 2005 : 500)، ومن مزايا التمويل المقترض أيضاً إن قيمة

المنشأة المرفوعة تزداد والمعدل الموزون لكلفة رأس المال تنخفض نسبة إلى زيادة استخدام التمويل المقترض في هيكل رأس مال المنشأة، وان الاستمرار في الاقتراض يعني الاستمرار في تعظيم قيمة المنشأة، وبهذا فلن قيمة المنشأة المرفوعة لا تساوي قيمة المنشأة غير المرفوعة، والسبب يعود إلى القيمة المضافة والناجمة عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية، ووفقا لذلك فان قيمة المنشأة المرفوعة تساوي قيمة المنشأة غير المرفوعة مضافا لها القيمة الحالية للوفورات الضريبية (Brigham & Gapenski, 2002 : 100)، ولكن التمويل بالدين سيف ذو حدين إذ إنه قد يؤدي إلى تعظيم خسارة المساهمين في حالة انخفاض الأرباح (Desomsak & Ratapom, 2005 : 500). ومن الملاحظ إن شركات النمو الرائدة تستخدم الكثير من الديون على الرغم من أنها تحقق توسعا سريعا (Brigham & Gapenski, 2002 : 98)، ولكي لا تخسر المنشأة الفرص الاستثمارية ذات القيمة في الوقت الذي كانت الإدارة تمتلك معلومات ايجابية عن المنشأة فانه من الأفضل أن تصدر الدين بدلا من الملكية وان المنشأة تصدر الدين عندما يقيم المستثمرون المنشأة بأقل من قيمتها، فالمستثمرون عندما يعرفون أن المنشأة سوف تصدر الملكية فقط وإنها مقيمة بأعلى من قيمتها وتصدر الدين في الحالة الأخرى فأنهم يرفضون شراء الملكية لحين قيام المنشأة باستنفاد سعة مديونيتها. ومن العوامل المؤثرة في قرار إصدار الدين المرونة المالية ومعدل الائتمان والتدفق النقدي والربحية والوفورات الضريبية وكلف المعاملات والرسوم ومستويات الدين للمنشآت المقارنة وكلف الإفلاس والعسر المالي (Graham and Harvey : 2001: 9). ومن الواضح إن إصدار الأسهم العادية تعد إشارة عن أنباء سيئة بشأن مستقبل المنشأة وان استخدام المديونية هي إشارة عن أنباء جيدة عن مستقبل المنشأة وتشير بعض الشواهد إلى انه عندما تقتصر المنشأة فأنها لا تعاني من أثر الأخبار السيئة في تقليل قيمة المنشأة، وقد يكون السبب في ذلك إن عملية الاقتراض بحد ذاتها تعد رقابة على العمليات الإدارية مبنية على العلاقة بين الدائن والمدين، وهذا يعني إن الاقتراض يحمل أخباراً جيدة وليست سيئة (Brigham & Gapenski 101 : 2002)، إن كلفة التمويل المقترض هي بمثابة معدل الفائدة لهذه القروض وتحسب كالآتي (العامري : ١٩٩٠ : ٢٨) :-

$$KD=Kd(1-T)$$

إذ إن :-

KD = كلفة الدين بعد الضريبة

Kd = كلفة الدين قبل الضريبة

T = معدل الضريبة الحدية

## ثانيا: الوفورات الضريبية

## أ: المفهوم والأهمية

إن الفرق بين المنشأة التي تستخدم التمويل المقترض في هيكل رأس مالها عن المنشأة التي تعتمد فقط على التمويل الممتلك في هيكل رأس مالها يكمن في مقدار الأثر الإيجابية للوفورات الضريبية. وتعد فوائد القروض من بين المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ومن ثم يتولد عنها وفورات ضريبية تترك أثراً إيجابياً على قيمة المنشأة (FUTTON,2005:235)، ونظراً للعلاقة الطردية بين معدل الضريبة والوفورات الضريبية فإنه يصبح من المتوقع أن تميل المنشأة التي لها ضريبة على الدخل بمعدل مرتفع إلى الاعتماد بدرجة كبيرة على الأموال المقترضة، ويشير (Weinsten,2005:104) أنه كلما ارتفعت الضريبة التي تخضع لها الأرباح الصافية للمنشأة اتجهت لدرجة أكبر للاعتماد على المديونية التي تطرح كلفة الفائدة عليها ضمن بقية المصروفات من الإيرادات عند تقدير الضريبة. من المحتمل أن تخفض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال (BREALEY&MYERS,2001:220) وتتجه المنشأة لفرص بديلة لتحقيق وفورات ضريبية من مصادر أخرى غير فوائد القروض، مثل: الاندثار، والخصومات الضريبية التي تحصل عليها المنشأة نتيجة تنفيذها استثمارات جديدة تشجعها الحكومة في مناطق محددة. إن معظم الدراسات أشارت إلى أن الشركات ذات الإعفاءات الضريبية المرتفعة (مقابل الاستهلاك، والاستثمار في الموجودات) مقارنة مع دخلها تحوي على نسب مديونية منخفضة مقارنة مع الشركات الأخرى المتشابهة، وأن قرار الشركة التمويلي يعتمد على مقدار الإعفاءات الضريبية، حيث إن عملية قيام الشركة بالاقتراض لتمويل مشاريعها له فوائد ضريبية مقارنة مع قيام المنشأة بإصدار أسهم جديدة؛ وذلك لأن الربح على الأسهم يدفع بعد دفع الضرائب (Weinsten,2005:98). وتتجسد أهمية الوفورات الضريبية في كونها إحدى نقاط الجدل الرئيسية التي قللت الفجوة بين النظرية التقليدية ونظرية مودكلياني وميلر، وهذا ما أشاروا إليه في مقالتهم التي قدموها عام ١٩٦٣ تحت عنوان ضرائب دخل الشركة وكلفة رأس المال، تصحيح، وأن قيمة المنشأة لا تعتمد على هيكل رأس مالها باستثناء ما يتعلق بالقيمة المضافة الناجمة عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية للدين (Fattoh,2005:238)، إذ أن استخدام التمويل المقترض في هيكل رأس مال المنشأة يؤدي إلى تحقيق الوفورات الضريبية التي تساهم في تعظيم قيمة المنشأة وزيادة ثروة المساهمين، وإن الفائدة على الدين تخصم لإغراض ضريبة الدخل، وكذلك فإن استخدام التمويل المقترض يقلل من كلفة التمويل، وعليه، فإن زيادة نسب التمويل المقترض يزيد من قيمة

المنشأة (العامري ، ١٩٩٠ : ١٦)، وبهذا فان خيار التمويل المقترض يتميز عن التمويل الممتلك في قيمة الوفورات الضريبية يضاف إلى ذلك إن التمويل المقترض يمثل مصدر الت مويل الخارجي الأقل كلفة ومخاطرة. إن الوفورات الضريبية تظهر المزايا الضريبية للفائدة على الدين والتي تؤدي إلى انخفاض مبلغ الضريبة المدفوعة وبذلك تزداد الأرباح التي تذهب إلى حملة الأسهم، فضلا عن أنها تحمل الدولة جزءا من كلفة الدين (Gitman,2000:507)، ويتفق الأكاديميون على إن الوفورات الضريبية شأنها شأن أي تدفق نقدي مستقبلي ينبغي إن خصم بمعدل خصم مناسب يعكس مدى المخاطرة ( Luehrman , 2007 : 151).

### ب : العوامل المؤثرة في الوفورات الضريبية

تعتمد قيمة الوفورات الضريبية على عدّة عوامل تتفاوت أهميتها من منشأة إلى أخرى متأثرة بالعوامل الآتية:

#### حجم الاقتراض:

حسب نظرية مودكلياني وميلر فان الضريبة على دخل المنشأة فان قيمة المنشأة تزداد وبشكل مستمر كلما ازداد الاقتراض وبنسبة ١٠٠ % ، إذ إن المنشأة التي تستخدم التمويل المقترض في هيكل رأس مالها تزداد قيمتها كلما ازداد حجم الاقتراض ( Brigham and Gapenski , 2002:390). ويصف بريلي ومايرز الوفورات الضريبية بأنها عبارة عن تدفق نقدي ذو مخاطرة منخفضة قياسا إلى مخاطرة موجودات المنشأة، وفي المقابل فان قيمة الوفورات الضريبية تنخفض إذا كانت المنشأة لا تقترض بشكل مستمر ، ولم تفكر في الإفادة من التدفق النقدي الحاصل من الوفورات الضريبية في المستقبل ( Brealey an Myers ,1996:476).

#### التدفق النقدي الداخلي:

يعد التدفق النقدي الداخلي للمنشأة من العوامل ذات التأثير ال واضح في أهمية الوفورات الضريبية، إذ تزداد أهمية الوفورات الضريبية بالنسبة للمنشأة التي لها قدرة على تحقيق إيرادات تكفي لتغطية مدفوعات الفائدة للدين ، وإلا لما كانت المنشأة تقترض وهي غير قادرة على تحقيق تدفق نقدي داخلي مستقر للتخلص من الالتزامات المالية المترتبة عليها والتي قد تؤدي إلى وصول المنشأة إلى حالة العسر المالي وفي النهاية قد تعلن المنشأة عن إفلاسها ، وعليه فان الوفورات الضريبية للدين ترتبط بعلاقة متبادلة مع المتغيرات في التدفق النقدي للفرص الاستثمارية للمنشأة (Jeffey , 2008 : 111). إن قيمة المنشأة تعتمد على تدفقاتها النقدية الداخلية وان المنشأة ذات الأرباح المنخفضة تقترض اقل من المنشآت ذات الربحية العالية ، كما إن تحليل التدفق النقدي

للمنشأة يشخص قابليتها على البقاء أو الاستقرار عندما تركز المنشأة على أهمية التدفق النقدي تحت بدائل مفترضة مستقبلية من حالات الاقتصاد ( Bitro & John , 2001 : 118 ).

### المعدلات الضريبية:

إن المنشأة التي تدفع معدلات ضريبية عالية بإمكانها الاقتراض بشكل أكبر من المنشآت ذات معدلات الضريبة المنخفضة ، إذ إنها تحصل على فوائد أكبر عند استخدامها التمويل المقترض (Jacqueline , 2007 : 71). وترتبط الوفورات الضريبية بعلاقة طردية مع معدلات الضريبة ، ويمكن تقييم الوفورات الضريبية المستقبلية بالاعتماد على مس تويات معدلات الضريبة المستقبلية ، فعندما تكون معدلات الضريبة مرتفعة فإن قيمة الوفورات الضريبية تكون مرتفعة أيضا ، وعليه فإنه عند انخفاض معدلات الضريبة فإن قيمة الوفورات الضريبية تنخفض بالمستوى نفسه ( Bitro & John , 2001 : 115 )

### الضرائب الشخصية:

من المؤكد إن للنظام الضريبي الذي تفرضه الدولة على دخل المنشآت والأفراد (المستثمرين بالأسهم والسندات ) علاقة جوهرية بتفاوت نسب التمويل المقترض وتحقيق الوفورات الضريبية من منشأة إلى أخرى ، فعندما يتم فرض الضرائب الشخصية على دخل المستثمرين والمتمثلة بالضريبة الشخصية على دخل الأسهم ، والضريبة الشخصية على دخل الفوائد ، تصبح مسؤولية الإدارة المالية محاولة تقليل القيمة الحالية لجمي ع الضرائب المدفوعة عن دخل المنشأة ودخل المستثمرين بالأسهم والسندات ، فالضرائب الشخصية تؤدي إلى إخفاء مزايا الاقتراض ، فعند بلوغ حالة التوازن تتساوى الوفورات الضريبية الناجمة عن فرض الضريبة على المنشأة مع الضريبة الشخصية الإضافية التي يدفعها المستثمرون عندما يحولون جزءا من استثماراتهم من الأسهم إلى السندات ( Chin , 2004 : 128 ).

### السيولة:

إن قيمة المنشأة على المدى البعيد تعتمد على قرارات الاسثمار والتمويل وهذا من شأنه إعطاء احتمالية ارتفاع قيمة المنشأة ، وذلك يتطلب من الشركة توفير مقدار معين من السيولة المالية لكي تستطيع الاستثمار في الفرص ذات صافي القيمة الحالية الموجبة الجديدة وهذا يظهر السبب في لجوء المنشآت ذات النمو العالي إلى استخدام مديون نية أقل وذلك لتوفير سيولة (Williams & Haghes , 2010 : 728).

### ج: احتساب القيمة الحالية للوفورات الضريبية

تحتسب القيمة الحالية للوفورات الضريبية باستخدام المعادلة التالية ( Randolph & Jim , 2007 )  
(311)

$$\text{PV Tax Shield} = \text{Corporate Tax rate} \times \text{Expected Interest Payment}$$

$$\text{PV Tax Shield} = \text{TC} ( \text{RDD} ) / \text{RD} = \text{TCD}$$

إذ إن :-

$$\text{TC} = \text{معدل الضريبة على دخل المنشأة}$$

القيمة الحالية للوفورات الضريبية = معدل الضريبة على دخل المنشأة × مدفوعات الفائدة أي إن القيمة الحالية = معدل الضريبة (معدل الفائدة × الدين) معدل الفائدة = معدل الوفر الضريبي في مبلغ الدين للوفورات الضريبية وتوضح المعادلة الثانية إن الوفرات الضريبية يتم خصمها بمعدل الخصم الذي هو معدل الفائدة نفسه على الدين ، إذ إن مخاطرة الوفرات الضريبية هي المخاطرة نفسها لمدفوعات الفائدة، والتي تمثل معدل الفائدة على الدين (RD) والذي يطلبه الدائنون.

### المبحث الثالث

#### الجانب التطبيقي للبحث

#### أولاً: تحليل ومناقشة كلف التمويل

يختص هذا الجزء من البحث تحليل كلف التمويل على إنها معدلات خصم، ويراد من تحليل كلف التمويل هنا كونها معدلات الخصم التي يستند إليها البحث في تحديد قيمة المنشأة للشركات قيد البحث، لذا سيشمل التحليل تحليل كل من كلف التمويل المقترض طويل الأجل و كلف التمويل الممتلك، وما ستسفر عنه نتائج التحليل المعول في المادة اللاحقة للبحث ، مثل استخدام كلفة التمويل الممتلك (Ku) كونه معدل خصم عند استخراج قيمة المنشأة غير المرفوعة (V) .

#### ١ - كلفة التمويل المقترض

تتحد كلفة التمويل المقترض طويل الأجل في كل من:

سعر الفائدة على القروض طويلة الأجل

وزن التمويل المقترض طويل الأجل في هيكل رأس المال

الوفر الضريبي

وقد بلغت الفائدة على القروض طويلة الأجل كمتوسط خلال مدة التحليل (13.5%)، وبلغ

متوسط وزن التمويل المقترض للشركات عينة البحث (17%)، أما متوسط المعدل

الموزون لكلفة التمويل المقترض فقد بلغ (1%)، للشركات عينة البحث والمبين في الجدول

(1) ويترتب على نتائج التحليل المبينة في الجدول (1) إن انخفاض وزن ال تمويل

المقترض يزيد من المعدل الموزون لكلف رأس المال (K) وهذا يؤدي إلى استنتاج مفاده إن الشركات المبحوثة لم تستفد من التمويل المقترض ذي الوزن المنخفض.

### الجدول (١) كلفة التمويل المقترض

ال م ت و س ط	ال ه ن د س ي ة	ا ل أ ص ب غ	ا ل خ ف ي ف ة	ال ك ا ر ت و ن	ال ب ي ب س ي	ال ش ر ك ا ن ا
0 , 1 7	0 , 2 2	0 , 1 3	0 , 1 3	0 , 2 0	0 , 1 5	و ز ن ال ن م و ي ال م ن ن ن
0 , 0 1	0 , 0 2	0 , 0 1	0 , 0 1	0 , 0 2	0 , 0 1	ال م ن ال م و ز و ن ن

						ل ف ة ال تم و يل ال م ق تر ض
--	--	--	--	--	--	---

## ٢ - تحليل كلف التمويل الممتك

وانسجماً مع ما يتطلبه البحث من واقع تحليلي لهذه الكلف فإنَّه جرى تحليل كلف التمويل الممتك للشركات المبحوثة خلال مدة التحليل على افتراض إن هذه الشركات ليست مرفوعة أولاً (أي إنها لا تستخدم الرافعة المالية في هيكلها المالي) وإنما يتم تمويلها تمويلًا ممتكًا بالكامل، وثانياً تم تحليل الكلف عندما تكون المنشآت مرفوعة وبنسب رافعة افتراضية مساوية لمبلغ الزيادة في رأس المال لهذه الشركات إن تحليل التمويل الممتك هو ببساطة ليس كتحليل التمويل المقترض طويل الأجل والسبب في ذلك يعود إلى المكونات أو المتغيرات المتعددة المطلوبة في حساب هذه الكلف والتي تشمل كلا من:

$K_u$ : كلف التمويل الممتك للشركات غير المرفوعة والمحسوب بموجب نموذج CAPM والذي يتطلب حساب بيتا المنشآت غير المرفوعة ( $B_u$ ).

$R_j$ : معدل العائد على الاستثمار للشركات المبحوثة والمحسوب بقسمة الأرباح قبل الفوائد والضرائب على مجموع الموجودات .

$B_u$ : معامل بيتا للمنشآت غير المرفوعة والمحسوبة بقسمة التباين المشترك لمعدل عائد المنشأة ( $R_j$ ) مع معدل عائد السوق ( $RM$ ) على تباين معدل عائد السوق ( $VarRM$ ).

$BF$ : معامل بيتا (المخاطرة النظامية المالية)، إذ يجري التحليل على افتراض إن الشركات عينة البحث تستخدم التمويل المقترض في هيكل رأس مالها والذي يؤدي إلى تعرض الشركات إلى مخاطر نظامية إضافية وهي المخاطرة النظامية التي تتمثل في ذلك الجزء من الرافعة المالية الذي



ينطوي على التزامات مالية (فوائد) والتي بدورها ترفع المخاطرة النظامية للشركات، وبالنتيجة ارتفاع كلفة التمويل الممتمك، إذ تعتمد المخاطرة النظامية المالية (BF) على كل من المخاطرة النظامية للإعمال (Bu) في الشركة، ووزن التمويل المقترض إلى التمويل الممتمك (نسبة الدين إلى حق الملكية) (D1 / E).

BL: وتستخدم معامل بيتا المرفوعة (BL) لغرض حساب كلفة ا لتمويل الممتمك للشركات المرفوعة، والتي تساوي حاصل جمع المخاطرة النظامية للإعمال (Bu) مع المخاطرة النظامية المالية (BF).

Ke: كلف التمويل الممتمك للشركات المرفوعة والمحسوب بموجب نموذج (CAPM) والذي يتطلب حساب بيتا المنشأة المرفوعة (BL).

Ke ( E /E+D): ويحسب المعدل الموزون لكلفة التمويل الممتمك من حاصل ضرب كلفة التمويل الممتمك Ke في وزن التمويل الممتمك (E /E+D).

ويترتب على نتائج التحليل المبينة في الجدول ( 2 ) التي تتضمن مؤشرات حساب كلف التمويل الممتمك كمتوسطات، إذ يظهر من الجدول (2) إن كلفة التمويل الممتمك للشركات غير المرفوعة (Ku) تتراوح بين (19% - 45%) وعلى انه متوسط لجميع شركات العينة فقد بلغ (33%) وهي متقاربة مع م توسط معدلات العائد على الاستثمار (Rj) والبالغة (35%) والتي كانت السبب في ارتفاع معامل بيتا (Bu) للشركات المبحوثة والتي تراوحت كمتوسطات بين (1.65 - 26%) وقد بلغ المتوسط العام (99%) وعند حساب معامل بيتا (BF) فقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول (٢) إن متوسط الم خاطرة النظامية المالية قد بلغ (12%) نتيجة لانخفاض نسبة (D1 / E) والبالغة (20%) وبهذا فليح معامل بيتا (BL) على انه متوسط قد بلغ (101%) .

#### الجدول (٢) مؤشرات حساب كلف التمويل الممتمك كمتوسط

الم تو سط	اله ند سية	الأ ص باغ	ال خ في فة	الكا رتو ن	ال بي ب س ي	ال شر كا ت
33 %	0,1 9	0, 45	0, 4 5	0, 31	0, 27	K U
35 %	0,2 7	0, 42	0, 3 7	0, 27	0, 42	RJ

99 %	0,2 6	1, 56	1, 5 8	0, 90	0, 65	B U
20 %	0,2 7	0, 15	0, 1 5	0, 26	0, 21	E / D1
12 %	0,0 5	0, 15	0, 1 6	0, 15	0, 09	B F
10 1 %	0,3 1	1, 71	1, 7 4	1, 05	0, 75	B L
35 %	0,1 9	0, 47	0, 4 7	0, 34	0, 28	Ke
84 %	0,7 9	0, 88	0, 8 7	0, 80	0, 48	وز ن نتم ويل الم مثل ك
27 %	0,1 5	0, 41	0, 4 1	0, 27	0, 13	الم ع ن الم وز ون لكل فة نتم ويل الم مثل ك

وينتضح من الجدول (2) أن وزن التمويل الممثل للشركات عينة البحث مرتفعا بالقياس إلى وزن التمويل المقترض فقد بلغ كمتوسط (84%) وقد انعكس ذلك في ارتفاع المعدل الموزون لكلفة

التمويل الممتك والذي بلغ كمتوسط (27%) نظرا لارتفاع وزنه من ناحية وارتفاع كلف التمويل الممتك (Ke) من ناحية أخرى إذ بلغ كمتوسط (35%) وبالمقابل فإن ارتفاع كلف التمويل الممتك (Ke) هو السبب في ارتفاع علاوة المخاطرة والتي تتوقف بدورها على المخاطرة النظامية (BL) إذ انه كلما ازدادت تؤدي إلى زيادة معدل العائد المخصص في تلك المخاطرة (معدل العائد المطلوب) كلفة التمويل الممتك Ke والذي يعكس العلاقة بين المخاطرة النظامية وكلفة التمويل الممتك.

### ٣ - تحليل المعدل الموزون لكلف التمويل

ويحسب المعدل الموزون لكلف التـم ويل (K) بعد حساب المعدل الموزون لكلف التمويل المقترض طويل الأجل والمبين في الجدول (1) والمعدل الموزون لكلف التمويل الممتك والمبين في الجدول (2) والتي تشكل بمجموعها مكونات كلفة هيكل رأس المال للشركات المبحوثة ، وقد تم إدخال المخاطرة النظامية في حساب ذلك الج زء من هذا المعدل الموزون لكلفة التمويل المحسوبة بهذه الطريقة يعد مؤشرا سليم لتقديم السياسات التمويلية في الشركات .ويبين الجدول (3) نتائج تحليل متوسط المعدل الموزون لكلف التمويل (K) والتي كشفت عن انخفاض القروض طويلة الأجل في هيكل رأس مال الشركات المبحوثة مق ابل الارتفاع في التمويل الممتك والذي أدى إلى ارتفاع متوسط المعدل الموزون لكلف التمويل (K) والذي بلغ كمتوسط (31%) .

#### الجدول (٣) نتائج تحليل متوسط المعدل الموزون لكلف التمويل ( K )

ال ش ر ك ات	ال ب ي ب س ي	ال ك ا ر ت و ن	ال ل خ ف ي ف ة	ال ل أ ص ب غ	ال ه ن د س ي ة	ال م ت و س ط
ال م ع د ل ال م و ز	0 , 0 1	0 , 0 2	0 , 0 1	0 , 0 1	0, 0 2	0 , 0 1

						و ن س س و س س م م س س ن و و ن س س و س س م م س س
0 , 2 9	0, 1 5	0 , 4 1	0 , 4 1	0 , 2 7	0 , 2 3	س س س م و و ن س س و س س م م س س
0 , 3 1	0, 1 7	0 , 4 2	0 , 4 2	0 , 2 9	0 , 2 5	K

لقد أظهرت نتائج تحليل نسبة التمويل المقترض طويل الأجل في الشركات عينة البحث إن وزن التمويل المقترض منخفض جدا وقد بلغ (17%) وهذا لا يتماشى مع غاية البحث، ويترتب على هذه النتيجة الآتي: ارتفاع كل من  $K_e$ ,  $K$  الأمر الذي سيؤدي إلى عدم إمكانية تحديد الرافعة المثالية، وربما انخفاض ( $V$ ) قيمة المنشأة .

### ثانيا: مناقشة نتائج تحليل الوفورات الضريبية

لقد أظهرت نتائج التحليل الفعلية لمؤشر استخدام الرافعة المالية في الهيكل المالي إي مؤشر وزن التمويل المقترض طويل الأجل في هيكل رأس المال على وجه التحديد بأنها كانت منخفضة لكافة شركات العينة وهذه النتائج لا تتماشى مع متطلبات البحث الحالي لان متطلبات هذا البحث لا تعمل مع مؤشرات رافعة منخفضة، إذ أنها لا تظهر نتائج معنوية يمكن التعويل عليها ، الأمر الذي اضطر معه افتراض نسب افتراضية للرافعة المالية، وهي ثلاث نسب (40%، 50%، 60%) والافتراض هنا للنسب فقط، إما التحليل فقد اجري على مجموعة مطلوبات الشركات إي حق الملكية والمطلوبات الفعلية لكي تحسب وتتحقق في ضوءها متطلبات التحليل الأساسية المتمثلة بالوفورات الضريبية وبالتالي في قيمة المنشأة .

### ١ - تحليل الوفورات الضريبية

تحسب القيمة الحالية للوفورات الضريبية (PV Tax Shield) من حاصل ضرب مبلغ الدين في معدل الضريبة المفروضة على دخل الشركات ، إذ انه يتم خصم مبلغ الوفورات الضريبية بمعدل الفائدة نفسها المفروضة على مبلغ الدين .

يوضح الجدول (4) متوسط مبلغ الدين للشركات عينة البحث على افتراض أنها تستخدم التمويل المقترض في هيكل رأس مالها وينسب تتراوح بين (40%-60%) وقد تم الاستعانة بهذا الجدول في نتائج تحليل الوفورات الضريبية في الجدول (5) والذي يتضح فيه إن الشركات تحقق قيمة عالية للوفورات الضريبية أعلى كلما ازدادت نسبة الاقتراض وكذلك نسبة الضريبة والتي ستساهم في ارتفاع قيمة الشركات بمقدار الزيادة في القيمة الحالية للوفورات الضريبية .

الجدول (4) انه عند نسبة الاقتراض 40% فإن أدنى وسط حسابي قد بلغ (49) مليون دينار وأن أعلى وسط حسابي بلغ (1775) مليون دينار وان المتوسط العام لمبلغ الدين (8852) مليون دينار، إما عند زيادة نسبة الاقتراض إلى 60% فإن أدنى وسط حسابي بلغ (74) مليون دينار، وأعلى وسط حسابي ارتفع إلى (2662) مليون دينار وان المتوسط العام لمبلغ الدين هو (1327.8) مليون دينار.

الجدول(٤) مبلغ الدين كمتوسط بنسب اقتراض ( 40% \_ 50% \_ 60% ) مليون دينار

ال م ت ا م ن ا م ن	ال ه ن د س ي ة	ا ن ك ل ب ن غ	ا ن ن ف ي ة	ا ن ك ل ر ن ا ن	ا ن ب ي ب ي س ي	ا ن ن ك ل ا ن
8	4	1	1	1	1	4
8	9	3	1	7	7	0
5		1	2	0	7	%
2		0	2		5	
1	6	1	1	2	2	5
1	2	6	4	1	2	0
0		3	0	2	1	%
6		7	3		8	
.						
4						
1	7	1	1	2	2	6
3	4	9	6	5	6	0
2		6	8	5	6	%
7		5	3		2	
.						
8						

إن ارتفاع نسبة الاقتراض والاستفادة من طرح الفائدة من الوعاء الضريبي لدخل الشركات فإنَّ القيمة الحالية للوفورات الضريبية والمبينة في الجدول (5) ترتفع أيضا فقد بلغ المتوسط العام لها (309.6) مليون دينار عند نسبة الاقتراض 40% ، وعند زيادة نسبة الاقتراض إلى 60% فليقَّ المتوسط العام للقيمة الحالية للوفر الضريبي بلغ (464.8) مليون دينار للشركات المبحوثة . إن هذه الزيادة في القيمة تمثل القيمة المضافة إلى قيمة الشركات فيما لو استخدمت التمويل المقترض في هيكل رأس مالها وبوجود الضرائب البالغة نسبتها (35%) على دخل الشركات المبحوثة .

الجدول (٥) متوسط الوفر الضريبي للشركات عينة البحث ( مليون دينار)

ال م ت ا و ع ط	ال ه ن ط ي ة	ا ل ب ا غ	ا ل ن ط ي ة	ا ل ك ا ر ن و	ا ل ب ي ب ي س	ا ل ش ر ك ا ت
3 0 9 . 6	1 7	4 5 8	3 9 3	5 9	6 2 1	4 0 %
3 8 7 . 2	2 2	5 7 3	4 9 1	7 4	7 7 6	5 0 %
4 6 4 . 8	2 6	6 8 8	5 8 9	8 9	9 3 2	6 0 %

### ثالثا: مناقشة نتائج تحليل قيمة المنشأة

#### تحليل قيمة المنشأة

يُخصص هذا الجزء من المبحث بتحليل قيمة الشركات وبالاستناد على نتائج تحليل القيمة الحالية للوفورات الضريبية، إذ إن تحليل قيمة المنشأة يتضمن حساب قيمة المنشأة ممولة تمويلا ممتلكا مضافا إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية، ويتم تحديد قيمة المنشأة (V) استنادا إلى نسب الاقتراض المحددة ب (40% - 60%).

#### حساب قيمة المنشأة ممولة تمويلا ممتلكا (V)

يوضح الجدول (6) قيمة الشركات عينة البحث على افتراض ان هذه الشركات ليست مرفوعة، وإنها يتم تمويلها تمويلا ممتلكا بالكامل، وان قيمة المنشأة الممولة تمويلا ممتلكا (V) تحسب

بخصم الإرباح قبل الفوائد والضرائب بمعدل خصم مناسب وهو كلفة التمويل الممتلك ( $K_U$ ) للشركات عينة البحث والمبينة في الجدول (2) والذي يمثل معدل الخصم لمنشأة ممولة تمويلًا ممتلكًا بالكامل (أي كلفة التمويل الممتلك للشركات غير المرفوعة) (والمحسوب بموجب نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM)). وهذه الخطوة هي الأولى لتحديد قيمة الشركات المبحوثة

الجدول (٦) قيمة الشركات عينة البحث ممولة تمويلًا ممتلكًا (مليون دينار)

المتوسط	2012	2011	2010	2009	2008	السنوات الشركات
10179.6	18975	14691	9391	5049	2792	بيبيسي
520.4	1090	597	491	248	176	الكارتون
3535.5	7054	4192	3864	1832	734	خفيفة
4460.2	7043	5188	5490	3635	945	أصباغ
116.4	14	69	187	118	194	هندسية

#### مناقشة قيمة الشركات بعد الوفر

تشبه نتائج التحليل في الجدول (7) والتي تظهر قيمة الشركات عينة البحث والممولة تمويلًا ممتلكًا، مضافًا لها القيمة الحالية للوفورات الضريبية عند نسبة الاقتراض 40% قد ارتفعت عند مقارنتها بقيمة الشركات في الجدول (6) ويعزى السبب إلى الأثر الإيجابي للوفورات الضريبية. فمتوسط قيمة شركة البيبيسي كان (10179.6) وهي ممولة تمويلًا ممتلكًا وقد ارتفع إلى (10922.2) عند نسبة الاقتراض 40% وإلى (11108) عند زيادة نسبة الاقتراض إلى 50% وكما هو مبين في الجدول (8) وإلى (11293.6) عند زيادة النسبة إلى 60% وكما هو موضح في الجدول (9)، وهكذا هو الحال بالنسبة لجميع الشركات المبحوثة، وهذا يثبت ويؤيد فرضية البحث، حيث إن قيمة الشركات ارتفعت بارتفاع نسبة الاقتراض وعليه فإن أثر الوفرات الضريبية كان أكثر إيجابية عند استخدام الرافعة بنسبة 60% عما كان عليه عند استخدام الرافعة بنسبة 40%.

الجدول (٧) قيمة الشركات عينة البحث بعد الوفر بنسبة رافعة 40% (مليون دينار)

المتوسط	2012	2011	2010	2009	2008	السنوات الشركات
10922,2	20566	15755	10111	5290	2889	بيبيسي
594,6	1233	696	570	284	190	الكارتون
3926,8	7916	4745	4220	1969	784	خفيفة



أصباغ	1027	3730	6172	6136	8286	5070,2
هندسية	203	131	206	93	51	136,8

الجدول (٨) قيمة الشركات عينة البحث بعد الوفر بنسبة رافعة 50% (مليون دينار)

السنوات الشركات	2008	2009	2010	2011	2012	المتوسط
بيبيسي	2913	5351	10291	16021	20964	11108
الكارتون	193	294	589	721	1269	613,2
خفيفة	797	2003	4306	4883	8131	4024
أصباغ	1048	3754	6343	6373	8596	5222,8
هندسية	206	134	211	99	60	142

الجدول (٩) قيمة الشركات عينة البحث بعد الوفر بنسبة رافعة 60% (مليون دينار)

السنوات الشركات	2008	2009	2010	2011	2012	المتوسط
بيبيسي	2937	5411	10471	16287	21362	11293,6
الكارتون	197	303	609	745	1305	631,8
خفيفة	809	2037	4398	5021	8347	4122,4
أصباغ	1068	3778	6513	6611	8907	5375,4
هندسية	208	137	216	105	69	147

### ٣ - مقارنة متوسط قيم الشركات

تظهر نتائج التحليل في الجدول (10) مقارنة بين متوسط قيم الشركات عينة البحث والمستمدة من الجداول المستخدمة في الجانب التطبيقي من البحث وتتمثل في أربع قيم للشركات عينة البحث لغرض بيان الفرق بين قيمة الشركة وهي ممولة تمويلا ممتلكا وقيمتها بعد استخدام التمويل المقترض وبنسب رافعة تتراوح بين (40%-60%) وتوضيح الأثر الايجابي للتمويل المقترض، والمتمثل بالوفورات الضريبية . ويتبين من الجدول (10) العمود (1) إن أدنى قيمة للشركات المبحوثة سجلت عندما تكون ممولة تمويلا ممتلكا، إما في العمود (2) في الجدول نفسه والمستمدة من الجدول (7) فقد ارتفعت متوسط قيمة الشركات عند زيادة نسبة الاق تراض إلى 40% وهذا الارتفاع يمثل الأثر الايجابي للوفورات الضريبية للشركات . كما يظهر الجدول (10) الأثر الايجابي للاقتراض ومدى تأثيره على ارتفاع قيمة الشركة ، فقد كان الأثر الايجابي مرتفعا لبعض الشركات ومنخفضا لشركات أخرى، فعلى سبيل المثال ، إن متوسط قيمة شركة البيبيسي بلغ

(10922.2) مليون دينار عند نسبة الاقتراض 40% وارتفع إلى (11108) مليون دينار عند زيادة نسبة الاقتراض إلى 50%، و (11293.6) مليون دينار عند نسبة الاقتراض 60%، إي بفارق (185.8) مليون دينار في المرة الأولى ، وبفارق (185.6) مليون دينار في المرة الثانية والذي يمثل قيمة الوفر الضريبي ، وبهذا فان الأثر الايجابي كان مرتفعا لهذه الشركة ، ويظهر هذا الارتفاع جليا عند مقارنتها مع الشركة الهندسية التي بلغ متوسط قيمتها عند نسبة الاقتراض 40% (136.8) مليون دينار وارتفع إلى (142) مليون دينار عند نسبة الاقتراض 50% و (147) مليون دينار عند نسبة الاقتراض 60%، إي بفارق (52) مليون دينار في المرة الأولى ، وبفارق (5) مليون دينار في المرة الثانية، إن الأثر الايجابي للشركة الهندسية يعد منخفضا قياسا إلى الأثر الايجابي لشركة البيبيسي . وبشكل عام فان الأثر الايجابي قد أدى إلى ارتفاع قيم الشركات المبحوثة بسبب إضافة القيمة الحالية إلى الوفورات الضريبية وعدم تعرض الشركات المبحوثة إلى كلف الإفلاس و الوكالة.

جدول ( 10 )  
مقارنة متوسط قيم الشركات

نسبة الاقتراض الشركات	( 1 ) VU	VT ( 2 ) ( 40% )	VT ( 3 ) ( 50% )	VT ( 4 ) ( 60% )
البيبيسي	10179,6	10922.2	11108	11293.6
الكارتون	520.4	594.6	613.2	631.8
الخفيفة	3535.5	3926.8	4024	4122.4
الاصباغ	4460.2	5070.2	5222.8	5375.4
الهندسية	116.4	136.8	142	147

### الاستنتاجات والتوصيات

#### أولاً:- الاستنتاجات

١ - اتسمت كلف التمويل المقترض ( $K_D$ ) بالانخفاض والذي أدى إلى انخفاض كل من كلفة التمويل الممتلك ( $K_e$ ) ومتوسط المعدل الموزون لكلفة التمويل ، إلا إن الشركات المبحوثة لم تستفد من التمويل المقترض.

- ٢ - ارتفاع قيمة الشركات المبحوثة عند استخدام التمويل المقترض في هيكل رأس مالها وذلك لارتفاع القيمة الحالية للوفورات الضريبية والمضافة إلى قيمة الشركات وهي ممولة تمويلًا ممتلكًا.
- ٣ - تميزت الشركات المبحوثة بعدم تعرضها للعسر المالي لأن نسبة الاقتراض المفت رضة كانت ضمن الحدود المسموح بها.
- ٤ - تفاوتت قيم الشركات المبحوثة من حيث الأثر الإيجابي والمتمثل بالوفورات الضريبية ، فكان هذا الأثر كبير جدا لبعض الشركات وبالعكس لشركات أخرى .

### ثانياً:- التوصيات

- ١ - ضرورة استخدام التمويل المقترض ط ويل الأجل في هيكل رأس مال المنشأة لمساهمة في تخفيض كلفة رأس المال ومن ثم تعظيم قيمة المنشأة.
- ٢ - مراعاة الاختلاف في تحديد معدلات الخصم المناسبة عند تحديد قيمة المن شأة والتي تمثل كلف التمويل الممتلك، وكلف التمويل المقترض كمؤشرات مالية تساهم في تحديد قيمة المنشأة.
- ٣ - ضرورة الاستفادة من نتائج تحليل الوفر الضريبي والذي يعكس بدوره المنافع الإضافية للتمويل المقترض ولغرض تحديد هيكل رأس مال امثل.
- ٤ - ضرورة الاعتماد على النظريات والمداخل المالية العلمية في اختيار نوع التمويل لانعكاس ذلك وبشكل مباشر على قيمة المنشأة .
- ٥ - ضرورة الاهتمام ببيئة التطبيق فبالرغم من إن أساس نظريات هيكل رأس المال واحدة، إلا إن بيئة التطبيق لها دور مهم في إظهار التفاوت في هياكل رأس المال المستخدمة.

### المصادر

#### أولاً : المصادر العربية

العامري، محمد علي إبراهيم ، " أثر الهيكل المالي في المخاطرة والعائد بإطار نظرية المحفظة "، أطروحة دكتوراه في إدارة الأعمال، غير منشورة ، مقدمة إلى كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة بغداد، 1990 .

#### ثانياً: المصادر الأجنبية

#### 1- Book

- 1 - Brealey Richard & Myers Stewart, Principles Of Corporate Finance. 5th ed, 2001.
- 2 - Brealey , Richard A. , and Myers , Stewart C. Principles of Corporate Finance : 4<sup>th</sup> ed . , N. U. ,McGraw Hell Co. inc. , 1996.

- 3 - Brigham , Eugene; and Ehrhardt Michael, "Financial Management Theory & Practice" 12nd ed, Mike Roche publisher, 2005
- 4- Brigham , Eugene; and Gapenski, Louis, "Financial Management Theory&Practice" 2002.

- 5 - Gitman , Lawrence J., " Principles of Management Finance " , 9<sup>th</sup> .ed ., N.Y.: Addison Wesley Publishing Co ., 2000 .

## 2 – Periodicals

- 6 - Aivazian A. Varouj, Ge Ying, Qiu Jiaping, " The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence, Journal Corporate Finance , June 2003 P:114-132
- 7 - Bitro And John "The Leverage And Growth Opportunity"", Journal of Accounting Education, No.17 ,2001, P:111-122.
- 8-Chin – Cheng Chen, "The Relationship Between The Financial Leverage & The Operating Leverage " Journal of finance, vol : 79 , No : 4, Dec, 2004, P: 124-137.
- 9- Desomsak & Rataporn, "The Determinants Of Capital Structure" Journal of Development Economics, 2005 No. 76 P: 499-524
- 10-Fattoh Bassam, "Capital structure in South Korea: a quantile regression approach" Journal of Development Economics, No. 76 , 2005, P:231-250.
- 11- Jacqueline Haverals, "IAS/IFRS in Belgium: Quantitative analysis of the impact on the tax burden of companies" Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, Volume 16, Issue 1, 2007.
- 12- Jeffrey Simser "Tax evasion and avoidance typologies" Journal of Money Laundering Control Volume: 11 Issue: 2 2008 .
- 13-Graham and Harvey , Static Trade \_ off Theory of Capital Structure , Journal of Financial Economics\_ , 2001 .
- 14-Lueheman , A. Timothy , Using APV : A better Tool for Valuing Operations , Harvard Business Review , May , June , 2007 .
- 15- Loof Hans, "Dynamic optimal capital structure and technical change" Journal of Structural Change and Economic Dynamics, No.15 ,2004.
- 16- Randolph, David W; Seida, Jim A. "Balancing Tax and Financial Reporting Objectives: Effective Tax Planning within the Property and Casualty Insurance Industry" Accounting Education 22. 2 , 2007 .
- 17- Weinstein, Mark "PPC Individual & Business Tax Planning Libraries" CPA Technology Advisor 15. 7 , 2005 .
- 18- Williams, Michael G; Hughes, John S; Levine, Carolyn B." Influence of Capital Gains Tax Policy on Credibility of Unverified Disclosures" The Accounting Review 85. 2 ,2010 .

- 19- Lueheman , A. Timothy , Using APV : A better Tool for Valuing Operations , Harvard Business Review , May , June , 2007 .