

جامعة البليدة 02
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: العلوم المالية والمحاسبية

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم المالية والمحاسبية

تخصص: المحاسبة والجباية

بمعنوان:

تأثير التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية
للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية
دراسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية في الفترة ما
بين 2014 و 2017

إعداد الطالبة:

تيفرين إيمان

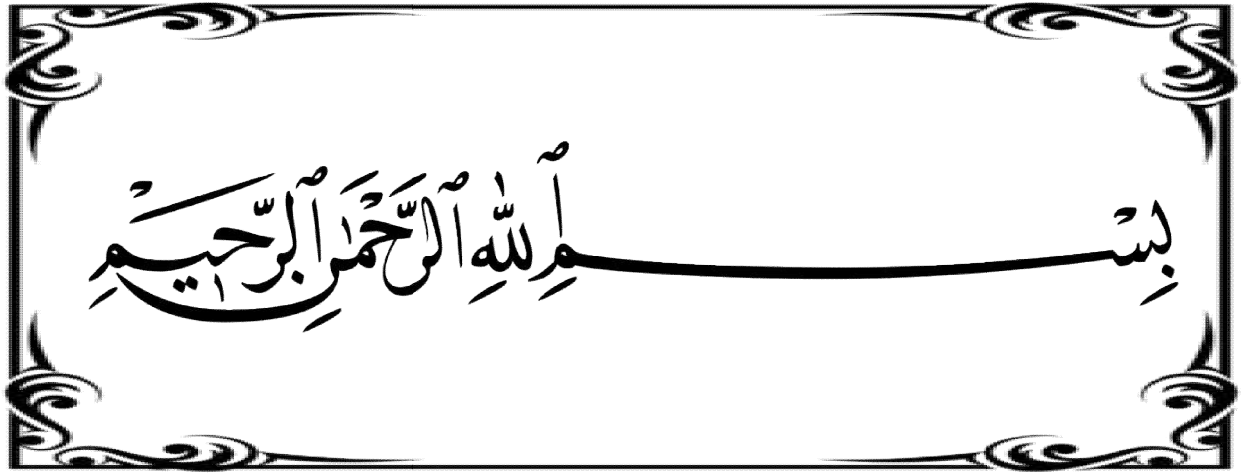
تحت إشراف:

أ.د. قرأش محمد

أمام اللجنة المشكلة من:

أ.د. محمد طالبي	رئيسا	جامعة البليدة -2-
أ.د. محمد قرأش	مشرفا	جامعة البليدة -2-
أ.د. رشيد ساطور	مشرفا مساعدا	جامعة البليدة -2-
أ.د. مصطفى بوشامة	عضوا مناقشا	جامعة البليدة -2-
د أحمد أمين سعد الله	عضوا مناقشا	جامعة البليدة -2-
أ.د. نبيل خوري	عضوا مناقشا	جامعة الجزائر -3-
أ.د. عبد الرحمان بن ساعد	عضوا مناقشا	جامعة الجزائر -3-

السنة الجامعية : 2025/2024



شكر وتقدير

الحمد لله فائق الأنوار وخالق الليل والنهار ثم الصلاة والسلام على
سيدنا محمد المختار الحمد لله كما ينبغي لجلال قدره وعظيم سلطانه
أن أنعم علينا ووفقنا لإتمام هذا العمل، ولم نكن لنصل لولا فضل
ورحمة منه أما بعد:

من لم يشكر الناس لم يشكر الله

فعرفانا مني للجميل أتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى أستاذي
الفاضل الأستاذ الدكتور "قراش محمد" على ما أحاطني به من
رعاية علمية خاصة، وعلى نصائحه وإرشاداته الالتهامية، ومساهمته
القيمة في استكمال هذا البحث العلمي، كما أتقدم بوافر الشكر
وعظيم الإمتنان إلى لأعضاء اللجنة الموقرة على تفضلهم لمناقشة
وإثراء هذه الأطروحة

الإهداء

إلى من كان شمعة تنير دربي وسنداً لي في حياتي، إلى من
علمني الحب والمثابرة والسعي لبلوغ العلا، إلى روح "أبي الطاهرة"
التي لن تشأ الأقدار أن يشاركني هذه اللحظة
إلى نبع الحنان ومصدر الأمان وباب وأبواب دخول جنة الرضوان
إلى "أمي الغالية" أطال الله في عمرها
إلى عائلتي التي احتضنت حلمي وعملت جاهدة كي توفر لي سبل

النجاح

إلى من سعدت برفقتهم في الحياة فاتسمن بالإخاء وتميزن بالوفاء

صديقاتي العزيزات

إلى كل من ترك أثراً طيباً في نفسي، إلى كل طالب علم

أهدي ثمرة جهدي

المستخلص

من خلال دراستنا لموضوع تأثير التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، حاولنا إبراز أهمية الاستراتيجية التي تبنتها الدولة للنهوض بالقطاع المؤسساتي وتأهيله من الناحية التمويلية، من خلال جملة الإصلاحات والتعديلات التي قامت بها في مجال الجباية وتبيان مدى تأثيرها في تحديد السياسة التمويلية للمؤسسة الاقتصادية، وذلك بالاعتماد على دراسة ميدانية لعينة من كبريات المؤسسات الاقتصادية العاملة في الجزائر شملت 60 مؤسسة خلال الفترة التي تزامنت مع وقوع آخر تعديل جبائي تغير على إثره معدل الضريبة على أرباح الشركات تمثلت في الفترة الممتدة من 2014 إلى 2017، حيث تم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد للمتغيرات التابعة المحصورة "Tobit" للكشف على طبيعة العلاقة التي تربط المتغير التابع (نسبة المديونية) بالمتغيرات المفسرة المتمثلة في معدل الضريبة و الوفرات الضريبية البديلة، وكذا متغيرات التحكم المتمثلة في محددات هيكل رأس المال والتي شملت : متغير الضمانات، حجم المؤسسة، المردودية، السيولة، قطاع النشاط ،الوفرات الضريبية البديلة ومتغير المخاطر المالية.

أسفرت هذه الدراسة عن جملة من النتائج يمكن إيجاز أهمها في :

وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للتغير الحاصل في معدل الضريبة على أرباح الشركات والوفرات الضريبية البديلة على نسبة المديونية الطويلة ومتوسطة الأجل، في حين أثر كل من متغير حجم المؤسسة والمردودية والسيولة شكل سالب وذو دلالة إحصائية عليها، كما أثبت متغير قطاع النشاط أهميته في تحديد نسبة مديونية المؤسسات قيد الدراسة حسب القطاع التي تنتمي إليه، أما بالنسبة لمتغير الضمانات والمخاطر المالية فلم يكن لهما أي أثر يذكر.

كلمات مفتاحية: السياسة التمويلية، المتغير الجبائي، نماذج بائل، كبريات المؤسسات الجزائرية.

Abstract

This study aimed to highlight the strategy adopted by the state to promote and qualify the institutional sector financially, through a series of reforms and amendments in the field of taxation elucidating their impact on determining the financial policy of the economic institution. This was achieved through a field study of a sample of major economic institutions operating in Algeria, comprising 60 establishments during the period coinciding with the last tax shock, which occurred between 2014 and 2017, altering the corporate profit tax rate. The study employed the Tobit multiple regression model for censored dependent variables to uncover the nature of the relationship between the dependent variable (debt ratio) and the explanatory variables, including the tax rate, alternative tax savings, and control variables such as capital structure determinants, including guarantees, firm size, profitability, liquidity, sector of activity, alternative Arab savings, and financial risk variables.

This study resulted in a set of results, the most important of which can be summarized as follows: there is a statistically significant positive impact of changes in the corporate profit tax rate on the long and medium-term debt ratio, while variables such as firm size, profitability, and liquidity had a statistically significant negative impact. Moreover, the sector of activity variable proved its importance in determining the debt ratio of the studied institutions according to their respective sectors, while variables such as guarantees and financial risks had no significant effect.

Keywords: Financial Policy, Fiscal Variable, Panel Data, Algerian Institutions.

I	شكر
II	الإهداء
III	الملخص
V	فهرس المحتويات
VIII	قائمة الجداول
X	قائمة الأشكال
أ - ل	مقدمة
الفصل الأول: التأسيس النظري للسياسة التمويلية للمؤسسات	
14	تمهيد
15	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة التمويل في المؤسسة الاقتصادية
15	المطلب الأول: مفهوم السياسة التمويلية وأهدافها
19	المطلب الثاني: السياسات التمويلية في المؤسسة والقيود المتكّمة فيها
26	المطلب الثالث: مراحل إعداد السياسة التمويلية للمؤسسة
31	المبحث الثاني: مصادر تمويل المؤسسة
31	المطلب الأول: مصادر التمويل الداخلية
43	المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجية
61	المطلب الثالث: المفاضلة بين مصادر التمويل
71	المبحث الثالث: تكلفة مصادر التمويل

71	المطلب الأول: مفهوم تكلفة رأس المال والعوامل المؤثرة فيها
75	المطلب الثاني: تقدير تكلفة مختلف مصادر التمويل
83	المطلب الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال
88	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: أدبيات هيكل رأس المال في ظل السياسة الجبائية	
90	تمهيد
91	المبحث الأول: المعالجة الجبائية لمصادر التمويل
91	المطلب الأول: المعالجة الجبائية لمصادر التمويل الداخلي للمؤسسة
106	المطلب الثاني: المعالجة الجبائية لمصادر التمويل الخارجي
111	المبحث الثاني: الأثر الجبائي الناشئ على اختيار هيكل رأسمال المؤسسة
112	المطلب الأول: المقاربات النظرية لهيكل رأس المال في ظل غياب الضرائب
123	المطلب الثاني: المقاربات النظرية لهيكل رأس المال في ظل وجود الضرائب
137	المطلب الثالث: هيكل رأسمال المؤسسة في ظل وجود تكاليف الإفلاس والوكالة
148	المبحث الثالث: التوجهات النظرية الحديثة المفسرة لهيكل رأسمال المؤسسة
148	المطلب الأول: نظرية الإشارة «Signaling theory»
156	المطلب الثاني: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل "Pecking order theory"
160	المطلب الثالث: سلوك هيكل رأسمال المؤسسة في ظل محدّداته
169	خلاصة الفصل

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من مؤسسات الإقتصادية الجزائرية	
171	تمهيد
172	المبحث الأول: قراءة للنظام الجبائي الجزائري والدراسات السابقة ذات الصلة
172	المطلب الأول: نبذة عن النظام الجبائي الجزائري
191	المطلب الثاني: واقع الإصلاح الجبائي في الجزائر
205	المطلب الثالث: أهم نتائج الدراسات التطبيقية التي عالجت متغيرات الدراسة
212	المبحث الثاني: الإطار القياسي المتبع في التحليل
212	المطلب الأول: مدخل نظري لنموذج الدراسة
227	المطلب الثاني: منهجية الدراسة
237	المطلب الثالث: التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة
242	المبحث الثالث: تقدير النموذج القياسي وعرض النتائج
242	المطلب الأول: تقدير نماذج بانل الساكنة والمفاضلة بينها
252	المطلب الثاني: عرض نتائج الدراسة
260	المطلب الثالث: مناقشة وتحليل النتائج من الناحية الاقتصادية
266	خلاصة الفصل
268	الخاتمة
276	قائمة المراجع
297	الملاحق

قائمة الجداول

96	الجدول رقم (01-02): كيفية تحديد هامش التمويل الذاتي
175	الجدول (01-03): معدل الضريبة الجزافية
176	الجدول (02-03): معدل الضريبة على أرباح الشركات حسب النشاط الممارس
186	الجدول رقم (03-03): الجدول التصاعدي للضريبة على الدخل الإجمالي
187	الجدول رقم (04-03): معدلات فرض الضريبة على الدخل الإجمالي
189	الجدول رقم (05-03): معدلات الرسم على النشاط المهني.
191	الجدول رقم (06-03): نسب الخضوع للرسم الداخلي على الاستهلاك
226	الجدول رقم (07-03): اختبارات الاستقرار
229	الجدول رقم (08-03): توزيع مؤسسات العينة حسب قطاع النشاط
231	الجدول رقم (09-03): توزيع مؤسسات العينة حسب الشكل القانوني
233	الجدول رقم (10-03): معدل الضريبة على أرباح الشركات حسب قطاع النشاط
236	الجدول رقم (11-03): المتغيرات المستقلة المستخدمة في نموذج الدراسة
238	الجدول رقم (12-03): الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة
241	الجدول رقم (13-03): مصفوفة الارتباطات بين متغيرات الدراسة
244	الجدول رقم (14-03): تقدير نموذج الانحدار التجميعي
246	الجدول رقم (15-03): تقدير نموذج التأثيرات الثابتة
248	الجدول رقم (16-03): تقدير نموذج التأثيرات العشوائية
250	الجدول رقم (17-03): نتائج اختبار Redundant
251	الجدول رقم (18-03): نتائج اختبار مضاعف لاغرانج
252	الجدول رقم (19-03): نتائج اختبار هوسمان "Hausman"
254	الجدول رقم (20-03): نتائج التقدير الأولي لنموذج توبت
255	الجدول رقم (21-03): نتائج التقدير النهائي لنموذج توبت

قائمة الجداول

258	الجدول رقم (03-22): نتائج اختبار التعدد الخطي
259	الجدول رقم (03-23): نتائج اختبار عدم ثبات التباين
259	الجدول رقم (03-24): نتائج اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء
260	الجدول رقم (03-25): نتائج اختبار استقلالية المقاطع
261	الجدول رقم (03-26): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات النموذج

قائمة الأشكال

20	الشكل رقم (01-01): تمويل الأصول وفقا للسياسة المعتدلة "مبدأ التغطية"
21	الشكل رقم (02-01): تمويل الأصول وفقا للسياسة المتحفظة
22	الشكل رقم (03-01): تمويل الأصول وفقا للسياسة المغامرة
29	الشكل رقم (04-01): احتياجات تمويل المؤسسة خلال دورة حياتها
37	الشكل (05-01): مراحل تشكل التمويل الذاتي
39	الشكل (06-01): التمويل الذاتي للبقاء والنمو
40	الشكل (07-01): التمويل الذاتي والأموال الخاصة
56	الشكل (08-01): عملية قرض الإيجار
65	الشكل رقم (09-01): توزيع الثروة في المؤسسة
78	الشكل (10-01): أثر التنويع على المخاطرة
84	الشكل رقم (11-01): التمثيل البياني للتكلفة الوسطية المرجحة لرأسمال
87	الشكل رقم (12-01): أثر الأموال الإضافية على التكلفة الحدية المرجحة لرأسمال.
113	الشكل رقم (01-02): العلاقة بين نسبة الديون وتكلفة الأموال حسب نظرية صافي الربح
114	الشكل رقم (02-02): العلاقة بين نسبة الاستدانة والقيمة السوقية للمؤسسة حسب نظرية صافي الربح
115	الشكل رقم (03-02): العلاقة بين نسبة الديون وتكلفة الأموال حسب نظرية صافي ربح العمليات.
117	الشكل رقم (04-02): النظرية التقليدية وتكلفة رأس المال.
123	الشكل رقم (05-02): أثر الاستدانة على التكلفة الكلية للأموال حسب الاقتراح 2 لنظرية M&M (1958) .
126	الشكل رقم (08-02): علاقة الاستدانة بقيمة المؤسسة في ظل نظرية M&M (1963).
128	الشكل رقم (09-02): تغير معدل العائد المطلوب على الأموال الخاصة بدلالة معدل الاستدانة.

قائمة الأشكال

139	الشكل رقم (10-02): العلاقة بين نسبة الاستدانة والقيمة السوقية للمؤسسة في ظل وجود تكاليف الإفلاس.
148	الشكل رقم (12-02): العلاقة بين نسبة الاستدانة والقيمة السوقية للمؤسسة في ظل وجد تكاليف الوكالة والإفلاس.
232	الشكل رقم (01-03): توزيع مؤسسات العينة حسب الشكل القانوني.
237	الشكل رقم (02-03): المخطط البياني الخاص بنموذج الدراسة.
239	الشكل رقم (03-03): يوضح توزيعات الانتشار للمتغيرات التابعة (DMT-DT)

قائمة المختصرات

الأموال الخاصة	Capitaux Propres	CP
مديرية كبريات المؤسسات	Direction des Grandes entreprises	DGE
ديون طويلة ومتوسطة الأجل	Dettes à Moyen et Long Termes	DMT
حق الأولوية في الإكتتاب	Droit préférentiel de souscription	DPS
إجمالي الديون	Total Dettes	DT
الربح قبل الضرائب والمصاريف المالية	Earnings Before Interest and Taxes	EBIT
المؤسسة ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة	Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée	EURL
نموذج الآثار الثابتة	Fixed effect model	FME
طريقة المربعات الصغرى المعممة	Generalized Least Squares	GLS
معدل الفائدة	Taux Impots	I
الضريبة على أرباح الشركات	Impôt sur les Bénéfices des Sociétés	IBS
الضريبة على الدخل الإجمالي	Impôt sur le Revenu Global	IRG
موديغلياني وميلر	Modigliani & Miller	MM
المردودية الاقتصادية	Rentabilité économique	RE
طريقة المربعات الصغرى	Ordinary Least Squares	OLS
المخطط المحاسبي الوطني	Plant Comptable National	PCN
نموذج الانحدار التجميعي	Pooled Régression Model	PRM
نموذج الآثار العشوائية	Random effect model	REM

المردودية المالية	Rentabilité Financière	RF
النتيجة الصافية	Résultat Net	RN
المؤسسة ذات المسؤولية المحدودة	Société à Responsabilité limitée	SARL
النظام المحاسبي المالي	Système Comptable Financier	SCF
المؤسسة ذات الأسهم	Société Par Actions	SPA
الرسم على النشاط المهني	Taxe sur l'Activité Professionnelle	TAP
الرسم على القيمة المضافة	Taxe sur la Valeur Ajoutée	TVA

مقدمة

حظيت مسألة تمويل المؤسسات الاقتصادية باهتمام بالغ من طرف منظري الفكر المالي الحديث باعتبارها أحد الدعام الأساسية لتنمية وتطوير المؤسسة وضمان بقاءها واستمرارية نشاطها وسط محيط اقتصادي أصبح يتسم بكثرة التحديات والتهديدات، لاسيما في ظل التحولات والتطورات الاقتصادية التي شهدتها العالم عامة والجزائر خاصة وذلك إثر تداعيات الأزمة الاقتصادية وانخفاض أسعار البترول الذي استوجبت على الدولة تنبى استراتيجيات جديدة للانتقال من اقتصاد اشتراكي موجه يركز على تدخل الدولة في شتى الميادين إلى اقتصاد السوق الحر الذي يستند على ميكانيزمات العرض والطلب.

وبغية الوصول إلى الأهداف المسطرة عملت الجزائر منذ تسعينيات القرن الماضي على إعادة هيكلة اقتصادها والقيام بإصلاحات جذرية مست جميع المجالات، حيث شكل إصلاح النظام الجبائي أحد أهم محاورها باعتباره جزء لا يتجزأ من النظام المالي والاقتصادي التي تسعى من خلاله الدولة إلى تشجيع وتوجيه الاستثمارات وزيادة رؤوس الأموال وجلب المستثمرين وذلك عن طريق السياسة الجبائية التي تعتبر أداة من أدوات التوجيه الاقتصادي ووسيلة فعالة لتحقيق أهداف التنمية الاقتصادية، كونها تعتبر من أهم الموارد التي تعتمد عليها الدولة في تمويل النشاط الاقتصادي .

تمثلت هذه الإصلاحات في إعادة هيكلة الإدارة الجبائية وخلق أنواع جديدة من الضرائب والرسوم أو إحداث تغييرات في معدلاتها قصد إعادة تنظيم النسيج الجبائي وذلك بموجب القوانين المالية والتكميلية الصادرة لكل سنة والتي ظلت مستمرة إلى غاية يومنا هذا، وذلك لغرض دعم وتشجيع المؤسسات الاقتصادية وترقية هذا القطاع الذي من شأنه دفع عجلة التنمية الاقتصادية والمساهمة في خلق الثروة وتعزيز الموارد المالية والنهوض بالاقتصاد الجزائري خارج قطاع المحروقات.

ولما كانت المؤسسة مركزا لصنع القرار وتحتل مكانة أساسية في اقتصاديات الدول وجب عليها مواكبة التغيرات الجبائية الحاصلة والتكيف معها، محاولة بذلك الاستفادة منها واستغلال المتغير الجبائي الذي

يعتبر من أهم محددات السياسة التمويلية الذي يجب أخذه بعين الاعتبار ودمجه في عملية صنع القرارات التمويلية بالمؤسسة الاقتصادية. وهذا ما يصطلح عليه بالتسيير الجبائي حيث يسمح إلمام المسير المالي للمؤسسة بالقوانين والتشريعات الجبائية وتوظيفها في العملية التسييرية بأخذ صورة واضحة عن مصادر التمويل المتاحة أمامه ومختلف المزايا الجبائية التي تحققها مما يمكنه من المفاضلة بينها على أساس الوفر الضريبي الذي ينتج عن كل بديل تمويلي سواء كان داخليا أو خارجيا، وذلك قصد تشكيل واختيار المزيج التمويلي الأمثل الذي يساهم في تدنية تكاليف التمويل والرفع من العائد المنتظر.

أخذت دراسة هذا الموضوع حيزا واسعا في أدبيات الفكر المالي إذ كانت ولا تزال نقطة جدل كبير بين الباحثين في هذا المجال منذ أكثر من نصف قرن، حيث حاولت عديد الدراسات والأبحاث رسم العلاقة التي تربط بين السياسة التمويلية التي تنتهجها المؤسسة والمتغير الجبائي المتمثل في الضرائب المفروضة عليها وكيف له أن يؤثر في عملية اختيار الهيكل التمويلي المناسب الذي يتيح للمؤسسة تحقيق أهدافها المسطرة، حيث تعتبر دراسة موديفلياني وميلر (1958، 1963) التي نال بها الثنائي جائزة نوبل في الاقتصاد لسنتي 1985م و1990م على أبحاثهما الرائدة في الاقتصاد المالي بمثابة نقطة تحول في الفكر المالي الحديث التي غيرت نظرة المؤسسة للضريبة، فبعد أن كانت تعتبر بمثابة عبء مالي عليها تدفعه جبرا للدولة أو الهيئات التي تنوب عنها مما جعل منها مصدرا للإنفاق فقط، أصبحت أداة تستخدمها لتحسين أدائها المالي والرفع من مردوديتها وذلك من طريق تخفيض التكلفة الجبائية لمصادر التمويل معتمدة بذلك على مجموعة من الأدوات نذكر منها على سبيل المثال الإعفاءات، التخفيضات، قابلية الأعباء للتخفيض عند تحديد الأوعية الضريبية، تنويع طرق الإهلاك وهذا في إطار ما يسمح به القانون الجبائي، حيث توصل الباحثان إلى نتيجة مفادها أن الضريبة على أرباح الشركات أضحت من أهم المتغيرات التي تؤثر في تحديد الهيكل التمويلي للمؤسسة وذلك بتوجيهها نحو استخدام التمويل عن طريق

الديون على حساب الأموال الخاصة والتمويل الذاتي لما له من مزايا جبائية تتمثل في الوفرات الضريبية الناجمة عن فوائد الديون باعتبارها من الأعباء القابلة للخصم من الوعاء الضريبي.

مثلت هذه النظرية حجر الأساس ونقطة الانطلاقة للعديد من الدراسات والأبحاث النظرية التي انبثقت عنها عدة نظريات حديثة، حاولت تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية وتحديد المتغيرات الأساسية التي تؤثر في عملية تشكيل بنية الهيكل التمويلي المثلى التي تسمح بتعظيم قيمة المؤسسة واثم تعظيم ثروة المساهمين والملاك نذكر منها نظرية التوازن التي تقوم على مبدأ الموازنة بين الوفرات الضريبية للديون وتكاليف الإفلاس المختلفة التي يمكن أن تنشأ من الإفراط في استخدام الديون ضمن الهيكل التمويلي للمؤسسة، ونظرية الوكالة التي تنص على ضرورة الأخذ بعين الاعتبار لتكاليف الوكالة التي تنشأ نتيجة لتضارب المصالح بين المسيرين وأصحاب رؤوس الأموال، بالإضافة إلى نظرية الإشارة وكذا نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل وغير من النظريات التي تعاقب بعدها عدة دراسات تجريبية، إلا أنه رغم كل هذه المحاولات لم يتمكن المتخصصون في هذا المجال من الوصول إلى نظرة توافقية حول الموضوع وذلك راجع إلى صعوبة تطبيق هذه النتائج على أرض الواقع.

وفي خصم الجدل العلمي القائم حول طبيعة العلاقة التي تربط بين المتغير الجبائي والسياسة التمويلية في المؤسسات الاقتصادية، تبلورت معالم الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة في السؤال الجوهرى التالي:

« ماهو واقع تأثير التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية ؟

وما مدى استجابتها لمثل هذه التغيرات ؟ »

وقصد الإحاطة بحديثات الموضوع وفك مواطن الغموض فيه، اقتضت الضرورة البحثية إثارة جملة من التساؤلات الثانوية التي من شأنها رسم خريطة العمل التي تمكننا من تحليل ومناقشة محتوى الدراسة والتي يمكن طرحها على النحو التالي:

✓ فيم تتمثل أهم البدائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسات الاقتصادية وما هي أهم معايير المفاضلة

بينها ؟

✓ كيف تساهم السياسة الجبائية في عملية اختيار مصادر التمويل وتشكيل المزيج التمويلي الأمثل

الذي يساهم في تحقيق أهداف السياسة التمويلية ؟

✓ ما هي أهم النظريات المفسرة للسلوك التمويلي في المؤسسة ؟

✓ هل يؤثر التغير الحاصل في المتغير الجبائي على السياسة التمويلية في المؤسسات الاقتصادية

الجزائرية، وما هي أكثر المتغيرات تفسيراً للسلوك التمويلي فيها ؟

ولغرض الإجابة على الإشكالية المطروحة في الدراسة والتساؤلات المتفرعة عنها، قمنا بصياغة

الفرضيات التالية التي تعتبر بمثابة إجابات مبدئية ومؤقتة إلى غاية إثبات صحتها أو نفيها :

الفرضية الأولى: رغم تنوع الخيارات التمويلية المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية بين مصادر داخلية

وخارجية، تسعى من خلالها إلى تشكيل توليفة تمويلية مثلى ترتقي إلى مستوى احتياجاتها المالية وتخدم

تطلعاتها المستقبلية، إلا أن هذه الأخيرة تخضع لمعايير تحد من سلطة المؤسسة في التماهي في استخدام

مصدر معين على حساب الآخر بالرغم من المزايا التي يحققها.

الفرضية الثانية: تساهم السياسة الجبائية في المفاضلة بين مصادر التمويل من خلال المزايا والتحفيزات

الجبائية التي منحها المشرع الجبائي الجزائري لكل مصدر منها والتي تعمل على تخفيض وتدنية تكلفة

التمويل والرفع من العائد المنتظر، إلا أنه بالرغم من كل هذه الامتيازات لم يصل التشريع الجبائي

الجزائري إلى تفعيل دور الجبائية في تأهيل آليات التمويل في المؤسسة الاقتصادية.

الفرضية الثالثة: يعتبر موضوع اختيار الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية من بين أكثر

المواضيع إثارة للجدل في الإدارة المالية، حيث حاول العديد من الباحثين تفسير هذا السلوك التمويلي

بالاعتماد على عدة نظريات أهمها : نظرية موديقلياني وميلر - نظرية التوازن - نظرية الوكالة - نظرية

الإشارة وأخيرا نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل التي تعتبر الأقرب تفسيرا للسلوك التمويلي في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

الفرضية الرابعة : يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للمتغير الجبائي معبرا عنه بمعدل الضريبة على أرباح الشركات والوفرات الضريبية البديلة على السياسة التمويلية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية معبرا عنها بنسبة الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل.

تستند هذه الفرضية إلى مجموعة من الفرضيات الفرعية التالية :

- ❖ يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير حجم المؤسسة على نسبة الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل.
- ❖ يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير الضمانات على نسبة الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل.
- ❖ يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير المردودية على نسبة الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل.
- ❖ يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير السيولة على نسبة الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل.
- ❖ يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير المخاطرة على نسبة الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل.
- ❖ يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير قطاع النشاط على نسبة الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل.

وعلى ضوء ما تقدم تبرز أهمية الموضوع من أهمية الدور الذي تؤديه السياسة الجبائية في ترشيد القرارات التمويلية في المؤسسة الاقتصادية، باعتبارها أداة من أدوات السياسة الاقتصادية التي تستخدمها الدولة لتحسين الأداء المالي للمؤسسات ودفع عجلة التنمية الاقتصادية خاصة في الآونة الأخيرة أين شهدت الجزائر تطبيق برامج تنمية طموحة من شأنها أن ترقى بها إلى مصاف الدول المتقدمة، وذلك عن طريق تبني جملة من الإصلاحات والتغيرات المستمرة في نصوص وقوانين المالية الصادرة لكل السنة والتي تظهر عزم الدولة على مواصلة جهودها لدعم وتشجيع القطاع المؤسستي والنهوض به .

حيث تمثل الهدف الأساسي لهذه الدراسة في محاولة معرفة مدى إمكانية اعتبار المتغير الجبائي كمرتكز أساسي في صياغة ورسم السياسة التمويلية لكبريات المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، وتحديد كيفية

استجابة هذه الأخيرة للتغيرات التي مست معدل الضريبة على أرباح الشركات من خلال الاطلاع على مدى مرونتها وقدرتها على إحداث تغيير في مستوى الاستدانة تماشيا وتلك التغيرات، بالإضافة الى توضيح الرؤى حول أهمية اعتماد السياسة الجبائية كآلية من آليات تأهيل المؤسسات الاقتصادية من الجانب التمويلي.

وبالنظر إلى مرجعية هذه الدراسة وكما سبق وأشرنا إليه فإنها تستند إلى العديد من الأبحاث والأعمال الميدانية التي حاولت مناقشة وتحليل الموضوع بشكل جري أو كلي مع اختلاف وجهات النظر والبعد البيئي الذي يؤثر بشكل كبير على النتائج التي تم التوصل إليها، حيث وقع اختيارنا على مجموعة من الأبحاث والدراسات التي يمكن تقسيمها إلى أبحاث وطنية واخرى أجنبية كالآتي :

✓ دراسة عبد القادر بوعزة (2004) بعنوان:

«التأثير الجبائي على اختيار مصادر تمويل المؤسسة - دراسة حالة مجمع صيدال - مذكرة ماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير المدرسة العليا للتجارة»

تطرقت إشكالية هذا البحث إلى أهم السبل التي تمكن المؤسسة من تحقيق مصفوفة تمويلية مثلى تجعلها قادرة على بلوغ أهدافها المسطرة، وذلك بتحمل أقل تكلفة جبائية ممكنة من خلال اختيار مصادر التمويل التي تحقق مزايا جبائية من شأنها تخفيض تكلفة رأس المال وتعظيم العائد المنتظر، حيث توصل الباحث إلى نتيجة مفادها أن التحكم في التكلفة الجبائية وتخفيضها يؤدي إلى ترشيد الاختيارات التمويلية وبناء هيكل تمويلي أمثل على اعتبار أن الضريبة تعد مغيرا استراتيجيا هاما تعتمد عليه المؤسسة في تحديد قراراتها التمويلية.

✓ دراسة قرشي (2005) بعنوان:

«سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية - دراسة ميدانية - أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر»

ركز الباحث في هذه الدراسة على تحليل السلوك التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة العاملة في الجزائر من خلال دراسة عينة لمجموعة من المؤسسات شملت 128 مؤسسة في الفترة الممتدة ما بين 2001 - 2003، حيث خلصت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل من أكثر الأطر النظرية انسجاما مع واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، كما توصل الباحث إلى تحديد مجموعة من المعايير التي تتحكم في رسم وصياغة السياسة التمويلية في هذه المؤسسات وتتمثل في : حجم المؤسسة - المردودية - مستوى الضمانات - معدل النمو وطبيعة القطاع الذي تنشط فيه.

✓ دراسة مليكة زغيب ونظيرة قلادي (2014) بعنوان:

«دراسة علاقة السياسة الجبائية بالهيكل التمويل للمؤسسة - دراسة حالة مؤسسة سيجيكو

"Sijico" سكيكدة -»

استهدفت هذه الورقة البحثية عرض أهم النظريات المالية المفسرة للهيكل التمويلي في المؤسسة الاقتصادية التي تناولت تأثير المتغير الجبائي في عملية اختيار مصادر التمويل، باعتباره أحد أهم العوامل المحددة للسياسة التمويلية المتبعة من طرف المؤسسة والذي يضمن التحكم في جانب هام من التكاليف المالية إذا ما تم تسييره واستغلال المزايا المتولدة عنه بكل كفاءة وفعالية .

✓ دراسة محمد قراش (2015) بعنوان :

«محددات السياسة المالية للمؤسسات الجزائرية الخاصة -دراسة حالة لعينة من المؤسسات الجزائرية

في الفترة ما بين 2005- 2008 - أطروحة دكتوراه في علوم التسيير المدرسة العليا للتجارة»

تعرض الباحث في هذه الدراسة إلى أهم النظريات المفسرة لهيكل رأس المال ومدى توافقها مع واقع المؤسسات الجزائرية الخاصة، بالإضافة الى محاولة التعرف على أهم المتغيرات المحددة لسياسة المديونية فيها وذلك من خلال دراسة ميدانية لعينة مشكلة من 118 مؤسسة توصل فيها إلى جملة من

النتائج أهمها أن هذه المؤسسات تعتمد بالدرجة الأولى على مواردها الذاتية في توفير الأموال اللازمة لمزاولة نشاطها وبالتالي فإن نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل تعتبر الأقرب تفسيراً لسلوكها التمويلي كما أظهرت النتائج المتوصل إليها بخصوص المتغيرات المتحكمة في تحديد نسبة المديونية فيها وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع ومتغير الضمانات، في حين كانت العلاقة عكسية مع كل من معدل الأداء المالي والقدرة على التمويل الذاتي والاقتصاد الضريبي من غير الديون، أما بالنسبة للمتغيرات الكيفية المتمثلة في معدل الضرائب وقطاع النشاط فكانت لها هي الأخرى دور أساسي في تحديد مستوى الاستدانة ضمن هيكل رأسمال المؤسسات الجزائرية الخاصة .

✓ دراسة توفيق رفاع (2015) بعنوان :

«دراسة السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية في ظل التحولات المالية - دراسة ميدانية للمؤسسات الصناعية الجزائرية - أطروحة دكتوراه علوم، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3»

تضمنت هذه الدراسة تحليل القرارات التمويلية المتخذة من طرف المؤسسات الاقتصادية والمحددات الأساسية المؤثرة في سلوكها الاستداني ومحاولة ربطها بالنظريات المالية المفسرة للهيكل التمويلي في المؤسسة، وذلك من خلال دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية شملت 180 مؤسسة أسفرت نتائجها عن عدم التطابق الكلي لنظريتي التوازن والتسلسل الهرمي مع محددات السلوك التمويلي لعينة المؤسسات وذلك راجع إلى الاختلاف في طبيعة وآليات التمويل الموجودة في اقتصاديات الأسواق المالية مقارنة بالاقتصاد الجزائري المبني على اقتصاديات المديونية، كما توصل الباحث إلى وجود ارتباطات سلبية بين المتغير التابع وكل من المتغيرات المستقلة التالية :حجم المؤسسة، المردودية، النمو، هيكل الأصول، التثبيات والمخزونات، الشروط المالية وتكلفة التمويل بينما كان التأثير ايجابيا مع كل من متغير التمويل الذاتي ومتغير الخطر المالي.

✓ دراسة chadli Amel (2017) بعنوان:

« Déterminants de la Politique d'Endettement de l'Entreprise Algérienne »

هدفت هذه الدراسة لتحديد خصائص المؤسسات الجزائرية ذات المديونية وذلك باختبار تأثير عدة متغيرات على سياسة الاستدانة المتبعة من طرف عينة مكونة من 197 مؤسسة جزائرية عامة وخاصة خلال مدة 4 سنوات متتالية، حيث كشفت النتائج المتوصل إليها عن مساهمة متغير إيرادات التشغيل والاستثمارات في زيادة نسبة المديونية للمؤسسات بينما أثرت العوامل المتعلقة بالأداء المالي والأقدمية بشكل سلبي عليها، كما خلصت إلى أن المؤسسات العامة ومؤسسات قطاع الخدمات والتجارة كانت أكثر استدانة من مؤسسات القطاع الخاص والمؤسسات الصناعية.

✓ دراسة Mourad Bel Kacami (2019) بعنوان :

« Les Déterminants de la Structure du Capital : Etude Empirique sur un Echantillon d'Entreprises Privées Algériennes de Grande et Moyenne Taille »

أطروحة دكتوراه في علوم التسيير تخصص مالية المدرسة العليا للتجارة، عالجت إشكالية هذه الدراسة أهم عوامل ومحددات هيكل رأس المال في المؤسسات الجزائرية الخاصة ومدى تطابقها مع الأطر النظرية المفسرة للهيكل التمويلي في المؤسسة الاقتصادية، وذلك من خلال دراسة ميدانية لعينة مشكلة من 55 مؤسسة خلال الفترة الممتدة ما بين 2010 - 2015، حيث أسفرت النتائج عن وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع معبرا عنه بنسبة الديون الطويلة ومتوسطة الاجل وكل من متغير حجم المؤسسة، الضمانات، المردودية، معدل النمو ومساهمة الملاك بينما كانت العلاقة عكسية مع كل من متغير السيولة، تقلب الأرباح والاقتصاد الضريبي من غير الديون، كما أشارت النتائج إلى أن المؤسسات

الناشطة في قطاع الصناعة كانت أقل استناداً مقارنة بالمؤسسات الناشطة في القطاعات الأخرى (الخدمات والتجارة).

أما بالنسبة للدراسات الأجنبية التي ناقشت موضوع الدراسة، فقد توصلت إلى نتائج متضاربة في ما يخص تأثير المتغير الجبائي على السياسة التمويلية المتبعة من طرف المؤسسة، إنقسمت بين مؤيد لفكرة وجود تأثير إيجابي للتغيرات في معدل الضريبة على أرباح الشركات على نسبة الديون المستخدمة من طرف المؤسسة لتمويل استثماراتها الجديدة نذكر منها: دراسة Givoly & all سنة (1992)، ودراسة Graham (1996-1999)، ودراسة Gropp (1997)، ودراسة Gordon & lee سنة (2010)، ودراسة Owen Nyang oro (2010) Micheal Overesh & Dennis Voeller، ودراسة Aliapour سنة (2015) و Khemiri Wafa & Hedi Noubbigh سنة (2018) و Saif al Yousfi سنة (2020) وجود تأثير سلبي لمعدل الضريبة على أرباح الشركات على نسبة الاستدانة ضمن هيكل رأسمال المؤسسة.

شكلت هذه الدراسات السابقة قاعدة خلفية تم الاستناد عليها لرسم الخطوط العريضة للدراسة الحالية من حيث ضبط الإشكالية وصياغة الفرضيات وكذا تحديد المتغيرات المستقلة الأكثر تأثيراً في المتغير التابع، بالإضافة إلى أنها ساعدت في اختيار الأساليب الإحصائية إلى مكنتنا من تحليل ومناقشة النتائج وتفسيرها بطريقة علمية دقيقة، غير أن هذه الدراسة تتميز عن سابقتها في كونها تعد أول دراسة محلية بحثت في العلاقة السببية التي تربط بين المتغير الجبائي والسياسة التمويلية لكبريات المؤسسات الاقتصادية في الجزائر ومدى تأثيراتها في ظل الإصلاحات والتغييرات التي قامت بها الدولة في مجال الجبائية.

وحتى يستوفي هذا الموضوع حقه من التحليل والتدقيق ارتأينا المزج بين المناهج البحثية بطريقة متكاملة ومتناسقة، حيث اعتمدنا على المنهج الوصفي الذي كان حاضراً بشكل جلي في الإطار النظري بجانبه

الفكري والمفاهيمي المتعلق بالسياسة التمويلية للمؤسسة الاقتصادية والعوامل المتحركة فيها وكذا تقديم قراءة دقيقة ومفصلة لتطور النظريات المالية المفسرة لهيكل رأس المال، كما تم التطرق لدراسة أهم المحطات التي مرت بها المنظومة الجبائية خلال فترة الإصلاحات منذ 1992 إلى غاية يومنا هذا .

أما بالنسبة للجانب التطبيقي فقد تم إدراج المنهج الكمي وذلك باستخدام نموذج اقتصادي قياسي بالاعتماد على برنامج STATA17 لتقدير أثر المتغير الجبائي في تحديد السياسة التمويلية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية في ظل التغييرات والإصلاحات الجبائية التي مست فترة الدراسة .

كما تم ضبط وتحديد معالم الموضوع نظرا لتشعبه وكثرة العناصر ذات الصلة به بإطارين مكاني وزماني قصد معالجته بطريقة أكثر دقة سواء من حيث المحتوى والمضمون أو من ناحية السياق، حيث ينحصر الإطار المكاني في دراسة عينة من المؤسسات الاقتصادية الكبرى و ذلك بالاعتماد على القوائم المالية المقدمة من طرف مديرية كبريات المؤسسات التابعة لوزارة المالية، إذ تعتبر هذه المؤسسات جوهر الاقتصاد في أي دولة كانت، تسعى من خلالها لدفع عجلة التنمية الاقتصادية وتعزيز البنى التحتية ما يجعلها في عملية بحث مستمرة عن التمويل لتغطية احتياجاتها المالية، أما الإطار الزمني فقد مست الدراسة الفترة الممتدة من 2014 إلى 2017 التي تميزت بوجود عدة تغيرات جبائية أهمها الصدمة الجبائية لسنة 2015 أين تم تعديل معدل الضريبة على أرباح الشركات وتبني ثلاثة معدلات مختلفة وزعت حسب قطاع النشاط الذي تنتمي إليه المؤسسة.

ولغرض الوصول إلى تطلعات الدراسة والإجابة على الإشكالية المطروحة والإلمام بمختلف حيثياتها تم تقسيمها إلى ثلاثة فصول كآتي:

فصلين نظريين يتناولان الإطار المفاهيمي للسياسة التمويلية في المؤسسة الاقتصادية ومختلف مصادر التمويل المتاحة أمامها وكيفية معالجتها من الناحية الجبائية وفقا لما ينص عليه التشريع

الجبايي الجزائري، وكذا استعراض أهم التوجهات النظرية التي تناولت موضوع هيكل رأسمال المؤسسة في ظل غياب وجود الضرائب والمحددات الأساسية لقرار التمويل فيها.

أما الفصل الثالث فتمثل في الجانب التطبيقي الذي خصص لدراسة تأثير التغيرات التي مست معدل الضريبة على أرباح الشركات على السياسة التمويلية المتبعة من طرف 60 مؤسسة اقتصادية من كبريات الشركات العاملة في الجزائر.

الفصل الأول
التأصيل النظري للسياسة التمويلية
للمؤسسات

تمهيد

في ظل التطورات والتغيرات التي شهدتها الاقتصاد العالمي، أصبح من الضروري على المؤسسة تبني استراتيجيات تمويلية متطورة تجعلها مؤهلة لمواجهة التحديات والتهديدات المحيطة بها وتعزيز قدرتها على البقاء والاستمرار وسط بيئة اقتصادية تتسم بدرجة عالية من المنافسة وعدم الاستقرار، وذلك بإتباع سياسة تمويلية رشيدة تساهم في توجيه وإدارة الموارد المالية المتاحة أمامها بكل كفاءة وفعالية، قصد تشكيل التوليفة المثلى التي تضمن تغطية مختلف احتياجاتها المالية وتحقيق أهدافها المسطرة.

تختلف هذه السياسات باختلاف البدائل التمويلية وتنوعها من جهة وإمكانية الحصول عليها من جهة أخرى، مما يضع متخذ القرار المالي في المؤسسة أمام مسؤولية المفاضلة بينها وتكوين المزيج التمويلي الذي يخدم تطلعاتها، وذلك عن طريق الموازنة بين العائد والمخاطرة وتحمل أقل تكلفة ممكنة تسمح بتعظيم ثروة الملاك والمساهمين ومن ثم قيمة المؤسسة ذاتها.

وعليه خصص هذا الفصل للتعريف بالسياسة التمويلية للمؤسسة ومختلف أشكالها، وكذا عرض أهم مصادر التمويل المتاحة أمامها وتحديد مزايا وعيوب كل مصدر منها مع مراعاة العوامل المتحكمة في عملية المفاضلة بينها.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة التمويل في المؤسسة الاقتصادية

تؤدي السياسة التمويلية دوراً هاماً في صياغة الإستراتيجية المالية باعتبارها أحد أهم السياسات الاقتصادية على مستوى المؤسسة، والتي تُعنى بكيفية اختيار البدائل التمويلية التي تتوافق واحتياجاتها المالية، بشكل يضمن استغلالها بطريقة فعالة قصد تحقيق أكبر عائد ممكن وتعظيم ثروة المساهمين وتنميتها.

المطلب الأول: مفهوم السياسة التمويلية وأهدافها.

يعتبر نشاط التمويل في المؤسسة نشاطاً حيوياً واستراتيجياً يساهم في بناء الإستراتيجية المالية والعامّة للمؤسسة، إذ يمثل النواة الأساسية التي تعتمد عليها في توفير مستلزماتها الإنتاجية وتسديد جميع مستحققاتها ونفقاتها، وعليه فإنه من الأجدر تعريف التمويل قبل التطرق إلى السياسة التمويلية، حيث يقصد به إتاحة الموارد النقدية التي يتم بموجبها توفير الموارد الحقيقية التي توجه لتكوين رؤوس الأموال الجديدة،¹ أو بمعنى آخر فهو توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع عام أو خاص،² كما ذهب جمهور الباحثين إلى تعريف التمويل على أنه إمداد المؤسسة بالأموال اللازمة في أوقات الحاجة إليها.³

ومن خلال هذه التعاريف يمكن استخلاص أنّ التمويل يعد من المهام الرئيسية للمدير المالي، فهو مجموعة من القرارات التي يتم بموجبها الحصول على الأموال من مصادر مختلفة ومناسبة واستخدامها بكفاءة وفعالية عالية قصد تغطية الاحتياجات المالية للمؤسسة.

¹ محي الدين عمرو، التخلف والتنمية، دار النهضة العربية، بيروت لبنان، 1977، ص452.

² أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص24.

³ طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص21.

1- تعريف السياسة التمويلية للمؤسسة

تتمثل السياسة التمويلية في العملية التي تتعلق باختيار الهيكل التمويلي الذي ترغب المؤسسة في تحقيقه، من خلال المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة أمامها، وذلك بغية تعظيم قيمة المؤسسة باختيار المزيج التمويلي الذي يحقق لها أكبر عائد بأدنى تكلفة مالية ممكنة،¹ حيث يشير مصطلح الهيكل التمويلي إلى توليفة مصادر التمويل المستخدمة من طرف المؤسسة لتمويل استثماراتها² ومن ثم فإنه يتضمن كافة العناصر التي تشكل جانب الخصوم من الميزانية سواء كانت تلك العناصر طويلة أو قصيرة الأجل، كما يمكن أن تكون أموال دين أو أموال ملكية.

كما يمكن تعريفها على أنها الخطوات التي يتم إتباعها من طرف متخذ قرار التمويل في المؤسسة من أجل اختيار الطريقة الأمثل لتمويل نشاطاتها، حيث تتناسب هذه الطريقة مع الوضعية المالية للمؤسسة قصد تحقيق أهدافها المسطرة والمحددة ضمن إستراتيجيتها المالية،³ وبمعنى آخر فإن السياسة التمويلية للمؤسسة تتمثل في القرارات التي تهدف إلى تخصيص الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف الإستراتيجية،⁴ وذلك ضمن قيود تفرضها الوضعية المالية للمؤسسة قصد إيجاد التوليفة المثلى التي تسمح بتعظيم ثروة المساهمين وبالتالي قيمة المؤسسة.

من خلال التعاريف السابقة يتضح جلياً أن السياسة التمويلية الرشيدة هي التي تعتمد على أسلوب عملي ينعكس في صورة قرارات تمويلية سليمة، تبنى في شكل هيكل تمويلي أمثل يحقق نوعاً من التوازن بين

¹ Joel M. Stem, Donald H, Cheur. Jr, The Revolution in Corporate Finance, Fourth edition, Blakwell Publishing, London, 2003, P54.

² Niradjini.A & Priya. KB, Impact of Capital Structure on Financial Performance of the Listed Companies in Sri Lanka, International Journal of Scientific and Research Publications, Vol 3, Issue 5, 2013, P3.

³ Steve Lumby, Chris Jones, Corporate Finance: Theory and Practice, Homson, London, 2003, P3.

⁴ Pierre cabane, l'Essentiel de la Finance à l'Usage des Managers, 2^{ème} édition, édition d'Organisation, Paris, 2004, P191.

مصادر التمويل المختلفة التي تساهم في عملية التمويل والتي تراعي بدقة مدى الاعتماد على المصادر الخارجية ذات الالتزامات الثابتة، حيث يرتبط هذا التوازن المذكور بالعديد من العناصر أهمها المحافظة على القدرة على سداد الديون والوفاء بالالتزامات دون التعرض لحالات العسر المالي، وبالتالي التقليل من مستوى المخاطرة، بالإضافة إلى تدنيه تكاليف هذه المصادر وتنظيم العائد قدر الإمكان تماشياً مع أهداف وتطلعات المؤسسة.

2- أهداف السياسة التمويلية

تندرج أهداف السياسة التمويلية للمؤسسة ضمن أهداف إستراتيجيتها المالية التي تعمل هي الأخرى بالتنسيق مع باقي الوظائف لتحقيق أهداف الإستراتيجية العامة والتي يمكن حصرها في النقاط التالية:

✓ تمويل الاستثمارات ودورة الاستغلال: ويقصد به البحث ومحاولة إيجاد مصادر التمويل الكافية واللازمة لتمويل دورتي الاستغلال والاستثمار بأقل تكلفة ممكنة وفي وقتها المناسب.

✓ ضمان المستوى الأمثل من السيولة المالية: تفادياً لارتفاع درجة المخاطر المالية والوقوع في خطر عدم القدرة على السداد، يتوجب على السياسة التمويلية في المؤسسة الإبقاء على مستوى معين من السيولة في الخزينة كهامش أمان من أجل مواجهة التزاماتها المالية والحد من الوقوع في خطر الإفلاس.

✓ تحقيق مستوى عال من المردودية: يُعتبر تحقيق مستوى عال من المردودية الهدف الأساسي والمرجو من أي استثمار تقوم به المؤسسة، لذا فإن السياسة التمويلية تسعى دائماً إلى الحصول على مصادر التمويل التي تضمن لها تشكيل هيكل تمويلي أمثل من حيث تدنيه التكاليف الخاصة بكل مصدر، وكذا تحقيق معدل عائد يفوق تلك التكاليف حتى تتفادى المؤسسة الوقوع في دائرة العجز المالي.¹

¹ أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 25.

- ✓ **التأقلم مع المحيط المالي:** لابد على السياسة التمويلية للمؤسسة أن تأخذ نصب عينها مكونات المحيط المالي الذي تنشط فيه، حتى يتسنى للمؤسسة اجتتاب القيود والتهديدات التي تفرض عليها وفي نفس الوقت تتمكن من استغلال الفرص المتاحة أمامها على أكمل وجه.
- ✓ **محاولة زيادة حجم المؤسسة وإكسابها القوة وتحقيق النمو،** حيث يعتبر ذلك شرطاً أساسياً لبقائها واستمرارها.

وقصد تحقيق أهدافها ينبغي على السياسة التمويلية الحرص على تحقيق المبادئ التالية:

- ☞ **تحقيق التوازن في الهيكل التمويلي** من حيث التمويل بالأموال الخاصة والتمويل عن طريق المديونية، وضمان توافقه مع أنماط الهياكل التمويلية في المؤسسات الأخرى.¹
- ☞ **تحقيق التوازن في الهيكل التمويلي** من حيث التناسب بين مصادر التمويل واستخداماتها من جهة وأجال الاستحقاق من جهة أخرى.²
- ☞ **تخفيض تكلفة التمويل الكلية** قدر الإمكان.
- ☞ **تخفيض درجة المخاطر والعمل داخل درجة مقبولة منها،** وذلك بعدم اللجوء المطلق للاستدانة والأخذ بعين الاعتبار تحقيق الاستقلالية المالية.
- ☞ **قيام المؤسسة بتوزيع أرباح الأسهم كمكافأة المساهمين،** مما يساهم في تعزيز الأموال الخاصة وتحسين قدرة المؤسسة على اللجوء إلى الاستدانة والرفع من رأس المال.

¹ محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2008، ص.ص 32 33.

² Solnik Bruno, Gestion Financière, 6^{ème} Edition, Dunod, Paris, 2001, P119.

➤ اللجوء إلى الاستدانة بطريقة مدروسة من شأنه تحسين المردودية بواسطة أثر الرافعة المالية.¹

المطلب الثاني: السياسات التمويلية في المؤسسة والقيود المتحكمة فيها

من أكبر التحديات التي تواجه المؤسسة هي رسم سياسة تمويلية متكاملة تتماشى مع أهدافها وإمكانياتها وتخدم تطلعاتها المستقبلية، بشكل يضمن المحافظة على مركزها المالي والتنافسي في ظل التغيرات التي تطرأ على المحيط الاقتصادي الذي تنشط فيه، مما يستوجب عليها مراعاة جملة من العوامل والقيود التي تتحكم في هذه العملية.

1- أشكال السياسة التمويلية في المؤسسة

إن اعتماد المؤسسة على سياسة تمويلية معينة يتحدّد على ضوء تأثيراتها في تحقيق الأهداف المسطرة من جهة، ووجهة نظر الإدارة بشأن العائد والمخاطرة المترتبة عليها من جهة أخرى، حيث تجد المؤسسة نفسها بصدد الاختيار بين ثلاثة أشكال رئيسية للسياسة التمويلية والتي تتمثل في:

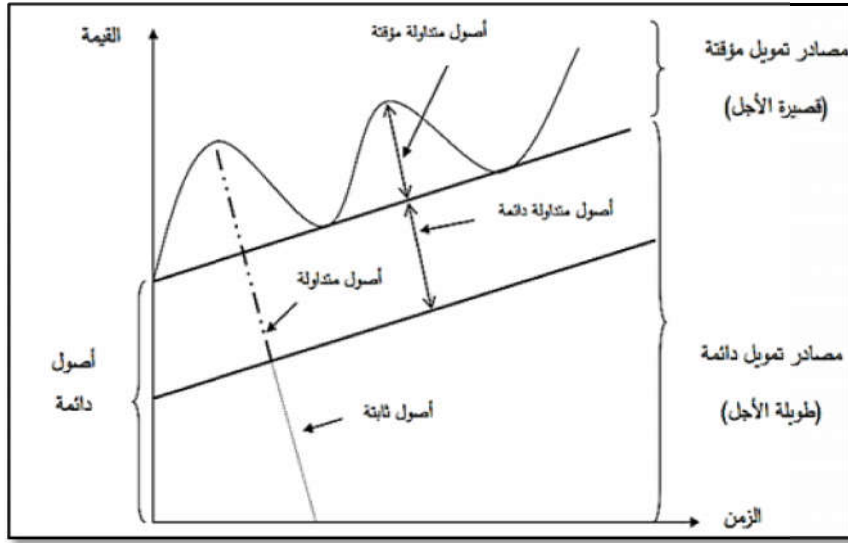
1-1 السياسة التمويلية المعتدلة Moderat Policy

تتمثل السياسة المعتدلة في السياسة المثالية التي تقوم على مبدأ متعارف عليه في الفكر المالي وهو مبدأ التغطية **Hedging Approach** والذي يلتزم بضرورة تمويل كل أصل بمصدر يتلاءم وطول الحاجة إليه، ويعني ذلك ضرورة التوفيق بين توقيت التدفقات النقدية المتولدة عن أي أصل وتوقيت استحقاق مصادر التمويل المستخدمة في تمويله.² فطبقاً لهذا المبدأ فإن الأصول المتداولة والتغيرات الموسمية في رأس المال العامل ينبغي تمويلها بمصادر قصيرة الأجل، بينما الأصول الثابتة والاستثمارات في رأس المال العامل الدائم ينبغي تمويلها بمصادر طويلة الأجل كما هو موضح في الشكل الآتي:

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2011، ص 254.

² حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 356.

الشكل رقم (01-01): تمويل الأصول وفقاً للسياسة المعتدلة "مبدأ التغطية"



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص

357.

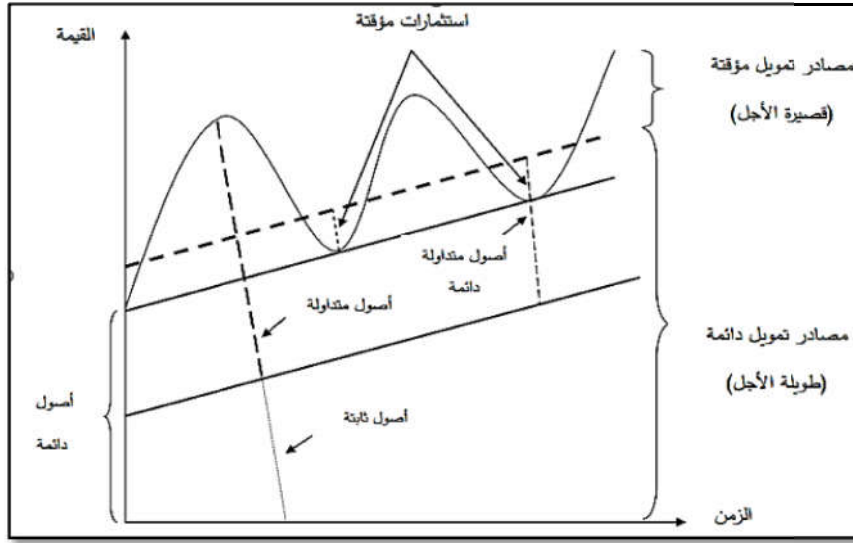
رغم سلامة هذه السياسة وعدم تأثيرها سلباً على ربحية المؤسسة إلا أنها تتجاهل مدى ميل الإدارة لتحمل المخاطر، إذ من غير المتوقع أن تتبع المؤسسة التي تتحكم في مقاليد أمورها إدارة محافظة نفس سياسة التمويل التي تتبعها مؤسسة أخرى تهيمن عليها إدارة تتسم بالمغامرة وحب المجازفة، لذا وجب الأخذ بعين الاعتبار مدى قدرة المؤسسة على تحمل المخاطر للرفع من العائد المتوقع أو العكس.

1-2 السياسة التمويلية المتحفظة Conservative Policy

تعتمد هذه السياسة على تمويل جزء من الأصول المؤقتة بمصادر التمويل طويلة الأجل سواء كانت أموالاً مقترضة أو ناشئة عن حق الملكية، وذلك لمحاولة التخفيض من مخاطر العسر المالي بالرغم من تأثيرها العكسي على العائد.¹ والشكل التالي يعكس طريقة التمويل وفقاً لهذه السياسة:

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص 209.

الشكل رقم (01-02): تمويل الأصول وفقاً للسياسة المتحفظة



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي

الحديث، الإسكندرية، 2006، ص 209.

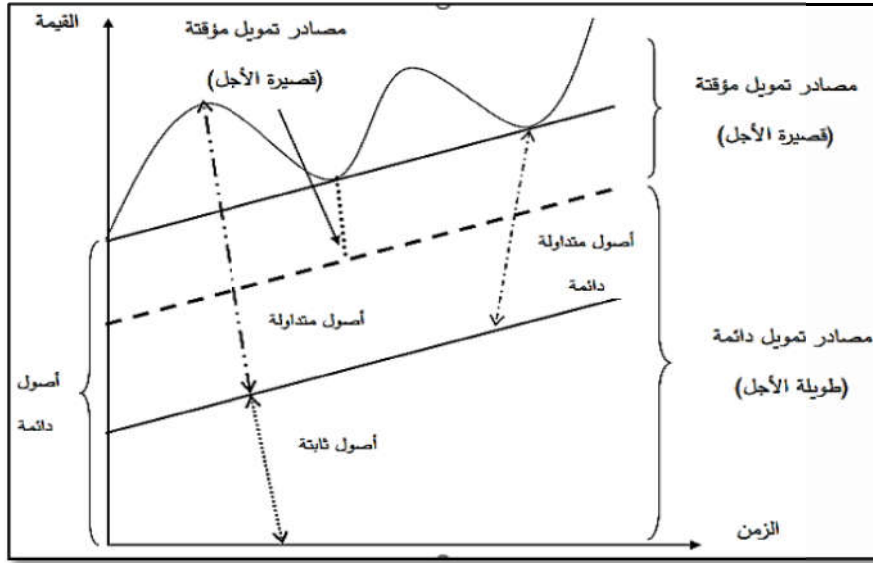
إن هذه السياسة تعتبر متحفظة لأن الإدارة المالية تسعى إلى التخفيض من الاعتماد على الخصوم القصيرة الأجل في تمويل الأصول المتداولة لحساب الخصوم طويلة الأجل، والذي من شأنه أن يحسن من مركز المؤسسة من حيث السيولة ويخفض من مخاطر العسر المالي، إلا أنه يؤدي إلى انخفاض معدل العائد بسبب ارتفاع تكاليف القروض طويلة الأجل. وعليه فإن هذه السياسة تتسم بدرجة مخاطرة دنيا إلا أنها تؤدي إلى انخفاض معدل العائد على الاستثمار.

3-1 السياسة التمويلية المغامرة Aggressive Policy

إذا ما تميزت إدارة المؤسسة بقدر من الجرأة، فإنها قد تلجأ إلى استخدام مصادر التمويل القصيرة الأجل في تمويل جزء من الأصول الدائمة، وذلك بهدف زيادة العائد على الاستثمار رغم ارتفاع درجة المخاطر المترتبة عن ذلك.¹ والشكل الآتي يصور لنا حدود تطبيق هذه السياسة:

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 210.

الشكل رقم (01-03): تمويل الأصول وفقا للسياسة المغامرة



المصدر: منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص 211.

إن النتائج المترتبة على اختيار مصدر تمويل قصير الأجل في تمويل الأصول المتداولة وجزء من الأصول الدائمة، سوف تبرز من خلال التأثير المباشر على ربحية المؤسسة وذلك بسبب انخفاض تكلفة هذا المصدر وبالتالي انخفاض التكلفة التي ستتحملها المؤسسة في التمويل إلى أبعد حد ممكن مما يرفع من معدل العائد المتوقع على الاستثمار، إلا أنه وبالمقابل ستتسبب هذه السياسة في تزايد حدة المخاطر التي تتعرض إليها المؤسسة بسبب ارتفاع حجم القروض القصيرة الأجل مما يزيد من حالات العسر المالي¹ وعدم القدرة على السداد.

2- القيود المتحكمة في السياسة التمويلية

يخضع متخذ القرار التمويلي إلى مجموعة من القيود التي لا يمكن تجاهلها عند اختيار مصدر مالي معين لأن ذلك قد يحدث آثارا سلبية تؤثر على تحقيق الأهداف المرجوة، لذا وجب عليه التقيد بها وتنفيذها من أجل بلوغ سياسة تمويلية سليمة تخدم المؤسسة، حيث تتمثل هذه القيود في:

¹ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 363.

1-2 قاعدة التوازن المالي الأدنى

يعرف التوازن المالي للمؤسسة على أنه التناسق الموجود بين موارد المؤسسة واستخداماتها بشكل يحقق التوازن الأدنى بين المدة الزمنية لأصل معين والمصدر التمويلي الموافق له.¹

يقتضي هذا القيد ضرورة مواعمة توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في عملية التمويل مع توقيت التدفقات النقدية المتولدة عنه، وعليه فإنه ينبغي تمويل الأصول الدائمة (الأصول المتداولة الدائمة بالإضافة إلى الأصول الثابتة) التي عادة ما تتحول إلى نقدية بعد فترة طويلة من مصادر تمويل طويلة الأجل كالقروض الطويلة والمتوسطة الأجل أو الأموال الخاصة أو عن طريق التمويل الذاتي.

أما الأصول المؤقتة، فإنه ينبغي تمويلها عن طريق مصادر التمويل قصيرة الأجل،² وبالتالي فإن احترام شرط التوازن المالي يحدّد الاختيار بين التمويل طويل الأجل والتمويل قصير الأجل. وهذا ما يتوافق مع سياسة التمويل المعتدلة.

إن الإخلال بهذا القيد عند اتخاذ القرار التمويلي يؤدي إلى عدة مشاكل أبرزها حدوث عجز مالي مفاجئ في الخزينة وانخفاض حاد في رأس المال العامل، فإنه ليس من الحكمة بشيء أن يتم مثلا تمويل أصل دائم من مصادر تمويل قصيرة الأجل، أين تتعهد المؤسسة بتسديد القرض المستخدم في عملية التمويل بمعدل أسرع من المعدل الذي يتحول به الأصل إلى نقدية.

2-2 قاعدة الاستدانة العظمى (الاستقلالية المالية)

إن الهدف من هذه القاعدة هو جعل المؤسسة تتمتع بدرجة من الاستقلالية في تمويل نشاطاتها عن الغير (البنوك، الموردين...) أي ألا يفوق مجموع ديونها حجم الأموال الخاصة.⁴

¹ Gérard Melyon, Bernard Rebouh, Comptabilité des Sociétés Commerciales, Bréal, Paris, 2002, P62.

² Georges Legros, Mini Manuel de Finance d'Entreprise, Dunod, Paris, 2010, P170.

³ Roland Carles, Audit et Gestion de l'Entreprise, Edition France Agricole, Paris, 1999, P183.

⁴ Jean Barreau, Jacqueline Delhaye, Gestion Financière, 13^{ème} Edition, Dunod, Paris, 2004, P380.

بمعنى آخر أن يكون ملاك المؤسسة مساهمين في احتياجاتها أكثر من مقرضيها ما يجعلهم يتمتعون بالحرية في اتخاذ القرارات المالية،¹ فالاستقلالية المالية تحدد نسبة الديون في الهيكل التمويلي للمؤسسة أي نسبة الرفع المالي التي تعتمد عليها في تمويل استثماراتها مقارنة بالأموال الخاصة، حيث أن ارتفاع هذه النسبة يحدّ من استقلاليته ومقدرتها على الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها من قروض إضافية إلا بتقديم ضمانات كبيرة قد تثقل كاهلها. وعليه يجدر على المؤسسة دائماً عند اتخاذ قرار التمويل الموازنة بين العائد المنتظر ودرجة المخاطر المتولدة عنه.

ويمكن التعبير عن نسبة الاستقلالية المالية للمؤسسة من خلال عدة نسب نذكر منها:

✓ **الأموال الخاصة/ الديون المالية:** حيث يجب أن تفوق هذه النسبة 1 حتى يتسنى لنا القول أن المؤسسة تتمتع بدرجة من الاستقلالية المالية.

✓ **الأموال الخاصة/ الموارد الدائمة:** حيث يجب أن لا يؤثر قرار التمويل على هذه النسبة أي يجب ألا تتعدى النصف (2/1) قبل اتخاذ القرار وبعده.

✓ **مجموع الديون/ مجموع الأصول:** يجب ألا تفوق 1 وإلا فإن هذا يعني أن المؤسسة لا تتمتع بالاستقلالية المالية وأنها غير قادرة على حماية الدائنين، بسبب ارتفاع نسبة الاستدانة التي أصبحت تشكل خطراً مالياً عليها.

2-3 قاعدة القدرة على السداد

يمكن تعريف القدرة على السداد بأنها إمكانية المؤسسة على تسديد التزاماتها المالية الناتجة عن عملية الاستدانة دون التأثير في قدرتها على التمويل الذاتي.²

¹Pièrre cabane, Op.cit., 2004, P119.

² Gérard Melyon, Bernard Rebouh, Op.cit., 2004, p119.

كما يمكن تعريفها على أنها قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها بشقيها القصيرة وطويلة الأجل باستخدام التدفقات النقدية المحصلة¹ دون التأثير على التمويل الذاتي، حيث تتم دراستها بشكل أساسي من خلال تحليل الهيكل التمويلي ومعرفة نسبة الديون لحقوق الملكية التي تتكون من رأس المال، الأرباح المحتجزة والاحتياطات،² أو لمجموع الأصول، أو للقدرة على التمويل الذاتي.

تعتبر هذه النسبة مؤشراً هاماً عند اختيار التمويل بالاستدانة نظراً لأن تكاليف الديون تعتبر من التكاليف الثابتة التي تلتزم المؤسسة بدفعها للدائنين في آجالها المحددة، بالإضافة إلى أصل الدين، حيث يمكن أن تشكل خطراً مالياً على المؤسسة خاصة في حالة ما إذا كانت التدفقات المحققة غير قادرة على تغطية خدمة الدين وأصله، ما يؤثر سلباً على قدرة المؤسسة على تحقيق التمويل الذاتي.

تقوم قاعدة القدرة على السداد على فكرة أن الديون المالية لا يجب أن تفوق ثلاثة أضعاف القدرة على التمويل الذاتي السنوية المتوقع تحقيقها والتي يمكن حسابها وفقاً للنسبة التالية:

$$\text{القدرة على السداد} = \frac{\text{الديون المالية}}{\text{القدرة على التمويل الذاتي}}$$

وعليه يمكن اعتبار نسبة القدرة على السداد كأداة مراقبة داخلية يستخدمها متخذ القرار المالي لمراقبة مستويات الاستدانة، وأداة مراقبة خارجية يستخدمها المقرضون لاتخاذ قرار منح القروض للمؤسسة من عدمه.

¹ AnnaickGuyvarch, Arnard Thauvron, Finance d'Entreprise Tout en un, 2^{ème} Edition, Foucher des Edition Hatier, Paris, 2018, P123.

² مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية مدخل نظري وتطبيقي، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص135.

2-4 قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي

يعني هذا أنه يجب على المؤسسة تمويل جزء من استثماراتها ذاتياً وأن تغطي الباقي عن طريق الاستدانة قصد التنويع في مصادر تمويل المشاريع الاستثمارية، وذلك عن طريق التمويل الذاتي في حدود الثلث والاستدانة في حدود الثلثين¹، حيث إذا قامت المؤسسة بتمويل استثمار ما بواسطة قرض بصفة كلية فإن ذلك قد يزيد من احتمالات الوقوع في المخاطر كتضخم مصاريف الاستدانة مقارنة بمردودية المشروع، وإذا مولت المشروع كلياً بـموارد ذاتية فإن ذلك قد يفوت عليها فرص الاستفادة من الوفورات الضريبية المحققة بواسطة الاستدانة، لذا وجب عليها المزج بين المصدرين لتحقيق أكبر عائد ممكن.

المطلب الثالث: مراحل إعداد السياسة التمويلية للمؤسسة.

تمر عملية إعداد السياسة التمويلية للمؤسسة والتخطيط لها بعدة مراحل أساسية بدء بتحديد الاحتياجات المالية الضرورية لمزاولة نشاطها إلى غاية اختيار مصادر التمويل والحصول عليها، حيث تعتبر هذه العملية ذات أهمية كبيرة لذا يجب على الإدارة المالية التحلي بالكفاءة التي تعد عنصر حاكماً يحدّد بقاء المؤسسة واستمرارها في ميدان الأعمال.

1- تحديد الاحتياجات المالية للمؤسسة

تحتاج المؤسسات الاقتصادية إلى عدة أنواع من التمويل، تختلف باختلاف احتياجاتها المالية التي تكون عادة مرتبطة بمراحل عمرها الإنتاجي المختلفة بدءاً من إنشائها فانطلاقها فنموها إلى نضجها ووصولاً إلى مرحلة التدهور، حيث تتمثل هذه الاحتياجات في التدفقات النقدية والأموال اللازمة للتشغيل ومواجهة الطوارئ، أو تمويل التوسعات والحصول على استثمارات جديدة، وبالتالي فإن احتياجات التمويل تعكس وضعية المؤسسة وتقدمها في دورة الحياة والتي يمكن عرضها كالآتي:

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 317.

1-1 الاحتياجات المالية في مرحلة الانطلاق

ونقصد بها المرحلة بعد إنشاء المؤسسة أين يتعلق التمويل بالسنوات الأولى من حياتها، حيث تتطلب هذه المرحلة توفير الأموال الضرورية لبدء نشاط المؤسسة وما يكفي لاستمراره إلى أن تتمكن العوائد المتأتية عن تصريف المنتجات من تغطية المصاريف الإدارية المتكررة،¹ وبما أن المؤسسة في هذه المرحلة تكون غير مسعرة في البورصة ولا يمكنها الاعتماد فقط على الأموال الخاصة فستجد نفسها مضطرة إلى اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية، الأمر الذي سيزيدها تعقيداً بسبب ضعف شهرتها ومركزها المالي وحالات عدم التأكد المحيطة بتطورها في المستقبل.

2-1 الاحتياجات المالية في مرحلة النمو

في هذه المرحلة تشهد المؤسسة نمواً سريعاً لمستوى الإنتاج والمبيعات، الراجع لمتوقعها الجيد في السوق وكسبها لرضا الزبائن، مما يؤدي إلى ارتفاع ملحوظ في احتياجات التمويل المرتبطة بالاستثمارات التي يتطلبها التوسع في القدرات الإنتاجية للمؤسسة، وكذا الاحتياجات في رأس المال العامل الناتج عن ضرورة تشكيل المخزونات وقروض العملاء،² وبما أن الموارد الداخلية لا تزال غير قادرة على تغطية هذه الاحتياجات فإن المؤسسة تجد نفسها في صدد البحث عن رؤوس أموال خاصة جديدة أو التوجه نحو مؤسسات رأس المال المخاطر قصد تغطية الفارق وفجوة الاحتياجات.

3-1 الاحتياجات المالية في مرحلة التوسع

معظم المؤسسات في هذه المرحلة تتجه نحو البورصة أي تصبح مؤسسات مسعرة، مما يتيح لها عدة خيارات تمويلية جديدة تسمح لها بإنجاز أو تحقيق توسعات جديدة في القدرات الإنتاجية أو في الشبكة

¹ أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 20.

² Hassiani Abdelhamid, Ait Sahed Imene, le choix de la politique Financière de l'entreprise, Administrative and Financial Sciences Review, Université d'El Oued, Vol 1, N° 1, 2017, P642

التجارية، حيث تحقق المؤسسة في هذه المرحلة مردودية عالية ونموً متزايداً في رقم أعمالها بسبب الرواج الذي تتلقاه منتجاتها في السوق مما يكسبها ميزة تنافسية واضحة.

وعليه فإن المؤسسة تحتاج في هذه المرحلة إلى موارد مالية جديدة لتطوير وتمويل منتجات وحيارات جديدة، حيث تنتج بكثرة إلى إصدار رأس المال على شكل أسهم عادية والخيارات على الأسهم، أما في حال توجيهها نحو الاستدانة فإنها ستقبل على الديون القابلة للتحوّل إلى أسهم للرفع من رأس المال.¹

1-4 الاحتياجات المالية في مرحلة النضج

بعد مرحلة توسع ناجحة تكون المؤسسة قد ضمنت حصة سوقية معتبرة وتكون قد بلغت أعلى مستوى مردودية ممكنة، وبذلك تصل إلى مرحلة تنسم بالنضج من حيث استقرار ونمو المبيعات والأرباح وكذلك استقرار ونمو التدفقات النقدية، أما الاحتياجات التمويلية الإضافية فقد تعرف انخفاضاً ملحوظاً وهذا راجع إلى ارتفاع قدرتها على امتصاص وتغطية جميع التكاليف والأعباء من مواردها الذاتية، مما يفسح المجال أمام المؤسسة للحصول على التمويل مقارنة بالمراحل السابقة.²

1-5 الاحتياجات المالية في مرحلة الانحدار

تعتبر هذه المرحلة الأخيرة في حياة المؤسسة، حيث تبدأ مبيعاتها بالتراجع بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها التي فقدت ميزاتها التنافسية في السوق بسبب ظهور منافسين جدد استولوا على حصتها السوقية وبالتالي انخفاض رقم أعمالها عند وصول نشاطها إلى مرحلة الانحدار، الأمر الذي يستوجب عليها استرجاع مكانتها بمحاولة طرح منتج جديد في السوق مما يتطلب تمويلات إضافية، وهنا يبرز دور

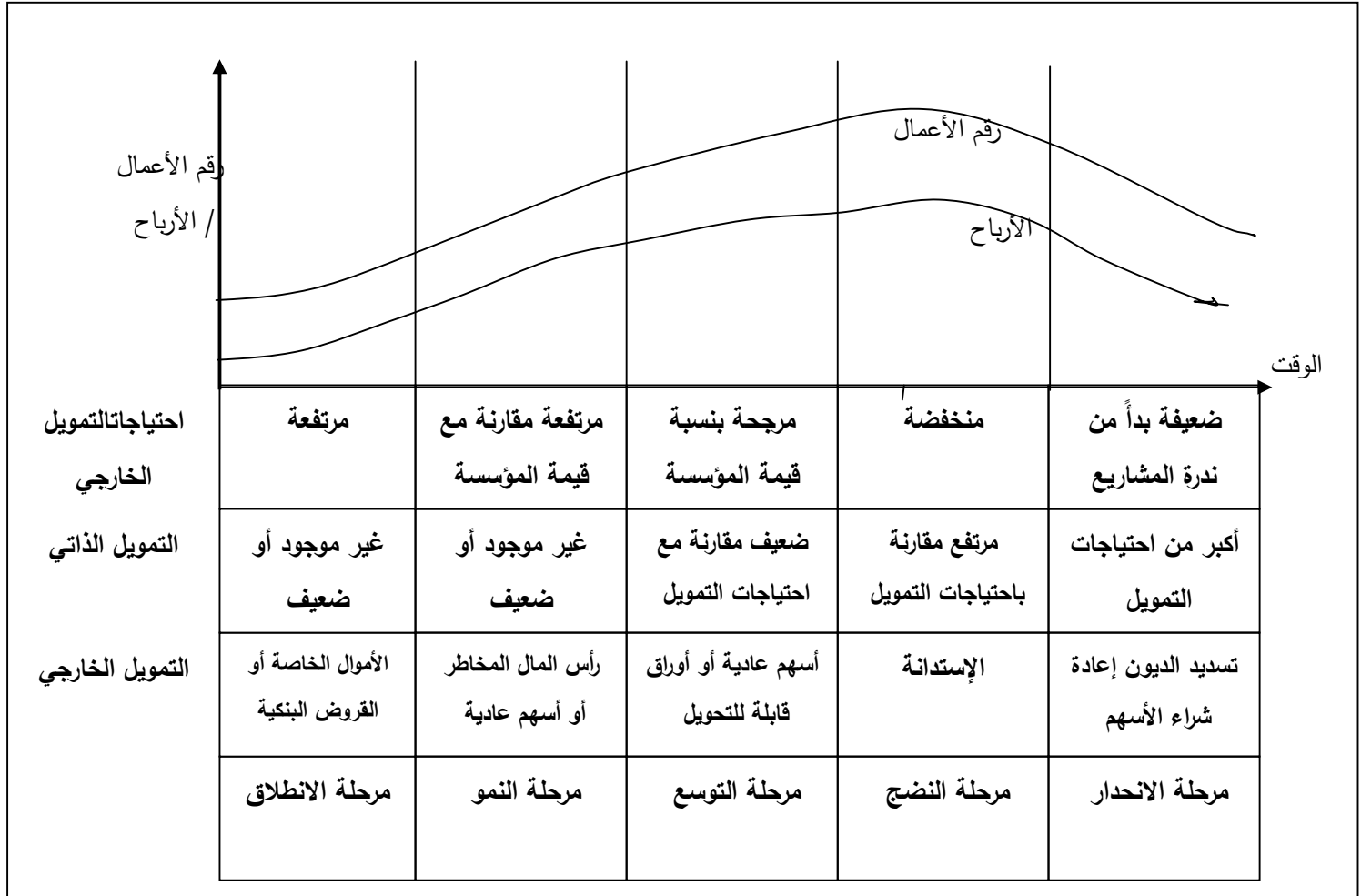
¹ Aswath Damodaran, *Finance d'Entreprise Théorie et Pratique*, 2^{ème} Edition, Edition de Boeck Université, Bruxelles, 2006, P690.

² سعاد نايف البرنوطي، *إدارة المشروعات الصغيرة*، دار وائل للنشر، عمان، 2005، ص 56.

المؤسسات التمويلية في دعم ومساندة المشاريع الاستثمارية ليس بالتمويل فقط، بل ببرامج متكاملة كعمليات إعادة التأهيل الخاصة بجميع وظائف المؤسسة.¹

والشكل التالي يبين الاحتياجات المالية للمؤسسة خلال دورة حياتها:

الشكل رقم (01-04): احتياجات تمويل المؤسسة خلال دورة حياتها.



Source: Aswath Damodaran, Finance d'Entreprise Théorie et Pratique,

2ème Edition, Edition de Boeck Université, Bruxelles, 2006, P691

¹ أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 23.

2- تحديد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة

يقوم المدير المالي في هذه المرحلة بتحديد مختلف مصادر التمويل المتاحة أمامه من أجل تشكيل المزيج التمويلي الذي يخدم الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة ويتوافق مع محيطها المالي والاقتصادي، وذلك إما من خلال اللجوء إلى المصادر الداخلية للمؤسسة ونعني بذلك التمويل الذاتي أو التوجه إلى الأطراف الخارجية ونعني بذلك اللجوء إلى المديونية، حيث يتوقف اتخاذ هذا القرار على عدة عوامل نذكر منها:

☞ طبيعة الاحتياج في حد ذاته سواء أكان قصيراً أو متوسطاً أو طويل الأجل.

☞ مدى حرص المؤسسة على الحفاظ على استقلاليتها المالية.

☞ رغبة المؤسسة وقدرتها على تحمل المخاطرة.

☞ حجم الضمانات المادية والعينية التي تمتلكها المؤسسة.

☞ سمعة ووضعية المؤسسة في السوق.

☞ نوع الاقتصاد التمويلي السائد في الدولة كون السياسة التمويلية للمؤسسة تتأثر بمحيطها المالي.

3- المفاضلة بين مصادر التمويل

بعد تحديد مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة وكذا نوعية الأصول التي ترغب في اقتنائها والمشاريع التي تهدف إلى إنجازها، يتوجب على المدير المالي المفاضلة بين هذه المصادر واختيار الأنسب منها بما يحقق التوازن بين العائد والمخاطرة قصد بناء الهيكل التمويلي المناسب الذي يساهم في تحقيق أهداف السياسة الاستثمارية للمؤسسة، حيث يتم تقييم مختلف مصادر التمويل المحتملة في ضوء جملة من الاعتبارات المتمثلة في:

☞ حجم الأموال التي تحتاجها المؤسسة والفترة الزمنية التي سيتم توظيف الأموال خلالها.

☞ توافق مصادر الأموال مع أوجه استخداماتها.

- ☞ تكلفة التمويل مقارنة مع معدل التكلفة السائد والعائد المتوقع من الاستثمار.
- ☞ آجال التسديد وتزامنها مع التدفقات النقدية المتوقعة تحقيقها من استغلال المشاريع الممولة.
- ☞ القيود التي يفرضها الممولون على المؤسسة المقترضة ك شروط عدم الاقتراض الإضافي، عدم توزيع الأرباح والمحافظة على معدلات محددة من النسب المالية طوال فترة الاقتراض.

المبحث الثاني: مصادر تمويل المؤسسة

تسعى المؤسسات الاقتصادية إلى استخدام البدائل التمويلية المتاحة أمامها بأقل التكاليف الممكنة لتحقيق أعلى العوائد، وهذا ما يندرج ضمن تشكيل هيكل رأس المال الأمثل الذي يسمح لها بالاستمرار والتوسع في ظل ديناميكية محيطها داخليا وخارجيا وبلوغ أهدافها المسطرة. فكيف يجب عليها التعامل مع هذه المصادر التمويلية؟ ومتى يجب أن تلجأ إليها؟

المطلب الأول: مصادر التمويل الداخلية

تمثل مصادر التمويل الداخلية مجموعة الموارد المالية التي تحصل عليها المؤسسة من عملياتها الجارية دون اللجوء إلى مصادر خارجية، قصد تمويل استثماراتها وتغطية احتياجاتها المالية خاصة في مرحلة النمو، وتتمثل أساسا في التمويل الذاتي الناتج عن النشاط العادي للمؤسسة بالإضافة إلى إيرادات التنازل عن الأصول غير المستخدمة كمصدر تمويل استثنائي، لكن من الصعب أن تعتمد المؤسسة بصفة كاملة على التمويل الداخلي لتمويل استثماراتها فعادة ما تتجاوز حجم الاستثمارات هذا المورد فتظهر ضرورة اللجوء إلى مصادر خارجية عند عدم كفايتها.

1- التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الذاتي من أهم مصادر التمويل الداخلية التي تلعب دورا هاما في تنمية المؤسسة وتطويرها وضمان استمراريتها. حيث يمكن تعريفه على أنه تلك الموارد الجديدة المحققة من النشاط الأساسي

للمؤسسة والمحتفظ بها بشكل دائم من أجل تمويل عملياتها المستقبلية،¹ كما يقصد به الفائض النقدي المتاح بعد توزيع الأرباح² والموجه نحو تمويل النمو في الاحتياجات المالية مستقبلاً. من خلال ما سبق يتضح جلياً أن التمويل الذاتي ما هو إلا مصدر مالي وليد نشاط المؤسسة خلال الدورة المحاسبية³، والتي تحتفظ به كادخار لتمويل عملياتها المستقبلية حيث يساهم بشكل مباشر في التقليل من المصادر الخارجية للتمويل، وبالتالي فهو يمكن المؤسسة من تحقيق الاستقلالية المالية من جهة ويلعب دور المحفز لجذب وسائل التمويل الخارجية عند اللجوء إلى الاستدانة أو فتح رأس المال للمساهمة من جهة أخرى.

1-1 كيفية حساب التمويل الذاتي

قبل التطرق لكيفية حساب التمويل الذاتي يجدر بنا التعرف على مكوناته والمتمثلة في الجزء المتبقي من النتيجة الصافية بعد طرح مكافآت رأس المال والتي تدعى بالأرباح المحتجزة، مضافاً إليه كل من أقساط الاهتلاكات والمؤنات ذات الطابع الاحتياطي والتي تعتبر مصاريف وهمية لا يتولد عنها مخرجات نقدية حقيقية لذا وجب علينا دمجها في تكوين التمويل الذاتي للمؤسسة.

✓ **الأرباح المحتجزة:** تمثل الأرباح المحتجزة ذلك الجزء من الأرباح المحققة في نهاية السنة التي لم تدفع في شكل توزيعات لحملة الأسهم، وتم احتجازها بغرض إعادة استثمارها في المؤسسة⁴، وهي تعتبر مصدراً أساسياً للتمويل يساعد في تقوية المركز المالي للمؤسسة ومواجهة حالات الإحلال والتجديد والتوسع، إلا أنه لا ينبغي احتجازها ما لم يكن العائد المتوقع من استثمارها يساوي على الأقل معدل العائد

¹ Elie Cohen, Gestion Financière de l'Entreprise et Développement Financière, Edition UREF, Paris 1991, p194

² Richard Brealey, Stewart Mayers, Franklein Allen, Principe de Gestion Financière, 8^{ème} Edition, France, 2006, p 384.

³ Albert Corhay, Mapapa Mbangala, Fondements de Gestion Financière, Manuel et Application, les Editions de l'université de Liège, 3^{ème} Edition, Belgique, 2008, p210.

⁴ عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص276.

على الاستثمار في فرص بديلة متاحة للملاك¹. وعلى الرغم من ذلك فإن المستثمر يحد استلام أرباحه بشكل نقدي بدل احتجازها، لذا وجب على المؤسسة إحداث سياسة توزيع رشيدة تراعي مصلحة كل الأطراف.

✓ **الاهتلاكات:** الإهلاك هو الإثبات المحاسبي للتدني في القيمة التي يتكبدتها الأصل نتيجة لاستخدامه أو حيازته من قبل المؤسسة لمدة زمنية تسببت في تقادمه، أو نظرا للتطور التكنولوجي الحاصل². حيث تتميز عملية تشكيل الإهلاك بأهمية بالغة في استمرار نشاط المؤسسة وضمان مواصلة عملها الإنتاجي وقدرتها على المنافسة ومواكبة تطورات محيطها الخارجي، إذ عليها التحلي بالحيلة والحذر في نهاية مدة حياة الأصل واستبداله دون الوقوع في مشكلة البحث عن التمويل، وذلك عن طريق الاحتفاظ بجزء من الأرباح سنويا في صورة أقساط اهتلاكات ناتجة عن توزيع تكلفة الأصل على المدة المقررة للانتفاع به، بهدف تجديده في أقرب وقت ممكن للمحافظة على قدرتها الإنتاجية³. كما يلعب الإهلاك دورا مهما في التمويل الذاتي من خلال الجزء المحرر من الضريبة، والذي لا يدفع لمصلحة الضرائب بل تستفيد منه المؤسسة في تدعيم وتقوية سيولتها الذاتية.

يعد تسجيل الاهتلاكات بصفة دورية أمرا إجباريا حتى وإن لم تحقق المؤسسة نتيجة موجبة حتى تكون الميزانية صحيحة⁴، ويتم ذلك وفق ثلاثة طرق:

☞ **الاهتلاك الخطي (الثابت):** تعتبر طريقة الإهلاك الخطي الطريقة المعتمدة والقانونية في الجزائر حسب المادة 174 من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة، ويكون وفق أقساط سنوية متساوية

¹ منير ابراهيم هنيدي، مرجع سابق، ص 567.

² Pierre Vernimmen, *Finance d'Entreprise*, 4^{ème} Edition, Dalloz, Paris, 2000, p133.

³ يوسف مامش، ناصر دادي عدوان، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية، الجزائر، 2008، ص 140.

⁴ المادة 718، الأمر رقم 75-59 المؤرخ في 20 رمضان عام 1395 الموافق 26 سبتمبر 1975، الذي يتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم، 2007، ص 218.

القيمة خلال المدة المحددة لاهتلاك الأصل¹، بحيث أنه عند انتهاء هذه المدة تصبح القيمة المحاسبية للأصل معدومة، وهذا حسب العلاقة التالية²:

$$\frac{1}{n} v_0 = \text{قسط الاهتلاك}$$

☞ الاهتلاك المتناقص: يعتمد على استخدام التدرج الهندسي المتناقص³، بحيث تكون أقساط الاهتلاكات كبيرة في السنوات الأولى ثم تتناقص تدريجيا في الدورات اللاحقة، مما يسمح للمؤسسة بالرفع من قدراتها التمويلية وتجديد استثماراتها بسرعة خاصة تلك التي تتميز بدرجة تطور تكنولوجي كبيرة، وإعادة استثمار الفوائض المحققة في حيازة استثمارات أكثر تطورا للمحافظة على مركزها التنافسي.

يعتبر تطبيق الإهلاك المتناقص أمرا اختياريا للمؤسسة، حيث تقوم بتقديم تصريح كتابي لإدارة الضرائب للاستفادة من هذا النوع من الإهلاك لا رجعة فيه إذا توفرت فيها الشروط المحددة في المادة 174 من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة والمتمثلة في:

* يجب أن تكون المؤسسة خاضعة لنظام الربح الحقيقي؛

* يطبق الإهلاك المتناقص على المباني والمحلات التي تستعملها مؤسسات القطاع السياحي؛

* أن تدخل التجهيزات في الإنتاج المباشر للمؤسسة من غير المباني السكنية والورشات والمحلات المستعملة في ممارسة المهنة.

يتم حساب معدل الإهلاك المتناقص بضرب المعدل الثابت للاهلاك الخطي المطبق للمدة العادية لاستخدام الأصل في معاملات تتبع مدة استعمال هذا الأصل والتي حددت كالاتي⁴:

¹ Pierre Vernimmen, Op.cit., 2000, P 133.

² Stéphane. Griffiths, Comptabilité Générale, Edition Vuibert, 2eme Edition, 1998, p 146

³ Ibid, p133.

⁴ المادة 174، قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة، (ق.ض.م.ر.م.)، 2024، ص 62.

* 1.5 إذا كانت مدة الاستغلال بين 3 و 4 سنوات؛

* 2 إذا كانت مدة الاستغلال بين 5 و 6 سنوات؛

* 2.5 إذا كانت مدة الاستغلال أكثر من 6 سنوات.

☞ الإهلاك المتزايد: يعتبر هذا النوع من الإهلاك قليل الاستعمال لأنه نادرا ما يتوافق مع الوضعية الاقتصادية للمؤسسة، ويمكن تبرير استعماله بالنسبة للاستثمارات المتحصل عليها عن طريق الأموال المقترضة والتي تسدد بدفعات ثابتة وهذا بغية التسيير الأمثل لخزينة المؤسسة¹، حيث تكمن هذه الطريقة في تطبيق معدل إهلاك متزايد تدريجيا مع مرور الوقت على القيمة الأصلية للاستثمار إلى أن تنعدم تماما، وذلك وفق العلاقة التالية²:

$$\text{قسط الإهلاك} = \frac{\text{قيمة الأصل} \times \text{مدة استعمال الأصل} \times 2}{n \times (n + 1)}$$

✓ المؤونات

استنادا إلى مبدأ الحيطة والحذر تلجأ المؤسسة إلى تكوين مبالغ مالية لمواجهة حوادث محتملة الوقوع مستقبلا، يكون لها تأثير مباشر على نشاطها الأساسي تتمثل في المؤونات التي تعتبر أحد المحددات الأساسية للتمويل الذاتي باعتبارها مصاريف وهمية تبقى تحت تصرف المؤسسة حتى تاريخ تحقيقها أو إلغائها وهي تنقسم إلى نوعين³:

¹Abdellah Boughaba, Comptabilité Générale Approfondie, Edition Berti, 2^{ème} Edition, Alger, 2003 ; p 218.

²Ahmed. Sadou, Comptabilité Générale, Edition Berti, 2002, p 240.

³Smail kabbaj, Said Youssef, Comptabilité Générale: Principes-Thechniques-outils, Edition Edisoft, 8^{ème} Edition, 2003, p447.

☞ مؤونة تدني قيم الأصول: وهي الاعتراف المحاسبي بالتدهور الذي يصيب عنصر من عناصر الأصول والناتج عن أسباب آثارها غير مقدرة بصفة لا رجعية فيها؛

☞ مؤونة الخسائر والأعباء: وهي مخصصات تم تقييمها عند إقفال الحسابات بهدف تغطية الأخطار والأعباء المحتملة، حيث أنها محددة الهدف إلا أنها غير أكيدة الحدوث.

و لقد نصت المادة 718 من القانون التجاري على ضرورة تكوين المؤونات حتى في حالة غياب أو عدم كفاية الأرباح حتى تكون الميزانية مطابقة للواقع¹ وذات مصداقية، حيث تستند هذه العملية لشروط محددة يمكن تلخيصها في النقاط التالية²:

☞ يجب أن يكون التدهور محققا من حيث طبيعته؛

☞ أن تكون أسباب انخفاض قيمة الأصل المعني قد نشأت خلال نفس سنة تكوين المؤونة؛

☞ يجب تقدير المؤونة بطريقة موضوعية وبدون مغالاة ومبالغة.

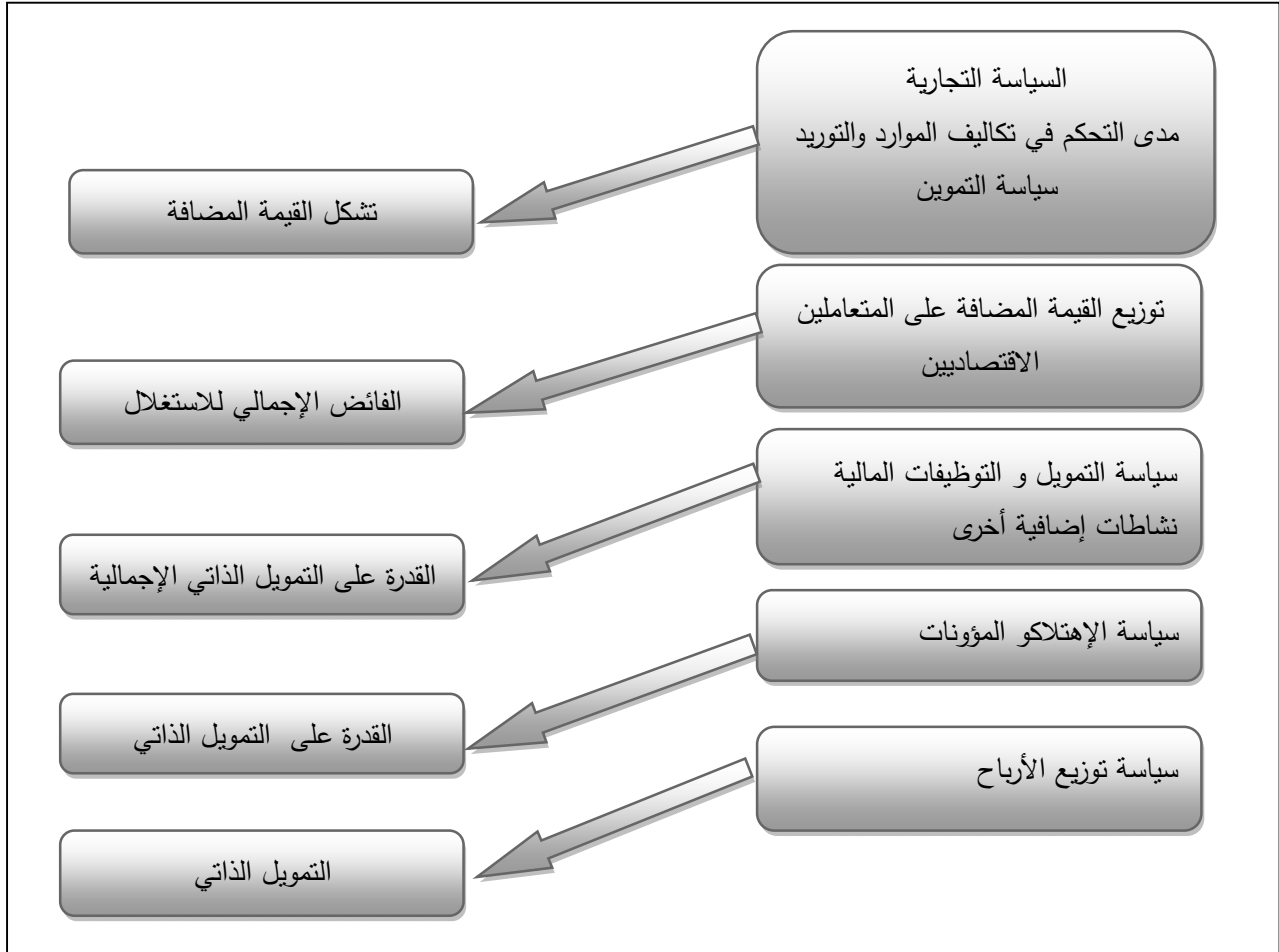
تلعب المؤونات دورا هاما في عملية التمويل حيث أنها تعتبر من التكاليف الوهمية التي لا يقابلها أي خروج فعلي من الخزينة، إلا أنها تساهم في تخفيض النتيجة وبالتالي تخفيض مقدار الضريبة الذي سيدفع لإدارة الضرائب واستفادة المؤسسة من الفرق الغير مدفوع في زيادة قيمة التمويل الذاتي بقيمة الاقتصاد الضريبي المحقق، ولكن هذه العلاقة تبقى صحيحة لما تكون للمؤسسة نتيجة موجبة فقط، أما إذا كانت خسارة فلا فائدة ترجى من رفع قيمة المؤونة لأن ذلك يعزز من قيمة الخسارة فقط.

مما سبق يمكن القول أن التمويل الذاتي يتشكل بواسطة عدة عناصر أساسية يمكن توضيحها من خلال الشكل التالي:

¹ المادة 718، القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق، ص 218.

² محمد بوتين، المحاسبة العامة للمؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1998، ص ص 214-215.

الشكل (01-05): مراحل تشكل التمويل الذاتي



المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الثانية، دار وائل

لنشر، عمان، 2011، ص 259

من خلال هذا الشكل يمكن تلخيص دورة تشكل التمويل الذاتي كالآتي¹:

* تنطلق من الإيرادات التجارية المحققة، حيث يغطي رقم الأعمال الإستهلاكات الوسيطة ليكون مؤشر القيمة المضافة الذي يساعد في تحديد سياسة التمويل وعلاقة المؤسسة بمقدمي الخدمات الخارجية والمناولة، والتحكم في استهلاكاتها المباشرة؛

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 260

* رصيد القيمة المضافة المحقق في المرحلة السابقة يوجه لتغطية مصاريف المستخدمين ومصاريف الضرائب والرسوم، ليشكل الفائض الإجمالي للاستغلال الذي يعبر عن أداء دورة الاستغلال وقدرتها على توليد فوائض مالية تساهم في تغطية المصاريف المالية والمصاريف الاستثنائية والضرائب على الأرباح؛

* القدرة على التمويل الذاتي هي النتيجة الإجمالية المحققة حسب المراحل السابقة وهي بمثابة المحصلة النهائية للتدفقات المالية الحقيقية قبل توزيع الأرباح؛

* بعد توزيع الأرباح وتسديد مستحقات المساهمين يتبقى رصيد لدى المؤسسة يتمثل في الفوائض المالية المعاد استثمارها وهو ما نستخدمه بالتمويل الذاتي.

وعليه فإن التمويل الذاتي يتكون من الفائض النقدي الصافي مطروحا منه الأرباح الموزعة، وبما أن الفائض النقدي الصافي يشمل النتيجة الصافية مضافا إليها الإهلاكات والمؤونات فإنه يمكن حساب التمويل الذاتي انطلاقا من الصيغة التالية:¹

$$\text{التمويل الذاتي} = \text{الأرباح المحتجزة} + \text{الإهلاكات} + \text{المؤونات}$$

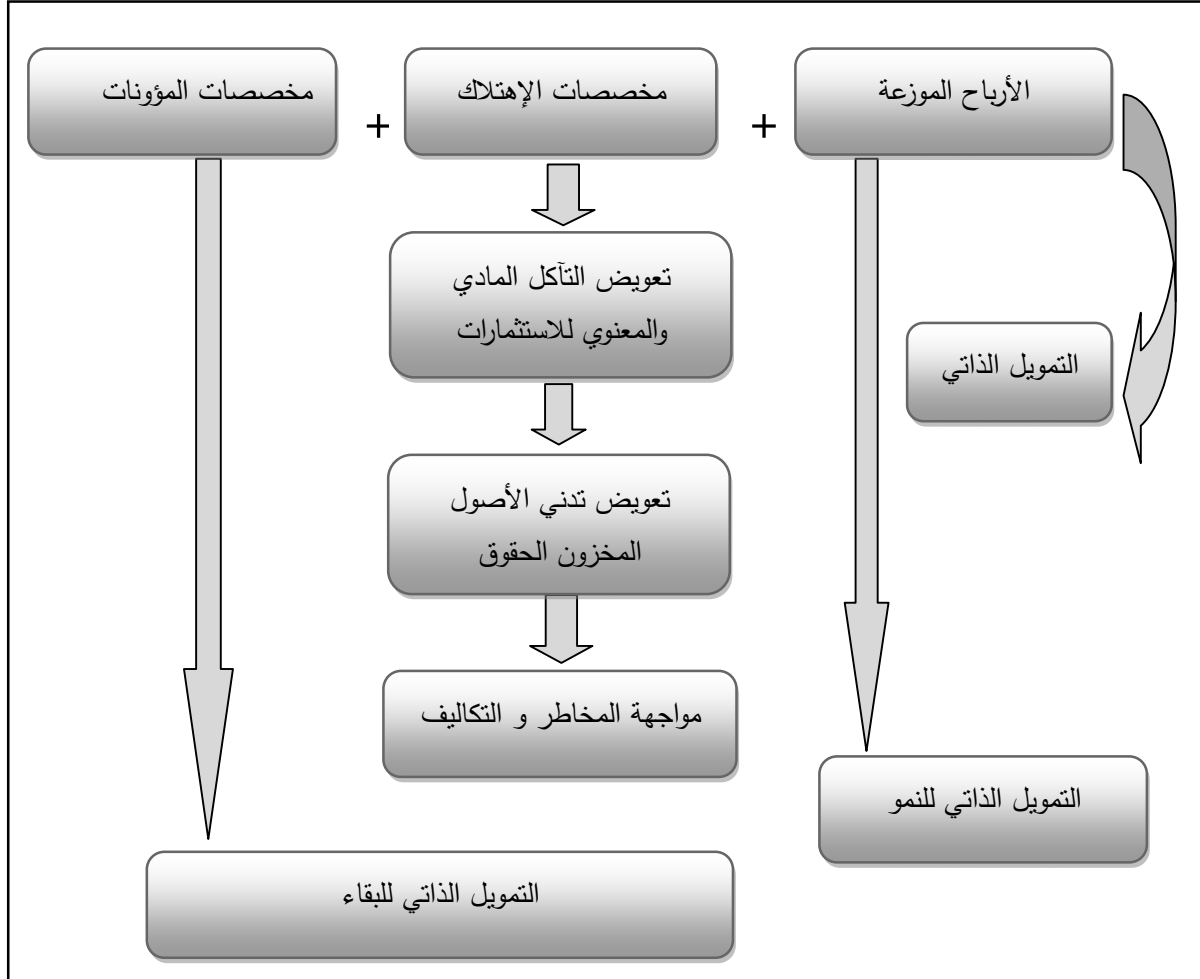
1-2 دور التمويل الذاتي في تمويل المؤسسة

يعتبر التمويل الذاتي من أهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل احتياجاتها المالية إذ يمكنها من بلوغ عدة أهداف أهمها تحقيق الاستقرار والاستقلالية المالية، حيث يساهم في استبعاد المخاطر المتعلقة بالبيئة المالية كعدم القدرة على السداد ومخاطر العسر المالي نظرا لاعتباره مقياس لقدرة المؤسسة على إعادة تكوين الفائض النقدي الذي يسمح لها بتسديد ديونها من جهة، ويمثل نقطة الانطلاق في التمويل كونه يعتبر بمثابة الضمان للأطراف الخارجية في حالة لجوء المؤسسة إلى البحث عن موارد خارجية لتغطية احتياجاتها المالية من جهة أخرى.

¹Elie Cohen, Op.cit., 1991, p199

كما تعتمد عليه المؤسسة بشكل أساسي في تحقيق هدفها البقاء والنمو، وذلك من خلال العناصر المكونة له كالآتي:

الشكل (01-06): التمويل الذاتي للبقاء والنمو



المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، 2011، مرجع سابق، ص 261

من خلال هذا الشكل يتضح لنا جلياً أن التمويل الذاتي ينقسم إلى قسمين هما¹:

* **التمويل الذاتي للبقاء:** حيث أن المؤسسة تضمن بقاءها واستمرار نشاطها بواسطة مخصصات الإهلاك التي تغطي التآكل المادي والمعنوي للاستثمارات، وبالتالي ضمان الموارد الضرورية للاستمرار

¹ أسعد معاليم، عادل بومجان، الإدارة المالية الحديثة، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2018، ص ص 97-98 .

في النشاط الأساسي، أما مخصصات مؤونات تدني الأصول المتداولة ومؤونة الأخطار والتكاليف فهي اعتمادات مالية تحتفظ بها المؤسسة لمواجهة تدهور الأصول؛

* التمويل الذاتي للنمو: والذي يتحقق بواسطة الأرباح الصافية بعد التوزيع، حيث توجه الفوائض المالية المحققة نحو تسديد الديون المستحقة وتعزيز مستوى الأموال الخاصة بضم الاحتياطات مما يؤدي إلى توسيع لاستثمارات كما هو مبين في الشكل الآتي:

الشكل (01-07): التمويل الذاتي والأموال الخاصة



Source : Elie Cohen, Gestion Financière de l'Entreprise et Développement Financière, Edition UREF, Paris 1991, p200.

1-3 النظريات المؤيدة لسياسة التمويل الذاتي

تعتبر نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل **Peching Order Theory** من أهم النظريات المشجعة للرفع من قيمة التمويل الذاتي داخل المؤسسة، لأنه وبحسب التفسير المنطقي لهذه النظرية فإن المؤسسات تفضل الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي المتمثلة في الأرباح المحتجزة ومخصصات الإهلاك وذلك

بتحديد نسب معينة للتوزيعات تسمح بتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة وترضي المساهمين في نفس الوقت¹، أي توازن بين عائدات حملة الأسهم العادية وفي الوقت نفسه توفر موارد ذاتية تساعد على النمو والتطور وتحسين وضعها المالي وزيادة من قدرتها على الاقتراض إذا ما احتاجت لذلك، بدلا من التمويل الخارجي الذي يضعها تحت رحمة السوق المالي وأثار عدم التماثل المعلوماتي بين الإدارة والمستثمرين الخارجيين² خاصة في حالة اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة وما قد يترتب عنها من أضرار تلحق بالمساهمين القدامى إذا كانت قيمة الإصدار منخفضة مقارنة بالقيمة السوقية للسهم العادي والعكس بالنسبة للملاك الجدد إذا كانت قيمة الإصدار مرتفعة مقارنة بالقيمة السوقية للسهم العادي، وهذا راجع إلى عدم توفر المعلومات اللازمة للمساهمين الجدد مقارنة بالإدارة³.

من هنا تتجلى مكانة وأهمية الاعتماد على التمويل الذاتي الذي يأتي في قمة سلم التفضيل لتأتي بعده الأموال المقترضة في الدرجة الثانية على أن يضل إصدار أسهم جديدة كآخر خيار تلجأ إليه المؤسسة.

1-4 تقييم استخدام التمويل الذاتي كمصدر للتمويل

كأي مصدر من مصادر التمويل يتمتع التمويل الذاتي بمميزات تضيف أثارا إيجابية على المؤسسة في حالة اعتماده، كما أنه لا يخلو من بعض العيوب التي قد تترتب عليها آثار سلبية، حيث سنحاول تلخيصها في النقاط التالية:

✓ **مزايا التمويل الذاتي:** يمكن ذكر أهم مزايا استخدام التمويل الذاتي كما يلي⁴:

¹Steward.C.Myers, The Capital Structure Puzzle, The Journal of Finance, July 1984, p581.

²محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار اثراء النشر والتوزيع، عمان، 2010، ص723.

³Joseph.E. Stiglitz & Bruce.C.Greenwald, Asymmetric Information and New Theory of The firm Financial Constraints and Risk Behavior, Working Paper, N 3359, National Bureau of Economic Research (NBER), Cambridge, May, 1990,p11.

⁴عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص ص 339-341.

☞ يعتبر التمويل الذاتي المصدر أو الوسيلة المتاحة أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتمويل احتياجاتها وذلك نظرا لصعوبة حصولها على الأموال من مصادر أخرى ذات طابع خارجي بسبب ضعف قدرتها الائتمانية؛

☞ تمويل المشاريع الاستثمارية من الأرباح المحققة يعطي لإدارة المؤسسة حرية الحركة ونسبة من الاستقلالية المالية عن أصحاب رؤوس الأموال الخارجية، وبالتالي فهو يدعم مركزها المالي ويجنبها التقلبات الموسمية والعشوائية المحتملة؛

☞ تمثل الإهلاكات الجانب الأكبر في التمويل الذاتي، وباعتبارها تكاليف قابلة للخصم فهي تؤدي إلى تخفيض الوعاء الضريبي للمؤسسة بما يساوي قيمة الإهلاكات المسموح خصمها ضريبيا؛

☞ يدعم الربح المحتجز المقدرة الاقتراضية للمؤسسة عن طريق زيادة حق الملكية بما يمكنها من استثمار ضعف المبلغ المحتجز.

✓ **عيوب استخدام التمويل الذاتي:** من جانب آخر قد يشوب التمويل الذاتي سلبيات نذكر منها:

☞ قد يؤدي الاعتماد على التمويل الذاتي كمصدر وحيد إلى التوسع البطيء وعدم الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة، بسبب عدم كفايته وعجزه عن تغطية كل الاحتياجات المالية للمؤسسة.

☞ عدم مراعاة تكلفة الفرصة البديلة التي تمثل تكلفة التمويل الذاتي لحظة تخصيصه.

☞ عدم اهتمام الإدارة بدراسة مجالات استخدام الأموال المدخرة بواسطة المؤسسة كتلك المتحصل عليها من الغير يؤدي إلى انخفاض العائد.

☞ تبديد الأرباح المحققة وعدم خضوع استخدامها إلى أي نوع من الرقابة قد يؤدي إلى تجميد جزء هام من رأس المال وعدم الاستفادة منه، أو استثماره في مشاريع غير ضرورية وذات عائد منخفض.

2- التنازل عن الأصول

تعتبر عملية التنازل عن عناصر الأصول الثابتة للمؤسسة إحدى مصادر التمويل الداخلي¹ وذلك لكونه ناجماً من العمليات التي تقوم بها خلال الدورة، غير أنها تعتبر استثنائية لعدم ارتباطها بدورة الاستغلال العادية للمؤسسة، لكنها تسمح لها بالحصول على أموال إضافية تتمثل في فوائض القيمة التي تساهم في تعزيز الموارد الداخلية للمؤسسة.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن المؤسسة تقوم بعملية التنازل عن عناصر الأصول في حالات خاصة واستثنائية ولأسباب نذكر منها:²

- ☞ التجديد العادي للاستثمارات عندما تسمح الفرصة بذلك؛
- ☞ التنازل عن الاستثمارات التي أصبحت غير ضرورية لنشاط المؤسسة وفي بعض الأحيان يمكن أن تنتازل عن مصانع أو حتى فروع بأكملها عندما تصبح هامشية مقارنة بالنشاطات المسيطرة التي تمارسها وذلك بغية تحقيق إستراتيجية التركيز على نشاط محدد؛
- ☞ صدور قرار من هيئة رسمية يقضي بضرورة تنازل المؤسسة عن بعض أصولها الثابتة، وهذا لغرض تحقيق أهداف معينة تخدم الصالح العام؛
- ☞ التنازل عن بعض الأصول التي تضر بالوضعية التنافسية للمؤسسة.

المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجية

تلجأ المؤسسة إلى البحث عن مصادر تمويل خارجية عندما تعجز عن تغطية احتياجاتها المالية بمواردها الداخلية، حيث يعتبر هذا النوع من التمويل مكملًا للتمويل الداخلي يسمح للمؤسسة بالتوسع والرفع من طاقتها الإنتاجية عن طريق إيجاد توليفة مثلى للتمويل من خلال المزج بين الأموال الخاصة والديون.

¹Pierre Cabane, Op.cit., 2004, p214.

²يوسف مامش، ناصر داددي عدون، مرجع سابق، ص48.

ومنه فإن التمويل الخارجي يمثل مجموع الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من مصادر خارجية بموجب شروط وإجراءات لا بد من تنفيذها، ويمكن حصره في عنصرين أساسيين هما: التمويل عن طريق الأموال الخاصة والتمويل عن طريق الديون.

1- التمويل عن طريق الأموال الخاصة

تمثل الأموال الخاصة مجموع الأموال الموضوعة تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة، كما تعتبر مصدرا تمويليا هاما تساهم رفقة الأموال المقترضة في تمويل نشاطات المؤسسة وتغطية التزاماتها المالية والاستثمارية.

1-1 الرفع من رأس المال

يعتبر قرار الرفع من رأس المال للمساهمة من أهم القرارات التي تتخذها الجمعية العامة في دورة استثنائية كونها الهيئة الوحيدة المخول لها أخذ هذا القرار بعد مراجعة تقرير مجلس الإدارة حول وضعية المؤسسة¹ وذلك قصد الحصول على موارد مالية جديدة لتغطية احتياجاتها وتحقيق أهدافها. توجد عدة وسائل للرفع من رأس المال تختلف باختلاف الأهداف المحددة وتوجهات المسيرين أهمها: تحويل الديون، ضم الاحتياطات، الحصص العينية، الحصص النقدية حيث يعتبر هذا الأخير المورد الوحيد الذي يسمح بارتفاع الأموال الخاصة والسيولة المالية وبالتالي تحسين الهيكل المالي للمؤسسة.

1-1-1 الرفع من رأس المال عن طريق الحصص النقدية

يتم رفع رأس المال نقدا عن طريق طرح أسهم جديدة للاكتتاب في السوق المالي للمساهمين الحاليين أو الجدد بسعر محدد، هذه الأسهم الجديدة لها نفس امتيازات الأسهم القديمة غير أن المساهمين القدامى لهم

¹Jean Guy Degos, Stéphane Griffiths, Gestion Financière de l'Analyse à la Stratégie, Edition de l'Organisation, Saint-Germain, 2011, p242.

حق الأولوية في المساهمة في رفع رأسمال المؤسسة "Droit préférentiel de souscription"¹ وذلك لحماية حقهم في الرقابة على المؤسسة ومنع أي تلاعب يمكن حدوثه لتخفيض سعر الأسهم في السوق² هذا الحق - حق الأولوية في التملك - يمكن للمساهم بيعه إذا كان لا يريد المساهمة في عملية رفع رأس المال³.

تتميز الأسهم الجديدة التي تقوم المؤسسة بإصدارها بنفس خصائص الأسهم القديمة إلا أن سعر الإصدار (PE) عادة ما يكون أكبر من أو يساوي القيمة الاسمية⁴ (VN) وأقل من القيمة السوقية (VR) للأسهم القديمة، هذا ما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم (VR) عند طرح المؤسسة لأسهم جديدة في السوق، لذا يتم تعويض المساهمين القدامى بإعطائهم حق الأولوية في اقتناء الأسهم الجديدة أو بيع هذه الحقوق (DPS) لتغطية الفرق في القيمة السوقية للأسهم قبل وبعد عملية الإصدار.

ويسمى الفرق بين سعر الإصدار والقيمة الاسمية للسهم بعلاوة الإصدار والذي يحسب كمايلي:⁵

$$\text{علاوة الإصدار} = \text{سعر الإصدار} - \text{القيمة الاسمية للسهم}$$

وتوجد عدة أنواع للأسهم نذكر منها:

✓ **الأسهم العادية:** يعد هذا النوع من الأسهم الأكثر شيوعاً حيث يعتبر مصدراً أساسياً للتمويل وتكوين رأس المال خاصة في مرحلة التأسيس، يمكن تعريفه على أنه سند ملكية (قيم منقولة) لحصة أو جزء من رأسمال المؤسسة عند إنشائها أو عند رفع رأسمالها⁶، له ثلاثة قيم قيمة اسمية مدونة على وجه السهم

¹Pierre Vernimmen, *Finance d'entreprise*, Edition Dalloz, 15^{ème} Edition, Paris, 2017, p580.

²سمير محمد عبد العزيز، *التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية*، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 1997، ص22.

³Ibid, p583.

⁴Gorges legros, Op.cit., 2010, p164.

⁵Jean Guy Degos, Stephane Griffith, Op.cit., 2011, p243.

⁶Albert Corhay, Mapapa Mbangala, Op.cit., 2008, p 209.

عادة ما يكون منصوص عليها في العقد التأسيسي للمؤسسة¹، وقيمة دفترية تعادل قيمة حقوق الملكية - التي لا تتضمن الأسهم الممتازة- مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، أما القيمة الثالثة فهي القيمة السوقية التي تعبر عن القيمة الحقيقية للسهم المتداولة في السوق حسب العرض والطلب² والتي تتوقف على نسبة العائد المتوقع من الأرباح والتوزيعات التي يحصل عليها المستثمر.

إن استخدام الأسهم العادية كمصدر تمويلي للمؤسسة يكسبها مرونة أكثر من تلك التي تقدمها الأوراق المالية الثابتة التكلفة، لأن هذا النوع من الأسهم لا يحمل المؤسسة أي أعباء أو تكلفة للغير حيث أنها غير ملزمة بدفع أي عائد ثابت لحملة الأسهم العادية مقابل استخدام أموالهم إلا إذا حققت المؤسسة أرباحا واتخذت قرارا بتوزيعها. إلا أن حملة الأسهم العادية يتمتعون بمزايا وحقوق متعددة يخولها لهم القانون بالدرجة الأولى والعقد التأسيسي للمؤسسة ونظامها الداخلي بالدرجة الثانية تتمثل في³:

☞ حق التصويت في الجمعية العامة والمشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة؛

☞ حق الأولوية في الاكتتاب وشراء الأسهم الجديدة التي تصدرها المؤسسة؛

☞ حق الحصول على الأرباح إذا ما قررت الجمعية العامة توزيعها؛

☞ حق الحضور في اجتماعات الجمعية العامة؛

☞ حق الإطلاع على حسابات ودفاتر المؤسسة ضمن حدود معينة؛

☞ حق نقل ملكية السهم بالبيع أو بالتنازل أو بأي طريقة أخرى.

¹ المادة 715 مكرر 50 من القانون التجاري الجزائري، المرجع السابق، ص 200.

² منبر ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص 533.

³ أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 50.

✓ **الأسهم الممتازة:** يعتبر هذا النوع من الأسهم وسطاً بين الأسهم العادية والسندات، حيث تتسم ببعض خصائص ومميزات كل منها¹، فهي تشبه الأسهم العادية لكونها حصة في ملكية المؤسسة ليس لها تاريخ استحقاق يحق لحاملها المطالبة بحصته في الأرباح إذا قررت الجمعية العامة توزيعها، وبمعنى آخر فإنه بمستطاع المؤسسة إلغاء العائد في حالة عدم التوزيع دون أن يؤدي ذلك إلى اعتبار المؤسسة مقصرة في الوفاء بالتزاماتها كما قد يحدث ذلك في حالة عدم الدفع للدائنين²، وتشبه السندات في أن نصيب السهم من الأرباح محدد في نسبة مئوية ثابتة من قيمته الاسمية، كما أن حملة هذه الأسهم لا يحق لهم التصويت ولهم الأولوية بعد حملة السندات في استرداد حقوقهم عند التصفية. يضاف إلى ذلك أن قرار إصدار هذه الأسهم قد يتضمن إعطاء المؤسسة الحق في استدعاء الأسهم التي أصدرتها أي إعادة شرائها مقابل أن يحصل حاملها على مبلغ يفوق قيمتها الاسمية³، كما تتمتع بقابلية التحويل إلى أسهم عادية.

إن اعتماد المؤسسة على هذا النوع من مصادر التمويل يجعلها تتمتع ببعض المزايا أهمها:

☞ إصدار هذه الأسهم لا يؤثر على سيطرة الإدارة القائمة وذلك لانعدام حقها في التصويت إلا في

الحالات التي تعاني فيها المؤسسة من مشاكل عويصة ؛

☞ تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى حقوق الملكية مما يترتب عليه زيادة القدرة الاقتراضية وارتفاع

هامش الأمان وبالتالي تحسن الصورة الائتمانية للمؤسسة⁴؛

☞ لا يؤدي عدم دفع عوائدها إلى إفلاس المؤسسة، كما هو الحال في فوائد السندات؛

¹Josée St-Pierre, La Gestion Financière des PME Théorie et Pratique, Presses de l'université du Québec, Canada, 2007, p 163.

²مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، دار أجنادين للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 113.

³منير ابراهيم الهندي، مرجع سابق، ص 541.

⁴Aswath Damodaran, Op.cit., 2006, p678.

﴿ عوائدها مقتصرة على نسبة معينة، لذا لا تشارك في أية زيادة في الأرباح، كما أنها لا تؤدي إلى تآكل يذكر في ربحية الأسهم العادية¹.

كما أنها لا تخلو من بعض العيوب التي يمكن إيجازها في النقاط التالية²:

﴿ ارتفاع تكلفتها مقارنة بتكلفة الدين خاصة إذا كانت من النوع التراكمي؛

﴿ الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة تدفع من الأرباح الصافية بعد الضريبة أي أن المؤسسة لا تحقق من ورائها أي وفرة ضريبية.

1-1-2 الرفع من رأس المال عن طريق الحصص العينية

يعتبر الرفع من رأس المال عينا نوعا من أنواع التمويل الغير مباشر الذي يتيح للمؤسسة الرفع من قدرتها الإنتاجية، وذلك بالمساهمة بأصول مادية أو معنوية مثل: أراضي، مباني، تجهيزات.... إلخ³.

إن وضع هذه المساهمات العينية تحت تصرف المؤسسة يؤدي إلى ارتفاع الأصول الإنتاجية في جانب الأصول من جهة والرفع من الأموال الخاصة في جانب الخصوم من جهة أخرى، مما يساهم في تخفيف الضغط على الخزينة الناتج عن ارتفاع الأصول المتداولة بسبب نمو النشاط وتحسين مستوى المردودية المالية الناتج عن التقليل من الاستدانة⁴.

1-1-3 الرفع من رأس المال بإدماج الاحتياطات

يعتمد هذا النوع من التمويل على ضم الاحتياطات الموضوعة في شكل أرباح غير موزعة إلى الأموال الخاصة وهذا لا يحدث أي تغيير في الهيكل المالية للمؤسسة، فهو مجرد إعادة ترتيب لحقوق الملكية

¹ مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 117.

² أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 55.

³ Elie Cohen, Op.cit,p 202.

⁴ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 263.

لا يترتب عليه إضافة أي سيولة نقدية، حيث أن دمج الاحتياطات في رأس المال يؤدي إلى توزيع أسهم مجانية على المساهمين القدامى.¹

4-1-1 الرفع من رأس المال عن طريق تحويل الديون

يتم التمويل في هذه الحالة عن طريق تحويل بعض حقوق الغير على المؤسسة إلى أسهم، إلا أنه لا يمثل أي إضافة في مواردها المالية لكن يسمح للمؤسسة بتخفيف وتقليص حجم الاستدانة وعادة ما يكون مصحوبا بارتفاع عدد المساهمين الذين كانوا في الأصل هم المقرضين.²

5-1-1 تحويل السندات إلى أسهم

تقوم المؤسسة من خلال هذه العملية بتحويل السندات التي تعتبر أوراق دين إلى أسهم، حيث تعطي الحق لحاملها بأن يصبح مساهما في المؤسسة وذلك بإصدار أسهم جديدة .
تعتبر قيمة التحويل عن القيمة السوقية للسهم مضروبة في معدل التحويل، أي مضروبة في عدد الأسهم العادية مقابل كل سند قابل للتحويل، وهنا تختلف قيمة التحويل عن سعر التحويل الذي يمثل القيمة الاسمية للسند القابل للتحويل مقسوما على معدل التحويل.³

2-1 المنح والإعانات

تستفيد المؤسسة من موارد مالية ممنوحة من طرف الدولة في شكل إعانات ومنح، يتم تسجيل جزء منها في جانب الخصوم⁴ كونها تظل تحت تصرفها، وهذا لغرض تدعيم الدورة الاستثمارية من خلال تشجيع المؤسسة على حيازة تجهيزات جديدة لمواكبة التطورات التكنولوجية.

¹Pierre Cabane, Op.cit., p 218.

²Fadoua Anairi, SaidRadi, Sources de Financement des Petites et Moyennes Entreprises (PME) et Contraintes et Suivie, EuropeanScientific Journal, Vol 13, N° 25, 2017, p 323.

³Aswath Damodaram, Op.cit., p 674.

⁴ Pierre Cabane, Op.cit., 2004, p 26.

2- التمويل عن طريق الديون

يمثل التمويل عن طريق الديون المكمل الأساسي للتمويل عن طريق الأموال الخاصة، حيث نقصد به الديون الطويلة والمتوسطة الأجل دون الأخذ بعين الاعتبار الديون قصيرة الأجل لأنها تمثل الجزء الأكبر والأهم من التمويل الخارجي خاصة في الاقتصاديات التي تتميز بضعف السوق المالي، فعندما لا تستطيع المؤسسة تغطيه احتياجاتها المالية عن طريق مواردها الذاتية تلجأ إلى الاستدانة كحل أولي. ويمكن تعريف الديون على أنها عبارة عن اتفاقية بين المقرض والمقترض يقدم بموجبها المقرض مبلغاً من المال ويلتزم المقترض بإعادته في مواعيد محددة وفق دفعات متفق على قيمتها ومواعيد دفعها بالإضافة إلى الفوائد المترتب عنها¹.

حيث يتم تقسيمها إلى ثلاثة أقسام كالآتي:

- ✓ القروض الكلاسيكية الممنوحة من طرف البنوك .
- ✓ القرض السندي .
- ✓ قرض الإيجار .

2-1 القروض الكلاسيكية

تلجأ المؤسسة إلى هذا النوع من القروض لتمويل استثماراتها المادية والمعنوية كونها تستحق الدفع بعد فترة زمنية تفوق سنة، أي أنها موجهة لتمويل الجانب العلوي من الميزانية والمتمثل في الأصول الثابتة التي تمثل العنصر الأساسي في نشاط المؤسسة، والتي يتم تسديدها انطلاقاً من الأرباح المحققة². يمكن تقسيم هذه القروض الاستثمارية إلى نوعين هما:

¹ Pierre Cabane, Op,cit., 2004,p 214.

² مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 118

1-1-2 القروض الطويلة الأجل

تلجأ عادة المؤسسات الاقتصادية بهدف تمويل دورتها الاستثمارية إلى المؤسسات المالية وعلى وجه الخصوص إلى البنوك للحصول على مصادر تمويل طويلة الأجل، وذلك يكون في شكل قروض طويلة الأجل والتي يتم تعريفها على أنها عقد يلتزم بموجبه المقترض (المؤسسة) على تسديد دورية طيلة سنوات القرض التي تتراوح مدتها ما بين سبع سنوات وعشرين سنة¹، بالإضافة إلى أصل المبلغ المقترض ضمن أجال يتم الاتفاق عليها مع المقترض، حيث تكون هذه القروض مضمونة بأصل معين أو بأي نوع من أنواع الضمانات الأخرى. ولا شك أن هناك بعض الاستثناءات من هذه القواعد في بعض الأحيان بحسب متانة المركز المالي الذي يتمتع به المقترض²، ونظرا لطول مدة استحقاق هذا النوع من القروض ودرجة عدم التأكد من نجاح المشاريع الاستثمارية الممولة بها والتي ترفع من درجة المخاطرة فإن معدل الفائدة المطلوب عليها عادة ما يكون أعلى من القروض القصيرة الأجل، بالإضافة إلى وضع شروط ضمن اتفاقية القرض يجب على المؤسسة الالتزام بها والتي تتمثل في³:

☞ سعر الفائدة والعمولة؛

☞ طريقة ومواعيد التسديد؛

☞ التزام المقترض بالمحافظة على وضع مالي سليم من حيث السيولة ورأس المال العامل والمديونية؛

☞ شروط تحد من حرية المقترض في توزيع الأرباح والاستثمار الرأسمالي؛

¹ Luc.Bernet –Rollande, Principes de Technique Bancaire, Edition Dunod, 25^{ème} édition , Paris 2008, p 343.

² عدنان تايه النعيمي، ياسين كاتب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007، ص 169 .

³ مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 119 .

وقد تتضمن شروط لحماية المقترضين كعدم السماح للمقترض باقتراض مبالغ جديدة إلا بموافقة مسبقة من المقرض .

2-1-2 القروض المتوسطة الأجل

وهي القروض التي تتراوح مدتها بين سنتين (02) وسبع سنوات (07) يتم منحها من طرف البنك أو بشراكة مع مؤسسة مالية لضمان القروض لغرض تمويل الأصول الثابتة من تجهيزات للإنتاج ومعدات النقل وقطع الغيار إلخ على أن لا تتجاوز مدة تمويلها مدة صلاحية استعمال الأصل الممول بها، وعادة يتم تسديد هذه القروض في شكل أقساط متساوية أو متغيرة دوريا كما هو منصوص عليه في اتفاقية القرض، وبنفس حالة القروض الطويلة الأجل فان القروض المتوسطة الأجل تكون مضمونة بأصول المؤسسة وفي بعض الأحيان تقترن بجملة من الشروط التي تضمن للبنك استرجاع أمواله¹.

ويمكن لهذا النوع من القروض أن يؤخذ في صورتين هما²:

✓ **القروض القابلة للتعبئة:** وهي القروض التي يمنحها البنك للمؤسسات وتكون له فيها فرصة إعادة خصمها لدى بنك تجاري آخر أو لدى البنك المركزي، وعليه يستطيع البنك المصدر لهذا النوع من القروض الحصول على سيولة في الوقت الذي يحتاج فيه إليها، ويتولى البنك الآخر عملية تحصيل هذه القروض في تاريخ استحقاقها؛

✓ **القروض غير القابلة للتعبئة:** في هذا النوع من القروض لا يتوفر البنك على إمكانية الحصول على سيولة سريعة قبل موعد الاستحقاق عن طريق خصم هذه القروض، بل هو مجبر على الانتظار حتى قيام المؤسسة بسداد القرض، مما يعرضه إلى مخاطر عدم الوفاء.

¹ Luc.Bernet- Rolland, Op,cit., 2008, p 342 .

² أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 42.

2-2 القرض السندي

غالبا ما تتجه المؤسسات لتمويل عملياتها الاستثمارية والتوسعية إلى الاستدانة من خلال الدعوة العامة للادخار من الجمهور¹ بإصدار أوراق مالية للاكتتاب وتكون قابلة للتداول تدعى السندات والتي تعتبر من أهم مصادر التمويل طويلة الأجل، حيث يمكن تعريفها على أنها مستند مديونية طويل الأجل تصدره المؤسسة، ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه أيضا الحق في سعر فائدة دوري (coupon) والذي يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند²، يتم دفعها في فترات محددة غالبا ما تكون ستة أشهر أو سنة³، هذا وقد تشترط المؤسسة في عقد الإصدار أن يكون لها الحق في استدعاء السندات بعد مرور مدة من تاريخ إصدارها مقابل دفع علاوة فوق القيمة الاسمية، هذه العلاوة تمثل تعويضا للمستثمرين عن الفائدة التي قد تضيق عليهم خلال فترة البحث عن استثمار جديد⁴.

$$\text{علاوة التسديد} = \text{سعر التسديد} - \text{سعر الإصدار}$$

تختلف خصائص السندات باختلاف أنواعها* إلا أنها تشترك في مجموعة من الأمور نذكر منها⁵:

✓ القيمة الاسمية: وهي القيمة المسجلة على قسيمة السند حيث تعتبر القاعدة الأساسية في حساب معدل الفائدة؛

¹Jean Luc Bazet, Pascal Faucher, Finance d'Entreprise Manuel et Applications, Edition Nathan, 2^{ème} Edition, Paris, 2009, p 321 .

² منير ابراهيم الهندي، مرجع سابق، ص 544 .

³Aswath Damodaran, Op.cit., 2006, p 663.

⁴ مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 125.

⁵Albert Corhay, Mapapa Mbangala , Op,cit. ,2008, p 663 .

*هناك عدة أنواع من السندات لم نتطرق إليها نذكر منها : السندات العادية السندات القابلة للتحويل إلى أسهم السندات المضمونة بأصول المؤسسة - السندات غير المضمونة الخ لأكثر معلومات انظر:

Aswath Damodaram , Op,cit., pp 662-666

✓ **قيمة الإصدار:** هو المبلغ الفعلي الذي سوف يدفعه المكتتب في السند، وتكون غالبا أقل من القيمة الاسمية؛

✓ **قيمة التسديد:** هو المبلغ الذي يدفع لحامل السند في تاريخ استحقاق السند قد تكون أكبر أو تساوي القيمة الاسمية؛

✓ **سعر الفائدة:** وهو التكلفة التي سوف تدفعها المؤسسة لحامل السند وغالبا ما يتم تسديدها على شكل سنوي؛

✓ **مدة القرض:** وهي تمثل المدة مابين تاريخ الإصدار وتاريخ التسديد.

إن لجوء المؤسسة إلى الاستدانة بواسطة الدعوة العامة للاذخار كوسيلة من وسائل التمويل يكسبها مزايا هامة خاصة في حالة تدني النتائج وتدهور أداء الاقتصاد وعدم قدرة البنوك على منح قروض جديدة استجابة لإجراءات السياسة النقدية في الحد من الائتمان من أجل كبح التضخم نذكر منها¹:

☞ الاستفادة من مزايا الرفع المالي شريطة أن تكون تكلفة السند أقل من العائد المتوقع من استثمار الأموال الناجمة من إصدارها؛

☞ تخفيف العبء الضريبي المستحق على المؤسسة كون الفائدة المدفوعة على السند تعتبر من النفقات التي تحمل لحساب الأرباح والخسائر للوصول إلى الربح الخاضع للضريبة؛

☞ تتيح استخدام أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة؛

☞ توفر مرونة للمؤسسة في إدارة هيكلها التمويلي من خلال وضع شروط تتيح لها استدعاء السندات قبل تاريخ استحقاقها.

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 359 .

3-2 قرض الإيجار

في معظم الحالات التي نشاهدها في حياتنا العملية أن كافة المؤسسات تمتلك أصولا ثابتة تظهر ضمن ميزانيتها أو مركزها المالي والذي يعد وجودها من الأمور المهمة والأساسية التي تمكن المؤسسة من القيام بأنشطتها المختلفة، إلا أنه يجدر الإشارة هنا إلى أن استعمال هذه الأصول هو غاية المؤسسة وليس ملكيتها، وإذا كان الشراء هو إحدى الوسائل التي تسمح للمؤسسة باستعمال أصولها الثابتة فإن الإيجار هو وسيلة أو تقنية أخرى تسمح لها بتحقيق ذات الغاية.

يعتبر القرض الإيجاري تقنية بديلة بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية لتمويل عمليات الحيازة على الاستثمارات التي تحتاجها في نشاطها، حيث يمكن تعريفه على أنه عقد كراء لأصول استثمارية لمدة محددة يبرم بين المؤسسة المستأجرة وبين بنك أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونا لذلك، وفي نهاية عقد الكراء يمكن للمؤسسة شراء الأصول بقيمتها المتبقية¹ "valeur résiduelle".

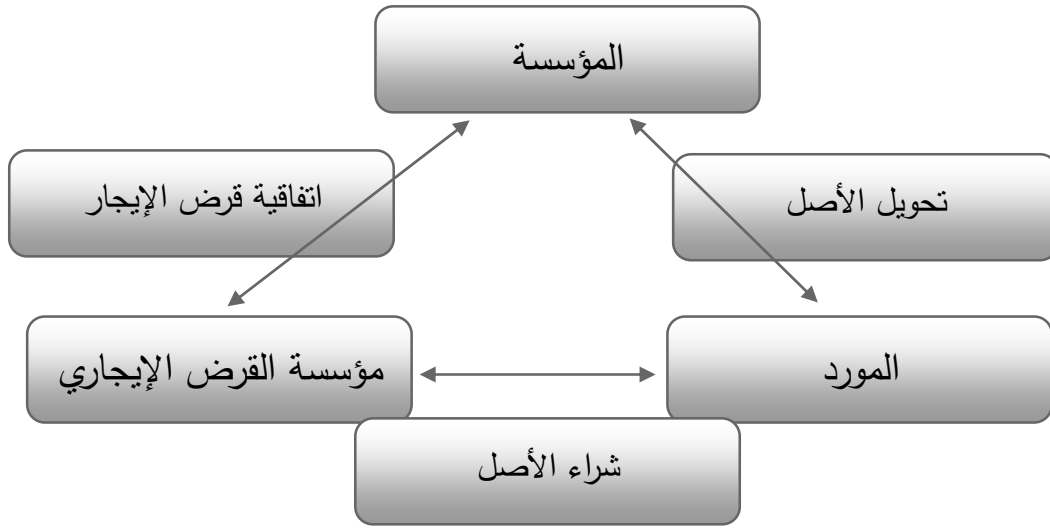
كما ينبغي التنويه هنا إلى أن مدة الإيجار تكون موافقة لمدة الاهتلاك الجبائي للأصل الممول، حيث يقوم المستأجر (المؤسسة) بدفع الإيجار للهيئة المالية الممولة التي تبقى مالكة للأصل حتى نهاية عقد الإيجار².

يتم عقد قرض الإيجار بين ثلاثة أطراف أساسية هي المؤسسة التي ترغب في الاستثمار (المستأجر) والمؤسسة المالية المتخصصة في قرض الإيجار، حيث تشتري الأصل وتأجره للمؤسسة (المؤجر) أما الطرف الثالث فيتمثل في المورد الذي يستلم طلب التوريد من مؤسسة قرض الإيجار، أين يسلم الأصل للمستأجر ويرسل الفاتورة للمؤجر، كما هو مبين في الشكل الآتي:

¹ Pierre Vernimmen, op.cit., 2017, p 490.

² Pierre Cabane, op.cit., 2008, p 217 .

الشكل (01-08): عملية قرض الإيجار



Source: Jean Guy Degos, Stéphane Griffiths, Gestion Financière de l'Analyse a la Stratégie, Edition de l'Organisation, Saint-Germain, 2011
P 261.

لقد تعددت أنواع وأشكال القرض الإيجاري وذلك حسب الزاوية التي ينظر منها إليه، حيث سنقتصر في دراستنا على الأنواع التالية:

✓ **عقد الإيجار التشغيلي (البسيط):** يعرف عقد الإيجار أو الاستئجار التشغيلي بأنه ذلك العقد الذي يمنح بموجبه المؤجر إلى المستأجر الحق في استخدام أصل معين ولفترة زمنية محددة، مع احتفاظ المؤجر بملكية الأصل وما ينطوي على ذلك من مخاطر عادية مقابل دفعات الإيجار¹.

يستخدم المستأجر الأصل في إطار هذا النوع من الإيجار خلال فترة زمنية قصيرة مقارنة بالعمر الإنتاجي، لهذا فإن ملكية الأصل تبقى لدى الجهة المؤجرة، بمعنى أن هناك فصل كامل بين الملكية

¹ ابن ربيع حنيفة، الواضح في المحاسبة المالية وفق المعايير الدولية، الجزء الأول، الطبعة الثانية، منشورات كليك، الجزائر 2015، ص 243 .

الفعلية للأصل واستعمال الأصل، وتكون المؤسسة أو الطرف المؤجر هو المسؤول على الصيانة وتوريد قطع الغيار للمؤسسة المستأجرة.

وباعتبار أن فترة التأجير تكون عادة أقل من العمر الإنتاجي للأصل فإنه لا يهلك بالكامل وبطبيعة الحال لا يعتمد المؤجر على إيراده من إيجارات الفترة فقط، بل يتجه إلى إعادة تأجير الأصل أو بيعه بعد استعادة الأصل من المؤسسة المستأجرة في نهاية فترة التأجير، لذا فإن إجمالي أقساط الاستئجار لا تساوي تكلفة الأصل محل التأجير¹.

يستخدم هذا النوع من التأجير في حالات السلع التي تتعرض لتغيرات تكنولوجية سريعة، ما يدفع المستأجر إلى عدم الاحتفاظ بها طيلة فترة عقد التشغيل، كما ينتشر استعماله في تأجير السلع التي استعملت سابقا كسيارات النقل والحاسبات الآلية وغيرها.

وعليه فإن هذا الأسلوب من الاستئجار يهتم بسد حاجات النشاط الاستغلالي من التمويل، وبالتالي فهو أكثر ملائمة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي ينصب جل اهتمامها بمعالجة الإنتاج من أجل التسريع في وتيرة النشاط، متجنباً في ذات الوقت الآثار السلبية التي تفرزها متغيرات النشاط الاقتصادي المحيطة بها.

✓ **عقد الإيجار التمويلي:** يعرف هذا النوع من الإيجار على أنه عقد تترتب عليه عملية تحويل شبه كلية للمخاطر والمنافع المتعلقة بملكية الأصل موضوع الإيجار إلى المستأجر، ويكون هذا العقد مقروناً بإمكانية تحويل الملكية عند انتهاء المدة من عدمها².

¹ براق محمد، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، المكتب الجامعي الحديث الجزائر، 2014، ص 29 .

² لخضر علاوي، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، المكتب الجامعي الحديث، الجزائر، 2014، ص 29.

وحسب المعيار الدولي (IAS17) يصبح الأصل بعد إمضاء العقد تحت رقابة المستعمل مما يؤدي إلى تسجيله في جانب الأصول، ويقابل ذلك بزيادة الدين في جانب الخصوم مما يؤثر على نسبة المديونية في المؤسسة. ويعتبر عقد الإيجار عقدا تمويليا إذا توفرت فيه أحد المؤشرات التالية¹:

☞ تحويل أو انتقال ملكية الأصل في نهاية العقد من المالك الأصلي إلى المستعمل؛

☞ هناك خيار إمكانية شراء الأصل من طرف المستعمل بسعر أصغر من القيمة المقدرة بتاريخ نهاية العقد؛

☞ مدة العقد تغطي الجزء الأكبر من الاستعمال حتى في حالة غياب انتقال الملكية؛

☞ تكون في بداية العقد قيمة التسديدات الدنيا المحدثة شبه مساوية للقيمة العادلة للأصل المؤجر.

✓ البيع وإعادة الاستئجار (lease-back)

يقصد بعقد بيع إيجار بيع أصل من أصول المؤسسة لهيئة مختصة في قرض الإيجار بصفة مباشرة أو غير مباشرة مقابل مبلغ مالي معتبر على أن تعيد استئجاره لمتابعة نشاطها الإنتاجي². تعتمد المؤسسات التي تعاني من ضائقة مالية على هذا النوع من العقود حيث تتنازل على بعض أملاكها عن طريق البيع مقابل حصولها على سيولة نقدية لمواجهة التزاماتها شريطة أن تبقى بصفة المستغل لهذا الملك في شكل عقد إيجار.

إن اعتماد المؤسسة على قرض الإيجار كمصدر لتمويل احتياجاتها يحقق لها العديد من المزايا نذكر منها³:

¹ محمد بوتين، المحاسبة المالية ومعايير المحاسبة الدولية، الأوراق الزرقاء الدولية، 2019، ص 110 .

² Pierre Cabane ,op,cit., 2008 , p 217 .

³ Jean luc Bazet , Pascale Faucher , Op.cit., 2009 , p 323 .

❧ يضمن القرض الإيجاري تمويل الأصل كلياً على عكس مصادر التمويل الأخرى وخاصة القروض البنكية التي لا توفر تمويلاً كاملاً بنسبة 100٪ من قيمة الأصل؛

❧ لا يتأثر الهيكل التمويلي للمؤسسة نتيجة لجوئها إلى القرض الإيجاري وعليه فهو يحافظ على قدرتها الإقتراضية؛

❧ تعتبر الأقساط (اهتلاك القرض والفوائد) التي تدفعها المؤسسة للمؤجر من المصاريف القابلة للخصم من الوعاء الضريبي مما يجعلها تحقق امتيازات جبائية.

بالإضافة إلى سرعة وسهولة تطبيق إجراءات الحصول على قرض الإيجار فهو لا يتطلب أي ضمانات مثل ما هو الحال بالنسبة إلى القروض البنكية كما أنه يتمتع بمرونة فيما يخص تنفيذ البرامج الاستثمارية إذ أنه يجنب المؤسسة تحمل تكلفة الأصل خلال الفترات التي لا تحتاج فيها إليه أين يعاد الأصل إلى المؤجر وإذا ما ظهرت الحاجة إليه في وقت لاحق يمكن إعادة استئجاره، ضف إلى ذلك إمكانية نقل عبء الصيانة للمؤجر في حالة الاستئجار التشغيلي خاصة إذا كان الأصل يتميز بتكنولوجية معقدة ويحتاج إلى خبرة فنية عالية¹.

4-2 تقييم استخدام الديون كمصدر للتمويل

يتميز التمويل بالديون سواء كانت قروض طويلة الأجل أو سندات بعدة مزايا تشجع المؤسسة على استخدامها نذكر أهمها²:

❧ يعتبر التمويل بالديون أقل تكلفة من التمويل الأسهم، وذلك بسبب الوفرة الضريبية التي تتولد عنها وبسبب تعرض المقترضين لمخاطر أقل نسبياً من تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية والممتازة؛

❧ تكلفة الديون ثابتة لا تتغير بتغير مستوى الأرباح؛

¹ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص ص 716-717 .

² منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص

ليس للمقترضين الحق في التصويت في الجمعية العامة؛

إذا ما تمت الاستدانة عن طريق السندات فإنه يمكن للمؤسسة أن تشتري حق الاستدعاء، وهو شرط يحقق لها قدراً من المرونة، ففي حالة انخفاض أسعار الفائدة في السوق يمكن للمؤسسة استدعاء السندات القديمة ذات معدل الكوبون المرتفع، وإصدار سندات جديدة بمعدل كوبون منخفض، كما يمكن أن تلجأ المؤسسة لنفس الوسيلة في حالة السيولة الزائدة إذ قد يكون استدعاء السندات هو أفضل استثمار متاح لتلك الأموال.

إلى جانب هذه المزايا التي يتمتع بها قرار التمويل بالديون، إلا أنه لا يخلو من بعض العيوب والآثار السلبية التي قد تترتب على المؤسسة نظراً لأنه في واقع الأمر تحكيم بين المردودية والمخاطرة، خاصة في حالة عدم قدرة هذه الأخيرة على مواجهة التزاماتها وتسديد ديونها والفوائد المترتبة عنها، مما يعرضها لمخاطر الإفلاس التي يترتب عنها زيادة معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات المؤسسة، وهو ما يعني ارتفاع تكلفة الأموال وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة¹. بالإضافة إلى ظهور تكاليف الوكالة التي تنتج جراء الصراع القائم بين المساهمين والمقرضين، خاصة عند اتخاذ بعض القرارات الاستثمارية التي تؤثر مباشرة على مصالحهم كافتناء أصول جديدة أو إجراء توزيع فوائد استثنائية لفائدة حاملي الأسهم، أو رفع مرتبات المديرين والموظفين دون أن يكون هناك نمو في إنتاجية المؤسسة، حيث يكون إلزامي عليهم مراقبة ما يحدث داخل المؤسسة بأنفسهم أو بتفويض وكيل عنهم، ويطلق على التكاليف التي يتحملها المقترضون من أجل متابعة مدى تقيد المؤسسة بتطبيق الشروط المنصوص عليها في اتفاقية القرض بتكاليف الوكالة، والتي ينتج عنها طلب المساهمين لعوائد إضافية لتغطية انخفاض

¹ Aswath Damodaran, op,cit., 2006 , p 733 .

الأرباح الناجم عن ارتفاع الفوائد بسبب تلك التكاليف الإضافية، مما يؤدي حتما إلى ارتفاع متوسط تكلفة رأس المال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة¹.

المطلب الثالث: المفاضلة بين مصادر التمويل.

بعد التطرق إلى مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة، يقوم المسير المالي بالمفاضلة بينها من أجل اختيار المزيج التمويلي المناسب الذي يخدم الأهداف المسطرة من قبل الإدارة، وذلك من خلال الموازنة بين حجم المخاطر المحتملة والمردودية المتوقعة من طرف أصحاب رؤوس الأموال، دون أن ننسى تكلفة رأس المال التي تعتبر من أهم المحددات التي يعتمد عليها لاختيار تشكيلة مصادر التمويل والتي سوف يتم تناولها بالتفصيل في المبحث القادم.

1- المردودية وأثر الرافعة المالية

يشير أثر الرافعة المالية إلى التأثير الممارس من طرف الاستدانة على المردودية المالية للمؤسسة التي تتحدد وفقا للتأثيرات المشتركة لكل من المردودية الاقتصادية ودرجة الاستدانة، فيكون التأثير إيجابيا إذا كانت المردودية الاقتصادية قادرة على تغطية المصاريف المالية الناتجة عن الاستدانة أما إذا كان العكس فإن التأثير سيكون سلبيا.

1-1 مفهوم المردودية وأنواعها

تعد المردودية من أهم الأهداف التي تصبوا إليها المؤسسة وتعكف على بلوغها عن طريق تبني إستراتيجيات وسياسات تمويلية معينة، يتم إعدادها بمشاركة مختلف الأطراف الفاعلة في المؤسسة مع الأخذ بعين الاعتبار الظروف الخارجية والإمكانات الخاصة بها، مما يسمح لها بالاستمرار والنمو وزيادة طاقتها الإنتاجية قصد دعم قدرتها التنافسية وضمان حصتها في السوق. فهي تعبر عن العلاقة الموجودة

¹ J.Minjie & E.R.Barry, Can Agency Costs of Debt be Reduced without Explicit Protective Covenants ? The Case of Restriction on The Sale and Lease Back Arrangement , ASBBS Annual Conference : lasvegas , February 2009 , p2.

بين النتيجة المحققة والوسائل المستعملة لتحقيق هذه النتيجة¹، وبمعنى آخر فهي تحدد مدى مساهمة رأس المال المستثمر في تحقيق النتائج المالية، وهي تنقسم إلى نوعين أساسيين هما:

المردودية ذات الصلة بالأصل الاقتصادي المستخدم لتحقيق نتيجة المؤسسة أي المردودية الاقتصادية (ROA)، والمردودية ذات الصلة بالأموال الخاصة أي المردودية المالية (ROE).

✓ المردودية الاقتصادية (ROA)

تعتبر المردودية الاقتصادية عن مدى أداء الأصل الاقتصادي وفعالية الأموال المستثمرة في المؤسسة في جلب وتحقيق الأرباح بغض النظر عن طريقة التمويل سواء كانت هذه الأموال خاصة أو أجنبية²، ويتم حسابها انطلاقاً من العلاقة التالية³:

$$\frac{\text{النتيجة الاقتصادية}}{\text{الأصول الاقتصادية}} = \text{المردودية الاقتصادية}$$

حيث تمثل النتيجة الاقتصادية نتيجة الاستغلال قبل المصاريف المالية والضرائب، أما الأصول الاقتصادية فتتمثل الأصول الثابتة التي تعتمد عليها المؤسسة بشكل أساسي للقيام بنشاط الاستغلال كالمباني والتجهيزات بالإضافة إلى احتياجات رأس المال العامل للاستغلال الذي يتحدد بالفرق بين الأصول المتداولة وديون الاستغلال.

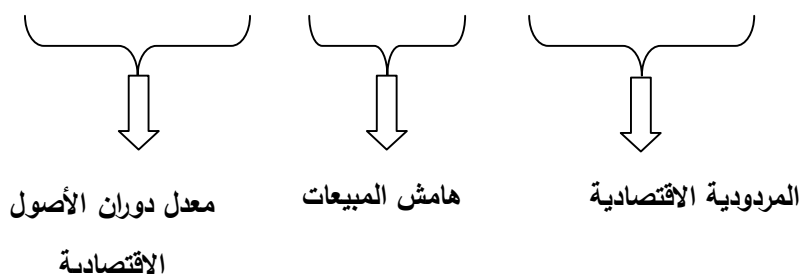
ولاستخراج المركبات الأساسية لمعدل المردودية الاقتصادية نقوم بإعادة صياغة العلاقة الرياضية مع إدراج رقم الأعمال على النحو التالي:

¹Hutin Herve, Toute la Finance d'Entreprise en Pratique, Edition d'Organisation, 2^{ème} Edition, 2002, p 34.

² Pierre Cabane, Op,cit., 2008, p 199 .

³ Jean Claude Coille, Application et Cas de Gestion Financière, la Politique Financière, Edition Maxima , Paris, 1997, p 83 .

$$\frac{\text{النتيجة التشغيلية}}{\text{الأصول الاقتصادية}} \times \frac{\text{النتيجة التشغيلية}}{\text{رقم الأعمال}} = \frac{\text{نتيجة الأعمال}}{\text{الأصول الاقتصادية}}$$



تعتبر المردودية المالية من أهم المؤشرات التي تسمح بقياس مدى قدرة المؤسسة على مكافأة أصحاب رؤوس الأموال المستثمرة، وكذا الحصول على الأموال لضمان تجديد وسائل إنتاجها وتطويرها وبالتالي ضمان التمويل الذاتي وتمكين المؤسسة من فرض سيطرتها في السوق الذي تنشط فيه، حيث يمكن تعريفها بأنها مقدار الربح الصافي الذي يعود على المساهمين عن كل دينار مستثمر في رأسمال المؤسسة¹، ويعبر عنها بالعلاقة بين النتيجة الصافية للدورة ومجموع الأموال الخاصة للمؤسسة كما يلي²:

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{المردودية المالية}$$

حيث يمكن تحليل معدل المردودية المالية واستخراج المركبات الأساسية لهذه النسبة بإعادة صياغة العلاقة الرياضية وإدراج كل من رقم الأعمال والأصول الاقتصادية، مما يسمح باستخراج النسب الجزئية التالية³:

¹ مليكاوي مولود، إستراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار هومة للنشر والطباعة، الجزائر، 2019 ص 222.

² Jean. Claude. Coille, Op,cit , 1997 , p 83 .

³ Anne Nipert, Finance D'entreprise, Lextenso Edition, paris, 2008, p178.

- ✓ نسبة الهامش الصافي: وتعبّر عن مقدار الوحدات النقدية من نتيجة الدورة الذي يمكن للمؤسسة أن تتحصل عليها من كل وحدة نقدية محققة من رقم الأعمال؛
- ✓ نسبة دوران الأصول: والتي تعبّر عن عدد مرات دوران أو تجدد مجموع الأصول خلال كل دورة؛
- ✓ نسبة الهيكلية: والتي تشير بشكل غير مباشر إلى درجة الاستدانة للمؤسسة.

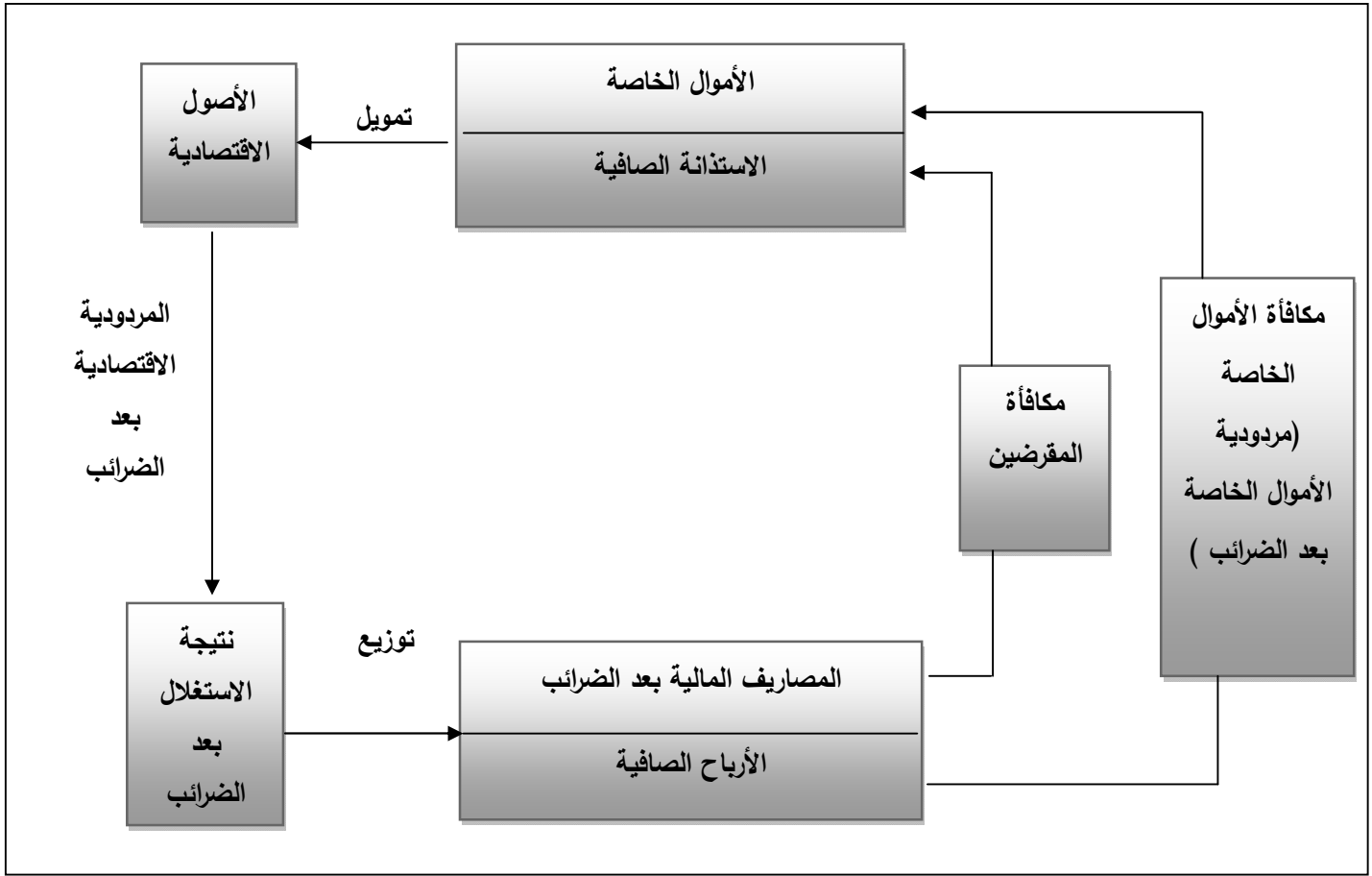
$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{رقم الأعمال}} \times \frac{\text{رقم الأعمال}}{\text{مجموع الأصول}} = \frac{\text{المردودية المالية}}{\text{مجموع الأصول الخاصة}} = \text{نسبة الهامش الصافي} \times \text{نسبة دوران} \times \text{نسبة الهيكلية}$$

2-1 أثر الرافعة المالية

يقوم مبدأ أثر الرافعة المالية على مدى اعتماد المؤسسة في تمويل أصولها على مصادر تمويل ذات التكلفة الثابتة (الديون)¹ ومدى تأثير ذلك على الأرباح التي يتحصل عليها الملاك ودرجة المخاطرة التي يتعرضون إليها. وبمعنى آخر فإن مجموع الأموال المستثمرة في المؤسسة تكون في مجملها إما في شكل أموال خاصة أو في شكل ديون والذي ينتظر منها توليد نتيجة اقتصادية من المفروض أن تكون أكبر من التكاليف المالية المترتبة عن الاستدانة، هذه النتيجة يتم توزيعها كما يلي:

¹ مليكاوي مولود، مرجع سابق، ص 223.

الشكل رقم (01-09): توزيع الثروة في المؤسسة



Source : Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, Edition Dalloz

15^{ème} Edition, Paris, 2017, P 290.

يوضح الشكل أعلاه أن الأموال الخاصة والديون تمثل مجموع موارد المؤسسة التي تستخدمها في تمويل الأصول الاقتصادية الضرورية لدورة الاستغلال، والتي يتولد عنها نتيجة اقتصادية تساهم في تغطية المصاريف المالية الناتجة عن الاستدانة (مكافأة المقرضين) وما تبقى من النتيجة يعود إلى المساهمين (مكافأة أصحاب رؤوس الأموال الخاصة)¹. منه نستنتج أن أثر الرافعة المالية ما هو إلا الفرق بين مردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية بعد الضرائب، فإذا كانت المردودية المالية أكبر من المردودية الاقتصادية فإن استخدام الديون في الهيكل التمويلي يكون مصحوبا بتأثير إيجابي للرافعة

¹ Anne Nipert, Op.cit., 2008, P 178.

المالية، والعكس صحيح فإذا كانت المردودية المالية أقل من المردودية الاقتصادية فإن استخدام الديون يكون مصحوبا بتأثير سلبي للرافعة المالية ويرجع لارتفاع تكلفة الدين مقارنة بالمردودية الاقتصادية المحققة.

بعد تناول مفهوم أثر الرافعة المالية سنتطرق لصيغتها الرياضية انطلاقا من معدل المردودية المالية والاقتصادية كما يلي *:

$$RF = \frac{RN}{CP} = \frac{(EBIT-ID) \times (1-T)}{CP} \dots\dots\dots (01)$$

ولدينا:

$$RE = \frac{EBIT}{CP} \implies EBIT = RE \cdot CP + RE \cdot D \dots\dots\dots (02)$$

بتعويض العلاقة رقم (02) في العلاقة رقم (01) نجد:

$$RF = [RE + \underbrace{(RE - i) \frac{D}{CP}}_{\text{أثر الرافعة المالية}}] \times (1 - T)$$

منه نستنتج أن المردودية المالية تساوي المردودية الاقتصادية بعد الضريبة مضافا إليها أثر الرافعة المالية¹.

$$\text{المردودية المالية} = \text{المردودية الاقتصادية} + \text{أثر الرافعة المالية}$$

تعد الاستدانة من أهم مصادر التمويل التي يمكن للمؤسسة الاعتماد عليها، إذ أنها تساهم في تحسين مستويات المردودية المالية بسبب الوفر الضريبي الذي تحققه فوائد القروض، إذ تعامل جبائيا على أنها مصاريف يتم خصمها من الربح الخاضع للضريبة، مما يخفض من مقدار الضريبة عما لو كانت المبالغ

¹Albert Corhay, Mapapa Mbangala, Op.cit., 2008, P 88.

* حيث: RF معدل المردودية المالية، RN النتيجة الصافية، CP الأموال الخاصة، EBIT الربح قبل الضرائب والمصاريف المالية، I معدل الفائدة، D الديون، T معدل الضريبة على أرباح الشركات.

من مصادر أخرى لا تتحمل فوائد أو تكاليف ثابتة، إلا أنها تظل سلاحا ذو حدين لما تحمله في طياتها من زيادة في درجة المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة. لذا وجب على المسير المالي مراقبة مستويات الاستدانة مع الأخذ بعين الاعتبار التكلفة المترتبة عنها، وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين ثلاث حالات لأثر الرافعة المالية والتي يمكن تلخيصها كما يلي¹:

✓ الحالة الأولى $(RE-i) > 0$: عندما تكون نسبة المردودية الاقتصادية (RE) أكبر من معدل الفائدة (i) فإن نسبة المردودية المالية (RF) تزداد كلما زادت نسبة الاستدانة $\frac{D}{CP}$ وبالتالي فإن أثر الرافعة المالية يكون إيجابيا؛

✓ الحالة الثانية $(RE-i) < 0$: عندما تكون المردودية الاقتصادية (RE) أصغر من معدل الفائدة (i) أي أن المؤسسة غير قادرة على تغطية مصاريفها المالية، فإن نسبة المردودية المالية (RF) تنخفض كلما زادت نسبة الاستدانة $\frac{D}{CP}$ ويكون باتالي أثر الرافعة المالية سلبيا؛

✓ الحالة الثالثة $(RE-i) = 0$: في هذه الحالة تكون نسبة المردودية الاقتصادية (RE) مساوية لمعدل الفائدة (i)، أي حجم الديون في الهيكل المالي لا يكون له أي تأثير على المردودية المالية للمؤسسة وبالتالي فإن أثر الرافعة المالية يختفي، وبمعنى آخر يكون لها أثر حيادي مهما كان مستوى الاستدانة.

2- المخاطرة وأثرها على الهيكل التمويلي

إن طبيعة نشاط المؤسسة والبيئة التي تنشط فيها تجعلها تتعرض للكثير من المخاطر التي تعد مواجهتها من بين أهم الأهداف التي تسعى الإدارة المالية لتحقيقها، كونها تعتبر من المحددات الأساسية للقيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية بعد العائد المتوقع.

¹Elie Cohen, Op.cit., 1991, P 96.

يشير مفهوم المخاطرة في مجال التمويل والاستثمار إلى درجة التذبذب المتوقع في الإيرادات التي تحصل عليها المؤسسة، والذي ينتج عن نوعين من المخاطر هما: مخاطر الأعمال والمخاطر المالية¹.

1-2 مخاطر الأعمال:

تسمى أيضا بمخاطر الاستغلال وتعرف بأنها دالة لعدم التأكد الذي يكمن في التوقعات المتعلقة بالعوائد المستقبلية للمؤسسة، والناجمة عن استثمارها لرأس المال في الأصول المختلفة²، ويمكن تعريفها أيضا بأنها درجة التقلب أو التذبذب الحاصل في ربح العمليات لأسباب تتعلق بطبيعة أو ظروف النشاط الذي تمارسه المؤسسة³ والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار.

تتفاوت مخاطر الأعمال من صناعة إلى أخرى ومن مؤسسة إلى أخرى ويرجع ذلك إلى مجموعة من العوامل المؤثرة فيها، والتي تتمثل في⁴ :

☞ التغير في حجم الطلب على منتجات المؤسسة حيث تتأثر درجة المخاطرة بدرجة استقرار الطلب على منتجات المؤسسة، فكلما اتسم حجم الطلب بالاستقرار كلما انخفضت مخاطر الأعمال وذلك في ظل ثبات العوامل الأخرى؛

☞ التغير في أسعار بيع المنتجات من شأنه أن يؤثر في درجة المخاطرة حيث كلما كانت أسعار البيع مستقرة كلما أدى ذلك إلى انخفاض درجة المخاطرة على عكس الحالة التي تكون فيها أسعار البيع متذبذبة ؛

☞ التغير في أسعار المدخلات حيث كلما تعرضت أسعار مدخلات الإنتاج إلى التقلبات وعدم الثبات أدى ذلك إلى ارتفاع مخاطر الأعمال مقارنة بالمؤسسة التي تتسم أسعار مدخلاتها بنوع من الثبات؛

¹ فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، دار إثراء للنشر و التوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2011، ص322.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 407.

³ منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص608.

⁴ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص ص 541-542.

مرونة الطلب على المنتجات تؤثر في درجة المخاطر، فإذا كانت المؤسسة قادرة على تغيير أسعارها بالزيادة وفقا لمستويات الطلب في السوق، فإن هذا من شأنه أن يضمن الانخفاض في درجة المخاطر التي يمكن للمؤسسة أن تتعرض لها.

تقاس مخاطر الأعمال باستخدام عدة طرق إحصائية نذكر منها:

✓ طريقة التشتت في نتيجة الاستغلال: ويتم ذلك من خلال قياس التشتت في نتيجة الاستغلال بدلالة رقم الأعمال كما يلي¹:

$$\delta_{Re} = \alpha \cdot \delta_x$$

حيث:

δ_{Re} : الانحراف في نتيجة الاستغلال.

δ_x : الانحراف في رقم الأعمال.

α : معدل الهامش على التكاليف المتغيرة.

من خلال هذه العلاقة يتضح جليا أن الانحراف في نتيجة الاستغلال يرتفع بارتفاع معدل الهامش على التكاليف المتغيرة، وعليه يتوجب على المؤسسة تخفيض هذا المعدل عن طريق التقليل من التكاليف الثابتة، لأنه كلما كان الانحراف في نتيجة الاستغلال كبيرا كلما كانت مخاطر الأعمال مرتفعة.

✓ طريقة التشتت في المردودية الاقتصادية: والتي يتم قياسها من خلال الانحراف المعياري وفقا للعلاقة التالية²:

$$\delta_{RE} = (1/ CP+D) \delta_{Re}$$

¹إلياس بن ساسي، مرجع سابق، ص 491.

²يوسف مامش، ناصر داددي عدون، مرجع سابق، ص 33.

حيث: δ_{RE} يمثل الانحراف المعياري للمردودية الاقتصادية

✓ طريقة التشتت في الرافعة التشغيلية: تشير الرافعة التشغيلية إلى التغير في النتيجة الناجم عن التغير في نشاط أو رقم أعمال المؤسسة، حيث يرتبط تغير النتيجة بهيكل تكاليفها فكلما ارتفعت نسبة التكاليف الثابتة كلما أدى ذلك إلى ارتفاع درجة الرفع التشغيلي وبالتالي ارتفاع درجة مخاطر الأعمال، والعكس صحيح.

2-2 المخاطر المالية

يقصد بالمخاطر المالية تلك المخاطر الإضافية التي يتحملها مالكو المؤسسة (أصحاب الأسهم العادية)، والناجمة عن اعتمادهم على مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة كالقروض طويلة الأجل والسندات والأسهم الممتازة ضمن هيكل تمويل المؤسسة¹، حيث تقاس هذه المخاطر بدرجة التذبذب أو التغير في صافي الأرباح بعد الضريبة² المتولد عن التزام المؤسسة بتسديد فوائد القروض التي استفادت منها في تواريخ محددة دون مراعاة إيجابية النتائج المحققة، وفي الأصل هذا النوع من المخاطر لا ينحصر في وجود تكاليف ثابتة في حد ذاتها، وإنما يكمن في احتمال انخفاض مستويات الأرباح المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة الواجب دفعها للمقرضين أو معدل العائد المنتظر من قبل حاملي الأسهم الممتازة، وبالتالي كلما زاد اعتماد المؤسسة على مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة كلما تعرضت إلى مخاطر إضافية متمثلة في عدم القدرة على تسديد فائدة القرض أو أصل القرض أو الاثنين معا. وعليه فإن المخاطر المالية ترتفع بارتفاع مخاطر الأعمال نتيجة الاعتماد على الاستدانة، ويتم قياسها عن طريق التشتت في المردودية المالية كما يلي³:

¹ جليل كاظم مدلول ألعارضي، الإدارة المالية التقدمية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 405.

² محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص 197.

³ إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، مرجع سابق، ص ص 462-463.

$$RF = [RE + (RE - i) \times \frac{D}{CP}] (1 - T) \quad \text{لدينا:}$$

$$RF = RE \cdot (1 + \frac{D}{CP}) \cdot (1 - T) - i \cdot \frac{D}{CP} (1 - T) \quad \text{أي:}$$

وبافتراض ثبات معدل الفائدة أوحجم الاستدانة والأموال الخاصة فإن تباينهم يساوي الصفر، ومنه يمكن كتابة العلاقة على النحو التالي:

$$\delta_{Rf} = \delta_{RE}(1-T) + \delta_{RE} \cdot \frac{D}{CP} (1-T)$$

المبحث الثالث: تكلفة مصادر التمويل

كما سبق وأن أشرنا في المبحث السابق فإن عملية المفاضلة بين مصادر التمويل تعتمد على ثلاثة معايير أساسية من بينها معيار تكلفة رأس المال، الذي يعتبر عنصراً هاماً وأساسياً في عملية اتخاذ القرارات المالية وتحديد السياسة التمويلية للمؤسسة، حيث تعتبر بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار الذي ينبغي على المؤسسة تحقيقه من أجل المحافظة على قيمتها السوقية وضمان بقائها.

المطلب الأول: مفهوم تكلفة رأس المال والعوامل المؤثرة فيها.

يعتبر مفهوم تكلفة رأس المال من المفاهيم الأساسية التي تعتمد عليها الإدارة المالية، حيث يكتسي أهمية بالغة لدى صناع القرار المالي، لذا وجب على المؤسسة تحديده بدقة آخذة بعين الاعتبار كل الظروف المؤثرة فيه.

1- تعريف تكلفة رأس المال

يمكن تعريف تكلفة رأس المال على أنها معدل العائد الأدنى المطلوب تحقيقه من المشاريع الاستثمارية للمحافظة على القيمة السوقية للأسهم،¹ لأن تحقيق عائد يقل عن معدل التكلفة من شأنه أن يتسبب في أثر

¹ عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 303.

سلبي على الوضعية المالية للمؤسسة، كما يمكن تعريفها على أنها مجموع الأعباء المالية التي تضعها المؤسسة على عاتقها وتحملها من أجل تغطية احتياجاتها المالية،¹ وتم تعريفها رياضياً بأنها المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة،² وبذلك فهي تكلفة مختلف مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة.

إن حساب تكلفة رأس المال تعتبر بمثابة خطة تعتمد عليها إدارة المؤسسة من أجل وضع تصور مسبق عن الوضع المالي وتحديد مصادر التمويل التي تستخدمها في تمويل استثماراتها، بهدف تحديد الهيكل التمويلي الأمثل الذي يخدم أهداف المؤسسة ويضمن استمراريته، وذلك بتحقيق أقصى عائد بأقل تكلفة ممكنة والإبقاء على فائض يعاد استثماره، وتكمن أهمية حساب تكلفة رأس المال في:³

☞ اتخاذ القرارات المتعلقة بالميزانية الرأسمالية؛

☞ المساعدة في تكوين هيكل رأس المال الأمثل؛

☞ اتخاذ العديد من القرارات المالية مثل الاستئجار واسترداد المستندات وإدارة رأس المال العامل؛

☞ المفاضلة بين المقترحات الاستثمارية الممكن أن تستخدم فيها أموال المؤسسة، وذلك بالمقارنة بين التكلفة والعائد المتوقع.

وفي هذا الصدد تجدر الإشارة إلى أن تقدير تكلفة رأس المال لا تأخذ بعين الاعتبار تكلفة مصادر التمويل القصيرة الأجل، وذلك راجع إلى أنها تكون إما عبارة عن ائتمان تجاري لا ينطوي بشأن اتخاذه أي قرار، إذ أنه يزيد وينقص وفقاً لزيادة أن نقص الطلب على منتجات المؤسسة، وإما عبارة عن ائتمان مصرفي، وهذا الأخير ائتمان مؤقت بطبعه ينطوي على قدر كبير من التقلب في رصيده.

¹ اليوسف جمال، الحموي فوز، الإدارة المالية، الدار الجامعية، دمشق، 2013، ص193.

² Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, Op,cit., 2004, P168.

³ بدر الدين قدوج، مولود ميلكاوي، قياس أثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات بائل خلال الفترة 2014-2018، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية، المجلد 13، العدد 02، 2021، ص179.

2- العوامل المؤثرة في تكلفة رأس المال

تتأثر تكلفة رأس المال بعدد من العوامل، بعضها يخرج عن نطاق سيطرة المؤسسة، فيما يقع البعض الآخر تحت سيطرتها ويتأثر بسياساتها.

2-1 العوامل التي لا تخضع لسيطرة المؤسسة

يعد كل من مستوى أسعار الفائدة ومعدلات الضرائب السائدة من أهم العوامل التي تنتمي إلى المحيط الخارجي للمؤسسة وتتمتع بالقدرة على التأثير في هيكلها التمويلي، إلا أنه لا يمكن لها التحكم فيها والسيطرة عليها.

✓ **مستوى أسعار الفائدة:** تتعرض المبالغ النقدية التي تحصل عليها المؤسسة في شكل قروض خلال فترة زمنية معينة إلى تدهور قيمتها الشرائية بفعل التضخم، حيث يتم تعويض مانحي هذه الأموال عن الانخفاض في قيمتها وعن تأجيل استغلالهم لها،¹ خلال تلك الفترة بنسبة مئوية من تلك المبالغ تعرف هذه النسبة بالفائدة. وهي نظير استعمال تلك الأموال من طرف المؤسسة وتوجيهها إلى الاستثمار، حيث توجد علاقة عكسية بين سعر الفائدة وتكلفة رأس المال، فكلما ارتفعت معدلات الفائدة انخفضت نسبة الدين في الهيكل التمويلي للمؤسسة وذلك لأنها تتسبب في ارتفاع تكلفة التمويل وبالتالي فهي تدفع بالإدارة المالية للحد من الاعتماد على الديون.

✓ **معدلات الضرائب:** تتحدد معدلات الضرائب بموجب التشريعات الضريبية، وبالتالي فهي تخرج عن نطاق سيطرة المؤسسة حيث تؤثر الضريبة على قرار هذه الأخيرة في اختيار مصادر تمويل احتياجاتها المالية، إذ أنها تفضل التمويل بالديون على التمويل الداخلي، وذلك راجع إلى أن الفوائد التي تدفعها كمصاريف مالية تخصم من الأرباح الخاضعة للضريبة، وبالتالي فهي تساهم في التقليل من الوعاء الضريبي، وبهذا فإن

¹ جليل كاظم مدلول العارضي، مرجع سابق، ص 353.

الضرائب المباشرة (الضريبة على أرباح الشركات) تتناسب طردياً وتؤثر إيجابياً على تكلفة رأس المال، أما الضرائب الغير مباشرة فإن المؤسسة تحمّلها للمستهلك النهائي فهي مكلفة بدفعها قانوناً وليس فعلياً، وبالتالي فهي لا تحدث أي تأثير على تكلفة رأس المال.¹

2-2 العوامل التي تخضع لسيطرة المؤسسة

تتأثر تكلفة رأس المال بجملة من العوامل المرتبطة بالمؤسسة لعل أهمها:

✓ **سياسة المؤسسة بشأن الهيكل التمويلي:** من المعروف أن مصادر التمويل تتفاوت من حيث المخاطر التي تتعرض لها، فالمقرضون أقل تعرضاً للمخاطر من حملة الأسهم، إذ أن لهم الحق في الحصول على العوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المؤسسة للربح من عدمه، كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية في حالة الإفلاس، ويأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة الذين يتقدمون على حملة الأسهم العادية من ناحية حصولهم على نصيبهم من الأرباح إذا ما تقرر توزيعها أم في حصولهم على مستحقاتهم من أموال التصفية في حالة الإفلاس،² ونظراً لأن التكلفة التي تدفعها المؤسسة تتوقف على درجة المخاطرة التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة، فإن قرار المؤسسة باستخدام أي عنصر من عناصر التمويل من شأنه أن يؤثر في تكلفة رأس المال إما بالزيادة أو النقصان.

✓ **السياسة الاستثمارية للمؤسسة:** عند تقدير تكلفة رأس المال يتم استخدام معدلات العائد المطلوبة على الأرصدة الحالية للأسهم والسندات كنقطة بدء للتقدير، حيث تعكس هذه المعدلات درجة الخطر المرتبطة بأصول المؤسسة الحالية، وتبعاً لذلك فإن استثمار أموال إضافية سيكون في أصول مماثلة للأصول الحالية وبنفس درجة الخطر المصاحبة لها، وفي حالة ما قررت المؤسسة تغيير سياستها الاستثمارية واتجهت

¹ عبد الباقي ضيايف وآخرون، تأثير عوامل المحيط المالي على تكلفة التمويل (دراسة حالة شركات المساهمة الجزائرية)، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 9، العدد 2، 2021، ص 257.

² منير إبراهيم هندي مرجع سابق، ص 557.

للاستثمار في أصول مغايرة فإن التكلفة الحدية للأموال في هذه الحالة تعكس فقط درجة خطورة النشاط الجديد وليس الأنشطة القديمة للمؤسسة، وعلى هذا الأساس فإن تغيير السياسة الاستثمارية للمؤسسة ينعكس على تكلفة الاستثمار نتيجة لتباين مستويات الخطر بين الأنواع المختلفة للاستثمار.¹

المطلب الثاني: تقدير تكلفة مختلف مصادر التمويل.

تمثل تكلفة رأس المال حلقة الوصل بين القرارات الاستثمارية الطويلة الأجل للمؤسسة وبين قرار التمويل، حيث تعتبر من أهم القيود التي تحدد نوع التمويل الذي تلجأ إليه هذه الأخيرة لتغطية احتياجاتها المالية، وتختلف هذه التكلفة باختلاف نوع المصدر التمويلي سواء كان التمويل داخلياً أو خارجياً.

1- تكلفة الأرباح المحتجزة

تعتبر الأرباح المحتجزة أهم عنصر من عناصر التمويل الذاتي، وهي عبارة عن المبالغ التي تم احتجازها (عدم توزيعها) من الأرباح المحققة بهدف استخدامها كمصدر تمويلي يحتفظ به ويعاد استثماره مستقبلاً من طرف المؤسسة، إلا أن البعض يعتقد بأنها أموال مجانية أي لا تكلفة لها، الشيء الذي يعتبر خاطئاً لا محل له من الصحة،² حيث تمثل تكلفة الأرباح المحتجزة تكلفة الفرصة البديلة لتلك الأرباح التي تم احتجازها والتي تكون مساوية للعائد الذي من المفروض أن يتسلمه المساهمون لو لم يتم احتجاز الأرباح،³ وبمعنى آخر فإن تكلفة الأرباح المحتجزة تساوي تكلفة الأسهم العادية وقد تكون أقل منها كونها لا تحمل المؤسسة تكاليف الإصدار التي قد تتحملها في حالة إصدار أسهم جديدة.⁴

ويتم حساب تكلفة الأرباح المحتجزة وفق العلاقة التالية:

¹ عاطف وليد أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص 437.
² سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 2006م، ص 176.

³ جليل كاظم مدلول ألعارضي، مرجع سابق، ص 364.

⁴ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، مرجع سابق، ص 168.

$$r = \frac{Div_1}{P_0} + g$$

حيث: Div_1 : العائد المتوقع للسنة الأولى

P_0 : قيمة الأسهم

g : معدل النمو الثابت للأرباح

2- تكلفة الأسهم العادية

يمكن تعريف تكلفة الأسهم العادية على أنها العائد الذي يطلبه حملة الأسهم مقابل امتلاكهم لها،¹ وتتمثل أيضاً في تكلفة الفرصة البديلة، باعتبار أنها حملة الأسهم يسعون إلى الحصول على معدل عائد ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن الحصول عليه من استثمارات أخرى بديلة لها بنفس الدرجة من المخاطر.

تمثل تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية رياضياً بمعدل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون وذلك من أجل حساب القيمة الحالية لتوزيع أرباح السهم الدورية المتوقع توزيعها مستقبلاً من طرف المؤسسة، والتي يمكن حسابها وفق عدة نماذج من أهمها: نموذج تسعير الأصول المالية (MEDAF) ونموذج قوردون وشابيرو.

2-1 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers

يعتمد نموذج تسعير الأصول المالية على الربط بين معدل العائد المطلوب على السهم العادي وبين مخاطرته، حيث أنه يفترض بأن المستثمر الرشيد يعمل على تشكيل محفظة متنوعة من أجل تجنب المخاطر الخاصة بالمشروع، والتي تضم استثمارات ذات عوائد غير متزامنة مع بعضها البعض أي لا تتحرك بنفس

¹ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، مرجع سابق، ص 372.

الاتجاه ولا بنفس المقدار، ونتيجة لهذا التنوع فإنه يتبقى نوع واحد من المخاطرة وهي مخاطرة السوق التي تقاس بمعامل بيتا (B) الذي يعكس مستوى الخطر المصاحب للسهم، وعليه فإن معدل العائد المطلوب على السهم يساوي معدل العائد الخالي من الخطر والذي يمثل بالسندات الحكومية الطويلة الأجل،¹ مضافاً إليه علاوة الخطر، حيث تقاس هذه الأخيرة بالفرق بين عائد السوق ومعدل العائد الخالي من الخطر مرجح بمعامل الخطر B، وتختلف من سهم إلى آخر ومن مؤسسة إلى أخرى، ويحسب هذا العائد من خلال العلاقة التالية:²

$$E(R_x) = R_F + B[E(R_M) - R_F]$$

حيث:

$E(R_x)$: الأمل الرياضي لعائد السهم x

R_F : العائد الحالي من الخطر

$E(R_M)$: الأمل الرياضي لعائد السوق

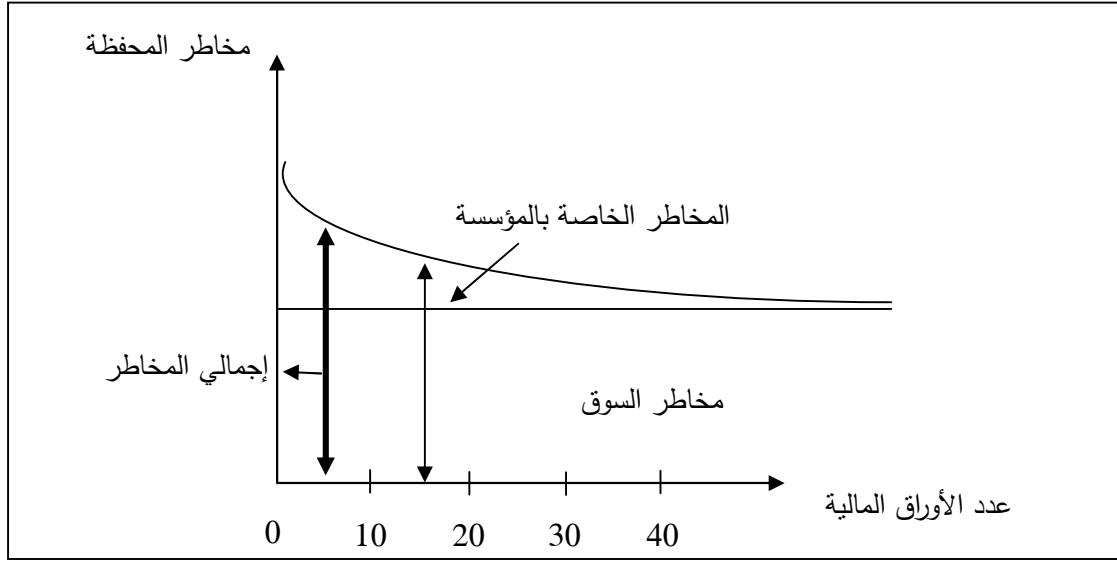
B : معامل المخاطرة النظامية للسهم

كما يمكن تبين أثر التنوع في الاستثمارات التي تقوم بها المؤسسة على المخاطر المصاحبة لها، كما هو موضح في الشكل التالي:

¹ Asmath Damodar, Op.cit., 2006, P305.

² Ging linger F.Dith, La Décision de Financement des Entreprises, Edition NAT, Paris, 1997, P103.

الشكل (10-01): أثر التنويع على المخاطرة.



Source : P. vernimen, Op,cit., 2017, p435

بالرغم من أنّ نموذج تسعير الأصول الرأسمالية قد يعطي تقديرات دقيقة لمعدل العائد المطلوب على السهم، إلا أن ثمة بعض الصعوبات التي تكتنف تطبيق هذا النموذج أهمها:¹

➡ صعوبة تقدير المعامل B؛

➡ صعوبة اختيار أساس لتحديد معدل العائد الخالي من الخطر، فهل يتم على أساس سعر الفائدة على

السندات الحكومية طويلة الأجل، أو تبعاً لسعر الفائدة على أذونات الخزينة؛

➡ صعوبة تقدير علاوة الخطر على مستوى السوق.

2-2 نموذج قوردين وشابيرو: Le Modèle De Gorden Et Shapiro 1956

حسب هذا النموذج فإن قيمة السهم العادي تساوي إلى مجموع القيم الحالية للأرباح الموزعة المتوقعة مضاف إليها القيمة الحالية لسعر التنازل عن السهم،² كما هو موضح في العلاقة التالية:

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص415.

² JeanAlbutColomb, Finance d'Entreprise, Edition ZSKA, Paris, 1999, P13.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \left[\frac{Div_t}{(1+rc_p)^t} \right] + \frac{Pv_n}{(1+rc_p)^n}$$

حيث: P_0 = القيمة السوقية للسهم.

Div_t = العوائد المتوقعة

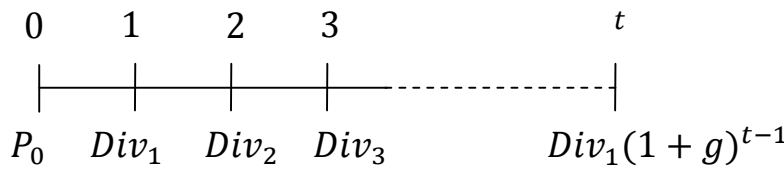
rc_p = تكلفة السهم

وفي حين قرر المساهم الاحتفاظ بالسهم وعدم التنازل عنه فإن قيمة السهم تصبح مساوية إلى القيمة الحالية لمجموع الأرباح الموزعة المتوقعة مستقبلاً والتي يتم حسابها وفق العلاقة التالية:¹

$$P_0 = \frac{Div_1}{1+rc_p} + \frac{Div_2}{1+rc_p} + \frac{Div_3}{1+rc_p} + \dots + \frac{Div_t}{1+rc_p} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div_t}{(1+rc_p)^t}$$

ونظراً لصعوبة تقدير الأرباح المتوقعة في المستقبل، قام كل من Gordon et Shopiro بتبسيط هذا النموذج، وذلك عن طريق وضع فرضية مفادها أن الأرباح المتوقعة تزايد كل سنة بمعدل ثابتة g ولمدة غير

محددة كما يلي:



$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \left[\frac{Div_1(1+g)^{t-1}}{(1+rc_p)^t} \right] = \frac{Div_1}{rc_p - g}$$

مع افتراض $g < rc_p$ فإن تكلفة السهم تصبح كالآتي:

$$rc_p = \frac{Div_1}{P_p} + g$$

¹Jonathan Nerk et Autre ,Finance d'entreprise, Pearson Education, France, 2008, P259.

اشتهرت هذه العلاقة باسم علاقة Gordon et Shopiro التي قامت على فرضية نمو الأرباح بمعدل ثابت ومبدأ القيمة الحالية، إلا أنها تبقى صعبة التطبيق وذلك بسبب صعوبة تحديد معدل النمو g خاصة إذا اعتبرنا أن المعدل يؤول إلى ما لا نهاية، ضف إلى ذلك أنه تم توجيه عدة انتقادات لهذا النموذج من طرف الباحثين في مجال الإدارة المالية بسبب تركيزه على المتغيرات الداخلية والخاصة بالمؤسسة وإهماله لمتغيرات السوق التي تنشط فيه هذه الأخيرة، وكذا تجاهله لأحد أهم العوامل التي تؤثر في تحديد التكلفة وهو عامل المخاطرة.

3- تكلفة الأسهم الممتازة

تعتبر تكلفة الأسهم الممتازة عن معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطتها حتى يمكن الحفاظ على الإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية دون تغيير.¹

يحصل حملة الأسهم الممتازة على معدل عائد يتحدد بقسمة توزيعات السهم الممتاز الواحد على قيمة السهم الذي تحصل عليه المؤسسة، وذلك وفقا للعلاقة التالية:

$$R = \frac{Div}{P}$$

حيث: P : القيمة السوقية للأسهم الممتازة

Div : توزيعات الأرباح

R : تكلفة الأسهم الممتازة

¹ رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 1997م، ص158.

يجدر الإشارة هنا إلى أن توزيعات الأرباح على حملة الأسهم العادية والممتازة لا تعد من الأعباء القابلة للخصم من الوعاء الضريبي بعكس فوائد القروض، وبالتالي فإن تكلفة الأسهم الممتازة لا تحقق وفراً ضريبياً مثلما هو الحال عليه بالنسبة لتكلفة الديون، ومنه فإن تكلفة الأسهم الممتازة تعد أكبر منها.

4- تكلفة الديون

تتمثل تكلفة الديون في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمقرض وذلك بعد طرح الوفورات الضريبية، وسواء كانت الاستدانة في صورة سندات تصدرها المؤسسة أو في صورة دين تتعاقد عليه، فإن هذه العملية يترتب عليها تدفقات داخلية تحصل عليها المؤسسة عند بيع السندات أو التعاقد على الدين، كما يترتب عليها تدفقات خارجية تتمثل في الفوائد التي تدفعها سنوياً، بالإضافة إلى قيمة الأموال المقترضة التي ينبغي سدادها عند تاريخ الاستحقاق،¹ ونظراً لتفاوت تواريخ التدفقات النقدية الخارجة فإنه يمكن الاستعانة بفكرة معدل العائد الداخلي لتقدير تكلفة الديون.²

وبعبارة أكثر تحديداً، فإن تكلفة الديون تتمثل في معدل الخصم الذي يتساوى من خلاله أصل الدين المقدم للمؤسسة مع مجموع المبالغ التي تم دفعها مقابل هذا الدين.³

عند حساب تكلفة الديون ينبغي الأخذ بعين الاعتبار جملة من العناصر أهمها:⁴

☞ مدة الدين وتاريخ تسديده وكذلك الفوائد السنوية أو النصف سنوية حسب الاتفاق؛

☞ دفعات السداد لأصل الدين بتاريخ الاستحقاق؛

☞ علاوة السداد (Prime de Remboursement) إن وجدت كما في حالة السندات؛

☞ القيمة المحصلة من القرض أو سعر الإصدار للسند (Prix d'Emission)؛

¹ أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 421. مرجع سابق، ص 87.

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 1998م، ص 75.

³ JeanAlbert Colomb, Op.cit., 1999, P133.

⁴ حنفي عبد الغفار، مرجع سابق، ص 384.

بالإضافة إلى مصاريف التعاقد أو مصاريف الإصدار (FRAIX D'EMISSION)، ونظراً لكون هذه المصاريف وكذا الفوائد التي يترتب على المؤسسة دفعها هي مصاريف قابلة للخصم من الوعاء الضريبي، فإنه لا بد من إدراج الأثر الضريبي لهذه المصاريف على معدل الاستحداث، بالأخذ بعين الاعتبار الوفرات الضريبية الناتجة، وهذا ما يمكن توضيحه من خلال العلاقة التالية:

$$MNE = \sum_{t=1}^n \frac{A_t + (FF_t + FD_t) \times (1 - T)}{(1 + Kd)^t}$$

حيث أن:

MNE = القيمة الصافية للأموال المقترضة بعد طرح مختلف المصاريف وخصم الوفرات الضريبية المترتبة عن تلك المصاريف.

FF_t = المصاريف المالية

FD_t = المصاريف الأخرى

A_t = قسط اهتلاك الدين

T = الضريبة على أرباح الشركات

n = مدة الدين

Kd = تكلفة الدين بعد الضريبة على أرباح الشركات / Kd = معدل الفائدة الاسمي $\times (1 - \text{الضريبة})$.

5- تكلفة القرض الإيجاري

تتمثل تكلفة القرض الإيجاري في معدل الاستحداث الذي يحقق التساوي بين القيمة الصافية للأصل (تكلفة شراء الأصل مطروح منها كل المصاريف المتعلقة بالعقد) الذي استفادت منه المؤسسة ومختلف التدفقات

النقدية (دفعات الإيجار) بعد خصم الضريبة ذات الصلة بتنفيذ بنود العقد الذي أبرمته المؤسسة فيما يخص الأصل المعني،¹ ويتم تحديد هذه التكلفة بواسطة العلاقة التالية:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{L_t(1-T) + TA_t}{(1+K)^t} + \frac{R}{(1+K)^n}$$

حيث: V_0 = القيمة الحالية للأصل

L_t = الدفعة السنوية

T = معدل الضريبة

TA_t = مقدار التخفيض من الضرائب والاهتلاكات

K = تكلفة القرض الإيجاري

R = القيمة المتبقية من الأصل في نهاية الفترة التعاقدية

المطلب الثالث: التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال

إنّ تكلفة الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة لتكوين رأس المال تتوقف على تكلفة كل مصدر تمويلي استخدمته، ونظراً لأن نسبة هذه المصادر المكوّنة للمزيج التمويلي غير متساوية من حيث الحجم والتكلفة فإنه أصبح من الضروري استخدام المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لتقديرها.²

1- تعريف التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال

يقصد بالتكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال تكلفة مختلف مصادر التمويل محسوبة على أساس المعدل المرجح لنسبة مساهمة كل مصدر تمويلي في هيكل رأس المال، وعليه فإن تحديد التكلفة الوسيطة المرجحة يتوقف على حساب وزن كل مصدر تمويلي مقارنة بالمصادر الأخرى ثم يضرب في تكلفة هذا المصدر

¹ Stephany Eric, Gestion Financière, 2^{ème} Edition, Economina, Paris, 200, P167.

² منير إبراهيم الهندي، الفكر...، مرجع سابق، ص 84.

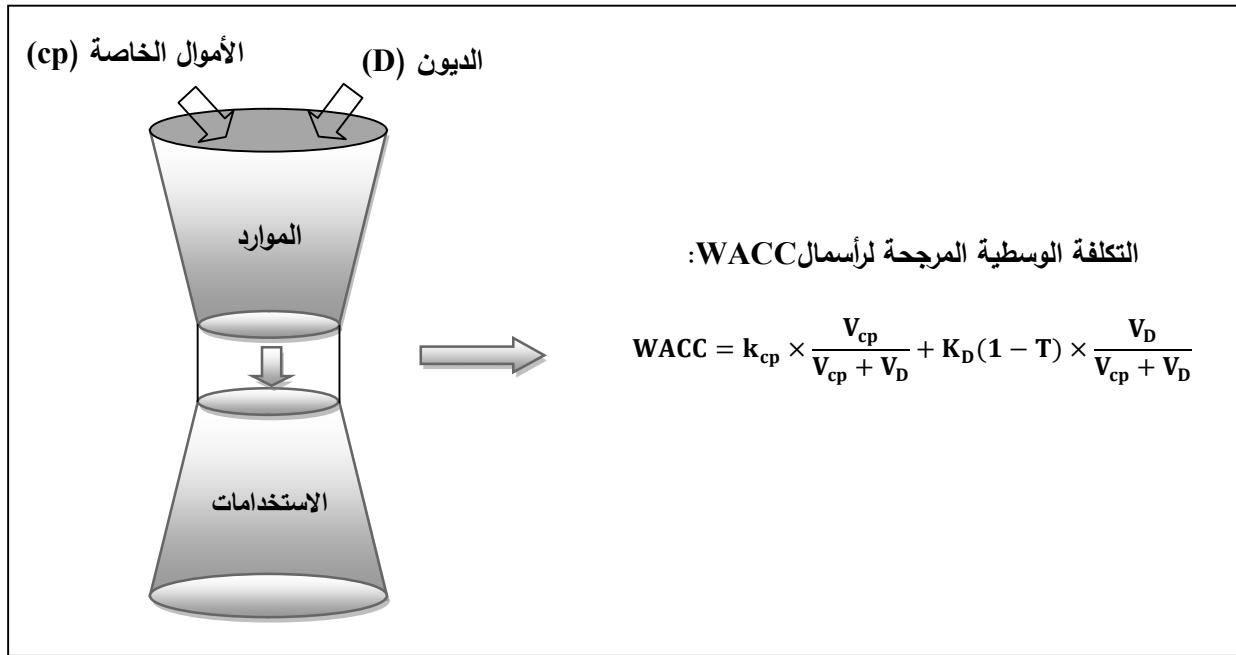
وبجمع نتائج هذه العمليات نتحصل على التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال WACC والتي يمكن حسابها وفق

العلاقة التالية:¹

$$WACC = K_{cp} \times \frac{V_{cp}}{V_{cp} + V_D} + K_D(1 - T) \times \frac{V_D}{V_{cp} + V_D}$$

كما يمكن توضيح هذه العلاقة الحسابية من خلال التمثيل البياني التالي:

الشكل رقم (01-11): التمثيل البياني للتكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال



Source : Pierre Vernimmen, Op.cit, 2017, P664.

حيث:

WACC: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

k_{cp} : تكلفة الأموال الخاصة

V_{cp} : قيمة الأموال الخاصة

K_D : تكلفة الديون

V_D : قيمة الديون

¹Pierre Vernimmen, Op.cit., 2017, P664.

T: معدل الضريبة

تستخدم التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال كآلية لاتخاذ القرار، إذ يمكن الأخذ بمبدأ التكلفة الدنيا لتشكيل المزيج التمويلي مع مراعاة عامل وجود أو غياب الضريبة على أرباح الشركات. حيث يجدر الإشارة هنا إلى أنه في حالة غياب الضريبة على الأرباح تكون تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلين تماماً عن مصادر تمويل المؤسسة، أما فلي حالة وجود الضريبة على الأرباح فإن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مرتبطان بقدرة المؤسسة المستندنية على تحقيق وفورات ضريبية مقارنة بالمؤسسة غير المستندنية، وذلك راجع إلى أن هذه الوفورات الضريبة تعمل على تخفيض تكلفة رأس المال وبالتالي الرفع من قيمة المؤسسة المستندنية.

2- المداخل البديلة لحساب التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال

عند حساب التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال يجب تحديد المزيج التمويلي الذي ينبغي أن تقاس على أساسه تكلفة الأموال، وعليه لابد من التطرق للمداخل البديلة في حساب تكلفة الأموال والتي تتمثل في:¹

2-1 مدخل الأوزان الفعلية (التاريخية)

إن تقدير تكلفة رأس المال وفق مدخل الأوزان الفعلية يعد الأكثر استخداماً، حيث يقوم هذا المدخل على حساب الأوزان الخاصة بمصادر التمويل والتي على أساسها يتم ترجيح التكلفة الخاصة بكل مصدر لتحديد تكلفة رأس المال،² والتي تتم إما على أساس القيمة الدفترية التي يتكوّن منها رأس المال أو على أساس القيمة السوقية.

إلا أنه يعاب على هذا المدخل عدم قدراته على مسايرة التغيرات التي قد تحدث على نسب عناصر التمويل المكوّنة للهيكل التمويلي للمؤسسة، مما يجعل تكلفة الأموال في تغير مستمر توافقاً مع التغير الحاصل على مستوى الاستخدامات، وهذا ما أدى إلى ضرورة البحث عن مداخل بديلة لمدخل الأوزان الفعلية.

¹ أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 91.

² يوسف مامش، ناصر داوي عدون، مرجع سابق، ص 74.

2-2 مدخل الأوزان المستهدفة

بعد الانتقادات التي تم توجيهها لمدخل الأوزان الفعلية والتي اتسمت بعدم قدرته على ضمان الاستقرار في تكلفة الأموال مما جعلها عديمة الجدوى، تم اقتراح مدخل بديل له وهو مدخل الأوزان المستهدفة الذي يقتضي قيام المؤسسة بوضع هيكل تمويلي مستهدف تسعى إلى تحقيقه وعدم الانحراف عنه بقدر الإمكان، حيث يتم توضيح كل المصادر المالية وأوزانها النسبية المستخدمة حتى تتمكن المؤسسة من إيجاد التكلفة الكلية المستهدفة للأموال.

إن من أهم السمات المميزة للتكلفة المحسوبة على أساس الأوزان المستهدفة أنها ثابتة لا تتغير إلا إذا تغير القرار المحدد لهيكل رأس المال المستهدف،¹ إلا أن هذا الثبات قد يؤدي إلى وقوع اختلاف بين تكلفة الأموال وفقاً للهيكل التمويلي المستهدف وتكلفتها وفقاً للهيكل التمويلي الفعلي، ما قد يتسبب في قبول المؤسسة لاستثمارات بمعدل عائد أقل من التكلفة الفعلية للأموال المستخدمة في عملية التمويل، الشيء الذي قد يترك آثار سلبية على ثورة المساهمين.

2-3 مدخل التكلفة الحدية

تمثل التكلفة الحدية لأي عنصر التكلفة الوسطية المرجحة لآخر وحدة نقدية من التمويل الجديد الذي تحصلت عليه المؤسسة الاقتصادية، والتي تتزايد مع ارتفاع قيمة الأموال المحصلة خلال فترة محدّدة، أو بمعنى آخر فإن التكلفة الحدية ترتبط بقيمة التمويل الإضافي الذي تحصل عليه المؤسسة² لغرض تمويل الاقتراحات الاستثمارية الجديدة، حيث تختلف هذه التكلفة باختلاف طبيعة أوزان المزيج التمويلي المستخدم. تتساوى التكلفة الحدية للأموال مع التكلفة الوسطية المرجحة إذا كان الهيكل التمويلي الخاص بالمؤسسة مثالياً أو يقترب من المثالية، حيث تسعى هذه الأخيرة إلى الاحتفاظ به عند حصولها على أموال إضافية جديدة، إلا أنه يمكن لهذا أن لا يتحقق في بعض الحالات خاصة عندما تفوق نسبة الزيادة المطلوبة لتلبية

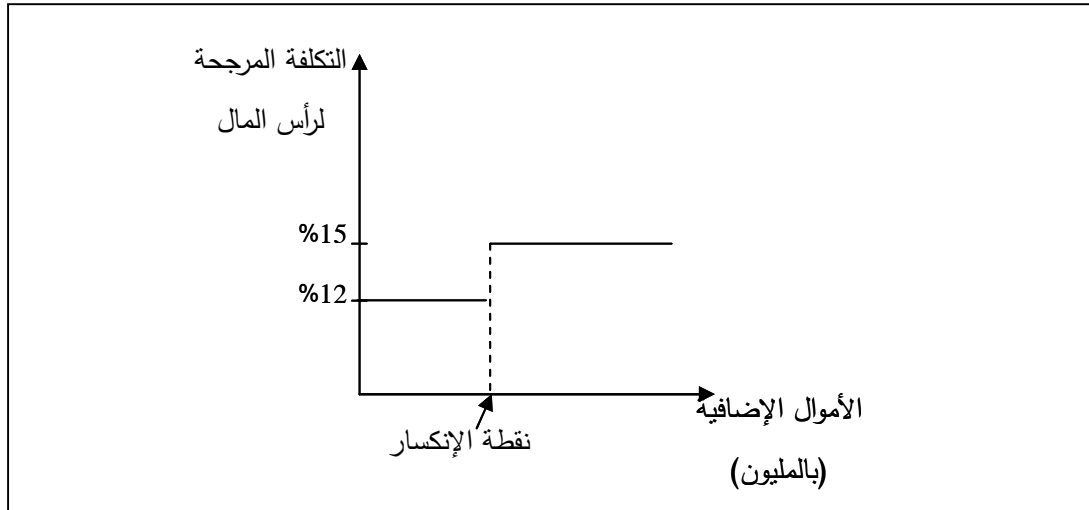
¹ منير إبراهيم هندي، الفكر....، مرجع سابق، ص 89.

² عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 421.

الاحتياجات الجديدة للمؤسسة التمويل الذاتي (الأرباح المحتجزة) المتوفر لديها، مما يضطرها إلى إصدار أسهم جديدة ينتج عنها تفاوت في نسب الزيادة المطبقة على عناصر التمويل وبالتالي ارتفاع التكلفة الحدية للأموال وتسمى هذه النقطة بنقطة الانكسار أو الفصل (Breack Point).

وعليه فإن تكلفة الأموال الحديثة تظل ثابتة في ظل ثبات الهيكل التمويلي وتكون مساوية لمتوسط تكلفة الأموال حتى يتم استنفاد الأرباح المحتجزة بالكامل، بعدها تبدأ بالتزايد إلى مستويات أعلى مع بدء إصدار أسهم جديدة،¹ وهذا ما سيتم توضيحه في الشكل التالي:

الشكل رقم (01-12): أثر الأموال الإضافية على التكلفة الحدية المرجحة لرأس المال.



المصدر: عاطف وليد أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية،

2008، ص 424.

¹ فايز تيم، مرجع سابق، ص 296.

خلاصة الفصل

بعد الإطلاع على فحوى هذا الفصل يمكننا استنتاج أن السياسة التمويلية تمثل الوعاء الذي ينصب فيه تحديد الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة، عن طريق اختيار مصادر التمويل التي تتماشى مع وضعيتها المالية وتخدم طموحاتهم المستقبلية، حيث يندرج هذا القرار ضمن أهم القرارات الإستراتيجية التي تحافظ على ديمومتها واستمرارية نشاطها في السوق.

وعلى هذا الاعتبار أصبح من الضروري على المدير المالي الإحاطة بمختلف البدائل التمويلية المتاحة أمامه والتي يمكن تقسيمها ما بين مصادر داخلية وأخرى خارجية تعتمد عليها المؤسسة لتلبية احتياجاتها المالية المرتبطة بدورتي الاستثمار والاستغلال، حيث تتمثل المصادر الداخلية أساسا في التمويل الذاتي الذي يعتبر وليد نشاط المؤسسة والذي يحتفظ به بشكل دائم من أجل تمويل عملياتها المستقبلية ، إلا أنها لا تستطيع الإعتماد عليه بصفة كلية في تمويل استثماراتها، فعادة ما تتجاوز مصاريفها هذا المورد فتظهر ضرورة اللجوء إلى مصادر خارجية كمكمل لعملية التمويل وذلك إما عن طريق الديون المالية أو الأموال الخاصة التي يتم المفاضلة بينها على أساس التكلفة والمخاطر المالية المترتبة عنها بهدف تشكيل الهيكل التمويلي الأمثل الذي تسعى المؤسسة لتحقيقه، والذي يضمن لها تشكيل الثروة والرفع من معدل النمو وبالتالي تعظيم القيمة السوقية بشكل عام.

الفصل الثاني

أدبيات هيكل رأس المال في ظل
السياسة الجبائية

تمهيد

تعد السياسة الجبائية أحد أهم أدوات السياسة الاقتصادية التي تستخدمها الدولة لإحداث آثار اقتصادية وسياسية واجتماعية مرغوبة تساهم في تحقيق أهدافها الإستراتيجية، حيث لم يعد دورها مقتصرًا على تمويل الميزانية العامة فقط، بل تعداه إلى كونها أصبحت أكثر الأدوات استخدامًا لتوجيه النشاط الاقتصادي ودفع حركة التنمية والمساهمة في تحسين مناخ البيئة الاستثمارية، وذلك بتفعيل دور الضريبة في المؤسسة الاقتصادية باعتبارها وسيلة فعالة تمكنها من تحسين أدائها المالي والرفع من مردوديتها لما لها من تأثير مباشر على عملية صنع القرارات التمويلية فيها. هذا ما أكدته العديد من النظريات المالية المفسرة للسلوك التمويلي التي تناولت التأثير الإيجابي للمتغير الجبائي على الهيكل التمويلي للمؤسسة أهمها نظرية مديقلياني ومليز لسنة (1958-1963) التي أكد فيها الباحثان أن الأخذ بعين الاعتبار للمتغير الجبائي في عملية اختيار مصادر التمويل من شأنه أن يخلف وفرات ضريبية تعمل على تخفيض تكلف .

المبحث الأول: المعالجة الجبائية لمصادر التمويل

تؤدي الضريبة دورا هاما في تحديد نمط التمويل الذي تعتمد المؤسسة، إذ يتم اختيار وسيلة التمويل المحققة لأعلى قيمة للاقتصاد الضريبي والتي تساهم في تدنية تكلفة الهيكل التمويلي إلى أقصى درجة ممكنة.

وعليه فإن التشريع الجبائي يتميز بقدرته على توجيه النمط التمويلي للمؤسسات حسب متطلبات المحيط الاقتصادي الذي تنشط فيه، مما يستوجب على المسير المالي الأخذ بعين الاعتبار العامل الجبائي في قراراته الهادفة إلى توفير الأموال اللازمة لتمويل المؤسسة من مصادرها المختلفة حتى لا تقع في أخطاء تزيد من تكلفتها الجبائية.

المطلب الأول: المعالجة الجبائية لمصادر التمويل الداخلي للمؤسسة

يعبر التمويل الداخلي عن مجموعة الموارد التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها من مصادر ذاتية دون اللجوء إلى أطراف خارجية، تتمثل أساسا في التمويل الذاتي الذي حظي بقدر من الاهتمام من طرف المشرع الجبائي لما له من مزايا وامتيازات جبائية تسمح بزيادة القدرة التمويلية للمؤسسة، وذلك بالضغط على العناصر المكونة له والتي من شأنها تخفيف الأعباء الجبائية للمؤسسة وزيادة حصتها من الأرباح بعد الإقتطاع الضريبي، حيث تتمثل هذه عناصر في: الإهلاكات - المؤونات - الأرباح المحتجزة.

1- التأثير الجبائي على الإهلاكات

طبقا للمادة 718 من القانون التجاري الجزائري، يعتبر تسجيل الإهلاكات بصفة دورية أمرا إجباريا، حتى وإن لم تحقق المؤسسة نتيجة موجبة لكي تكون الميزانية صحيحة، حيث يمكن تعريف الإهلاك على أنه تقدير للخسارة الناجمة عن تناقص القيمة المحاسبية لأصل من الأصول الثابتة والناجمة عن استعماله

أو عن الزمن أو عن تطور التكنولوجيا أو آثار أخرى¹، ومن هذا المنطلق تقوم المؤسسة بالاحتفاظ بجزء من الأرباح سنويا في صورة أقساط إهلاك ناتجة عن توزيع تكلفة الاستثمار على المدة المقررة للانتفاع به، إذ تشكل هذه الأقساط موردا ماليا داخليا يساهم في تمويل مشاريع جديدة للمؤسسة وبالتالي المحافظة على قدرتها الاستثمارية، أما من الناحية الجبائية فإن الإهلاك يعبر عن اقتطاعات تطبق على نتيجة المؤسسة الخاضعة للضريبة على أرباح الشركات (IBS) من أجل الأخذ بعين الاعتبار الخسارة أو النقص الذي يلحق بعنصر من عناصر الأصول الثابتة بفعل الاستعمال أو عامل الزمن²، بشرط أن تكون مقيدة محاسبيا خلال الدورة وبارزة في الجداول الملحقه للاهلاكات³.

وعليه فإن الإهلاك يعتبر بمثابة عبء قابل للخصم من الوعاء الضريبي الخاص بالضريبة على أرباح الشركات (IBS)⁴، وبالتالي فهو يحقق مزايا جبائية تتمثل في الوفرات الضريبية المحققة من الربح غير الخاضع للضريبة والناجم من رفع قيمة التكاليف التي أدت إلى تخفيض الوعاء الضريبي. وبما أن الإهلاك يؤثر سلبا على قيمة الضريبة على الأرباح فإن المشرع الجبائي الجزائري وضع جملة من القيود والشروط الواجب توفرها لكي يقبل خصم الاهلاكات من النتيجة الخاضعة للضريبة والتي تتمثل في:

☞ تخصيص الاهلاكات للتبتيات التي تظهر في أصول الميزانية⁵.

¹ دادي عدون ناصر، تقنيات مراقبة التسيير، تحليل مالي، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2000، ص 27.

² يوسف مامش، ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص 138.

³ المادة 152، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، المرجع السابق، ص 56.

⁴ Ange Constantin Mancabou, Gestion Fiscale et Comptable de l'Entreprise, l'Harmattan, Sénégal, 2013, p165.

⁵ P. Oudenot, Fiscalité Approfondie des Sociétés, Edition Litec, 2^{ème} Edition, Paris 2001 p 355.

- ﴿ وجوب إظهار مخصصات الإهلاك في القوائم المالية وبالتحديد في الملاحق الخاصة بالهلاك¹.
- ﴿ يجب تطبيق الإهلاكات على عناصر الأصول الثابتة المعرضة للتدهور والتقدم نتيجة للاستعمال أو الزمن أو التطور التكنولوجي².
- ﴿ يجب خصم مخصصات الإهلاك من نتائج الدورات التي شملت فيها.
- ﴿ يجب حساب قسط الإهلاك السنوي للأصل على أساس قيمته الأصلية، بحيث في حال تجاوز مجموع أقساط الإهلاك المطبقة إلى غاية انقضاء المدة العادية المقدرة للانتفاع به لهذه القيمة فإن إدارة الضرائب تلجأ إلى إدماج الفرق في النتيجة المحاسبية الخاضعة للضريبة على أرباح الشركات³.
- ﴿ يجب أن يكون استعمال الاستثمار ضمن النشاط العادي للمؤسسة.
- لقد حدّد المشرع الجبائي الجزائري عدة طرق مختلفة لحساب الإهلاك حتى يتسنى للمؤسسة اختيار الطريقة التي تتلاءم مع ظروفها وذلك عن طريق المفاضلة بينها، فالمؤسسة الناجعة هي التي تستطيع اختيار الطريقة التي تسمح لها بالرفع من قيمة التمويل الذاتي والاستفادة من مزايا الضريبة قدر الإمكان وتمثل هذه الطرق في الأنظمة الثلاثة الآتية:
- 1-1 نظام الإهلاك الخطي:** لقد نصت المادة 174 من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة على إلزامية تطبيق نظام الإهلاك الخطي على كل التثبيات وهذا بقوة القانون، حيث يهدف هذا النظام إلى توزيع مقدار الانخفاض في قيمة الاستثمار بأقساط متساوية على مدة حياته بشكل يساهم إيجاباً في

¹المادة 152، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص 48.

²www.mfdgi.gov.dz/index.php/134-vos-impots/517-impots-sur-bénéfices-des-sociétés suit date 10/05/2022, heure 17h 20.

³Ange Constantin Mancabou, Op.cit., p 166.

حساب النتيجة المحاسبية للمؤسسة، وكذلك في تحديد سعر التكلفة المتعلق بكل دورة من دورات الاستغلال¹.

يتم حساب قسط الإهلاك الخطي وفق قاعدة التناسب الزمني "prorata temporis"² حيث يبدأ تطبيقه منذ تاريخ دخول الأصل في الخدمة وليس من بداية الدورة المحاسبية، مما يجعل قسط الإهلاك الأول والأخيرة يكونان أقل من باقي الأقساط المتبقية.

يشكل الإهلاك الخطي امتيازاً ضريبياً بالنسبة للمؤسسة خاصة تلك التي يتميز نشاطها بالاستقرار، فهو يعمل على توفير تدفقات مالية ثابتة ومتساوية وبالتالي التمويل الذاتي يكون ثابت على طول حياة الاستثمار، كما أنه يلاءم الأصول الأقل عرضة للتقادم التقني³.

1-2 نظام الإهلاك المتناقص: وفقاً للمادة 174 -2 من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة، فإن التشريع الجبائي الجزائري سمح للمؤسسات التي تخضع للنظام الحقيقي بتطبيق طريقة الإهلاك المتناقص على مختلف الاستثمارات المنصوص عليها في المرسوم التنفيذي 92-271 المؤرخ في 06/07/1992 شريطة أن تكون تلك الاستثمارات ذات علاقة مباشرة بالإنتاج باستثناء المباني السكنية والورشات والمحلات المستعملة في ممارسة نشاط المؤسسة⁴. على أن تكون مدة حياة الأصل أكبر من 3 سنوات عند تاريخ حيازته.

تحدد المعاملات المستعملة في حساب قسط الإهلاك المتناقص في ذات المادة كالاتي:

¹Jack Bertrandon, Christine Collette, Gestion Fiscale et Finances de l'Entreprises, Edition PUF "PressesUniversitaires de France1989", p88.

²Ange Constantin Mancabou, op.cit., 2013, p 166.

³بعليلش نور الدين، زرقون أحمد، أهمية الإستراتيجية الجبائية في اتخاذ قرارات التمويل - دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2013)-، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 01، 2015، ص 09.

⁴المادة 174-2، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص 54.

1.5 إذا كانت المدة العادية المقررة لاستعمال الأصل بين 3 و 4 سنوات.

2 إذا كانت المدة العادية المقررة لاستعمال الأصل بين 5 و 6 سنوات.

2.5 إذا كانت المدة العادية المقررة لاستعمال الأصل أكثر من 6 سنوات.

يهدف نظام الإهلاك المتناقص إلى تسريع وتيرة الإهلاك في السنوات الأولى للأصل وبالتالي تعظيم قيمة الدفعات في المراحل الأولى من حياته، مما يسمح للمؤسسة بمواجهة التدهور الحاصل في قيمة الأصل وتغطية تكاليف صيانته المتزايدة مع مرور الوقت، حيث أن هذه الطريقة تمكن المؤسسة من استرجاع أموالها في أقرب الآجال وتجديد استثماراتها وبالتالي المحافظة على قدرتها الإنتاجية. كما تحظى هذه الطريقة بامتيازات جبائية معتبرة كون ارتفاع أقساط الإهلاك يسمح للمؤسسة بتحقيق وفورات ضريبية راجعة إلى ارتفاع التكاليف الواجبة الخصم، وبالتالي تخفيض الوعاء الضريبي ومن ثم قيمة الضرائب الملزم دفعها من قبل المؤسسة.

إلا أنه يجدر بنا لفت الانتباه إلى أن هذه الطريقة لا تتماشى مع المؤسسات التي تحقق معدل ربحية ضعيف، لأنها قد تفقدها مزاياها الضريبية بسبب إمكانية تحول النتيجة من ربح إلى خسارة عند خصم أقساط مرتفعة من الإهلاك، لذلك فإنه ينصح بتطبيق هذه الطريقة في المؤسسات الناجعة التي تحقق أرباحاً معتبرة خلال فترة زمنية معينة (الدورة).

1-3 نظام الإهلاك المتصاعد: على عكس نظام الإهلاك المتناقص فإن الإهلاك المتصاعد يهدف إلى

تخصيص أقساط إهلاك ضعيفة في السنوات الأولى من مدة استعمال الأصل لتتزايد تدريجياً مع مرور الوقت، أي أنه يساهم بجزء ضعيف في تكوين التمويل الذاتي وهذا ما يجعله قليل الاستعمال لأنه لا يتماشى مع الوضعية الاقتصادية والأهداف المالية للمؤسسة.

أما على الصعيد الجبائي فإنه يؤثر سلباً على المؤسسة في حالة تحقيقها لأرباح معتبرة خلال الدورة، بسبب ارتفاع نسبة الاقتطاع الضريبي الراجع إلى انخفاض قسط الإهلاك السنوي المخصوم من الربح الخاضع للضريبة، خاصة في السنوات الأولى من بداية نشاط المؤسسة، أو خلال السنوات الأولى من بداية استعمال الأصل¹، وبالتالي عدم استفادة المؤسسة من الوفرات الضريبية التي يمنحها لها الإهلاك، إلا أنه وبالرغم من ذلك فإن تطبيق الإهلاك المتصاعد يمكن أن يحقق امتيازاً في حالة حصول المؤسسة على امتيازات جبائية في شكل تخفيضات أو إعفاءات ضريبة مؤقتة على سبيل المثال الأنشطة التي يمارسها الشباب ذوي المشاريع المؤهلون للاستفادة من إعانة الوكالة الوطنية لدعم وتنمية المقاولاتية أو الصندوق الوطني لدعم القرض المصغر أو الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة²، أين ستكون الأقساط الكبرى للاهلاك في السنوات التي تخضع فيها هذه الأخيرة للضرائب.

ويمكن توضيح مدى تأثير طريقة الإهلاك على تشكيل التمويل الذاتي للمؤسسة من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (02-01): كيفية تحديد هامش التمويل الذاتي

البيان	الهلاك الخطي	الهلاك المتناقص	الهلاك المتصاعد
الربح قبل الإهلاك	500 000	500 000	500 000
الإهلاكات	40 000	80000	13333
الأرباح قبل الضريبة	460000	420000	486667
IBS = 30%	138000	126000	146000
الربح الصافي بعد IBS	322000	294000	340667
الإهلاكات	40000	80000	13333
القيمة المتاحة للتمويل الذاتي	362000	374000	354000

source: Christine Collette, Gestion Fiscale des Entreprises, Edition ELLIPSE, 1998

P163

¹ محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية مدخل لاتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 358-360.

² المادة 138، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص 39.

من خلال الجدول أعلاه، يتضح جلياً أن ارتفاع قيمة الإهلاكات من شأنها أن ترفع من قيمة التمويل الذاتي للمؤسسة، باعتبارها من الأعباء الواجبة الخصم من الربح الخاضع للضريبة، مما يؤدي إلى تخفيض الوعاء الضريبي وبالتالي تحسين التدفقات النقدية والرفع من رأسمال المؤسسة، حيث تتحقق أكبر قيمة للتمويل الذاتي في حالة تطبيق نظام الإهلاك المتناقص.

لقد اقتصر التشريع الجبائي الجزائري على تطبيق طرق الإهلاك السالفة الذكر، إلا أنه يجدر الإشارة إلى وجود طرق أخرى من شأنها أن تخدم المؤسسة وتعود عليها بفوائد عديدة خاصة من ناحية تسيير سياستها المالية نذكر منها:

✓ **طريقة الإهلاك حسب عدد الوحدات المنتجة:** تعتمد هذه الطريقة في مضمونها عند حساب قسط الإهلاك على الطاقة الإنتاجية للأصل بدلاً من مضي الفترة الزمنية، ويقاس العمر الإنتاجي للأصل على أساس عدد الوحدات المنتجة أو عدد ساعات العمل، حيث يتم اختيار مقياس النشاط وذلك عن طريق التنبؤ بالوحدات المتوقعة إنتاجها خلال المدة المقررة لاستعمال الأصل، والتي يمكن تحديدها بخمس سنوات على سبيل المثال ومن ثم حساب قسط الإهلاك بقسمة الوحدات المنتجة فعلاً خلال الدورة على الوحدات المتوقعة إنتاجها خلال العمر الإنتاجي للأصل هذا إذا أمكن قياس المخرجات Output، وإذا ما صعب ذلك بالنسبة لبعض الأصول يتم استخدام وحدات النشاط كساعات العمل، وبالتالي الاعتماد على قياس مدخلات العملية الإنتاجية Input¹. ولكن يعاب على هذه الطريقة أنه في حالة عدم تشغيل الأصل فإن قسط الإهلاك يكون مساوياً للصفر.

✓ **طريقة الإهلاك المؤجل:** تهدف هذه الطريقة إلى السماح للمؤسسة بعدم خصم الإهلاكات في الدورة التي تأسست خلالها وتأجلها إلى الدورات اللاحقة، بدون أي قيود من حيث الزمن، وذلك في إطار ما إذا

¹ محمد سامي راضي، المحاسبة المتوسطة، دار الجامعيين، مصر، ص 455

كانت مجموع أقساط الإهلاكات المشكلة أكبر من مجموع أقساط الإهلاك الخطي¹ باعتباره القيمة الدنيا الإلزامية بقوة القانون والإهلاك المتناقص كقيمة قصوى اختيارية.

تظهر فائدة تأجيل خصم الإهلاكات في السنوات التي تحقق فيها المؤسسة خسارة، حيث يسمح هذا الخصم بتخفيض قيمة الخسارة في تلك السنة وبالتالي المحافظة على الصورة المالية للمؤسسة من جهة، ورفع قيمة الإهلاكات في السنوات التي تحقق فيها المؤسسة أرباحاً وبذلك تستفيد من تخفيض الوعاء الضريبي وتحقيق مزايا جبائية من جهة أخرى.

2- التأثير الجبائي على المؤونات

تمثل المؤونات من الناحية الجبائية التخفيضات من الأرباح الخاضعة للضريبة لغرض تغطية الخسائر المحتملة، شريطة أن تكون هذه التخفيضات محددة بدقة وأن تكون مسجلة محاسبياً في الدورة وتظهر في الجداول الملحق للمؤونات طبقاً للمادة 152 من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة². تعتبر المؤونات تكلفة غير أكيدة بالرغم من كونها متوقعة الحدوث، فإذا تحققت أصبحت تكلفة نهائية تطرح من نتيجة الدورة أما إذا لم تتحقق فإن تلك المؤونة تتحول إلى إيراد يضاف إلى نتيجة الدورة، لذا فإن المشرع الجبائي الجزائري وضع جملة من الشروط الواجب توافرها حتى يتسنى للمؤسسة خصمها من النتيجة الخاضعة للضريبة على أرباح الشركات IBS والتي تتمثل في³:

☞ يجب أن تكون المؤونة المخصصة لتغطية الخسائر أو التكاليف متعلقة بمصاريف قابلة للخصم؛

☞ يجب أن تكون هذه الخسائر والتكاليف متعلقة بأحداث وقعت خلال السنة المالية المعنية؛

☞ يجب أن تكون الخسائر والتكاليف محتملة الوقوع؛

¹ Jack Bertrandon, Christine Collette, Op.cit., p 90.

² بن ربيع حنيفة، الواضح في المحاسبة المالية وفق SCF ومعايير المحاسبة الدولية، الجزء الثاني، منشورات كليك، الجزائر، 2013، ص 287.

³ Ange Constantin Mancabou, Op.cit., pp 177-178.

☞ يجب أن تكون المؤونات خاصة بمصاريف محدّدة بدقة وبطريقة موضوعية؛

☞ يجب أن تسجل المؤونة في محاسبة المؤسسة قبل تاريخ التصريح بالنتيجة؛

☞ يجب تسجيل المؤونة في جدول خاص بالمؤونات برفق مع التصريح السنوي للنتيجة.

تكوّن المؤونات طبقاً لمبدأ الحيطة والحذر وهذا لمواجهة تدهور قيم المخزونات والحقوق وكذلك الخسائر المحتملة الوقوع، ويختلف مصيرها تبعاً لوقوع الحدث الذي أنشئت من أجله أو عدم وقوعه وكذا تحويلها عن الهدف الذي أنشئت من أجله. ففي حالة الحدوث الفعلي للخسائر أو الأعباء التي كونت المؤونة من أجلها، فإن المؤسسة غير ملزمة جبائياً بإعادة إدماج قيمة المؤونات في الربح الخاضع للضريبة على أرباح الشركات IBS ، بينما في حالة عدم وقوع الحدث الذي أنشئت من أجله المؤونة أو تحويلها عن هدفها مثل: توزيعها على الشركاء أو ضمها إلى إحدى حسابات الاحتياطات، فإن هذه الأخيرة تصبح غير مبررة وبالتالي يتم إعادة إدماجها -جزئياً أو كلياً- في الجدول رقم 09 من الحزمة الجبائية، وضمها للربح الخاضع للضريبة في الدورة التي أنشئت فيها¹.

إن المؤونات التي تساهم في تشكيل التمويل الذاتي للمؤسسة هي المؤونات ذات الطابع الاحتياطي أي المؤونة غير المحققة بينما المؤونة المحققة فهي تغطي الخسائر وتساهم في تحقيق وفورات ضريبة، نتيجة معاملتها كعبء قابل للخصم من شأنه تخفيض الوعاء الخاضع للضريبة على الأرباح، وذلك بعد استيفائها للشروط المنصوص عليها في التشريع الجبائي بغية تضيق المجال على المؤسسة فيما يخص تعظيم الأعباء وتقليص مبلغ الضريبة. غير أن هذا التشريع يعتبر مجحفاً فيحق المؤسسة وذلك بسبب عدم تعرض المشرع للمؤونات القانونية أو التنظيمية كمؤونة ارتفاع الأسعار ومؤونة تقلبات الأسعار الدولية

¹ المادة 141-5، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص 49.

بالإضافة إلى مؤونة الاستثمار في الخارج، وبالتالي حرمان المؤسسة من الاستفادة من تخفيضات جبائية ظرفية مهمة تمكنها من زيادة قدرتها في التمويل الذاتي.

3- التأثير الجبائي على توزيع الأرباح

يعتبر قرار توزيع الأرباح في المؤسسة من أهم القرارات التي يتخذها المدير المالي بعناية ودقة فائقتين لما لها من تأثير مباشر على قيمة المؤسسة والمساهمين فيها على حد سواء.

تتأثر سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة بعامل الضريبة المفروضة على الأرباح الموزعة، فحسب نظرية التفضيل الضريبي (Tax preference Theory) فإن المستثمرين يفضلون الاستثمار في المؤسسات التي توزع نسبة أقل من الأرباح¹ وهذا راجع إلى ارتفاع نسبة الضريبة على الأرباح الموزعة مقارنة بنسبة الضريبة على الأرباح الرأسمالية، حيث توصل كل من (Brigham & Weston) سنة 1993 إلى أنه في حالة وجود الضرائب فإن المستثمر يفضل إعادة استثمار الأرباح بدلا من الحصول عليها، وذلك قصد تخفيض قيمة الضرائب المفروضة عليه أما في حالة توزيع نسبة كبيرة من أرباح فإن المستثمرين سيطلبون بنسبة كبيرة من العائد لتعويض قيمة الضرائب التي سيدفعونها على أرباحهم النقدية.

تعتبر الأرباح المحتجزة من أهم مصادر التمويل الذاتية، حيث تعتمد أغلب المؤسسات على أرباحها لتعزيز مواردها المالية الذاتية وذلك عن طريق إعادة استثمارها في مشاريع تعود عليها بأرباح معتبرة تساهم في زيادة نموها والرفع من قيمتها السوقية. لذا فإن المشرع الجبائي الجزائري ومن أجل تشجيع وتحفيز المؤسسات على إعادة استثمار أرباحها أقر عدة إعفاءات وتخفيضات جبائية تمس الضرائب على هذه الأرباح والتي نذكر منها:

¹Litzrenberger.R & Ramaswamy. K, The Effect of Personal Taxes and Dividend on Capital Asset Price: Theory and Empirical Evidence, Journal of Financial Economics, vol 7, N°02, 1979, P.P 163 -195.

3-1 إعادة استثمار الأرباح الناتجة عن النشاط الاستغلالي للمؤسسة: لقد قرر المشرع الجبائي

الجزائري منح المؤسسة حوافز جبائية في شكل تخفيضات وإعفاءات تمس معدل الضريبة على أرباح الشركات في حال أن قررت إعادة استثمار أرباحها، حيث تخضع هذه الأرباح للضريبة على أرباح الشركات بمعدل مخفض قدره 10%¹ وذلك وفقا لتوفر الشروط التالية²:

☞ تخضع أرباح شركات الإنتاج للمعدل المخفض في حدود الربح الخاضع المصرح به عندما تكون موجهة لاقتناء معدات الإنتاج المتعلقة بالنشاط الممارس خلال السنة التي تم فيها تحقيق هذا الربح، كما تخضع لنفس المعدل الأرباح الموجهة لاقتناء أسهم أو حصص اجتماعية وأوراق مالية مماثلة، والتي تسمح بالمساهمة في حدود 90% على الأقل في رأسمال مؤسسة أخرى لإنتاج السلع أو الأشغال أو الخدمات، شريطة أن يكون المبلغ المعاد استثماره محررا كليا؛

☞ يجب على المؤسسة أن تبين بشكل مفصل في تصريحاتها السنوية للنتائج الأرباح التي يمكن أن تخضع لهذا المعدل؛

☞ إرفاق قائمة مفصلة للاستثمارات التي تم إنجازها مع تقديم المعلومات الآتية: طبيعة المعدات المقتناة، تاريخ تسجيل هذه المعدات في الأصول، تكلفة الاقتناء، عناصر تعريف وتحديد موقع المؤسسات محل المساهمة في رأسمالها وكذا عدد السندات التي تم اقتنائها؛

☞ يجب الاحتفاظ بالاستثمارات التي تم إنجازها بالمبلغ الموافق للجزء من الربح الخاضع للمعدل المخفض لمدة خمس سنوات على الأقل ابتداءً من تاريخ تسجيلها في الأصول؛

☞ يترتب عن عدم الامتثال لأي شرط من الشروط المنصوص عليها، استرجاع مبلغ الضريبة غير المدفوع زيادة على غرامة مالية قدرها 25%.

¹ المادة 150 - 1، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص 53.

² المادة 142 مكرر، مرجع نفسه، ص 50.

3-2 إعادة استثمار فوائض القيمة الناتجة عن التنازل عن أصل من الأصول الثابتة: في حالة ما أبدت المؤسسة رغبتها في إعادة استثمار فوائض القيمة المحققة فإن هذه الأخيرة ستعفى كليا من الضريبة على أرباح الشركات¹ شريطة الالتزام بـ:

☞ تقديم تعهد إلى إدارة الضرائب بإعادة استثمار المبلغ المساوي لمجموع فائض القيمة المحقق وتكلفة الأصل الثابت المتنازل عنه في حياة استثمارات جديدة كبديل للاستثمار المتنازل عنه، في أجل أقصاه ثلاث سنوات ابتداء من نهاية الدورة المحاسبية التي تحقق أثناءها الفائض، يرفق هذا الأخير بالتصريح السنوي للنتيجة؛

☞ التجسيد الفعلي للالتزام الذي أخذه المكلف بالضريبة على عاتقه في أجل أقصاه ثلاث سنوات وهناك يمكن للمؤسسة استثمار الفائض كليا أو جزئيا.

$$\begin{aligned} \text{المبلغ المعاد استثماره} &= \text{القيمة الأصلية للاستثمار المتنازل عنه} + \text{فائض قيمة التنازل} \\ &= \text{الإهلاكات المتراكمة إلى تاريخ التنازل} + \text{قيمة التنازل} \end{aligned}$$

3-3 إعادة تقييم التثبيتات: إن عملية إعادة تقييم التثبيتات هي عملية تلجأ إليها المؤسسة لغرض تحسين القيم التاريخية لعناصر الأصول² الناتجة عن التضخم وتدهور قيمة العملة الوطنية، وبالتالي الحصول على ميزانية تترجم وضعية مقارنة للوضعية المالية الحقيقية وينتج عنها إما انخفاض في القيمة تسجل محاسبيا كخسارة قيمة تؤدي إلى تخفيض النتيجة، أو ارتفاع في القيمة ينتج عنه زيادة في أقطار الإهلاك وبالتالي انخفاض في قيمة الأرباح الإجمالية الخاضعة للضريبة.

تعتبر عملية إعادة تقييم التثبيتات حسب النظام المحاسبي المالي إجراء حرا بخلاف ما كان قائما قبل هذا التاريخ أين كانت إعادة التقييم قانونية تؤسس وفقا لمراسيم تنفيذية تهدف إلى تعديل القيم الدفترية للأصول

¹ المادة 173-2، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، ص 61.

² Ange Constantin Mancabou, Op.cit., p 131.

الواردة في الميزانية، كي تقترب من القيم السوقية وذلك تماشيا مع الظروف الاقتصادية السائدة في البلاد تماما مثل ما حدث في الجزائر حيث ارتبط إصدار النصوص القانونية السابقة التي تناولت شروط إعادة التقييم بالإصلاحات الاقتصادية التي رافقها ارتفاع ملموس في معدلات التضخم، إذ عرف الاقتصاد الجزائري ولاسيما في الفترة الممتدة من منتصف الثمانينات إلى غاية نهاية التسعينات تغيرات كبيرة في المستوى العام للأسعار عكستها النسب المرتفعة للتضخم التي لم يسبق الوصول إليها من قبل، وذلك بغية تحسين الحالة المالية للمؤسسة وجعلها أكثر توافقا مع الواقع الاقتصادي من أجل اتخاذ قرارات سليمة وموضوعية، حيث ألزم المشرع الجبائي المؤسسات بتعديل قيمة الاستثمارات طبقا لقواعد وتوصيات دقيقة عبر الأربعة مراسيم التنفيذية التالية:

✓ **إعادة التقييم الأولى:** نصت عليها المادة 2 من المرسوم التنفيذي رقم 90-103 المؤرخ في 1990/03/27 والتي تخص بصفة إجبارية إعادة تقييم الأصول الثابتة المادية القابلة للإهلاك للمؤسسات العمومية الاقتصادية والمؤسسات العمومية ذات الطابع الصناعي والتجاري وغيرها من الهيئات العمومية¹ لغرض تحقيق هدفين رئيسيين هما:

☞ هدف معلوماتي بواسطة إعطاء قيمة جديدة للأصول المهتلكة دفتريا أو في طريق الإهلاك حتى تعطي صورة أكثر واقعية عن حقيقة المركز المالي للمؤسسات؛

☞ هدف اقتصادي ومالي يتمثل في معالجة آثار انخفاض قيمة النقد في القوائم المالية والمحافظة على رأس مال المؤسسة وضمان استمراريته، فضلا عن المساهمة في تكوين القدرة على التمويل الذاتي تتناسب مع تكلفة استبدال الأصول.

¹ المادة رقم 2، المرسوم التنفيذي رقم 90 - 103، المؤرخ في 27 مارس 1990، المحدد لشروط إعادة تقييم التثبيات المادية القابلة للإهلاك والواردة في ميزانية المؤسسات والهيئات الخاضعة للقانون التجاري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 14، 1990، ص 474.

وتتم المعالجة الجبائية لفوارق إعادة التقييم طبقا للمادة 08 من المرسوم التنفيذي رقم 90-103 من خلال إدماج فوائض إعادة التقييم في الحساب 15 "فرق إعادة التقييم" في الأموال الخاصة وتكون معفاة من الضريبة لأنها لا تمثل فائض قيمة حقيقي، والتي يمكن توجيهها إما لرفع رأس مال المؤسسة أو امتصاص عجز السنوات السابقة.

✓ **إعادة التقييم الثانية:** تقرر بموجب المرسوم التنفيذي رقم 93-250، المؤرخ في 24/10/1993 وذلك لسد النقائص التي اعترت عملية إعادة التقييم الأولى، بسبب عدم كفاية المعاملات الواردة بها نتيجة للنسب العالية للتضخم في تلك الفترة، إضافة إلى أنها لم تفرق بين معاملة العقارات والتجهيزات لذا فإن إعادة التقييم الثانية خصصت لها معاملات كل على حدى¹.

أما بالنسبة للمعالجة الجبائية لفوارق إعادة التقييم فقد حظيت بنفس المعاملة لإعادة التقييم الأولى، حيث لا يخضع فائض التقييم لأي ضريبة على الأرباح ويسجل ضمن عناصر خصوم الميزانية في احتياطي خارج الاستغلال يوجه إما لرفع رأس مال المؤسسة أو امتصاص عجز السنوات السابقة، أما من جهة التكاليف فإن المؤسسة تستفيد من المزايا الجبائية لخصم الاهتلاكات من الوعاء الضريبي.

✓ **إعادة التقييم الثالثة:** دخلت هذه العملية حيز التطبيق بموجب المادة رقم 2 من المرسوم التنفيذي رقم 96-366 المؤرخ في 12/10/1996 حيث تم اعتماد معاملات جديدة في عملية إعادة التقييم الثالثة للأصول والإهلاكات الواردة في ميزانية المؤسسة، والتي تم اهتلاكها كليا أو جزئيا وذلك وفقا للشروط المنصوص عليها في ذات المرسوم. إلا أنه في هذه المرة وطبقا للمادة 107 من قانون المالية لسنة 1996 أضحت فوائض القيمة الناتجة عن إعادة التقييم تخضع للضريبة على أرباح الشركات وهذا بصفة

¹ المادة رقم 3، المرسوم التنفيذي رقم 93 - 250، المؤرخ في 24 أكتوبر 1993 المحدد لشروط إعادة تقييم التثبيات العادية القابلة للإهلاك والواردة في ميزانية المؤسسات والهيئات الخاضعة للقانون التجاري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 69، 1993، ص15

تناسبية مع قسط الإهلاك التكميلي الذي لم يعد قابلاً للخصم جبائياً من الربح الخاضع للضريبة، وعليه أصبح لعملية إعادة التقييم دور حيادي بالنسبة للمؤسسة ولا ينجر عليها أي فوائد جبائية.

✓ إعادة التقييم الرابعة: اقترنت بصدور المرسوم التنفيذي رقم 07-210 المؤرخ في 04/07/2007، حيث حدد هذا المرسوم شروط إعادة تقييم التثبيتات العينية القابلة للإهلاك والغير قابلة للإهلاك الواردة في الميزانية الختامية بتاريخ 31/12/2006، للمؤسسات والهيئات الخاضعة للقانون التجاري والمبينة مادياً في عملية الجرد¹.

تظهر المزايا الجبائية لعملية إعادة التقييم وفقاً لهذا المرسوم مقارنة بإعادة التقسيم لسنة 1996 جلياً، حيث تعتمد هذه العملية على القيمة السوقية للاستثمار بدلاً من التقييم على أساس المعاملات بالإضافة إلى إعفاء فوارق إعادة التقييم من الضريبة على أرباح الشركات، بينما أقساط الإهلاك فيتم قبولها من طرف الإدارة الجبائية كمصاريف واجبة الخصم من الوعاء الضريبي.

وبعد الانتقال من تطبيق المخطط المحاسبي الوطني PCN إلى النظام المحاسبي المالي SCF، أضحت عملية إعادة التقييم اختيارية أي أنه أصبح للمؤسسة الحرية في إعادة تقييم استثماراتها وفقاً للقيمة العادلة أو التكلفة التاريخية، وذلك طبقاً للمرسوم التنفيذي رقم 08-156 المؤرخ في 26 ماي 2008 والقرار المؤرخ في 26 جويلية 2008 الذي يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها.

من الناحية الجبائية وبموجب أحكام المادة 185 من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة، فإنه يجب إدراج فائض القيمة الناتج عن إعادة التقييم في تاريخ بدء تطبيق النظام المحاسبي المالي في النتيجة

¹ المادة رقم 3، المرسوم التنفيذي رقم 07-210، المؤرخ في 4 جويلية 2007، المحدد لشروط إعادة تقييم الأصول الثابتة القابلة للإهلاك وغير القابلة للإهلاك، الواردة في الميزانية المقفلة في 31 ديسمبر 2006 للمؤسسات والهيئات الخاضعة للقانون التجاري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 44، 2007، ص 11.

الجبائية خلال مدة أقصاها خمس سنوات¹. كما نصت المادة 186 من ذات القانون على تقييد فائض مخصصات الإهلاكات المتأتي من عمليات إعادة التقييم في نتيجة السنة². أما بالنسبة لإعادة تقييم الأصول الغير قابلة للإهلاك فقد نصت المادة 186 مكرر على عدم إدراج فائض القيمة الناتج عن إعادة تقييم التثبيات الغير قابلة للإهلاك في النتيجة الجبائية شريطة أن يقيد هذا الفائض في جانب خصوم الميزانية ضمن حساب يحتوي على فارق إعادة التقييم ويكون غير قابلا لتوزيع³.

4-إمكانية ترحيل الخسائر إلى السنوات اللاحقة

تشكل هذه التقنية وسيلة لامتناس الآثار الناجمة عن تحقيق خسائر خلال سنة معينة، وهذا بتحميلها على السنوات اللاحقة حتى لا يؤدي ذلك إلى تآكل رأسمال المؤسسة⁴، وبالتالي فهي تشكل حافزا لنشاط المؤسسة من خلال تخفيض العبء الضريبي المترتب، حيث قام المشرع الجبائي الجزائري بالأخذ بعين الاعتبار خسائر السنوات السابقة في تحديد النتيجة الجبائية للمؤسسة، أين سمح لها بخصم تلك الخسائر من الأرباح المحققة في السنوات الموالية، وإذا كانت الأرباح المحققة لا تكفي لتخفيض كل العجز فإن العجز الزائد ينتقل بالترتيب إلى غاية السنة المالية الرابعة الموالية لسنة تسجيل العجز⁵.

المطلب الثاني: المعالجة الجبائية لمصادر التمويل الخارجي

يمثل التمويل الخارجي المصدر الثاني الذي تعتمد عليه المؤسسة لتغطية احتياجاتها المالية، حيث يعتبر مكملا للتمويل الداخلي لذا وجب عليها استخدام الأموال ذات التكلفة المنخفضة التي تساهم في تشكيل

¹ المادة 185، (ق.ض.م.ر.م)، 2019، ص 43

² المادة 186، المرجع نفسه، ص 67.

³ المادة 186 مكرر، المرجع نفسه، ص 67.

⁴ بصاشي هدى، صفحة صليحة، واقع النظام الجبائي الجزائري وأثره على الاستثمار، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 5 العدد 02، 2020، ص 120.

⁵ المادة 147، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص 52.

هيكل تمويلي أمثل، وذلك عن طريق المزايا الجبائية إلي تتميز بها والتي تساعد المؤسسة في التخفيض من الوعاء الضريبي، حيث سنحاول تسليط الضوء على كل من: المعاملة الجبائية للأسهم والسندات وكذا التكلفة الجبائية للديون وعقد الإيجار التمويلي.

1- التأثير الجبائي للأسهم والسندات

تساهم السياسة الجبائية في توجيه المؤسسة إلى اللجوء إلى التمويل عن طريق الأسهم من خلال عدم إلزامها بتوزيع الأرباح على المساهمين، حيث تتحول الأرباح غير الموزعة إلى مصدر التمويل الذاتي وذلك عن طريق دمجها في الاحتياطات المدرجة في رأسمال المؤسسة، وبالتالي تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي¹ IRG وينتج عن ذلك تحقيق وفورات ضريبية، أما في حال قررت المؤسسة توزيع الأرباح على المساهمين، فإن هذه الأرباح لا تعامل جبائيا مثل فوائد القروض كأعباء قابلة للخصم عند تحديد الوعاء الضريبي، بل تخضع للضريبة على الدخل الإجمالي IRG صنف ريوع رؤوس الأموال المنقولة عن طريق الاقتطاع من المصدر بنسبة 15% محررة من الضريبة².

وبهدف تشجيع الدخول إلى البورصة وزيادة الطلب على شراء الأسهم المطروحة بها، أقر المشرع الجبائي إعفاء فوائض القيم الناجمة عن عمليات التنازل بمقابل عن القيم المنقولة المؤشر عليها في البورصة، وذلك لمدة ثلاثة سنوات³. أما في حالة التنازل خارج البورصة فتخضع فوائض القيم الناتجة عن التنازل عن الأسهم أو الحصص الاجتماعية أو الأوراق المماثلة للضريبة على الدخل الإجمالي IRG بنسبة

¹ المادة 88، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص 25.

² المادة 104-4، المرجع نفسه، ص 34

³ المادة 47، قانون رقم 97-02 المؤرخ في 31 ديسمبر 1997 المتعلق بقانون المالية لسنة 1998، المرجع نفسه، ص 135.

15% بالنسبة للمقيم و 20% بالنسبة لغير المقيم، و معدل مخفض قدر ب 5% في حالة إعادة استثمار مبلغ فائض القيمة في رأسمال المؤسسة أو عدة مؤسسات¹.

يجدر الإشارة أيضا إلى أن عملية الرفع من رأس المال عن طريق المساهمة النقدية عملية مهمة لتحسين هيكل الميزانية والوضع المالي للمؤسسة اتجاه الأطراف المعنية لاسيما العملاء والبنوك والموردين، تتولد عن هذه العملية تكلفة جبائية يجب على المؤسسة أن تأخذها بعين الاعتبار إذ لا تعتبر هذه المصاريف المالية قابلة للخصم من الربح الخاضع للضريبة، حيث توصل كل من Schiantarelli & Devereux (1989) إلى أن العيب الجبائي لزيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة مقترن بالعلاقة بين معدل الضريبة الشخصية لأرباح الأسهم ومعدل الربح الرأسمالي، أين أشارا إلى أنه إذا كان معدل الضريبة أعلى من مكاسب رأس المال وهو ما يحدث غالبا فإن إصدار أسهم جديدة يكون أكثر تكلفة نسبيا².

أما بالنسبة للقرض السندي فيعتبر أحد أهم صور التمويل الخارجي الطويل الأجل، حيث يمكن المؤسسات الاقتصادية المسعرة وغير المسعرة في البورصة من إصدار سندات في السوق المالية بهدف تمويل احتياجاتها. تعامل السندات من الناحية الجبائية مثل القروض حيث يتم خصم فوائد السندات من الوعاء الخاضع للضريبة، بالإضافة إلى إعفاء علاوة الاصدار التي تمثل الفرق بين سعر الإصدار والسعر الإسمي للسند من الضريبة على الدخل الإجمالي باعتبارها أرباح غير قابلة للتوزيع وضمها إلى الاحتياطات في رأسمال المؤسسة، مما ينتج عنه وفرة ضريبة بإضافة إلى تعرض المقترضين إلى مخاطر مالية أقل من تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم.

¹ المادة 104-5، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص 37.

² Lamiaa Dahmani, Hamid Ait Lemqeddem, Fiscalité et Financement des entreprises quelle approche Theorique? International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics, Vol2, 2021, P496

كما نشير إلى أن الأرباح الناتجة عن السندات تخضع للضريبة على الدخل الإجمالي، باعتبارها رؤوس أموال منقولة والتي حددت بـ 10% اقتطاع من المصدر حيث يمثل هذا الاقتطاع قرضا ضريبيا يتم خصمه من الإخضاع النهائي¹.

2- التأثير الجبائي للاستدانة

تعتبر الاستدانة عن استخدام الديون ضمن الهيكل التمويلي للمؤسسة، مما يعود عليها بعدة ميزات مالية وتسييرية بالإضافة إلى ميزة الوفرات الضريبية الناتجة عن خصم المصاريف المالية المدرجة في تكاليف الاستغلال من الوعاء الضريبي الخاضع للضريبة على أرباح الشركات شرط تحقيق أرباح سنوية هذا ما لا يمنح لتكاليف الأموال الخاصة، وعليه فإن الديون تستفيد من امتياز جبائي يسمح لها من تخفيض تكلفتها بقيمة الوفرات الضريبية المحققة والتي يمكن حسابها من خلال العلاقة التالية²:

$$\text{القيمة الحالية للوفر الضريبي} = (\text{معدل الضريبة} \times \text{قيمة القرض} \times \text{سعر الفائدة}) / \text{معدل الخصم}$$

مما سبق نستخلص أن التمويل بالاستدانة يعتبر محبذاً من طرف المؤسسة إلى الحد الذي تصبح فيه الوفرات الضريبية لا تغطي المخاطر التي تترتب عنها، كونه يوفر للمؤسسة جملة من المزايا نذكر منها³:

☞ تقليل تكلفة التمويل نتيجة للمزايا الجبائية التي يتمتع بها؛

☞ عدم تغير معدل الفائدة تبعاً لتغير مستوى الأرباح؛

☞ انخفاض تكاليف التعاقد مقارنة بتكاليف إصدار الأسهم.

¹ المادة 104-4، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص 36.

² Aswath Damodaran, Op.cit., 2006, P370.

³ ناصر دادى عدون، مرجع سابق، ص 84.

3- التأثير الجبائي عقد التأجير التمويلي

تقوم المؤسسة وفقا لهذا الأسلوب التمويلي باستئجار أصل الاستثمار من مالكة الأصلي مقابل دفع قيمة الإيجار بدلا من شرائه.

إن لجوء المؤسسة للتمويل بالاستئجار يوفر لها العديد من الوفورات الضريبية نتيجة لـ:

- ☞ اعتبار أقساط إهلاك القرض الموافق للأصل المستأجر والمسجل في أصول المؤسسة وفق عقد الإيجار التمويلي بمثابة أعباء قابل للخصم جبائيا من الربح الخاضع للضريبة ومنه فإن قسط إهلاك القرض له أثر إيجابي على النتيجة حيث يؤدي إلى تخفيض حجم الضريبة المقتطعة.
- ☞ معاملة مبالغ الإيجار كأعباء قابلة للخصم جبائيا عند تحديد الوعاء الضريبي وبالتالي التقليل من حجم الضريبة¹.

تستفيد عمليات قرض الإيجار من إعفاءات وفق القانون الجبائي بغرض تشجيع هذا النوع من التمويل والتي تمس:

- ☞ الإعفاء من الرسم على القيمة المضافة لعمليات الاقتناء التي قامت بها البنوك والمؤسسات المالية في إطار عمليات قرض الإيجار.

- ☞ الإعفاء من الرسم على القيمة المضافة للجزء المتعلق بتسديد القروض في إطار عقود القروض العقارية على المدى المتوسط والطويل بما فيها تلك المرتبطة بالقرض الإيجاري العقاري².

- ☞ الإعفاء من رسم على القيمة المضافة لمبالغ الإيجار المدفوعة في إطار عقود القرض الإيجاري على المعدات الفلاحية والتجهيزات المتعلقة بالقطاع الفلاحي المصنعة في الجزائر¹.

¹ المادة 27، الأمر رقم 10-01 المؤرخ في 26 غشت 2010، قانون المالية التكميلي 2010، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص 155.

² المادة 09، الفقرة 23 و 27، قانون الرسم على رقم الأعمال، 2024، ص 11.

☞ الإعفاء من رسوم التسجيل في عمليات نقل التجهيزات أو الأملاك المهنية التي أعيد التنازل عنها عن طريق قرض الإيجار لفائدة المستفيد منها عند رفع خيار الشراء من طرف هذا الأخير بموجب إعادة التنازل.

☞ لا تدخل فوائض القيمة الناتجة عن التنازل عن عنصر من عناصر الأصول من طرف المقرض المؤجر لفائدة المقرض المستأجر بعنوان نقل الملكية لهذا الأخير ضمن الأرباح الخاضعة للضريبة، كما لا تدخل فوائض القيمة الناتجة عن التنازل عن عنصر من عناصر الأصول من طرف المقرض المستأجر للمقرض المؤجر في إطار عقد القرض الإيجار من نوع lease-back ضمن الأرباح الخاضعة للضريبة.²

المبحث الثاني: الأثر الجبائي الناشئ على اختيار هيكل رأسمال المؤسسة

تعتبر دراسة العلاقة بين هيكل رأسمال المؤسسة وكل من قيمتها السوقية وتكلفة أموالها في ظل تأثير الضريبة من أهم القضايا التي أثارت جدلاً بين الباحثين ورواد الفكر المالي لأزيد من خمسين عاماً، حيث اختلفت آراؤهم بين مؤيد ومعارض لإمكانية تحقيق هيكل رأسمال أمثل للمؤسسة، ويقصد بالأمثلية تلك التوليفة المالية التي تسمح بتخفيض تكلفة رأس المال إلى أدنى حد وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة إلى أقصى حد ممكن، ولكن السؤال الذي يطرح نفسه: كيف تؤثر الضريبة على تكلفة الأموال وما علاقة ذلك بهيكل رأسمال المؤسسة ومن ثم قيمتها السوقية؟ وللإجابة على هذا السؤال ارتأينا عرض أهم المقاربات النظرية المفسرة لهيكل رأسمال المؤسسة.

¹ المادة 31، قانون رقم 09-01، المؤرخ في 22 جويلية 2009، قانون المالية التكميلي 2009، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، ص 153.

² المادة 173، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص 61.

المطلب الأول: المقاربات النظرية لهيكل رأس المال في ظل غياب الضرائب

لقد حاولت عدة نظريات دراسة العلاقة بين هيكل رأسمال المؤسسة وتكلفة الأموال في ظل غياب الضرائب، وذلك من خلال الفكر الكلاسيكي الذي لم يعتمد في تحليله على أسس عملية صلبة ودقيقة ومن أهم نظرياته : نظرية الربح الصافي، نظرية صافي ربح الاستغلال والنظرية التقليدية، بالإضافة إلى دراسة مديقلياني وميلر سنة 1958 التي تعتبر نقطة تحول في الدراسات المتعلقة بهيكل رأسمال المؤسسة.

1-النظريات الكلاسيكية: تقوم النظريات الكلاسيكية لهيكل رأس المال على مجموعة من الفرضيات

العامة التي يتم إسقاطها على أرض الواقع والتي تتمثل في¹:

☞ عدم وجود الضرائب على أرباح الشركات ولا على عوائد المساهمين.

☞ عدم وجود تكاليف الإفلاس.

☞ ثبات سياسة التوزيعات، والتي تقضي بتوزيع كافة الأرباح على المساهمين.

☞ ثبات حجم الاستثمارات، وهو ما يعني أن حجم هيكل رأس المال لا يتغير بغض النظر عن التغير في مكونات هذا الهيكل.

☞ ثبات صافي ربح العمليات (صافي الربح قبل الفوائد والضرائب) عبر الزمن طالما أن حجم الاستثمارات ثابت.

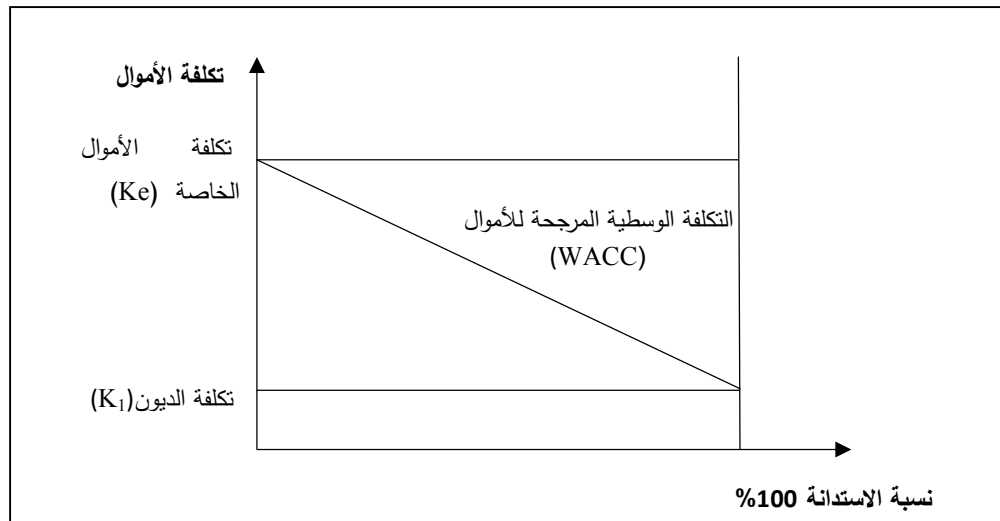
☞ تجانس توقعات المستثمرين فيما يتعلق بدالة التوزيع الإجمالي لصافي ربح العمليات.

¹ محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1999، ص 379.

1-1 نظرية صافي الربح

وفقا لهذه النظرية فإن تكلفة كل من الديون والأموال الخاصة ثابتة لا تتغير بتغير نسبة الاستدانة في هيكل رأسمال المؤسسة، فارتفاع أو انخفاض هذه النسبة لا يؤثر على معدل العائد الذي يطلبه المقرضون أو المساهمون، وبما أن تكلفة الديون أقل من تكلفة الأموال الخاصة، فإن زيادة نسبة الديون يترتب عليه انخفاض التكلفة الوسطية المرجحة للأموال وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة¹، وبمعنى آخر فإن هذه النظرية تركز على إمكانية المؤسسة على القيام بتعظيم قيمتها من جهة وتخفيض التكلفة الوسطية المروجة للأموال من جهة أخرى وذلك بزيادة نسبة الديون في هيكل رأسمالها². وذلك حسب ما هو مبين في الشكل الآتي:

الشكل رقم (01-02): العلاقة بين نسبة الديون وتكلفة الأموال حسب نظرية صافي الربح



المصدر: منير ابراهيم هندي، الإدارة...، مرجع سابق، ص 626

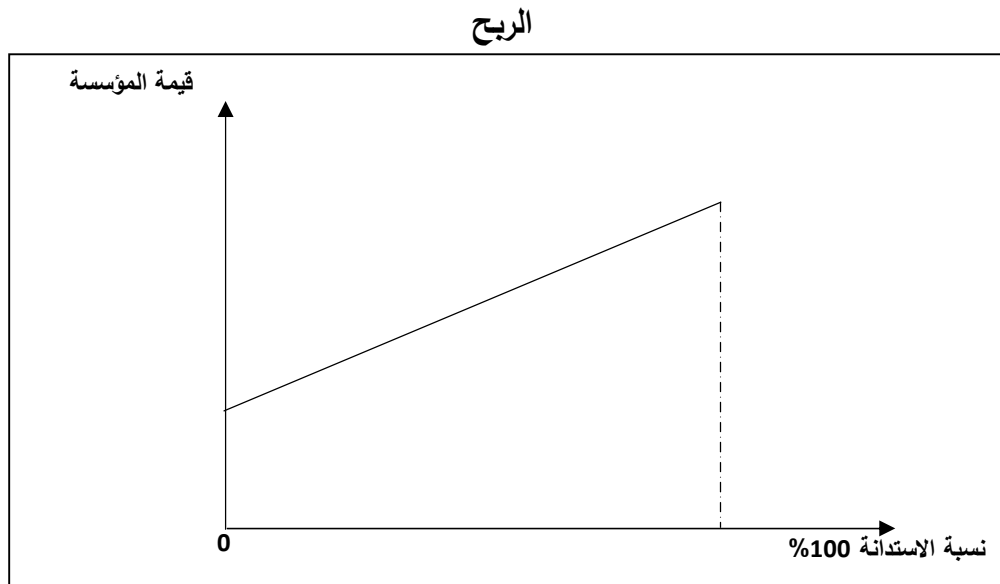
من خلال هذا الشكل يتضح لنا أن التكلفة الوسطية المرجحة للأموال تكون في قيمتها الدنيا لما يكون هيكل رأس مشكلا من الديون بنسبة 100%، وبمعنى آخر فإن التكلفة الوسطية المرجحة للأموال تستمر

¹ منير ابراهيم هندي، الإدارة...، مرجع سابق، ص 624.

² سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات...، ص 185.

في الانخفاض كلما ارتفعت نسبة الديون وانخفضت نسبة الأموال الخاصة رغم ثبات تكلفتها عند مستويات مختلفة من الاستدانة، ولما كان انخفاض تكلفة الأموال يعني ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة بسبب العلاقة التي تربطهما فإن أفضل هيكل رأسمال في ظل هذه النظرية هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة من الديون حتى لو كانت 100% وهذا ما لا يمكن تطبيقه على أرض الواقع، ولعله من أحد أهم نقاط الضعف التي تعاني منها هذه النظرية والذي يمكن توضيحه من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (02-02): العلاقة بين نسبة الاستدانة والقيمة السوقية للمؤسسة حسب نظرية صافي



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف للتوزيع،

الإسكندرية، 1998م، ص 99.

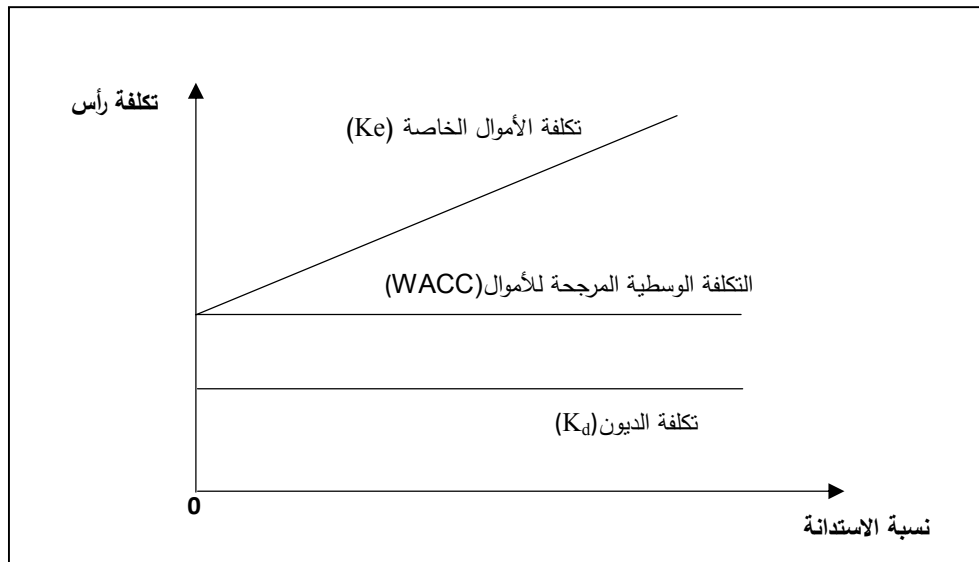
لقد تعرضت هذه النظرية لعدة انتقادات بسبب بعدها عن الواقع العملي، ولعل أهمها يتمثل في تجاهل المخاطر المالية المرتبطة بالرفع المالي التي كان من المفترض أن تؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة نتيجة لتعرض ربحية السهم لتقلبات أكبر مع زيادة نسبة الديون، كما يعاب عليها افتراض عدم وجود تكلفة للإفلاس في ظل كل هذه المخاطر المحيطة بالمؤسسة.

2-1 نظرية صافي ربح العمليات

تقوم نظرية صافي العمليات على فرضيات إضافية للفرضيات السابقة أهمها أن تكلفة الديون تبقى ثابتة مهما كان حجم الاستدانة، أما تكلفة الأموال الخاصة فترتفع بزيادة درجة الرفع المالي في هيكل رأس المال استجابة للتغير في درجة المخاطرة التي يتحملها المساهمون، حيث كلما زادت نسبة الاستدانة ارتفع معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين من أجل تغطية المخاطر المالية الناجمة عن زيادة المديونية ضمن هيكل رأس المال، وعليه فإن تكلفة الأموال الخاصة ترتبط ارتباطاً طردياً مع نسبة الاستدانة في المؤسسة.

إلا أنه وحسب هذه النظرية فإن ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة الناتج عن ارتفاع العوائد المطلوبة من طرف المساهمين سيتم امتصاصه بنفس القيمة عن طريق الانخفاض في تكلفة الديون الأمر الذي يجعل التكلفة الوسطية المرجحة للأموال ثابتة لا تتغير بتغير درجة الاستدانة¹ ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (02-03): العلاقة بين نسبة الديون وتكلفة الأموال حسب نظرية صافي ربح العمليات.



المصدر: محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1999، ص 388.

¹ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 769.

إن المنهج العام لنظرية صافي ربح العمليات يؤكد فكرة استقلالية مخاطر الأعمال عن التكلفة الوسطية المرجحة للأموال وعن تشكيلة هيكل رأس المال، وهو ما يفضي إلى فكرة أن القيمة السوقية للمؤسسة ستظل ثابتة رغم التغيرات التي تحصل في مستويات الرفع المالي الأمر الذي ينفي وجود هيكل رأسمال أمثل للمؤسسة.

1-3 النظرية التقليدية

تفترض هذه النظرية بأن كلا من تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة ترتفع بزيادة نسبة الاستدانة في هيكل رأسمال المؤسسة، وهذا بسبب ازدياد المخاطر التي يتعرض لها العائد المتوقع من المساهمين والمقرضين، إلا أن تكلفة الاستدانة تعد أقل نسبيا من تكلفة الأموال الخاصة نظرا لأن الخطر الذي يتعرض له المساهمون ويفوق الخطر الذي يتعرض له المقرضون، وعليه نستخلص وجود علاقة طردية بين نسبة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة والديون.

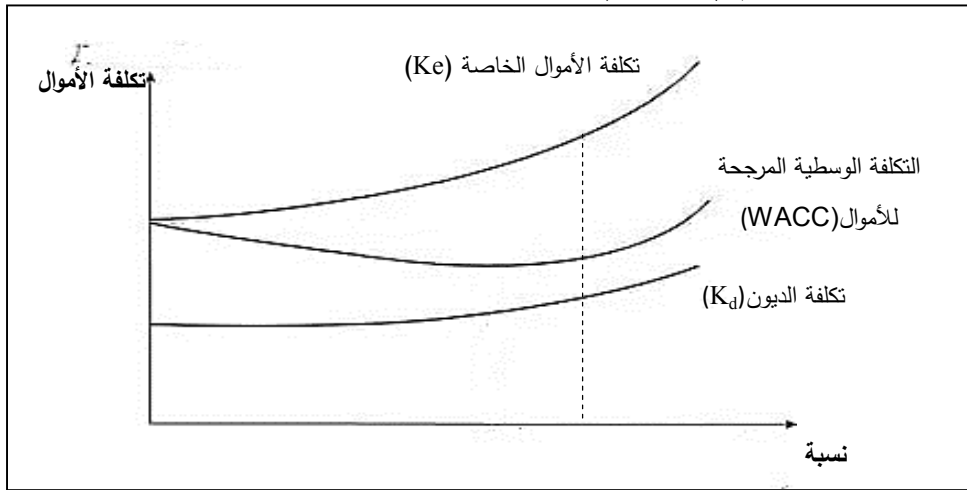
بناءً على هذه الفرضيات ولغرض تفسير طبيعة العلاقة بين المتغيرات يمكننا أن نعتمد على تحليل سلوك كل من المقرضين والمساهمين للإجابة على سؤال جوهري يطرح نفسه بإلحاح وهو كيف يمكن أن تتخفف التكلفة الوسطية المرجحة للأموال في ظل ارتفاع كل من تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة؟ وكيف يمكن تحديد نقطة الاستدانة المثلى التي ترتفع عندها قيمة المؤسسة إلى ذروتها القصوى؟

إن الفكرة التي تقوم عليها هذه النظرية تشير ضمنا إلى أن التكلفة الوسطية المرجحة للأموال تتخفف تدريجيا مع زيادة نسبة الاستدانة في هيكل رأس المال إلى أن تصل إلى حد معين، بعده تأخذ هذه التكلفة بالارتفاع ويطلق على هذه النسبة بنسبة الاستدانة المثلى.¹ حيث أن اتجاه المؤسسة إلى الرفع من نسبة الديون في المزيج التمويلي يدفع بالمساهمين إلى المطالبة بزيادة معدل العائد المتوقع نظرا لارتفاع درجة

¹ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص172.

المخاطر المالية المرتبطة بالديون، إلا أن انخفاض تكلفة هذه الديون تجعل من التكلفة الوسطية المرجحة للأموال في تناقض مستمر إلى غاية بلوغ ذروتها الدنيا في نقطة معينة والتي تمثل نسبة الاستدانة المثلى، بعد تخطي هذه النقطة ومغالاة المؤسسة في اعتمادها على التمويل بالديون تفقد هذه الأخيرة كل مزاياها ويختفي أثرها الإيجابي¹ بسبب ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة بنسبة تفوق نسبة الانخفاض في تكلفة الديون، مما يؤدي إلى ارتفاع التكلفة الوسطية المرجحة للأموال وانخفاض قيمة المؤسسة، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (02-04): النظرية التقليدية وتكلفة رأس المال.



المصدر: محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار اثراء النشر والتوزيع، عمان،

2010، ص 173.

تعرضت هذه النظرية لعدة انتقادات لعل أهمها هو إهمالها لوجود تكاليف الإفلاس بالإضافة إلى عدم وضع قاعدة حسابية واضحة تحدد نقطة الاستدانة المثلى التي تعظم القيمة السوقية للمؤسسة وتجعل تكلفة الأموال أقل ما يمكن، وإنما تعتمد على المنهج التجريبي الذي قد يوقع المؤسسة في عواقب وخيمة بسبب المخاطر المالية التي قد تتعرض لها من خلال أثر الرافعة السلبية.

¹ Pierre Vernimmen, Op.cit., 2017, P735.

2- نظرية موديفلياني وميلر في ظل غياب الضرائب (1958):

على عكس النظرية التقليدية التي أقرت بوجود هيكل رأسمال أمثل، قدم الباحثان موديفلياني وميلر تحليلاً منطقياً لإثبات العكس أي إثبات أن تكلفة الأموال لا تتأثر بتغير نسبة الاستدانة وأن قيمة المؤسسة مستقلة تماماً عن هيكل رأسمالها، وذلك من خلال الدراسة التي قاما بها سنة 1958¹ والتي اعتبرت بمثابة نقطة تحوّل في مجال الإدارة المالية بمفهومها الحديث، والتي استندت على جملة من الفرضيات والقواعد العلمية الصلبة التي يمكن تلخيصها في النقاط التالية:²

- ☞ توفر كافة المعلومات المتعلقة بالمؤسسات العاملة في السوق وبدون تكلفة؛
- ☞ تصنيف المؤسسات على أساس درجة المخاطر التي تتطوي عليها، بحيث كل مؤسسة داخل المجموعة تتعرض لنفس درجة المخاطر؛
- ☞ يتميز سلوك المستثمرين بالرشد؛
- ☞ حرية المستثمرين في شراء وبيع الأوراق المالية (أسهم وسندات)؛
- ☞ عدم وجود ضرائب وتكاليف الإفلاس والوكالة؛
- ☞ إمكانية الاقتراض والإقراض بالنسبة للمؤسسات والمستثمرين الأفراد بنفس سعر الفائدة؛
- ☞ تقوم المؤسسة بالتوزيع الكلي للأرباح على حملة الأسهم؛

☞ استناداً على الفرضيات السابقة توصل الباحثان إلى إثبات استقلالية القيمة السوقية للمؤسسة عن هيكل رأسمالها، حيث خلصا إلى فكرة أساسية جوهرها أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها بغض النظر عن المزيج التمويلي المستخدم في تمويل تلك الاستثمارات، وبعبارة أخرى فإن القيمة السوقية للمؤسسة

¹ F. Modigliani & M.H. Miller, The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment, The American Economic Review, Vol 48, N°3, Juin, 1958, PP261-297.

² مليكاوي مولود، مرجع سابق، ص 242.

تتحدد برسمة أرباحها بمعدل استحداث يتعلق بقطاع نشاطها، وبالتالي فهي ترتبط بقرار الاستثمار لا بقرار التمويل.¹

لتوضيح فكرتهما قام موديلياني وميلر بالاعتماد على اقتراحين في ظل غياب الضرائب، حيث يهتم الأول بتحليل أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة، أما الثاني فيتعلق بتحليل أثر هيكل رأس المال على تكلفة رأس المال.

✓ الاقتراح 1: Proposition I

حسب هذا الاقتراح أكد موديلياني وميلر أن قيمة المؤسسة تتمثل في القيمة الحالية لأرباح الاستغلال المتوقعة من طرف المؤسسة والموافق لمعدل المخاطرة للفئة التي تنتمي إليها، حيث أنه في ظل محيط يتميز بكفاءة السوق المالي فإن القيمة السوقية لمؤسسة مستدينة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة غير مستدينة والتي تتحدد برسمة العائد المتوقع على أساس معدل العائد على الاستثمار في السهم العادي لمؤسسة من نفس فئة المخاطرة ولكنها تعتمد فقط على الأموال الخاصة.²

ولإيجاد القيمة السوقية لأي مؤسسة تنتمي لفئة خطر معينة ولتكن k نستخدم المعادلة الآتية:³

$$V_j = (S_j + D_j) = \frac{\bar{X}_j}{P_k} \dots \dots \dots (01)$$

حيث: V_j : القيمة السوقية للمؤسسة j ؛

S_j : القيمة السوقية للأموال الخاصة في المؤسسة j ؛

D_j : القيمة السوقية للديون في المؤسسة j ؛

¹ دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، العدد 04، 2006، ص 109.

² Albert Corhay et MapapaMbangala, Op.cit., 2008, P239.

³ F. Modigliani & M.H. Miller, Op.cit., 1958, P268.

$\bar{X}_J$: العائد المتوقع على أصول المؤسسة قبل اقتطاع المصاريف المالية $EBIT$ ؛

P_k : معدل المردودية على الاستثمار في أسهم المؤسسات التي تنتمي إلى فئة المخاطر k ، وتكون ممولة بالكامل من الأموال الخاصة.

من المعادلة (01) يتضح أن القيمة السوقية لأي مؤسسة تنتمي لفئة مخاطر معينة لابد أن تساوي القيمة السوقية للأسهم والسندات التي يتكوّن منها هيكل رأس المال، كما أنها تساوي القيمة الحالية لصافي ربح الاستغلال مرسل بمعدل العائد المطلوب من قبل المساهمين العاديين في أي مؤسسة تنتمي لفئة المخاطر k وممولة بالأموال الخاصة فقط، وعليه لا علاقة لتركيبية هيكل رأس المال بقيمة المؤسسة. كما يمكن التعبير عن نفس الاقتراح من خلال الإشارة إلى أن التكلفة الوسطية المرجحة لأي مؤسسة تنتمي لنفس الفئة من المخاطر k ومهما كان المزيج التمويلي الذي تعتمد عليه، فهي تساوي لمعدل رسملة العائد على الأموال الخاصة بمؤسسة لها نفس فئة المخاطر k وممولة كلياً بالأموال الخاصة. وعليه فإنّ التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال مستقلة تماماً عن تركيبية هيكل رأسمال المؤسسة والتي يمكن التعبير عنها بالمعادلة التالية:

$$Wacc = \frac{\bar{X}_J}{(S_j + D_j)} = \frac{\bar{X}_J}{V_j} = P_k \dots \dots \dots (02)$$

من خلال ما سبق ولإثبات أن المؤسسات التي تنتمي إلى نفس فئة المخاطر وتحقق نفس العائد المتوقع لها نفس القيمة السوقية رغم اختلاف هيكل رأسمالها، وحتى إن اختلفت القيمة السوقية لهذه المؤسسات وهذا ليس راجعاً لنسبة الاستدانة بل لتباين حجمها، فإن الباحثان اعتمدا على عملية المراجعة التي تعتبر حسب رأيهما كفيلاً لتصحيح هذا الاختلاف وإعادة التوازن بينهما.

تقوم فكرة المراجعة أو التحكيم (Arbitrage) على افتراض إمكانية بيع المستثمر لأسهمه التي يمتلكها في المؤسسة (B) التي تعتبر مستدينة واقتراض مبلغ إضافي بغرض شراء نسبة من أسهم المؤسسة (A) التي يضم هيكل رأسمالها أموالاً خاصة فقط وتحقيق نفس العائد الذي كان يحققه من قبل ولكن باستثمار أقل ودون زيادة المخاطر، كما قد يكون العائد أكبر على نفس استثمارات السابقة،¹ وهذا ما يسمى بالرافعة الشخصية (Le levier personnel)، إذا ما اكتشف باقي المستثمرين هذه الميزة فسوف يحاولون الاستفادة منها الأمر الذي يؤدي إلى زيادة العرض على أسهم المؤسسة (B) وزيادة الطلب على أسهم المؤسسة (A)، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة (B) وارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة (A) ويستمر هذا الوضع إلى أن تتساوى القيمة السوقية للمؤسستين في آخر المطاف. وبما أن المستثمر يمكنه تحويل استثماراته من مؤسسة مستدينة إلى مؤسسة غير مستدينة وتحقيق نفس العائد باستثمار أقل وبدون زيادة المخاطر من خلال عملية المراجعة، فلا داعي للمؤسسات غير المستدينة من إجراء أي تغيير في هيكل رأسمالها يضم الديون للاستفادة من مزاياها طالما أن الملاك قادرين على تحقيق تلك المزايا بأنفسهم ودون مساعدة من المؤسسة.²

✓ الاقتراح 2: Proposition II

يعد الاقتراح 2 الذي قدمه موديلياني وميلر امتداداً لاقتراحهما الأول، حيث يقضي بأن معدل العائد المتوقع على الأسهم العادية لمؤسسة يتكون هيكل رأسمالها من الأموال الخاصة والديون وتنتمي لفئة الخطر k ، يساوي معدل الرسملة للعائد الخاص بمؤسسة لها نفس فئة المخاطر وممولة كلياً بالأموال الخاصة مضاف إليه علاوة الخطر المالي المترتب عن وجود الديون في هيكل رأس المال، والذي يساوي

¹ محمد الأمين وليد طالب، دور الجبائية في اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 6، 2016، ص 226.

² يوسف مامش، ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص 98.

إلى حاصل ضرب نسبة الاستدانة في الفرق بين معدل الرسملة وتكلفة الاقتراض، وعليه فإن معدل العائد المتوقع على الأسهم العادية في مؤسسة تستخدم الديون ضمن هيكل رأسمالها يشكل دالة خطية للرافعة المالية (الديون) والتي يمكن صياغتها على النحو الآتي:¹

$$i_j = P_k + (P_k - r) \times \frac{D_j}{S_j} \dots\dots(03)$$

حيث:

i_j : معدل العائد على أسهم المؤسسة والتي تستخدم الديون وتنتمي لفئة المخاطر k .

P_k : معدل العائد على أسهم المؤسسة التي تنتمي إلى فئة المخاطر k ، وتكون ممولة كلياً بالأموال الخاصة.

r : معدل الفائدة.

D_j : قيمة الديون في هيكل رأسمال المؤسسة المستدينة.

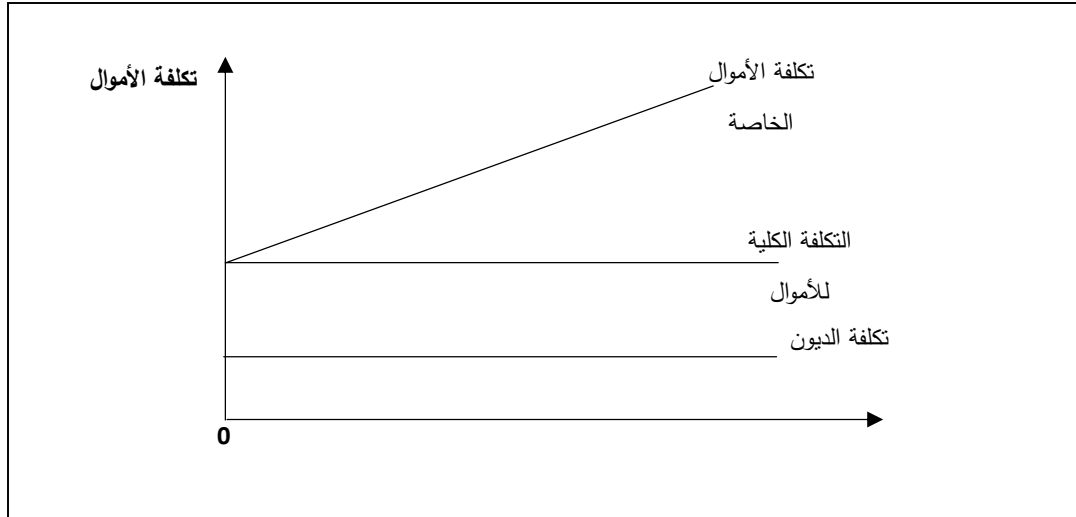
S_j : قيمة الأموال الخاصة في هيكل رأسمال المؤسسة المستدينة.

من خلال المعادلة (03) نستنتج أن تكلفة الأموال الخاصة ترتبط طردياً مع نسبة الديون في هيكل رأسمال المؤسسة، إذ تزيد هذه الأخيرة بزيادة نسبة الديون وهذا راجع لارتفاع درجة المخاطر المالية المترتبة عن ارتفاع نسبة الديون، ولكن سرعان ما يتم إلغاء هذه الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة وامتصاصها عن طريق ميزة التكلفة المنخفضة للديون وهذا ما يؤدي إلى ثبات التكلفة الوسطية المرجحة للأموال مهما تغيرت نسبة الاستدانة في هيكل رأس المال، والشكل التالي يوضح ما تم التطرق إليه آنفاً:

¹ F. Modigliani & M.H. Miller, op.cit., 1958, P271.

الشكل رقم (02-05): أثر الاستدانة على التكلفة الكلية للأموال حسب الاقتراح 2 لنظرية M&M

(1958).



Source : Albert Corhay, Mapapa Mbangala, Fondements de Gestion Financière , Manuel et Application, les Editions de l'université de Liège, 3ème Edition, Belgique, 2008, P242

على ضوء الاقتراحين الأول والثاني، قدم موديفلياني وميلر اقتراحاً ثالثاً أثبتنا فيه أن قرار الاستثمار مستقل عن قرار التمويل، حيث أنّ معدل العائد المطلوب على الاستثمار ما هو إلا متوسط تكلفة الأموال، والذي لا يتأثر بمكونات هيكل رأس المال المستخدم في تمويل ذلك الاستثمار.¹

المطلب الثاني: المقاربات النظرية لهيكل رأس المال في ظل وجود الضرائب.

بعدما تطرقنا في المطلب السابق إلى نظريات هيكل رأس المال في عالم خالٍ من الضرائب، سنعرض في هذا المطلب نظريات هيكل رأس المال في ظل وجود الضرائب، ومدى تأثيرها على التركيبة المالية في المؤسسة، وهذا باعتبار أن الفوائد على الديون تعتبر من الأعباء القابلة للخصم من الوعاء الضريبي، بالإضافة إلى تبيان مدى محدودية سياسة الاستدانة في هيكل رأس المال في ظل وجود الضريبة على دخل الأشخاص وكذا الوفورات الضريبية البديلة.

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر...، مرجع سابق، ص 165.

1- نظرية موديقلياني وميلر في ظل وجود الضرائب (1963)

بعد الانتقادات التي تعرض لها المقال الذي نشره موديقلياني وميلر سنة 1958م بسبب عدم واقعيتها، خاصة فيما يتعلق بفرضية كمال السوق وعدم إدراج التأثير الضريبي ضمن تحليلهما، قاما بتعديله سنة 1963م، حيث قدما طرحا جديدا في مقالتهما الموسومة بعنوان "ضرائب دخل الشركة وكلفة رأس المال، تصحيح" تناولا فيها تأثير الاستدانة على تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب على أرباح الشركات مع الاحتفاظ بالفرضيات الأخرى، حيث توصلا إلى نتيجة مفادها أن استخدام الديون يترك أثرا إيجابيا على القيمة السوقية للمؤسسة وعليه فقد تم تصحيح الاقتراحات السابقة على النحو التالي:

✓ الاقتراح 1: proposition I

أكد الباحثان من خلال هذا الاقتراح أن قيمة المؤسسة المستدنة تفوق قيمة المؤسسة غير المستدنة والمماثلة لها في كل المواصفات غير أن هيكل رأسمالها لا يحتوي على الديون وهذا بمقدار القيمة الحالية للاقتصاد الضريبي الناجم عن فوائد الديون¹، كما أشارا إلى أن الفرق بين القيمتين لا يجب أن يزيد أو يقل عن قيمة هذه الوفرات الضريبية وفي حال ما اختلفت هذه القيمة بالزيادة أن النقصان فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن، حيث يمكن التعبير عن قيمة المؤسسة المستدنة وفقا للمعادلة التالية:²

$$V_L = V_u + TD \dots \dots (04)$$

حيث:

V_L : قيمة المؤسسة المستدنة؛

¹ Jonathen. Berk, Peter.Demarzo, Finance d'Entreprise, Edition Nouveaux Horizan, France, 2010, P486.

² Franco Modigliani & Merton, H. Miller, Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: the correction, the American Economic Review, American Economic Association, Vol 53, N°3, 1963, P436.

V_u : قيمة المؤسسة الغير مستدينة؛

T : معدل الضريبة على أرباح الشركات؛

D : القيمة السوقية للديون.

أما TD فهي تمثل القيمة الحالية للوفرات الضريبية التي تقدر بقيمة الفوائد المدفوعة مضروبة في معدل الضريبة ومخصومة بمعدل الفائدة على الديون، باعتبار أن الاقتصاد الضريبي له نفس مخاطرة الديون كما يلي:¹

$$TD = \frac{D \cdot i \cdot T}{i} \dots (05)$$

حيث:

$D \cdot i$: قيمة الفوائد؛

T : معدل الضريبة على أرباح الشركات؛

i : معدل الفائدة.

غير أنه يوجد عدة بحوث أثبتت عكس ذلك محاولة توضيح فكرة أن مخاطرة الاقتصاد الضريبي الناجم عن المديونية تختلف عن مخاطرة المديونية ذاتها أي تفوق مخاطرة التدفق النقدي، وهذا راجع إلى تعدد متغيرات هذا الأخير (تغير كل من معدل الفوائد، معدل الرفع المالي وكذا معدل الضرائب).² وبالتالي فبدلاً من خصم الاقتصاد الضريبي بمعدل الفائدة على الديون يتم خصمه بمعدل تكلفة رأس المال فتصبح القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة كالآتي:³

¹ منير ابراهيم هندي، الإدارة....، مرجع سابق، ص 640.

² قراش محمد، محددات السياسة المالية للمؤسسات الجزائرية الخاصة -دراسة حالة لعينة من المؤسسات الجزائرية في الفترة

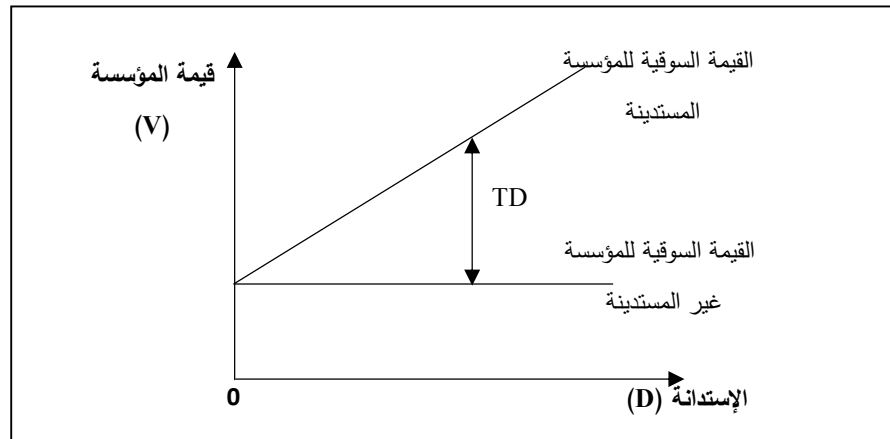
بين 2005 و 2006-، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، 2015، ص 80.

³ F. Modigliani, MM Past, Present, Future, the Journal of Economic Perspectives, Vol2, 1988, P152.

$$V_L = V_u + \frac{K_d}{P_k} TD \dots (06)$$

مما سبق يتضح جليا أن قيمة المؤسسة مرتبطة بمستوى استدانته وذلك راجع لأن الفوائد التي تدفعها المؤسسة على الديون تعد من الفوائد القابلة للخصم جبائيا، وعليه فإن وجود الفوائد يمكن المؤسسة من تحقيق وفورات ضريبية تسمح لها بتخفيض تكلفة هيكل رأسمالها والرفع من قيمتها السوقية كما هو موضّح في الشكل الآتي:

الشكل رقم (02-08): علاقة الاستدانة بقيمة المؤسسة في ظل نظرية M&M (1963).



Source :Ross Stephen .A and Others, Fundamentals of corporate finance 9th edition, standard edition, New York, 2010, P521.

✓ الاقتراح 2: Proposition II

لقد أقرّ كل من موديقلياني وميلر في هذا الاقتراح أن معدل العائد المطلوب على الأموال الخاصة في المؤسسة المستدانة له علاقة وطيدة مع نسبة المديونية في هيكل رأس المال، حيث يتم حسابه على أساس معدل العائد المطلوب على الأموال الخاصة في مؤسسة مماثلة لها لكن لا يضم هيكل رأسمالها ديونا مضاف إليه علاوة المخاطرة الناجمة عن الاستدانة،¹ والتي تتحدّد بضرب الفرق بين تكلفة الأموال

¹ Piget.Patrick, Gestion Financière de l'Entreprise, 2^{ème} Edition, Edition Economica, Paris, 2005, P428.

الخاصة بمؤسسة غير مستدينة وتكلفة الاستدانة التي تعتبر ثابتة بالنسبة لكل المؤسسات في نسبة الاستدانة (أي نسبة الأموال المفترضة إلى الأموال الخاصة)، وهذا حسب العلاقة التالية:¹

$$K_L = K_u + (K_u - K_d)(1 - T_c) \frac{D_L}{S_L} \dots\dots(07)$$

علاوة المخاطرة المالية

حيث:

K_L : معدل العائد المطلوب على الأموال الخاصة في المؤسسة المستدينة؛

K_u : معدل العائد المطلوب على الأموال الخاصة في المؤسسة الغير مستدينة؛

K_d : تكلفة الديون؛

T_c : معدل الضريبة على أرباح الشركات؛

D_L : القيمة السوقية للديون؛

S_L : القيمة السوقية لأسهم المؤسسة المستدينة.

من خلال العلاقة السابقة نستنتج أن العائد المطلوب على الأموال الخاصة في مؤسسة مستدينة أكبر من العائد المطلوب على الأموال الخاصة في مؤسسة غير مستدينة، وذلك بسبب المخاطرة المالية المترتبة عن ارتفاع نسبة الديون في هيكل رأس المال والمعبّر عنها بعلاوة المخاطرة، غير أنّ هذه العلاوة تتناسب عكسياً مع معدل الضريبة على أرباح الشركات، أي كلما ارتفع معدل الضريبة انخفضت علاوة المخاطرة والعكس صحيح وهذا ما يترك أثراً إيجابياً للضرائب على سياسة الاستدانة في المؤسسة، وبالتالي يحفزها على الرفع من نسبة الديون في هيكل رأس المال بدلاً من الأموال الخاصة.

¹ Ross Stephen.A and Others, Fundamentals of Corporate Finance, 9th Edition, Standard Edition, New York, 2010, P522.

وبما أن التكلفة الوسطية المرجحة للأموال هي دالة رتيبة ومتناقصة لنسبة الاستدانة، فإنّ أي زيادة في نسبة الديون تؤدي إلى انخفاض التكلفة الوسطية المرجحة للأموال إلى أن تأخذ أدنى قيمة لها عندما تصل نسبة الديون 100% ومن ثمّ يمكن القول أنّ للاستدانة أثرا إيجابيا على التكلفة الوسطية المرجحة للأموال والتي يعبر عنها بالعلاقة التالية:¹

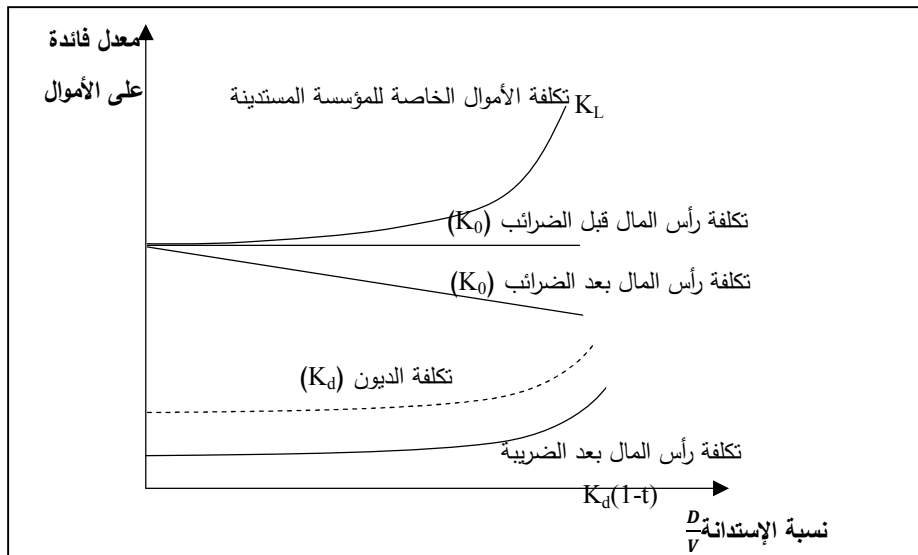
$$K_0 = K_L \frac{CP}{D+CP} + K_D(1 - T) \frac{D}{D+CP} \dots\dots\dots(08)$$

بتعويض المعادلة (07) في المعادلة (08) تصبح المعادلة كالآتي:

$$K_0 = K_u \left[(1 - T) \frac{D}{D+CP} \right] \dots\dots\dots(09)$$

حيث يمكن توضيح أثر معدل الاستدانة على كل من معدل العائد المطلوب على الأموال الخاصة والتكلفة الوسطية المرجحة للأموال في ظل وجود الضرائب من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم (02-09): تغير معدل العائد المطلوب على الأموال الخاصة بدلالة معدل الاستدانة.



Source : Jonathen. Berk, Peter.Demarzo, Finance d'Entreprise, Edition Nouveaux Horizan, France, 2010, P491.

¹ Jacques Teulie & Patrick Topsacalian, Finance, 3^{ème} édition, Vuibert, Paris, 2000, P437.

2- نظرية ميلر في حالة وجود الضرائب على دخل المستثمرين (Miller1977)

بعد تصحيح نظرية موديليانى وميلر سنة 1963 بإضافة الضريبة على أرباح الشركات والتي أكدت على أهمية الوفورات الضريبية الناجمة عن الديون في تعظيم قيمة المؤسسة، قدّم ميلر نموذجا جديدا في المقالة الموسومة "ديون وضرائب" عام 1977م والتي نصت على أنّ قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكل رأسمالها حتى في حالة الوفورات الضريبية، وبمعنى آخر أنه ليس هناك أي تأثير لزيادة نسبة الديون في هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة عند بلوغ نقطة التوازن،¹ أي عندما تتساوى الوفورات الضريبية الناجمة عن فرض الضريبة على أرباح الشركات مع الضريبة الشخصية على مداخيل المستثمرين (مساهمين ومقرضين).

برهن ميلر عن ذلك من خلال ثبات هيكل رأس المال في المؤسسات الأمريكية خلال فترة العشرينيات إلى غاية الخمسينيات رغم تغير معدل الضرائب بصفة ملحوظة من 10 و 11% إلى 52%، حيث كان من المتوقع أن ترتفع نسبة المديونية في الهيكل التمويلي نظرا للارتباط القوي بين الاقتصاد الضريبي ومعدل الضريبة، بالإضافة إلى ضعف تكاليف الإفلاس غير أنّ هذا لم يحدث. فقام ميلر بتفسير ثبات هيكل رأس المال من خلال إدراج تأثير الضريبة الشخصية على مداخيل المستثمرين (مساهمين أو مقرضين) ضمن تحليله باعتبار أنّ هذه الأخيرة يمكن أن تلغي الاقتصاد الضريبي الناجم عن المديونية، حيث تصبح القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة في ظل وجود هذه الضرائب والمتمثلة في الضرائب على دخل حملة الأسهم والضرائب على دخل حملة السندات بالإضافة إلى الضرائب على أرباح الشركات كما يلي:²

$$V_L = V_u + \left[1 - \frac{(1-T_c)(1-T_s)}{(1-T_d)} \right] D$$

¹ M.H. Miller, Debt and Taxes, The Journal of Finance, May 1977, P269.

²Piget. Patrick, Op.cit., 2005, P435.

حيث:

V_L : قيمة المؤسسة المستدينة؛

V_u : قيمة المؤسسة غير المستدينة؛

T_c : معدل الضريبة على أرباح الشركات؛

T_s : المتوسط المرجح لمعدل الضريبة على دخل حملة الأسهم*؛

T_d : معدل الضريبة على دخل حملة السندات؛

D : القيمة الحالية للديون.

من خلال العلاقة السابقة يظهر جليا أنه في ظل وجود الضرائب الشخصية على المساهمين والمقرضين فإن القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكل رأسمالها من الديون والأموال الخاصة تعادل قيمة مؤسسة تعتمد بالكامل على الأموال الخاصة بالإضافة إلى القيمة الحالية للوفرات الضريبية، التي لا تتحقق إلا في حالة واحدة فقط وهي عندما لا يخضع الدخل الشخصي لحملة الأسهم والسندات للضريبة، وهو الأمر الذي يمكن حدوثه عمليا إلا إذا قامت المؤسسة بتحقيق أرباح ثم احتجزتها، أما في حال خضوعهم فإن الوفرات الضريبية وإن وجدت ينبغي حسابها كآتي:¹

$$G_L = \left[1 - \frac{(1 - T_c)(1 - T_s)}{(1 - T_d)} \right] D$$

يتضح لنا من العلاقة أعلاه أنه في حالة انعدام معدل الضريبة على دخل حملة الأسهم (T_s)، وتساوي معدل الضريبة على دخل قيمة حملة السندات (T_d) مع معدل الضريبة على أرباح الشركات (T_c) كما افترضه ميلر فإن القيمة الحالية للاقتصاد الضريبي تصبح معدومة، وعليه يمكن القول بأنه يمكن

* يتمثل دخل حملة الأسهم في العوائد المتاحة جراء امتلاك أسهم أو فائض قيمة التنازل عن هذه الأسهم، لذا يتم حساب معدل الضريبة على دخل حملة الأسهم بحساب المتوسط المرجح بالأوزان على العوائد و فوائض قيم التنازل.

¹ M.H. Miller, Op.cit., May 1977, P267.

للضريبة على دخل حملة الأسهم والسندات أن تؤدي إلى إلغاء الوفرات الضريبية الناتجة عن الاعتماد على الاستدانة، وهذا في حال ما تحققت المساواة التالية:

$$(1 - T_c)(1 - T_s) = (1 - T_d)$$

كما أشار ميلر في تحليله إلى أنّ الشريحة الضريبية التي ينتمي إليها المستثمرون تلعب دوراً فعالاً في إمكانية تحقيق وفرات ضريبية ومن ثم تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، فوفقاً للعلاقة (11) فإن فرصة تحقيق وفرات ضريبية تظل قائمة في حال ما نجحت المؤسسة في استقطاب المستثمرين الذين تعفى دخولهم من الضريبة مثل مؤسسات الضمان الاجتماعي "Tax-exempt individuals and organisation" أو المستثمرين الذين تخضع عوائدهم إلى ضرائب شخصية تكون أقل من الضريبة على أرباح الشركات وتشجيعهم على الاستثمار في السندات، بحيث تقوم ببيعها حسب اختلاف معدلات الضريبة التي يخضع لها هؤلاء المستثمرون وذلك في إطار المجال الضريبي المطبق على عوائدهم إلى أن تصل إلى المستثمر الحدي الذي يتساوى عنده المعدل الحدي للضريبة على دخله من السندات مع المعدل الحدي للضريبة على دخل المؤسسة وهي النقطة التي تكون فيها قيمة الاقتصاد الضريبي مساوية للصفر ولن تستطيع أي مؤسسة بعدها الرّفع من قيمتها السوقية مهما ارتفعت نسبة الاستدانة في هيكل رأسمالها،¹ وبذلك لن يصبح لقرار التمويل أي تأثير على قيمة المؤسسة.

3- علاقة الوفرات الضريبية البديلة بمستوى الاستدانة في المؤسسة

كما سبق وأن ذكرنا أنّا أن الوفرات الضريبية المتأتية من الديون تلعب دوراً مهماً في تعظيم قيمة المؤسسة وذلك راجع إلى كون الفوائد المترتبة عن الديون تعتبر من الأعباء القابلة للخصم جبائياً، مما يسمح للمؤسسة بتخفيض الربح الخاضع للضريبة ومن ثم تخفيض الضريبة على أرباح الشركات، وبتعبير آخر

¹ محمد صالح الحناوي، إبراهيم اسماعيل سلطان، مرجع سابق، ص 400.

فإن اعتماد المؤسسة على الديون يسمح لها بتحمل جزء من المصاريف المالية والجزء المتبقي يكون على عاتق الدولة في شكل اقتصاد ضريبي في حال ما حققت المؤسسة أرباحاً، إلا أن ظهور نظرية ميلر سنة 1977 التي تقضي بخضوع عوائد المستثمرين للضرائب الشخصية تسبب في تلاشي هذه الخاصية وجعل من الاقتصاد في النفقات المحققة من الاستدانة دون مغزى أي أن المؤسسة لن تستفيد من هذه الميزة الجبائية،¹ الأمر الذي فتح المجال للبحث عن طرح جبائي جديد يسمح للمؤسسة بتحقيق اقتصاد ضريبي أوفر من غير الديون كالاستفادة من المزايا الجبائية التي تتمتع بها مخصصات الاهتلاكات، مخصصات المؤونات ذات الطابع الاحتياطي وكذا الإعفاءات الضريبية وهذا في ظل الشروط القانونية والجبائية للدولة، ولعل أهم هذه الدراسات دراسة De Angelo & Masulis سنة 1980 التي أخذت بعين الاعتبار كل من ضرائب المؤسسة وضرائب الأشخاص وكم تغير جديد الوفرات الضريبية البديلة والمرتبطة بالاستثمار كالاقتلاكات والإعفاءات الضريبية،² بحيث يفترض النموذج أن الوفرات الضريبية من غير الديون هي بديل تام للوفر الضريبي للديون أي أن زيادة أحدهما ستكون على حساب الآخر ما يؤكد أن التخفيضات المرتبطة بالاستثمار والاهتلاكات تلعب دور "نواتج الإحلال" أمام الميزات الجبائية للديون، وبما أن العلاقة بين الوفر الضريبي والديون هي علاقة طردية، فإن هذا يستوجب وجود علاقة عكسية بين الوفرات الضريبية البديلة ونسبة الديون التي تستخدمها المؤسسة.³

في ذات السياق قام "Dammon & Senbet" سنة 1988 بالتوسع في النموذج الذي عرضه De Angelo & Masulis من خلال دمج الاستثمار والوفرات الضريبية البديلة كمتغيرات داخلية تسمح بتوفير نظرة أكثر واقعية على التفاعل القائم بين الإنتاج وقرار التمويل في المؤسسة.

¹ John R. Graham, Taxes and Corporate Finance, The Review of Financial Studies, Vol 16, N°4, 2003, P1080.

² H. De Angelo & R.M. Masulis, Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation, Journal of Financial Economics, 1980, P3.

³ Idem, P22.

حيث افترض الباحثان ارتفاع معدل الإهلاك كنتيجة للتعديل في التشريع الجبائي مع ثبات العوامل الأخرى، الأمر الذي سيشجع الاستثمار على مستوى المؤسسة ويؤدي إلى زيادة الإنتاج وبالتالي ارتفاع الأرباح المحققة، وكلّهما راجع إلى ارتفاع مستوى الوفرات الضريبية البديلة من جهة، ومن جهة أخرى تصبح الخصومات المتعلقة بفوائد الديون ذات أهمية بالغة من أجل تخفيض الدخل الخاضع للضريبة على أرباح الشركات وهذا ما يسمى "بتأثير الدخل" الذي تبين أنه كان إيجابيا مع نسبة الديون في هيكل رأسمال المؤسسة،¹ وعليه نستنتج أن علاقة الوفرات الضريبية البديلة بمستوى الديون لا تتوقف فقط على أثر الإحلال كما توصل إليه De Angelo & Masulis وإنما أيضا على أثر الدخل، فإذا كان تأثير الدخل أكبر من تأثير الإحلال فسوف تكون العلاقة طردية والعكس صحيح.

4- الانتقادات الموجهة لنظريات مديقلياني وميلر

تعد الأبحاث التي قام بها مديقلياني وميلر حجر الأساس في الإدارة المالية الحديثة، حيث قدما دراسة كانت بمثابة نقلة نوعية في مجال الدراسات المتعلقة بتفسير أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة وتكلفة أموالها وذلك من خلال نظريتين رئيسيتين، الأولى سنة 1958م وكانت في ظل فرضيات كمال السوق والثانية سنة 1963م، ورغم الأهمية العلمية البالغة لهذه الأبحاث إلا أنها تعرضت لعدة انتقادات لاذعة بسبب عدم واقعية الفرضيات التي قامت عليها والتي ألغت عدة متغيرات من شأنها أن تؤثر في هيكل رأسمال المؤسسة، حيث يمكن تلخيص هذه الانتقادات كما يلي:

¹ Robert. M. Dammon & Lemma. W.Senbet, The Effect of Taxes and Deprecation on Corporate Investment and Financial Leverage, The Journal of Finance, vol XLIII, N°02, June 1988, P366.

4-1 الانتقادات المتعلقة بنظرية موديقلياني وميلر لسنة 1958 و1963

بعد عرض نموذج موديقلياني وميلر سنة 1958م في ظل غياب الضرائب والذي تعرض لعدة انتقادات جاءت نظريتهما الثانية سنة 1963م لاستدراك النقائص التي ألمت بالنظرية الأولى إلا أنها لم تسلم هي الأخرى من مثل تلك الانتقادات والتي يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

☞ يعتبر افتراض غياب أي نوع من الضرائب من الفرضيات الأكثر انتقاداً في نموذج موديقلياني وميلر وذلك بسبب عدم واقعيته كون أغلب الاقتصاديات في العالم تخضع المؤسسات لجملة من الضرائب والرسوم التي تؤثر حتماً على سياستها المالية، خاصة وأن فوائد الديون تعتبر من المصاريف القابلة للخصم من الوعاء الضريبي مما يسمح للمؤسسة من تحقيق اقتصاد ضريبي، ضف إلى ذلك أن المساهمين ليس لهم الحق في الأرباح إلا بعد الضرائب وهو ما سيؤثر بالضرورة على تكلفة الدين والأموال الخاصة،¹ إلا أن Joseph Stieglitz أشار في دراسة له سنة 1988 أنه لا يجب تجاهل التأثير الجبائي السلبي الناجم عن تغيير هيكل رأس المال للاستفادة من الاقتصاد الضريبي التي تترتب عنها تكاليف جبائية تتحملها المؤسسة مثل الضرائب على كل من العوائد الموزعة وفوائض قيم التنازل، لذا ينبغي عليها الأخذ بعين الاعتبار كل التأثيرات الجبائية (الإيجابية والسلبية) لعوائد المؤسسة.²

☞ افتراض إمكانية قيام المستثمر بالرفع المالي الشخصي بدلاً من المؤسسة وتماثلها من حيث الآثار أمر غير واقعي، فوجود مسؤولية محدودة للمؤسسات مقابل مسؤولية غير محدودة للأفراد تضع كل منهما في مواضع مختلفة داخل سوق رأس المال، ففي حال اقتربت المؤسسة من الإفلاس بسبب عدم قدرتها على السداد فإن كل مستثمر يتحمل الخسارة بمقدار حصته فقط ولا يمتد ذلك إلى ثروته الخاصة، بينما

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 409.

² J.E. Stiglitz, Why Financial Structure Matters, Journal of Economic Perspectives, vol 02, 1988, PP 124-125.

إذا قام المستثمر بعملية الرفع المالي الشخصي ولم يتمكن من السداد فإن ذلك يؤدي به إلى إعلان عسره المالي وقد يمتد أثر ذلك ليشمل جزء من ثروته الخاصة بسبب تعرضه لدرجة مخاطرة أكبر.¹

فرضية تماثل معدل الفائدة على الديون بالنسبة للأفراد والمؤسسات، هي فرضية يصعب تحقيقها عملياً وهي بعيدة كل البعد عن الواقع وذلك نظراً لأن المؤسسات تمتلك حجم معين من الأصول الثابتة التي تقدمها كضمانات تجعلها تتمتع بدرجة من الثقة أكبر من التي يتمتع بها الأفراد، الأمر الذي ينعكس على إمكانية حصولها على الديون بشروط أفضل من الشروط التي يخضع لها الأفراد وبمبالغ أكبر من التي يتحصلون عليها.

من العيوب التي لحقت بنظرية موديلياني وميلر هو عدم أخذها بعين الاعتبار للتكاليف المترتبة عن ارتفاع نسبة المديونية في هيكل رأس المال والمتمثلة في تكاليف الإفلاس، مما يعرضها لخطر العسر المالي في حالة عدم قدرتها على تسديد الديون عند تاريخ استحقاقها، ويعطي الحق للمقرضين في اتخاذ إجراءات قانونية قد تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة.

تعتبر فرصة توفر المستثمرين على معلومات كاملة فيما يخص العوائد المحققة من طرف المؤسسة من الفرضيات التي تلقت انتقادات كثيرة، وهذا راجع إلى مشاكل عدم تماثل المعلومات بين المساهمين الداخليين والمسيرين (Insider) والمساهمين الخارجيين (outsider)² بسبب تضارب مصالحهم، حيث يهدف كل طرف منهم إلى تعظيم منفعتهم الخاصة على حساب المنفعة العامة باختيار الاستثمارات المناسبة له.

افتراض عدم وجود تكلفة خاصة بالإصدار أو بعملية شراء وبيع الأوراق المالية، أي مجانية الأسواق المالية افتراض تم انتقاده بشدة في حين يلعب دوراً أساسياً في تحليل M&M لأن قبول الطرح مشروط

¹ Hervé Hutin, Toute la Finance d'entreprise en Pratique, 2^{ème} édition, Edition d'organisation, Paris, 2002, P276.

² J.E. Stieglitz, Op.cit., 1988, pp 123-124.

بتدخل آلية المراجعة¹ التي تفترض مسبقاً وجود إمكانية إحلال مطلق بين الأوراق المالية التي يكون لها خصائص متطابقة من حيث المخاطرة والمردودية، إلا أننا نصطدم بواقع مفاده أن كل المعاملات في الأسواق المالية تتم مقابل تكلفة محدّدة.

4-2 الانتقادات المتعلقة بنظرية ميلر (1977)

لقد انتقد Gordon & Malkei (1981) تحليل ميلر القائم على افتراض أن حملة الأسهم لن يخضعوا للضريبة لكونهم لن يحصلوا على توزيعات ولا على أرباح رأسمالية، كون هذه الفرضية صعبة التحقق في أرض الواقع، حيث لا يمكن تصور أن المؤسسات لا تقوم بتوزيع عوائد على المساهم إلى الأبد وأن هؤلاء قادرون على تأجيل تداول وبيع الأسهم في السوق المالي وبالتالي تأجيل الحصول على أرباح رأسمالية وعدم دفع الضريبة حتى نهاية العمر،² وعليه فإن هذا الطرح يكون صحيحاً في حالة واحدة فقط وهي حالة إعفاء هذا النوع من المداخل من الضريبة لأن معظم الاقتصاديات التي تخضع عوائد المساهمين والأرباح الرأسمالية للضرائب تحصل حتماً على عوائد جبائية تقتطعها من حملة الأسهم جراء المعاملات التي يقومون بها وهذا ما أكدته مصلحة الضرائب الأمريكية، كما يعاب على تحليل ميلر إهماله لتكاليف الإفلاس بسبب ضآلتها وهذا راجع إلى اعتماده على التكاليف المباشرة وإغفال التكاليف الغير مباشرة التي يجب أخذها بعين الاعتبار لما لها من أهمية في تحديد التكلفة الكلية للإفلاس، كما أشارت له دراسة Altman سنة 1984م، وعليه فإن متغير الإفلاس يلعب دوراً مهماً في تحديد السلوك المالي للمؤسسة ومدى اعتمادها على المديونية في هيكل رأس المال، مما أدى إلى ظهور نظرية التوازن التي حاولت البحث عن المعدل الأمثل للمديونية التي تتساوى عنده الفوائد المترتبة عنها والتكاليف الناجمة منها وهذا ما سنتناوله بالتفصيل في النقطة الموالية.

¹Hervé Hutin, Op.cit., 2002, P276.

² محمد صالح الحناوي، إبراهيم اسماعيل سلطان، مرجع سابق، ص399.

المطلب الثالث: هيكل رأسمال المؤسسة في ظل وجود تكاليف الإفلاس والوكالة.

لقد خلص تحليل مودigliاني وميلر سنة 1963 إلى أن الاستدانة تترك أثراً إيجابياً على التكلفة الوسطية المرجحة للأموال وبالتالي على القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك بسبب الوفرة الضريبية التي تحققها، إلا أن تجاهلهما للتكاليف المرتبطة بزيادة الديون في هيكل رأسمال المؤسسة أدى إلى ظهور نظرية المراجعة التي تقضي بوجود هيكل تمويلي أمثل يكون محصلة للتوازن بين التأثير الإيجابي لاستخدام الديون والناجم عن الوفرة الضريبية، والآثار السلبية لها والمتمثلة في تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة.

1- تأثير تكاليف الإفلاس على قيمة المؤسسة وتكلفة رأسمالها

تتعرض المؤسسة التي يتكوّن رأسمالها من مزيج بين الأموال الخاصة والديون لمخاطر الإفلاس وذلك بسبب عدم قدرتها على سداد التزاماتها المالية في مواعيد استحقاقها، مما يعطي الحق للمقرضين باتخاذ إجراءات قانونية قد تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة، إذ تجد نفسها ملزمة أولاً بتسديد حقوق المقرضين ثم أصحاب الأموال الخاصة من العوائد الناجمة عن تصفية أصولها،¹ حيث يعتبر الإفلاس المرحلة الأخيرة ضمن دورة حياة المؤسسة وذلك نتيجة لتفاقم حالة العسر المالي التي تحول دون استمراريتها. يترتب عن الإفلاس تحمل المؤسسة لبعض التكاليف التي يطلق عليها تكاليف الإفلاس والتي يمكن تقسيمها إلى نوعين:

✓ **تكاليف مباشرة:** وتتمثل في التكاليف الإدارية والقانونية وعلى سبيل المثال لا الحصر تكاليف المحامين والهيئات القضائية المختصة، تكاليف المحاسبين ووكلاء التصفية القضائية، بالإضافة إلى الانخفاض في قيمة الأصول نتيجة بيعها بأقل من قيمتها الاقتصادية.²

¹ Martin. F. Helloying, Bankruptcy, Limited Liability, And Modigliani- Miller Theorem, The American Economic Review, March 1981, P155.

² محمد صالح حناوي، إبراهيم اسماعيل سلطان، مرجع سابق، ص 401.

✓ تكاليف غير مباشرة: وتتمثل أساساً في تكاليف الصورة وهز المصادقية المالية والتجارية للمؤسسة¹ وما يترتب عنه من خسائر اقتصادية هامة تعيق سيرورتها مثل عدم إمكانية حصولها على قروض جديدة لتمويل مشاريعها وتراجع قيمة سنداتنا في السوق المالي،² بالإضافة إلى انخفاض المبيعات والأرباح نتيجة لانخفاض كفاءة عملياتها قبل وقوع الإفلاس.

1-1 تأثير تكاليف الإفلاس على القيمة السوقية للمؤسسة

افترض موديقلياني وميلر في نظريتها 1958 و1963 أن الرفع من نسب المديونية في هيكل رأس المال من شأنه أن يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة بشكل مستمر بسبب ارتفاع قيمة الوفرات الضريبية الناتجة عن طرح فوائد الديون من الوعاء الضريبي لدخل المؤسسة، متجاهلين بذلك جميع أنواع التكاليف المرتبطة بهذا النوع من التمويل والتي تؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة والمتمثلة في تكاليف الإفلاس. إن دحض فرضية الإفلاس يقودنا إلى وضعية تكون فيها عملية تحديد هيكل رأس المال الأمثل على مستوى كل مؤسسة مسألة موازنة أو ترجيح بين الامتيازات الضريبية للاستدانة والتكاليف الناجمة عنها،³ قصد الوصول إلى نسبة ديون مثلى تكون فيها قيمة المؤسسة أعلى ما يمكن، وهذا ما تنص عليه نظرية المراجعة التي تعتبر مكملة لنظرية موديقلياني وميلر 1963، حيث تم إدراج بعض التعديلات عليها وذلك باحتساب تكلفة الإفلاس وموازنتها مع الوفرات الضريبية للديون، لتصبح القيمة السوقية للمؤسسة وفقاً لهذه النظرية مساوية للقيمة السوقية لمؤسسة غير مستدينة مضافاً إليها القيمة الحالية للوفرات الضريبية مطروحة منها القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس كما هو موضح في المعادلة التالية:

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص414.

² J.B. Warner, Bankruptcy Costs: Some Evidence, The journal of Finance, Vol xxxII, N°02, 1977, P338.

³ AmaroucheKhadidjaImene, Les Déterminants de la Structure du Capital d'un Echantillon d'Entreprises Algériennes: Etude sur Données de Panels, Revue des Reformes Economique et Intégration dans L'économie Mondiale, vol8, N°16, 2014, P122.

$$V_L = V_u + TD - VACF$$

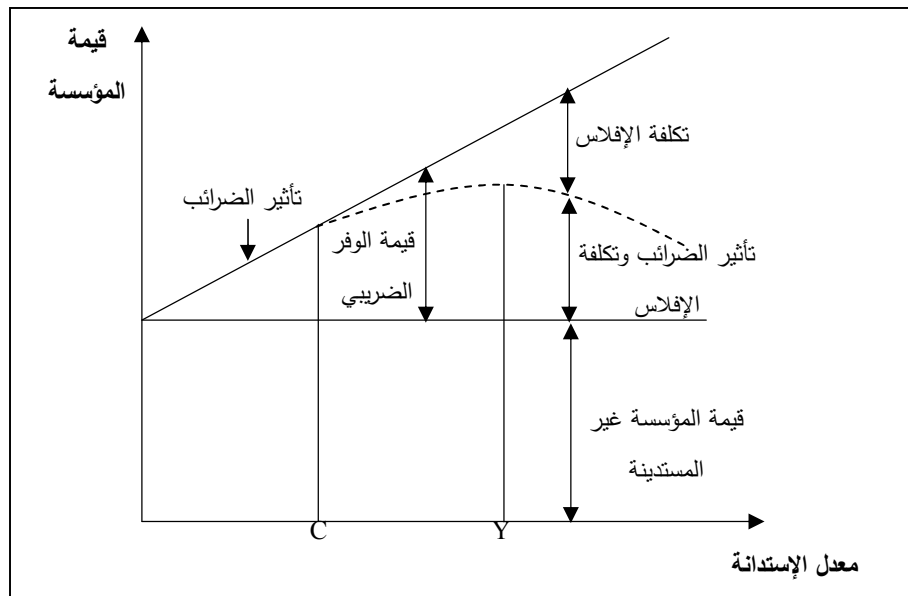
حيث: VACF: تمثل القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس.

ويمكن توضيح تأثير الاستدانة على القيمة السوقية للمؤسسة في ظل تواجد تكاليف الإفلاس من خلال

الشكل التالي:

الشكل رقم (10-02): العلاقة بين نسبة الاستدانة والقيمة السوقية للمؤسسة في ظل وجود تكاليف

الإفلاس.



Source: Steward.c. Myers, The Capital Structure Puzzle, The Journal of Finance, 1984, P 577.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أنه كلما زادت نسبة المديونية كلما ارتفعت قيمة المؤسسة إلى غاية

النقطة C وذلك نتيجة لزيادة الوفرات الضريبية وانعدام تكاليف الإفلاس، ولكن بعد تخطي هذه النقطة تبدأ

تكاليف الإفلاس بالظهور إلا أنّ حجمها يكون أقل من الوفرات الضريبية ما يجعل قيمة المؤسسة تستمر

في الارتفاع لكن بمعدل أقل إلى غاية بلوغ النقطة y التي تكون فيها قيمة المؤسسة في حدّها الأقصى،

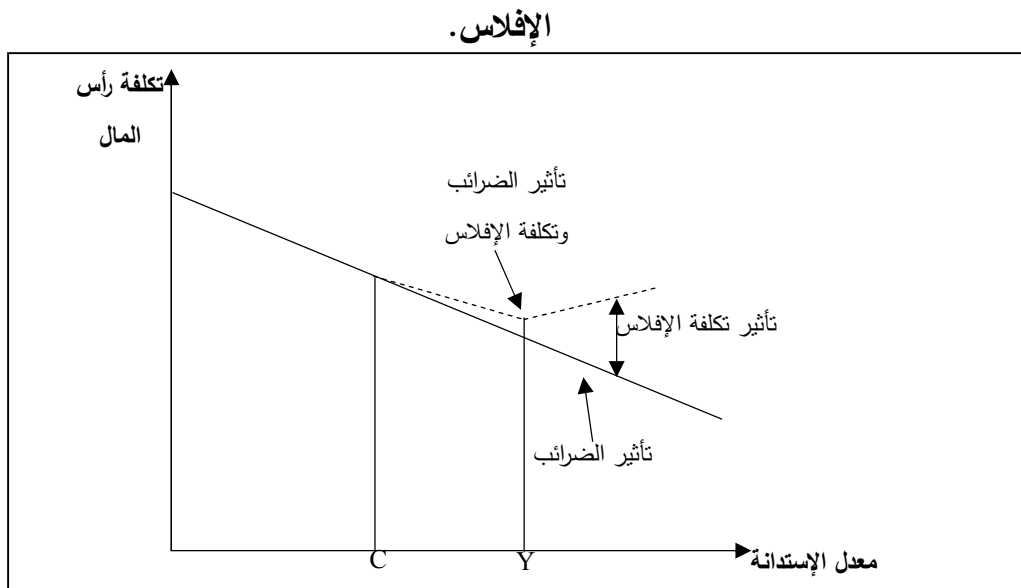
بعد تخطي النقطة y تصبح تكاليف الإفلاس أكبر من الوفرات الضريبية للديون ما يسبب ارتفاعاً في تكلفة رأس المال وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

1-2 تأثير تكاليف الإفلاس على تكلفة رأسمال المؤسسة

من المتفق عليه أن زيادة نسبة المديونية في هيكل رأس المال تؤدي إلى انخفاض التكلفة الوسطية المرجحة للأموال بسبب الوفرات الضريبية المترتبة عنها، غير أن الإفراط في الاعتماد عليها كمصدر تمويلي يرفع من درجة المخاطر المالية التي قد تتعرض لها المؤسسة مما يؤدي إلى ظهور تكاليف الإفلاس، التي تتسبب في زيادة معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهمها وبالتالي ارتفاع تكلفة رأس المال.

وعليه ينبغي على المؤسسة الوصول إلى نسبة المديونية المثلى التي تتساوى عندها إيجابيات وسلبيات استخدامها وتجعل التكلفة الوسطية المرجحة للأموال في قيمتها الدنيا، وهذا ما يمكن توضيحه من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (02-11): العلاقة بين نسبة الاستدانة وتكلفة رأس المال في ظل وجود تكاليف الإفلاس.



المصدر: منير ابراهيم، هندي، الإدارة....، مرجع سابق، ص 652.

حسب الشكل أعلاه يتضح جليا أن تأثير الضرائب كان إيجابيا على التكلفة الوسطية المرجحة للأموال وذلك بسبب الميزة الجبائية لاستخدام الديون ضمن هيكل رأس المال وهو ما أكدته موديقلياني وميلر سنة 1963، إلا أنه وبمجرد تخطي النقطة C ارتفعت درجة المخاطرة المالية بسبب ارتفاع نسبة المديونية مما دفع بالمستثمرين للمطالبة بعوائد إضافية لتغطية التكاليف المترتبة عن احتمال حدوث الإفلاس، غير أن هذه التكاليف لم تغلي الميزة الجبائية للديون مما أدى إلى استمرار انخفاض التكلفة الوسطية المرجحة للأموال ولكن بمعدل متناقض إلى غاية الوصول إلى النقطة Y أين أخذت تكاليف الإفلاس تتفاقم بقيم معتبرة فاقت قيمة الوفورات الضريبية، الأمر الذي جعل التكلفة الوسطية المرجحة للأموال تسير في الاتجاه المعاكس (ترتفع)، وعليه يمكن القول أن النقطة Y هي النسبة المثلى للديون التي تجعل التكلفة الوسطية المرجحة للديون عند قيمتها الدنيا.

2- نظرية الوكالة

يعرف Jensen & Meckling علاقة الوكالة على أنها عقد يفوض بموجبه شخص أو عدة أشخاص (الموكل) شخصا آخر يسمى الوكيل لأداء بعض الوظائف نيابة عنه، وذلك مع إعطائه بعض الصلاحيات لاتخاذ القرار، فإذا سعى كلا الطرفين لتعظيم منفعته دون المنفعة العامة فهذا يستوجب الاعتقاد أن الوكيل لا يعمل لمصلحة الموكل بل لمصلحته الشخصية،¹ وقد تنشأ علاقة الوكالة بين كل من المساهمين والمسيرين أو المساهمين والدائنين، فإذا تميزت هذه العلاقة باختلاف الأهداف وتعارض المصالح بين الأطراف الفاعلين في المؤسسة (المساهمين، المسيرين، الدائنين) بحيث يحاول كل منهم تعظيم منفعته على حساب الآخر، فإن هذا يؤدي إلى ظهور مشاكل الوكالة التي تعتبر جوهر نظرية الوكالة، إذ نشأت هذه الأخيرة كمحاولة لحل النزاع القائم نتيجة تضارب المصالح على مستوى المؤسسة

¹ M.C. Jensen & W.H. Meckling, Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, 1976, P308.

والذي ينشأ تارة بين المساهمين والمسيرين فيترتب عليه تكاليف الوكالة الخاصة بالأموال الخاصة وتارة بين المساهمين والدائنين فيترتب عليه تكاليف الوكالة الخاصة بالديون، حيث تسعى هذه النظرية لقراءة سلوك الأعوان الاقتصاديين والبحث عن مميزات التعاقد الأمثل الذي ينقص من حدة هذه التكاليف وتحديد أثر ذلك على السلوك التمويلي للمؤسسة، وذلك بالإستناد على فرضيتين أساسيتين هما:¹

❧ ليس بالضرورة أن تكون أهداف المسيرين والمساهمين متطابقة.

❧ عدم تماثل المعلومة، أي أنّ المتعاملين ليسوا متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها.

2-1 تضارب المصالح بين المساهمين والمسير

مع انفصال الملكية عن الإدارة تنشأ مشكلة الوكالة كنتيجة لتعارض المصالح بين الطرفين، بغض النظر عن التشكيلة التي يتكوّن منها هيكل رأسمال المؤسسة، حيث يقوم المساهمون بتعيين وكلاء عنهم يقوم بتسيير شؤون المؤسسة واتخاذ القرارات المالية التي من شأنها تعظيم ثروتهم مقابل حصولهم على رواتب مناسبة، إلا أنّ علم المسير بأن زيادة مردودية المؤسسة لن يعود على ثروته الشخصية بأي نفع باعتبار أن له أجراً ثابتاً سيدفعه إلى استغلال سلطته لخدمة مصالحه وتعظيم منفعته الخاصة على حساب المنفعة العامة وذلك بتحويل ثروة غير مالية لصالحه، أو تبذير أصول المؤسسة،² أو السعي إلى مواصلة واستمرار نشاط المؤسسة حتى في الحالة التي تكون فيها التصفية أكثر منفعة للمساهمين خوفاً من فقد السيطرة على السيولة المتاحة لديه أو فقد منصب عمله،³ أو الإفراط في الرفع من مصاريفه الشخصية

¹ عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد7، 2009، ص318.

² M.c. Jensen and W.H. Meckling, Op.cit.,1976, P328.

³ M. Harris & A. Raviv, Capital Structure and The Informational Role of Debt, The Journal of Finance, Vol 45, N°02, 1990, P325.

والاقتصاد في الجهد اللازم لتسيير المؤسسة مما يؤثر سلباً على قيمتها السوقية، بالإضافة إلى إمكانية تبنيه لمشاريع استثمارية ذات عوائد منخفضة والقيام بتوزيع عوائد غير منطقية على المساهمين¹ مما يعتبر سلوكاً غير رشيد يؤدي إلى إضعاف السياسة الاستثمارية للمؤسسة.

إن ظهور مشكلة الوكالة تدفع المساهمين إلى حماية مصالحهم، وذلك بتحمل تكاليف إضافية لمتابعة ومراقبة ما يجري داخل المؤسسة تتمثل في تكاليف الوكالة والتي يمكن تصنيفها إلى ثلاثة أنواع هي:²

✓ **تكاليف المراقبة:** وهي تكاليف يتحملها المساهمون للتقليص أو الحد من هامش التلاعب للمسير، والتحقق من مدى نجاعة تسييره للمؤسسة بشكل يتماشى مع هدف تعظيم منفعتهم وتتمثل هذه التكاليف في دفع أتعاب للمحاسبين من أجل إعداد تقارير دورية تخص نشاط المسيرين وكذا تعيين مجلس إدارة يسهر على اتخاذ قرارات تصب في مصلحة المساهمين، كما تدخل ضمن هذا الصنف التكاليف الكامنة التي تترتب عن القيود التي تحد من سلطة اتخاذ القرار للمسيرين والتي يؤدي وجودها إلى احتمال تضيق فرص استثمار مربحة؛

✓ **تكاليف البرهنة:** وتتمثل في التكاليف التي يتحملها المسير للتدليل والبرهنة على نوعية تسييره الجيد ومدى توافق أهدافه مع مصالح المساهمين، ونذكر على سبيل المثال لا الحصر تضيق فرص التوظيف المتاحة في مؤسسات أخرى والتي قد تتضمن امتيازات أفضل؛

✓ **التكاليف الباقية:** تنشأ هذه التكاليف نتيجة عدم إمكانية التطابق التام بين مصلحة الطرفين رغم التكاليف المبذولة للرقابة والبرهنة في سبيل تقليص هذا التعارض، أي استحالة ممارسة مراقبة شاملة للمسير، وبمعنى آخر تظهر هذه التكاليف عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي للتوكيل.

¹ M. Jensen, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, American Economic Review, Vol 76, N°02, 1986, P324.

² Frank J. Fabozzi, Pamela P. Peterson, Financial Management and Analysis, Edition John Wiley, 2nd Ed, USA, 2003, P18.

إن إمكانية التخفيف من حدة الصراع بين المساهمين والمسير، وبالتالي التخفيض من تكلفة الوكالة للأموال الخاصة عن طريق نقل جزء من ملكية الأسهم للمسير كنوع من التحفيز يساعد على تلاقي المصالح بين الطرفين والتقليل من شدة التعارض بينهما، إذ يتحمل المسير جزءاً من المخاطر التي يتحملها المساهمون مما يدفعه للعمل على تعظيم المنفعة العامة وبالتالي تحسين الأداء وزيادة الأرباح.¹ كذلك يمكن لكفاءة السوق المالي أن تكون حلاً مثالياً للتخفيف من تكاليف الوكالة بين المساهمين والمسيرين² بإعطاء معلومات دقيقة حول القيمة الفعلية للأسهم عند عملية فتح رأس المال، مما يحتم على المسيرين العمل على الرفع من القيمة السوقية للمؤسسة وترشيد معاملاتهم للحفاظ على مناصبهم، كما أشار (Fama 1980) إلى أن تكلفة الوكالة قد تصل إلى قيمتها الدنيا في ظل كفاءة سوق العمل الذي من شأنه تحديد مرتبات المسيرين ومكافآتهم حسب قدرتهم على تحقيق هدف المساهمين والمتمثل في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، بحيث يقوم بإرسال إشارات عن أداء المؤسسة³ تتحدد وفقها قيمة وحجم المرتبات التي تقبل المؤسسات بدفعها لهؤلاء المسيرين، مما يستوجب عليهم الرفع من مستوى أدائهم من أجل الرفع من قيمة أجورهم.

تعتبر الاستدانة أحد أهم الآليات التي تساهم في عقلنة وترشيد سلوك المسير، والتقليل من حدة تضارب المصالح بينه وبين المساهمين، إذ تسمح بمراقبة تصرفاته والأعمال التي يقوم بها وبالتالي التخفيض من تكاليف الوكالة (تكاليف المراقبة) وذلك من خلال قدرته على مجابهة المصاريف المالية المترتبة على

¹ عبد المجيد تيمواوي، نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة خيضر، بسكرة، 2014، ص 64.

² M.C. Jensen & W.H. Meckling, Op.cit., 1976, P345.

³ Eugene .F. Fama, Agency Problems and The Theory of The Firm, The Journal of Political Economy, Vol 88, N°02, 1980, P293.

الديون وتسديدها في آجالها المحددة،¹ كما أنها تحد من استغلال المسير للتدفق النقدي المتاح للرفع من نفقاته الشخصية،² أو الدخول في استثمارات ذات مردودية منخفضة أو حتى سالبة "Suboptimal Strategy" فحسب (Diamond 1984) فإن لجوء المؤسسة إلى الديون كوسيلة للتمويل يحتم على المسير العمل بصرامة وجد لتغطية الاحتياجات المالية المتمثلة في فوائد الديون بصفة دورية حتى لا تعود بآثار سلبية على ثروته وصمته ومنصبه المالي، إلا أن الاستدانة تبقى سلاحاً ذو حدين حيث أن اعتبارها الاتفاقية المثلى لتخفيف عبء تكاليف الوكالة الناجمة عن الصراع القائم بين المساهمين والمسير لا يلغي إمكانية تشابك المصالح بين المساهمين والدائنين مما يترتب عنها تكاليف وكالة من نوع آخر.

2-2 تضارب المصالح بين المساهمين والدائنين

إن اعتماد المؤسسة على الاستدانة ضمن هيكل رأسمالها قد يسفر عن تعارض الأهداف بين المساهمين والمقرضين باعتبار أن إدارة المؤسسة تسعى في المقام الأول إلى خدمة مصالح المساهمين على حساب مصالح الدائنين، مما يستوجب على الدائنين اتخاذ إجراءات وقائية لحماية مصالحهم ومراقبة ما يجري داخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل ينوب عنهم، حيث يطلق على المصاريف التي يتحملونها من أجل عملية المتابعة "بتكاليف الوكالة للديون"، التي تترك بدورها أثراً سلبياً على ثروة المساهمين شأنها شأن تكاليف الإفلاس، إذ يلجأ الدائنون إلى نقل تكاليف الوكالة للمساهمين عن طريق الرفع من معدل الفائدة على الأموال التي يقدمونها للمؤسسة، الأمر الذي يضطر المساهمين إلى الرفع من معدل العائد المطلوب على الاستثمار مما يؤدي حتماً إلى ارتفاع التكلفة الوسطية المرجحة للأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

¹ R.M. Townsend, Optimal Contracts and Competitive Markets With Costly State Verification, Journal of Economic Theory, 1979, P271.

² M. Jensen, Op.cit., 1986, P324.

إن القيود التي قد يصفها الدائنون ضمن عقد الاقتراض والتي تقضي بضرورة اللجوء إليهم قبل اتخاذ إدارة المؤسسة لبعض القرارات التي لها تأثير على مصالحهم مثل: شراء أصول جديدة القرارات الخاصة بالتوزيعات، رفع المرتبات... إلخ، بالإضافة إلى البند الذي يعطي الحق للدائنين بالمطالبة بقيمة القرض قبل تاريخ استحقاقه إذا ما أخلت المؤسسة بشروط الاتفاقية، يمنح لهم الحماية من تجاوزات المديرين ومحاولة استغلال ثروتهم بطرق ملتوية بسبب عدم تماثل المعلومات بين الطرفين، حيث يمكن أن يلجأ المساهمون إلى استغلال ثروة الدائنين من خلال عملية التنازل عن الأصول إلى مؤسسة مختصة في الإيجار ثم إعادة استئجارها واستخدام السيولة الناجمة عن تلك العملية في استثمارات تتطوي على قدر عال من المخاطر وذات عوائد مرتفعة.

وفي حال نجاح الاستثمارات يكون العائد من حق المساهمين فقط لأن حملة السندات لهم الحق في عائد ثابت كنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند، أما في حال فشل الاستثمارات فإن الخسارة يتحملها كل من المساهمين والدائنين،¹ كما يمكن أن يسعى المديرون إلى استغلال حملة السندات لصالح المساهمين وذلك بتغيير مستوى مخاطر المؤسسة عن طريق تنفيذ مشاريع استثمارية تتطوي على درجة مخاطر عالية، تفوق مخاطر الاستثمارات القائمة ثم محاولة تمويل تلك المشاريع من خلال إصدار سندات جديدة، فإن محاولتها قد تبوء بالفشل ما لم تكن لتلك السندات معدلات فائدة أعلى من سابقها، وفي حال تحقق ذلك فإنه من المتوقع انخفاض القيمة السوقية للسندات الفعلية مما يلحق الضرر بالدائنين القدامى، حيث في حال تحقق الفرصة الاستثمارية وعادت بأرباح معتبرة سيكون المستفيد الوحيد منها هم المساهمين.

¹ J.Minje & E.R. Barry, Can Agency Costs of Debt Be Reduced without Explicit Covenants? The Case of Restriction on The Sale and Lease-Back Arrangement, ASBBS Annual Conference, Las Vegas, February 2009, P1.

أما في حالة الفشل فإن الخسارة سيتكبدها كل من المساهمين وحملة السندات الجدد والقدامى على حدّ سواء،¹ غير أنّ تقييد صلاحية المسيرين والمساهمين في اتخاذ هكذا قرارات قد يعود بالسلب على المؤسسة، حيث سيفقدونها فرصة تنفيذ مشاريع استثمارية ذات عوائد مرتفعة ويجعلها تتبنى سياسة استثمارية دون المستوى،² مما سيؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية.

إن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المثلى للاستدانة وبالتالي تركيبة هيكل رأسمال المؤسسة، كما يؤثر أيضا على الميزة الجبائية للديون، مما ينعكس سلبا على التكلفة الوسطية المرجحة للأموال ثم على القيمة السوقية للمؤسسة، حيث يمكن التعبير عن القيمة السوقية للمؤسسة في هذه الحالة بالعلاقة التالية:

$$V_L = V_u + TD - VACF - VACA$$

حيث: VACA: تمثل القيمة الحالية لتكاليف الوكالة.

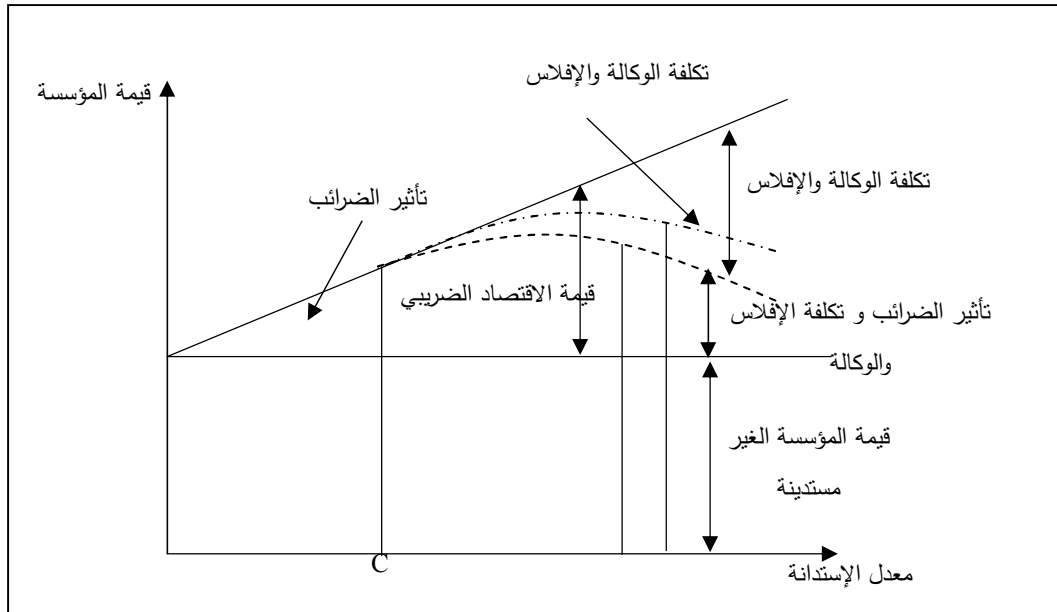
أما الشكل التالي فيظهر العلاقة بين نسبة المديونية والقيمة السوقية للمؤسسة في ظل وجود تكاليف الإفلاس والوكالة وكيفية الموازنة بينهما وبين الوفرات الضريبية للوصول لهيكل رأس المال الأمثل الذي تكون عنده التكلفة الوسطية المرجحة للأموال في قيمتها الدنيا وبالتالي تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة إلى أقصى حد لها.

¹ M.C. Jensen & W.H. Meckling, Op.cit., 1976, P334.

² S.C. Myers, Determinants of Corporate Borrowing, Journal of Financial Economics, 1977, P147.

الشكل رقم (02-12): العلاقة بين نسبة الاستدانة والقيمة السوقية للمؤسسة في ظل وجد تكاليف

الوكالة والإفلاس.



Source: Steward .C. Myers , op.cit, 1984, P 577.

المبحث الثالث: التوجهات النظرية الحديثة المفسرة لهيكل رأسمال المؤسسة.

إنّ مشكلة عدم تماثل المعلومات بين مختلف الأعوان الاقتصاديين أدّى بالباحثين في هذا المجال إلى تطوير نظريات حديثة لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسة، وذلك بإسقاط فرضيتين أساسيتين في الفكر النيوكلاسيكي وهي فرضية تماثل التوقعات بين المتعاملين "Homogeneous expectations" وفرضية كمال السوق "Perfect Market"، حيث تسمح هذه النظريات بالحد من مشاكل عدم تماثل المعلومات وتعمل على التخفيف من عبئها نذكر منها: نظرية الإشارة ونظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل.

المطلب الأول: نظرية الإشارة «Signaling theory»

تستند نظرية الإشارة على مفهوم أساسي وهو انعدام تماثل المعلومات بين مختلف الأطراف المتعاملين في المؤسسة، أي بين المساهمين والمديرين من جهة وبين المديرين والمستثمرين من جهة أخرى، حيث غالبا

ما تتوفر لدى المسيرين معلومات أفضل كمًا ونوعاً عن المعلومات التي تتوفر عليها باقي الأطراف خاصة من حيث الفرص الاستثمارية المتاحة والعائد المتوقع، مما يجعل هذه الخاصية تؤثر بشكل مباشر وقوي على هيكل رأسمال المؤسسة وذلك عن طريق القرارات المالية التي سيتم اعتمادها والمتعلقة باستخدام المديونية أو إصدار الأسهم في عملية التمويل، والتي ستؤثر بالضرورة على قيمتها السوقية.

ولغرض الحدّ من مشاكل عدم تماثل المعلومات يلجأ المسكرون إلى تزويد باقي المتعاملين في المؤسسة بالمعلومات اللازمة بطريقة غير مباشرة، وذلك بإرسال إشارات خاصة وفعالة حول وضعيتها المالية بحيث يصعب تقليدها من طرف مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل في الأداء، لأنه ليس بالضرورة أن تكون كل المعلومات التي تبثها المؤسسات حقيقية وصادقة مما يستوجب على المستثمر أن يكون رشيداً في قراراته وأن يستقبل تلك الإشارات بدرجة معينة من الشك محاولاً بذلك معرفة السبب الحقيقي من إرسالها¹ ومدى صحتها من عدمه، وقد تكون هذه الإشارات المستعملة بأشكال عديدة نذكر من بينها: السياسات التمويلية المتبعة من طرف المؤسسة والتي تعطي صورة عن هيكل رأسمالها وكذا سياسة توزيع الأرباح، باعتبارها إشارات تحمل في طياتها عدد من المعلومات التي تساعد المستثمرين في اتخاذ القرارات المالية الصائبة.

1- نظرية الإشارة وهيكل رأسمال المؤسسة

إن التغيير في تركيبة هيكل رأس المال يؤدي إلى تغيير نظرة المستثمرين للمؤسسة باعتبارها إشارات مرسلّة تعبر عن معلومات داخلية غير متوفرة في السوق المالي تساعد في الحصول على أكبر عائد ممكن أو تقليص درجة المخاطر المحيطة بهم، حيث يمكن استخدام هيكل رأسمال المؤسسة كأداة للإشارة من خلال العناصر التالية:

¹ دادن عبد الوهاب، تحليل ...، مرجع سابق، ص112.

1-1 نظرية الإشارة وسياسة الاستدانة

تعتبر مساهمة الباحث Ross سنة 1977 كأول مساهمة في هذا المجال، بحيث اقترح نموذجاً لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال نسبة الاستدانة ضمن هيكل رأسمالها، فحسب هذا الباحث فإن المستثمرين الخارجيين يميزون بين كل المؤسسات المتواجدة في السوق ويصنفونها إلى نوعين A و B، حيث أن المؤسسة "A" تمتاز بدخل "a" أعلى من الدخل "b" الذي تحققه المؤسسة "B" وبالتالي فإن القيمة السوقية للمؤسسة من النوع "A" في الزمن (t=0) أكبر من القيمة السوقية للمؤسسة من النوع "B". إلا أنه وفي ظل عدم تماثل المعلومات فإن المستثمرين لا يمكنهم التفرقة بين المؤسسات من النوع "A" والمؤسسات من النوع "B" وأن لهم احتمال قدر بنسبة (q) بأن يحظوا بالاستثمار في المؤسسة من النوع "A" ونسبة (1-q) بأن يحظوا بالاستثمار في المؤسسة من النوع "B". وعليه فإن القيمة السوقية للمؤسسة في الزمن (t=0) يمكن توضيحها من خلال العلاقة:¹

$$v_0 = \frac{qa + (1 - q)b}{(1 + r)}$$

مع العلم أن: $v_0^A > v_0 > v_0^B$

وهنا اقترح Ross إستراتيجية للإشارة عن طريق الديون للتفرقة بين المؤسستين، حيث يحدد المستثمرون مستوى من المديونية F^* تسمى المديونية الحرجة والتي تحقق العلاقة التالية:

$$a \geq F^* \geq b$$

فإذا كانت قيمة الديون في المؤسسة أكبر من القيمة الحرجة للدين في هذه الحالة فإن السوق يصنف المؤسسة ضمن النوع "A"، أما إذا كانت قيمة الديون في المؤسسة أقل من القيمة الحرجة للدين ففي هذه

¹ S.A. Ross, The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach, The Bell Journal of Economics, Vol 8, N°1, 1977, P27.

الحالة يتم اعتبارها من النوع "B"، وبالتالي إذا تم الإعلان عن المؤسسة أنها من النوع A فينبغي عليها تبني قيمة اسمية للديون F_A أكبر من القيمة الحرجة F^* تجعلها بعيدة عن الوقوع في خطر الإفلاس، ومن ثم تصبح قيمتها السوقية كما يلي:¹

$$v_0 = v_0(F^A) = \frac{a}{(1+r)}$$

وتبقى هذه المساواة محققة كذلك بالنسبة للمؤسسات من النوع B، في ظل هذا التوازن وفقاً لهذه النظرية فإن ارتفاع مستوى المديونية في المؤسسة يعتبر مؤشراً إيجابياً عن قيمة المؤسسة المستقبلية باعتباره يعطي إشارات للسوق المالي عن قدرتها على تسديد التزاماتها المالية وحسن أدائها، لأن المؤسسة التي تلجأ إلى استخدام الديون رغم الخطر المالي الناتج عنها عادة ما تنتظر عوائد مستقبلية عالية على مشاريعها الاستثمارية وبدرجة ثقة مرتفعة، مما يعد حافزاً للمستثمرين للإقبال على الاستثمار في هذا النوع من المؤسسات على عكس المؤسسات التي يكون عائدها المستقبلي غير مضمون فهي عادة ما تلجأ إلى الأموال الخاصة في عملية التمويل، أما في حالة إرسال إشارات خاطئة عن المؤسسة فإن العائد الذي سيجنيه المسير سيتم امتصاصه كلياً من المخاطر المترتبة عن الإفلاس كما سيستدعي الأمر إعادة النظر في طاقم المسيرين ككل، وعليه توصل Ross إلى نتيجة مفادها وجود علاقة ارتباط إيجابية بين كل من قيمة المؤسسة ونسبة الاستدانة واحتمال الوقوع في الإفلاس.²

¹ Ibid, P29.

² عبد المجيد قدي، أمينة حمادة، أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسات: دراسة تطبيقية على عينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي لسنة 2012، المجلة العربية للدراسات الإدارية والاقتصادية، المركز العربي للدراسات والبحوث، العدد 6، 2015، ص 47.

1-2 نظرية الإشارة ونسبة الأسهم المملوكة

قدم كل من الباحثين Leland & Pyle سنة 1977 نموذجاً درساً فيه حالة لمسير أتيحت له فرصة استثمارية قدر رأسمالها بـ k^1 إلا أنه لا يملك رأس المال الكافي لتمويلها، ولكنه يحوز على جميع المعلومات التي تسمح له بتقدير العائد المتوقع للاستثمار والذي قدر بـ (μ) على عكس المستثمرين الذين لا يتوفرون على مثل هذه المعلومات، وذلك راجع إلى مشكلة عدم تماثل المعلومات.

ولغرض تمويل هذه الفرصة الاستثمارية يقوم المسير بإرسال إشارات مالية للمستثمرين في السوق المالي حول جودة المشروع، تتمثل في نسبة اشتراكه (حصته الشخصية) في المشروع والمقدرة بـ (α) والتي تمثل بالنسبة لهم مدى ثقته بنجاح المشروع، لأنه من غير المعقول أن يقدم المسير على الاستثمار في مشروع يعلم مسبقاً أنه غير مربح، وبهذا فإنها تعتبر بمثابة محفز للمستثمرين على الإقبال على الاستثمار في هذا المشروع.

وعليه فإن القيمة السوقية للمشروع لها علاقة طردية قوية مع ارتفاع نسبة مساهمة المسير فيه لأنها تعطي إشارة مالية إيجابية للسوق المالي تدل على ارتفاع التدفقات المالية المستقبلية المتأنية منه، بحيث كلما ارتفعت نسبة α كلما زاد العائد المتوقع من الاستثمار، على العكس من ذلك فإن انخفاض نسبة مساهمة المسير في المشروع تعطي إشارة مالية سلبية تفسر وجود معلومات داخلية تدل على انخفاض التدفقات المالية المستقبلية للمشروع ومنه انخفاض قيمته السوقية.

¹ H.E.leland & D.H. Pyle, Informational, Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, Journal of finance, Vol 32, 1977, P372.

كما أثبت الباحثين في دراستهما أن استخدام نسبة من الديون والاحتفاظ بنسبة عالية من رأس المال يعتبر كإشارة مالية إيجابية حول جودة المشروع وارتفاع قيمته السوقية باعتبار هذه الأخيرة لها علاقة طردية قوية مع حصة المسير (α) .

2- نظرية الإشارة وسياسة توزيع الأرباح

إن سياسة توزيع الأرباح من أهم القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة، فهي تعكس من جهة جزء الأرباح المحتجزة لغرض تعزيز القدرة التمويلية الذاتية للمؤسسة وبالتالي المحافظة على قدرتها الاستثمارية، ومن جهة أخرى النسبة التي يجب توزيعها على المساهمين كعائد على تخصيصهم لجزء من ممتلكاتهم لتمويل نشاط المؤسسة، وذلك لزيادة ثقتهم بها وجعلهم أوفياء لها في المستقبل.

كما تعتبر سياسة توزيع الأرباح مؤشراً هاماً من حيث قدرتها على توفير المعلومة الضرورية لجميع الأطراف المتعاملين مع المؤسسة، حيث في ظل عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين الخارجيين فإن توزيعات الأرباح تمثل وسيلة اتصال بين المؤسسة والسوق المالي، باعتبارها إشارة فعالة وموثوقة حول قدرة المؤسسة على تحقيق عوائد مستقبلية معتبرة¹ ومدى قوتها وملائمتها المالية، الأمر الذي يحفز المستثمرين على الاستثمار فيها وبالتالي الرفع من قيمتها السوقية، فحسب Kalay الذي قام بتوسيع نموذج Ross سنة 1980 فإن المؤسسة التي تقوم بالإعلان عن أرباحها والرفع من قيمة توزيعاتها تكون بصدد إرسال إشارات إلى السوق المالي حول ارتفاع مردوديتها والتدفقات النقدية المستقبلية المتأنية من استثماراتها، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة أسهمها في السوق، وفي المقابل إذا قامت المؤسسة بإرسال إشارات إلى السوق بتخفيض توزيعات الأرباح فإن هذا سيؤثر سلباً على قيمة أسهمها، إذ تشير نظرية

¹ LinTsui-Jung, Chenyi-Pei, Tsai Han-Fang, The Relationship Among Information Asymmetry, Dividend Policy and Ownership Structure, Finance Research Letters, Vol 20, 2017, P02.

الإشارة إلى أن الإعلانات عن تغيير سياسة توزيع الأرباح يرتبط طردياً مع القيمة السوقية للسهم والتغيرات المستقبلية للأرباح، باعتبارها إشارات تحمل في طياتها معلومات عن تقييم الإدارة للآفاق المستقبلية للمؤسسة.

إلا أنه يجدر بنا الإشارة إلى أن التخفيض من توزيع الأرباح لا يعكس دائماً تراجعاً في مردودية المؤسسة وانخفاض عوائدها المستقبلية، وإنما قد يكون لغرض تعزيز قدرتها الإنتاجية وذلك بتمويل فرض استثمارية تعود عليها بأرباح معتبرة، فحسب نظرية التدفق النقدي الحر فإن المؤسسات يجب أن تقوم بتوزيع ما فاض من الأرباح على المساهمين بعد تخصيص جزء من الأرباح لتمويل الفرص الاستثمارية ذات المردودية المرتفعة، وفي ذات السياق يرى كل من Lang & Litzenberger¹ (1989) أن التخفيض من نسبة الأرباح الموزعة يزيد من حجم الاستثمارات بينما زيادة الأرباح الموزعة يقلل من حوافز الإدارة على الرفع من قدرتها الاستثمارية وهو ما يتوافق مع نظرية التدفق النقدي الحر، كما أن عامل معدل الضريبة على دخل المستثمرين يلعب دوراً هاماً في التأثير على سياسة توزيع الأرباح، فحسب Litzenberger & Ramasmamy² (1979) فإن الضريبة الشخصية والضريبة على أرباح الشركات من شأنها أن تؤثر على سياسة توزيع الأرباح، وبالتالي على القيمة السوقية للسهم، ففي حالة وجود الضرائب فإن من مصلحة المساهمين المطالبة بتخفيض نسبة التوزيعات بل وتتعدى إلى المطالبة بعدم توزيع الأرباح عندما تكون هناك ميزة ضريبية للأرباح الرأسمالية، حيث أن الإعلان عن توزيع الأرباح في هذه الحالة تعتبر إشارة سيئة تؤدي إلى انخفاض سعر السهم في السوق المالي.³

¹ Lang.L & Litzenberger.R, Dividend Announcements: "Cash Flow Signaling Vs. Free Cash Flow Hypothesis?", Journal of Financial Economics, Vol 24, N°1, 1989, P182.

² Voir: Litzenberger.R & Ramasmamy. K, "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Assets Prices", Journal of Financial Economics, Vol 7, N°2, 1979, PP 163-195.

³ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 263-264.

كما أن Bernnan حاول أيضا في دراسة له سنة 1970 أن يوضح كيفية تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في ظل تباين المعدلات الضريبية بين التوزيعات والأرباح الرأسمالية، فخلص إلى أن المستثمر يهتم العائد بعد الضريبة وليس قبلها بغض النظر عن سياسة التوزيع المتبعة، إلا أنه يجدر لفت الانتباه إلى أن القوانين الجبائية المتعلقة بنسبة الضريبة المفروضة على التوزيعات وفائض القيمة تختلف من بلد إلى آخر فقد تكون الأولى أكبر من الثانية أو العكس، فعلى سبيل المثال فإنّ المشرع الجبائي الجزائري لا يخضع الأرباح الرأسمالية للضرائب كتحفيز على تداول الأسهم في السوق المالي بينما يخضع توزيعات الأرباح إلى ضريبة بنسبة 15% مقتطعة من المصدر، وبالتالي في هذه الحالة فإن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح بدلاً من توزيعها، وعليه نلاحظ بأنّ القوانين الجبائية تلعب دوراً مؤثراً على توزيع الأرباح على المساهمين من عدمه.

ولهذا يجب على المؤسسة اعتماد سياسة توزيع محكمة تسمح لها بإرسال معلومات واضحة وذات مصداقية للسوق المالي، مما يخلق جوا من الثقة والشفافية بينها وبين المساهمين، وذلك بتبني سياسة اتصال صريحة تقضي بإعلامهم أن عدم توزيع الأرباح أو التخفيض من نسبته سيرفع من القدرة الإنتاجية أو الاستثمارية للمؤسسة وسيترتب عليه عوائد مستقبلية معتبرة.

مما سبق نلاحظ أن نظرية الإشارة جاءت لتحل مشاكل عدم تماثل المعلومات بين الأطراف المتعاملين في المؤسسة، وذلك بإرسال إشارات إلى السوق المالي حول وضعية المؤسسة وآفاقها المستقبلية ولكن السؤال الذي يبقى مطروحاً بالحاح هو مدى صحة تلك المعلومات التي تبثها المؤسسة وهل تعكس فعلا صورتها الحقيقية؟ خصوصاً في ظل تعارض وتضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين.

المطلب الثاني: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل "Pecking order theory"

يعود ظهور نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل لأول مرة إلى الباحث (1961) Donaldson الذي قام بدراسة السلوك التمويلي لعينة من المؤسسات الأمريكية الكبرى، حيث توصل إلى أنها تعطي الأولوية للتمويل الذاتي وذلك باحتجاز نسبة من صافي الأرباح واستعمالها في تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة، وفي حالة عدم كفايتها فإنها تلجأ إلى التمويل الخارجي وذلك عن طريق الاستدانة ليكون رفع رأس المال وإصدار الأسهم كآخر ملجأ لها.

تم تطوير وبلورة نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل والتي تدعى أيضا بنظرية الالتقاط على يد الباحثين Myers & Majluf سنة 1984، اللذان حاولا تقديم نموذج يسمح بتفسير الاختيارات التي تقوم بها المؤسسة فيما يخص مصادر التمويل في ظل جملة من الفرضيات أهمها عدم تماثل المعلومات بين مختلف الأطراف الفاعلين فيها، حيث توصل الباحثين إلى أن المؤسسة تفضل استخدام الموارد المالية الذاتية على اللجوء إلى الموارد المالية الخارجية لتمويل استثماراتها، وفي حال عدم قدرتها على تغطية جميع احتياجاتها المالية فإنها تفضل الاعتماد أولا على الديون مقارنة بإصدار أسهم جديدة،¹ وذلك راجع إلى أن توفر المسيرين على معلومات أكثر كماً ونوعاً من التي هي بحوزة المستثمرين الخارجيين الذين هم على يقين من أن المسيرين يعملون لصالح المساهمين القدامى يجعلهم يشكون بسعر الأسهم التي تقوم المؤسسة بإصدارها ظناً منهم أنهم يحاولون استغلالهم وأن القيمة السوقية للأسهم المطروحة مغالاً فيها، مما سينعكس سلباً على سعر الأسهم في السوق المالي بالإضافة إلى ارتفاع درجة المخاطرة وتكاليف

¹ Stewart.C. Myers & Nicholas S. Majluf, Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, Journal of Financial Economics, N°13, 1984, P187.

الإصدار، ما يجعل من عملية رفع رأس المال تعطي إشارة سلبية عن الوضعية المالية للمؤسسة ويفسر تواجدها في آخر الهرم السلمي لترتيب مصادر التمويل.

ومن أجل تفادي مشكلة انخفاض سعر الأسهم وبيعها بأقل من سعرها الحقيقي مما يخفض من القيمة السوقية للمؤسسة، فإن المسيرين يفضلون اعتماد طريقة تمويل متسلسلة تماشياً مع سلمية المخاطر الناتجة عنها، حيث نجد التمويل الذاتي في قمة الهرم السلمي وذلك كون استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر تمويل داخلي لا يطرح مشكلة عدم التماثل في المعلومات إذ يجنب المسيرين الاتصال بالمستثمرين المحتملين سواء كانوا مساهمين جدد أو دائنين، ولا يُقابل بالرفض أو المعارضة من طرف مجلس الإدارة بالإضافة إلى أنه لا يتضمن أي تكاليف للإصدار¹ كما هو الحال بالنسبة لمصادر التمويل الخارجية، لذلك فإن المؤسسة تضع نسب مستهدفة لتوزيعات الأرباح وهذا من خلال مقارنتها مع الفرص الاستثمارية المتاحة، وكذا التدفقات النقدية المستقبلية، بحيث تكون سياستها ثابتة وهذا لغرض تجنب أي تغيرات مفاجئة خاصة تلك التي تتعلق بتخفيض نسبة الأرباح الموزعة أو رفعها استجابة للتقلبات المؤقتة الحاصلة في الأرباح المحققة، فإذا كانت الأرباح المحتجزة تفوق الاحتياجات الاستثمارية فإن المؤسسة تقوم بتوجيه هذا الفائض لسداد جزء من ديونها أو استثماره في أوراق مالية سهلة التسويق، أما في حالة حدوث عجز في حجم الموارد المالية اللازمة لتمويل تلك الفرص الاستثمارية فإن المؤسسة تلجأ إلى استخدام جزء من الرصيد النقدي المتاح أو تتصرف ببيع جزء من أوراقها المالية.

في حالة عدم كفاية الموارد الذاتية فإن المؤسسة تلجأ إلى الديون لتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة حيث تكون الأولوية للديون التي لا تتطوي على المخاطرة "Default-Risk-free dept" للتخفيف من تكاليف الإفلاس والاحتفاظ بقدرة كافية للاستدانة مستقبلاً ثم التدرج في الاختيار إلى الديون الأكثر مخاطرة وفي

¹ Stewart. C. Myers, The Capital Structure Puzzle, The Journal of Finance, Vol 39, N° 03, 1984, P582.

حال لم تحصل المؤسسة على احتياجاتها المالية فإنها تلجأ إلى الأوراق المالية الهجينة، إلا أن هذا النوع من التمويل سيتحتم عليها رفض بعض المشاريع الاستثمارية رغم أن قيمتها الحالية الصافية موجبة، غير أن الخسارة الناجمة عن التخلي عن مشاريع ذات مردودية عالية تكون أكبر عند تمويلها عن طريق إصدار الأسهم¹ وفتح رأس المال.

وعليه فإن توجه المؤسسة لاستخدام الديون كمصدر تمويل خارجي يحتم عليها الابتعاد عن المشاريع الاستثمارية ذات المخاطرة العالية نظرا لارتفاع مخاطر الإفلاس الناتجة عنها، كما من شأنه الحد من إقبال المسيرين على الاستثمار المفرط وتمويل مشاريع استثمارية ذات قيمة عالية صافية سالبة لتعظيم منافعهم الشخصية، وذلك بتفضيلهم للتمويل بواسطة الأموال الخاصة بدلا من الاستدانة التي تفرض عليهم قيودا وتحد من تصرفاتهم المالية قصد تحسين الأداء ورفع الكفاءة التشغيلية، بالإضافة إلى أن إصدار السندات في السوق المالي يرسل إشارات إيجابية عن وضعية المؤسسة ومدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها نظرا لارتفاع التدفقات النقدية المستقبلية، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة أسهمها وبالتالي قيمتها السوقية.

استنادا إلى ما سبق وبالرغم من انخفاض تكلفة الديون وتوفرها على ميزة جبائية تسمح بالتخفيض من الوعاء الضريبي، إلا أن نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل جاءت على عكس نظيراتها (نظرية مديقلاني وميلر 1963 - نظرية التوازن - نظرية الوكالة) ولم تضع نسبة محدّدة للديون ضمن هيكل رأسمال المؤسسة، كما أشارت إلى عدم وجود هيكل رأسمال أمثل يصلح مع كل الظروف.

حيث تقوم هذه النظرية بتفسير سلوك المؤسسة المتعلق بالتوسع في الاستدانة من عدمه، ففي حال تحقيق المؤسسة لأرباح عالية فإنها حتما ستتجه إلى عدم التوسع في الاستدانة لكونها قادرة على تغطية

¹ Stewart. C. Myers & Nicolas. S. Majluf, Op.cit., 1984, P 207.

احتياجاتها المالية باحتجاز جزء من الأرباح المحققة، أما في حال حققت نسبة منخفضة من الأرباح فهذا سيدفع بها للتوسع في الاستدانة من أجل تغطية احتياجاتها المالية، وهذا ما يتطابق مع نتائج الدراسة التي قام بها Fama & French (2002)¹ حيث توصل الباحثان إلى أن المؤسسات الأكثر ربحية هي الأقل استعمالاً للديون، كما أن المؤسسات التي تباشر عددا كبيرا من الاستثمارات تدفع أقل حصص من الأرباح لمساهميها، وهو ما يتوافق أيضا من النتائج التي توصل إليها كل من Titman & Wessels سنة 1988 و Rajan & Zingalas سنة 1995 التي تقضي بأن الربحية يمكن استخدامها كمؤشر للتمويل الداخلي وبالتالي فهي ترتبط ارتباطاً إيجابياً مع التمويل الذاتي وارتباطاً عكسياً مع مصادر التمويل الخارجية.²

وكنتيجة حتمية لكل ما تم التطرق إليه فإن عملية إصدار الأسهم تأتي في قاعدة الهرم السلمي بعد استنفاد جميع الطرق والوسائل لتمويل الفرص الاستثمارية وذلك قصد تجنب خسارتها، حيث يرجع ذلك لارتفاع كل من تكاليف الإصدار ودرجة المخاطر الملمّة بها بالإضافة إلى معارضة المساهمين القدامى لها حفاظاً على ملكيتهم وحصة السهم الواحد من الأرباح المحققة.

إلا أنه يجدر بنا التنويه إلى أنّ عامل التوقيت "Timing" يلعب دوراً مهماً في عملية إصدار الأسهم، حيث أظهرت بعض الدراسات الميدانية أن المسيرين الحاليين عادة ما يميلون إلى إصدار الأسهم بدلا من الديون في الفترات والأوقات التي تشهد فيها الأسهم ارتفاعاً في السعر³ في السوق المالي مقارنة بقيمتها الحقيقية، مما سيزيد من عوائد المساهمين دون تحمل أي تكاليف للإفلاس أو الوكالة.

¹ Eugene. F. Fama & Kenneth R. French, Testing Trade off and pecking Order Predictions about Dividends and Debt, The Review of Financial Studies, Vol 15; N°01, 2002, P14.

² Mark T. Leary & Michael R. Roberts, Financial Slack and Tests of the Pecking Order's Financing Hierarchy, P3, Retrieved From: <http://home.business.utah.edu>

³ Stewart. C. Myers, Op.cit., 1984, P 586.

المطلب الثالث: سلوك هيكل رأسمال المؤسسة في ظل محدّداته.

بعد التطرق لأهم المقاربات النظرية التي تفسّر عملية تشكيل هيكل رأسمال المؤسسة توصلنا إلى أنّ هذا الأخير يختلف من مؤسسة إلى أخرى ومن قطاع إلى آخر حسب البيئة الاقتصادية التي ينشط فيها والأهداف الإستراتيجية المحددة، فبعض المؤسسات تعتمد كلياً على الأموال الخاصة في حين تتوسع أخرى في استخدام الديون، هذه الاختلافات تتولد نتيجة لعدة عوامل ومحدّدات تتحكم في قرار التمويل والتي يجب مراعاتها عند تحديد المزيج التمويلي الذي يتماشى مع وضعية المؤسسة وظروفها حيث تتمثل أهم المحدّدات التي ترسم المعالم الأساسية لهيكل رأس المال الأمتثل في:

1- هيكل الأصول - الضمانات -

يعتبر هيكل الأصول من أهم العوامل المحدّدة لهيكل رأس المال، حيث أن امتلاك المؤسسة لنسبة معتبرة من الأصول الملموسة يزيد من قدرتها الإستيعابية للديون، ويحفز الدائنين على التعامل معها بكل سلاسة ومرونة وذلك من خلال اتخاذها كضمانات في حال لجوءها إلى الاستدانة، إذ أن ارتفاع نسبة هذه الأصول يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة وارتفاع مستوى الأمان لديها في حالة التصفية¹، كما يجعلها أقل عرضة لمخاطر عدم تماثل المعلومات مما يرفع من قدرتها على الحصول على قروض² بأقل معدل فائدة ممكن.

لقد اختلفت نظريات هيكل رأس المال حول العلاقة بين هيكل الأصول وهيكل رأس المال، حيث أشارت نظرية التوازن إلى وجود علاقة طردية بين المتغيرين إذ يرتبط هيكل رأس المال ارتباطاً وثيقاً بمفهوم تكلفة الإفلاس من خلال استخدام الأصول الملموسة كضمان لتمويل الديون في حالة تعرض المؤسسة للعسر

¹ M. Hariss & A. Raviv, op.cit., 1991, P324.

² Olivier Colot et Mélanie Croquet, Les Déterminants de La Structure Financière des Entreprises Belges, Reflets et Perspectives de La Vie Economique, de Boeck Supérieur tome XLVI, N°2, 2007, P187.

المالي، فضلا عن الحماية من مخاطر سوء الاختيار والمخاطر الأخلاقية الناتجة عن الصراع القائم بين المساهمين والدائنين مما يخفض من تكاليف الوكالة للديون.

في حين أشارت نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل إلى أنّ المؤسسات التي تحتفظ نسبة مرتفعة من الأصول الملموسة في هيكل رأسمال المؤسسة تكون أقل اعتمادا على الديون بسبب قلة تعرضها لمخاطر عدم تماثل المعلومات.

لقد أجمعت مجمل الدراسات التطبيقية حول وجود علاقة طردية وثيقة بين الضمانات ومستوى الاستدانة في هيكل رأسمال المؤسسة نذكر منها: دراسة كل من Titmans & Wessels (1988)، دراسة Rajan & Zangales (1995)، ودراسة Kemp & All (2001) وكذا دراسة Viviani (2008) ودراسة Ramadan & Alokdeh (2011).¹

في حين خلصت دراسة Ezeoha (2008)² إلى وجود علاقة عكسية بين المتغيرين والراجعة إلى أن ارتفاع نسبة الأصول الملموسة يؤدي إلى زيادة نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف نتيجة لارتفاع تكلفة اهتلاك تلك الأصول، مما يزيد من درجة الرفع التشغيلي وحساسية أرباح المؤسسة لأي تغير في حجم المبيعات، حيث في هذه الحالة تؤدي الاستدانة إلى زيادة درجة التقلب وعدم الاستقرار في الأرباح ومن ثم تردد الدائنين في تقديم القروض للمؤسسة بسبب ارتفاع درجة مخاطرتها.

¹ Voir: Ramadan, I.Z & Alokdeh Saleh.K, Determinants of Capital Structure: Evidence From Jordan (2000-2006), Jordan Journal of Business Administration, Vol 7, N°2, 2011, PP: 228-245.

² Voir: Ezeoha. A, Firm Size and Corporate Financial leverage Choice in a Developing Economy Evidence From Nigeria, The Journal of Risk Finance, Vol9, N°4, 2008, PP: 351-364.

2- حجم المؤسسة

أقرت الدراسات العلمية بوجود تأثير لحجم المؤسسة على قدرتها الاستيعابية للديون إلا أنها اختلفت في تفسير هذه العلاقة، حيث أشارت نظرية التوازن إلى وجود علاقة طردية بين الحجم وهيكل رأس المال والتي ترجع إلى أنّ المؤسسات كبيرة الحجم تتميز بأنها أكثر تنوعاً، أكثر استقراراً في التدفقات النقدية، أكثر قدرة على تحمل زيادة نسبة الديون وسداد مدفوعات الفوائد، أعلى إفصاحاً عن المعلومات، أقل تقلباً في الأرباح السنوية، أقل تعرضاً لمخاطر الإفلاس أسهل وصولاً إلى سوق الائتمان بالإضافة إلى انخفاض تكاليف الوكالة فيها، فضلاً عن كل ما ذكر آنفاً فهي تتطلب المزيد من الديون لتحقيق الاستفادة الكاملة من المزايا الضريبية، في حين أشارت نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل إلى وجود علاقة عكسية بين الحجم وهيكل رأس المال بسبب انخفاض حدة مخاطر عدم تماثل المعلومات في المؤسسات الكبرى مما يجعلها أقل اعتماداً على الديون نظراً لقدرتها على إصدار أسهم ذات درجة حساسية عالية للمعلومات.¹

3- المردودية

تعد المردودية هدفاً أساسياً للمؤسسة وأمر ضرورياً لبقائها واستمرارها كما تشكل هدفاً رئيسياً للمستثمرين، إضافة إلى أنها تمثل مؤشراً لنجاح المؤسسة من وجهة نظر الدائنين وتعكس كفاءة الإدارة في استخدام الموارد المتاحة والموجودة بحوزتها، إلا أن نظريات هيكل رأس المال اختلفت بخصوص أثرها وطبيعة العلاقة التي تربطها بهيكل رأس المال للمؤسسة، فحسب نظرية التوازن فإن المؤسسات ذات المردودية العالية تلجأ إلى الرفع من معدلات الاستدانة وذلك راجع إلى انخفاض مخاطر الإفلاس لديها وارتفاع معدلات الضرائب المتوقعة مما يحقق لها وفورات ضريبية معتبرة، وهذا ما تؤكده نتائج الدراسات التي قام بها كل

¹ Koussay Ammar, Examination of Factors Influencing capital structure decision: Evidence from Syria, Thishreen university, journal for research and scientific studies-Economic and legal sciences series, Vol42, N°1, 2020, P779.

من (2001) Kremp&All و (2002) Fama&French و (2007)¹Margaritis & Psillaki والتي تشير إلى وجود علاقة طردية بين المردودية وهيكل رأس المال.

أما وفقا لنظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل فيرى Myers أن الأرباح المحتجزة تعتبر المصدر الأول الذي تعتمد عليه المؤسسات في عملية التمويل، يليه بعد ذلك الديون، ثم إصدار أسهم جديدة، وبالتالي فإن المؤسسات ذات المردودية العالية تعتمد في المقام الأول على الأرباح المحتجزة مما يخفض من نسبة الديون لديها،² وهذا ما يؤكد وجود علاقة عكسية بين المردودية وهيكل رأس المال خلصت نتائج عدة دراسات تطبيقية إلى إثبات هذه العلاقة نذكر منها: Rajan & Zingales (1995)،³ Hirota (1999)،⁴ Huang & Song (2006)، Ezeoha (2008).

4- السيولة

تعتبر السيولة عن مدى كفاية الأصول المتداولة للوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل للمؤسسة، والتي يتم الحصول عليها من خلال التدفق النقدي الناتج عن المبيعات أو التحصيل المستحق من المدينين وكذا تحويل بعض الأصول إلى نقدية خلال فترة زمنية قصيرة.

يملك متغير السيولة تأثيرا مزدوجا على هيكل رأسمال المؤسسة⁵ فحسب نظرية التوازن فإن المؤسسة ذات السيولة العالية يكون لديها القدرة على السداد مما يسهل لها الحصول على الديون كما يجنبها عدم

¹ Voir: Margaritis. D &Psillaki. M, Capital Structure and Firm Efficiency, Journal of Business Finance & Accounting, Vol34, N°910, PP:1447-1469.

² S. Titman & R. Wessels, The Determinants Of Capital Structure Choice, Journal Of Finance, Vol43, N°1, 1988, P 06.

³ Hung. G & Song.F.M, The Determinants Of Capital Structure: Evidence From China, Chaina Economic Review, Vol 17, N°1, 2006, PP 14-36.

⁴ Hirota .S, Are Corporate Financing Decisions Different In Japan? An Empirical Study On Capital Structure, Journal Of The Japanese and International Economies, Vol 13, N°3, 1999, PP 201-229.

⁵ Abdul Aziz, Y.H & All, Determinants Of Capital Structure: Evidence From Malaysians firms, Asia-pacific Journal Of Business Administration, 2020, Retrieved From: <http://www.researchgate.net>

الاستخدام الكفء للتدفقات النقدية¹ وبالتالي فإن العلاقة تكون طردية بين السيولة وهيكل رأسمال المؤسسة.

أما بالنسبة لنظرية تسلسل مصادر التمويل ونظرية الوكالة فإن المؤسسات ذات السيولة العالية تميل إلى الاعتماد على الأموال المتولدة داخليا دون اللجوء إلى الاستدانة إلا في حال استنزاف هذه الأخيرة وبالتالي تكون العلاقة عكسية بين السيولة وهيكل رأس المال.

5-فرص النمو

لقد عرّف Titman & Wessels فرص النمو بأنها أصول رأسمالية تضيف قيمة للمؤسسة إلا أنه لا يمكن استخدامها كضمان للدين ولا ينتج عنها أي دخل في الوقت الحالي، حيث أن الاعتماد على الديون لتمويلها يحوي في طياته درجة عالية من المخاطر المالية² التي تجعل المؤسسة تتجنب اللجوء للاستدانة خاصة في حالة النمو السريع، أين ترتفع تكاليف الوكالة فيفضل الملاك الاعتماد على مواردهم الذاتية وهذا ما يؤكد وجود علاقة عكسية بين النمو وهيكل رأسمال المؤسسة وفقا لكل من نظرية المفاضلة ونظرية الوكالة والذي تم إثباته في عدة دراسات تطبيقية نذكر منها Rajan & Zingales (1995) Harris & Raviv (1990)، Heshmati (2001)، Alipour & All (2015).

في حين أكدت نظرية تسلسل مصادر التمويل وجود علاقة طردية بين النمو وهيكل رأسمال المؤسسة، والراجع إلى أن ارتفاع فرص النمو تتطلب زيادة في مصادر التمويل وخاصة بعد استنفاد الأموال الداخلية

¹ Gomez.G, Mena Rivas.A & Bolanos. E, The Determinants Of Capital Structure In Peru, Academia Revista Latino Americana De Administration, Vol27, N°3, 2014, P346.

² Ekaterina Panova, Determinants of Capital Structure In Russian Small and Medium Manufacturing Enterprises, Equilibrium Quarterly Journal Of Economics and Economic policy, Vol15, N°2, 2020, P366.

وعدم كفايتها للقيام بعمليات النمو، مما يؤدي بالمؤسسة إلى اللجوء إلى الاستدانة التي تعتبر أقل حساسية لعدم تماثل المعلومات مقارنة بإصدار الأسهم.

6-المتغير الجبائي

إن تحليل السلوك التمويلي للمؤسسة لا يمكن أن يتم بمعزل عن تأثيرات العوامل الخارجية المحيطة بها إذ تؤثر الضريبة على قرار التمويل فيها بسبب الوفرات التي تحققها الاستدانة، وهذا ما أقره كل من Modigliani & Miller سنة 1963 ، حيث أن المؤسسات ذات معدل الضريبة الفعلي المرتفع تميل إلى استخدام الديون للاستفادة من المزايا الضريبية المتمثلة في خصم فوائد الديون من الدخل الخاضع للضريبة مما يؤدي إلى انخفاض تكلفتها، وهو ما يفسر وجود علاقة طردية بين معدل الضريبة الفعلي وهيكل رأس المال والتي أثبتت في عدة دراسات تطبيقية نذكر منها: Rajan&Zingales (1995)، Graham (1996)، Gordon & Lee (2001)، بالمقابل أشارت بعض الدراسات إلى وجود علاقة عكسية بين معدل الضريبة الفعلي وهيكل رأس المال وذلك راجع إلى أن تأثير هذا المعدل على هيكل رأس المال يتوقف على القوانين الضريبية في كل دولة نذكر منها دراسة Huang & Song (2006) الذي توصل إلى وجود علاقة سلبية بين معدل الضريبة الفعلي ونسبة الديون المستخدمة ضمن هيكل رأسمال المؤسسات الصينية

7- الوفرات الضريبية من غير الديون

تشير الوفرات الضريبية من غير الديون إلى انخفاض المسؤولية الضريبية المستحقة على المؤسسة من خلال كافة المزايا الضريبية التي يمكن أن تحصل عليها من مصادر متنوعة بخلاف فوائد الديون والتي

تخفض من الدخل الخاضع للضريبة وتتمثل في أقساط الإهلاك والإعفاءات الضريبية¹ التي تمنحها الدولة للاستثمارات التي تشجعها إلى غير ذلك*. حيث خلصت دراسة De Angelo & Masulis سنة 1980 إلى أن المؤسسات التي تحقق وفورات ضريبية من غير الديون بنسبة معتبر تخفض من نسبة الاستدانة في هيكلها التمويلي من أجل الاستفادة من الفرص البديلة لتحقيق مزايا ضريبية كون هذه الأخيرة تعتبر من المصاريف القابلة للخصم من الوعاء الضريبي، وعليه فإنه كلما ارتفعت المزايا الضريبية من غير الديون أدى ذلك إلى انخفاض نسبة الاستدانة في هيكل رأسمال المؤسسة وهذا ما يتفق مع نظرية المفاضلة ونظرية تسلسل مصادر التمويل التي أشارت إلى وجود علاقة عكسية بين المتغيرين.

8- المخاطر

تعتبر المخاطر إحدى العوامل المحددة لهيكل رأس المال وبالتحديد المخاطر التشغيلية المتعلقة بنشاط المؤسسة وعملياتها الرئيسية كمخاطر التكنولوجيا المرتبطة بالإنتاج ومخاطر تغير أذواق ورغبات المستهلكين، التقلب في سعر البيع، شدة المنافسة في السوق وغيرها، فكلما زادت هذه المخاطر كلما انخفضت قدرة المؤسسة على استخدام الديون ضمن هيكل رأسمالها وهذا ما اتفقت عليه كل من نظرية المفاضلة ونظرية تسلسل مصادر التمويل، حيث أشارت كل منهما إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى المخاطر وهيكل رأس المال والتي ترجع إلى أن ارتفاع مستوى المخاطر يشير إلى زيادة احتمال تعرض المؤسسة للإفلاس وانخفاض قدرتها على الوفاء بالتزاماتها وبالتالي انخفاض جدارتها الائتمانية.

¹ MouradeBelkacemi, Les Déterminants de La Structure du Capital: Etude Empirique Sur un Echantillon d'entreprises Privées Algériennes. Rêvai des Réformes économique et Intégration en Economie Mondiale, Vol 13, N°1, 2019, P145.

* يمكن أن تشمل الوفورات الضريبية من غير الديون المؤونات ومصاريف البحث والتطوير، القروض الضريبية.

9- قطاع النشاط

يعتبر قطاع النشاط من العوامل التي تساهم في تحديد مصادر التمويل الخاصة بالمؤسسة حيث أشار كل من (Harris & Raviv 1991) إلى أن المؤسسات التي تنتمي إلى نفس القطاع عادة ما تكون متشابهة إلى حد بعيد في هيكل رأسمالها باعتبار أنها تواجه نفس المحيط الاقتصادي والتكنولوجي وتعمل في نفس درجة المخاطرة، وعليه فإنه من المفترض أن تكون لها مستويات مقاربة من الاستدانة في حين تختلف هذه المعدلات مع القطاعات الأخرى بسبب اختلاف أصول المؤسسات وكذا قدرة القطاع على تحمل الأزمات¹، حيث دعمت عدة دراسات تطبيقية هذه النتيجة نذكر منها: Bradley & All (1984) ، Titman & Wessel (1988) .

10- المرونة المالية

تشير المرونة المالية إلى قدرة المؤسسة على تعديل الخطة التمويلية وفقا للتغير الذي قد يحصل في احتياجاتها المالية، أي الملائمة بين الظروف المالية السائدة وبين مصادر التمويل المستخدمة²، فكما هو معروف بأن المؤسسات تعمل في بيئة غير مستقرة الأمر الذي يفرض عليها أن تكون قادرة وبشكل مستمر على مواجهة التغيرات البيئية وتغيير ترتيب أوضاعها الداخلية بما يتناسب مع تلك المستجدات البيئية حتى يتسنى لها كسب ثقة المقرضين والحصول على الموارد المالية عند الحاجة إليها، وعليه عندما تتمتع المؤسسة بمرونة مالية عالية تكون قادرة على الحصول على التمويل الخارجي أما في حال ما كانت المرونة المالية غير متوفرة فإن مستوى الديون بهيكل رأس المال سيكون منخفضا.

¹ Mourade Belkacemi, op-cit, 2019, p 146

² عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الحرسه، مرجع سابق، ص 203.

11- تكلفة التمويل

تؤثر التكلفة التي تتحملها المؤسسة في خدمة الدين على نسبة الاستدانة التي يمكنها الاحتفاظ بها في هيكل رأس المال، حيث أكدت عدة دراسات تطبيقية وجود علاقة عكسية بين تكلفة الاستدانة ونسبة الديون أي أنه كلما ارتفعت هذه التكلفة عن معدل العائد كلما أدى ذلك إلى التقليل من استخدام الديون ضمن هيكل رأسمال المؤسسة تفاديا للأثر السلبي للرافعة المالية.

ومن بين الدراسات التي أُيدت هذه العلاقة العكسية دراسة (Barry & All (2008 التي أشارت إلى أن المؤسسات تلجأ إلى الاستدانة أكثر مقارنة بإصدار الأسهم عندما تكون أسعار الفائدة منخفضة مقارنة بالمعدلات التاريخية.¹

12- الشكل القانوني

تأخذ المؤسسات أشكالاً قانونية مختلفة ولكل شكل مصدر تمويلي يتناسب معه، بحيث تختلف مصادر التمويل في شركات المساهمة عن تلك المصادر في شركة التضامن أو الشركة ذات المسؤولية المحدودة، أين تعتبر شركة التضامن الأكثر استفادة من فرص التمويل وذلك راجع إلى التزام الشركاء بتسديد الديون في وقت استحقاقها خوفاً من الوقوع في مخاطر عدم السداد التي قد تصل إلى الأموال الشخصية للمتضامنين، وفقاً لمبدأ المسؤولية غير المحدودة الأمر الذي يعتبر عاملاً مدعماً للحصول على قروض جديدة نتيجة لقدرة المقرض على استرجاع أمواله² عكس الشركة ذات المسؤولية المحدودة أين تكون فيها الخسارة ومسؤولية الشركاء في حدود ما ساهموا به.

¹ QwenNyangoro, *Impact of Tax On The Capital Structure Of Listed Firms In Kenya*, Final Report, School of Economics University of Nairobi, 2013, P18.

² لعقاب يسرى أسية، درويش عمار، *محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية: دراسة قياسية لعينة من المؤسسات*، مجلة التنويع الاقتصادي، جامع بلحاج بوشعيب، المجلد (03)، العدد (01)، الجزائر، 2022، ص143.

خلاصة الفصل

من خلال استعراضنا في هذا الفصل لمختلف المعاملات الجبائية الخاصة بمصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة والتعرف على الأثر الجبائي الذي يخلفه استخدام كل مصدر منها، وكذا التطرق إلى الأطر النظرية التي ساهمت في تفسير السلوك التمويلي فيها وفق الإدراج معيار الضريبة من عدمه، استطعنا توضيح الرؤية حول أهمية اعتماد السياسة الجبائية كآلية من آليات تأهيل المؤسسة من الجانب التمويلي لما لها من قدرة في ترشيد عملية صنع القرارات التمويلية فيها إذا ما تم ضبطها وتطبيقها بكل كفاءة وفعالية.

حيث تؤدي الجبائية دورا هاما في تشكيل الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة، وذلك من خلال المزايا والتحفيزات الجبائية التي منحها المشرع الجبائي لكل مورد من الموارد المالية المتوفرة أمامها ومن شأنها تدنية تكلفة رأس المال وتعظيم العائد المنتظر، وذلك بتوجيه المؤسسة إلى تحقيق الاستقلالية المالية عن طريق اعتماد التحويل الذاتي من جهة وتحقيق وفرات ضريبية عن طريق ميزة قابلية الخصم للمصاريف المالية للديون من الوعاء الخاضع للضريبة من جهة أخرى.

حازت هذه الفكرة على اهتمام بالغ من طرف المختصين في هذا المجال، حيث قاموا بالعديد من الدراسات التي تبلورت في شكل عدة نظريات حاولوا من خلالها تفسير السلوك التمويلي للمؤسسة وربطها بالواقع العملي، إلا أن هذه النظريات لمتحصل على الإجماع بالنسبة للمتغيرات المؤثرة في الهيكل التمويل للمؤسسة نظرا للاختلاف الموجود بين مؤسسة وأخرى، وبين النظام الاقتصادي والجنائي من بلد إلى آخر ما جعل البحوث والدراسات مستمرة إلى غاية يومنا هذا.

الفصل الثالث

دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد
السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية
الجزائرية

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

تمهيد

عرفت السنوات الأخيرة من القرن العشرين تغيرات جذرية في ملامح الاقتصاد الدولي، فرضتها جملة التقلبات الكبيرة التي مست الساحة السياسية والاقتصادية العالمية، بدء من انهيار النظام الاشتراكي وسيطرة النظام الرأسمالي عليها والتوجه العام نحو العولمة وتكامل أسواق رأس المال وغير من التحولات التي أدت إلى حتمية تبني معظم دول العالم عامة والدول النامية خاصة لسلسلة من الإصلاحات الاقتصادية الجوهرية أهمها الانتقال من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق الحر الذي يستند على ميكانيزمات العرض والطلب، وذلك من خلال تخفيض درجة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي وتكثيف المؤسسات والشركات الخاصة.

حيث كانت الجزائر من أوائل الدول التي تبنت استراتيجيات جديدة تتماشى مع هذه التحولات والقيام بإصلاحات في شتى الميادين، أهمها إصلاح النظام الجبائي حتى يرتقي إلى مستوى تطلعات المؤسسات الاقتصادية الناشطة فيه وتمكينها من تعبئة الموارد المالية الضرورية لمزاولة نشاطها وتعزيز قدرتها التنافسية.

وفي هذا السياق التمسنا ضرورة إلقاء نظرة على مكونات النظام الجبائي الجزائري ومختلف الإصلاحات التي مر بها خلال فترة الدراسة، مع تسليط الضوء على أهم الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع لكي يتسنى لنا فيما بعد الإجابة على الإشكالية المطروحة عبر تقديم دراسة قياسية، تسعى إلى البحث في إمكانية وجود أثر للتغيرات الجبائية التي قامت بها الدولة في تحديد السياسة التمويلية للمؤسسات الاقتصادية الناشطة فيها باستخدام نموذج الانحدار الخطي للمتغيرات التابعة المحصورة "Tobit" في ظل معطيات بائل للآثار العشوائية.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

المبحث الأول: قراءة للنظام الجبائي الجزائري والدراسات السابقة ذات الصلة

لم تعد الضريبة في ظل التحولات الاقتصادية التي عاشها العالم عامة والجزائر خاصة موردا أساسيا لتمويل النفقات العامة فحسب، لكن وسيلة فعالة من وسائل السياسة المالية للدولة وأداة مهمة في أيدي السلطات لتحقيق التوازن الاقتصادي ودفع عجلة التنمية وتشجيع الاستثمار وذلك من خلال سنّ القوانين والتشريعات المتعاقبة التي تتضمن في كل مرة مزايا وإعفاءات وتحفيزات جبائية من شأنها ترقية القطاع المؤسساتي وجلب رؤوس الأموال والمستثمرين للنهوض بالإقتصاد والوطني.

المطلب الأول: نبذة عن النظام الجبائي الجزائري.

يؤدي النظام الجبائي دوراً هاماً في اقتصاديات الدول باعتباره أداة تستخدمها الدولة لتحقيق جملة من الأهداف الاقتصادية والاجتماعية والمالية المسطرة ضمن سياستها العامة، مما يحتم عليه ضرورة التأقلم مع المستجدات ومواكبة التغيرات الاقتصادية التي تمس كلّ من السّاحة الوطنية والدولية، وذلك قصد تحقيق الكفاءة والفعالية المنتظرة منه.

1- تعريف النظام الجبائي الجزائري

قبل التطرق إلى النظام الجبائي الجزائري ومكوناته يتوجب علينا الإلمام بمفهوم النظام الجبائي بصفة عامة، والذي يمكن تعريفه من المنظور الواسع على أنه مجموعة العناصر الإيديولوجية والاقتصادية والفنية التي يؤدي ترابطها إلى كيان ضريبي معين، ذلك الكيان يمثل الواجهة الحسية للنظام والذي تختلف ملامحه بالضرورة من مجتمع رأسمالي إلى مجتمع اشتراكي، كما تختلف صورته من مجتمع متقدم اقتصاديا عن

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

صورتها في مجتمع متخلف أما ممن المنظور الضيق فهو يمثل مجموعة القواعد القانونية والفنية التي تمكن من الاستقطاع الضريبي في مراحله المتتالية من التشريع إلى التدقيق والربط وتحصيل الضريبة.¹

كما يمكن تعريفه على أنه الإطار الذي ينظم مجموعة الضرائب المتكاملة والمتناسقة التي يتم تحديدها استناداً إلى أسس اقتصادية ومالية وفنية في ضوء اعتبارات سياسية واجتماعية وإدارية.²

وعليه يمكن استخلاص أن النظام الجبائي يشكل الترجمة العملية للسياسة الجبائية، حيث يمثل مجموعة محدّدة ومنتقاة من الصور الفنية للضرائب التي تتلائم مع الوضع الاقتصادي والاجتماعي والسياسي للدولة والتي تشكل في مجملها هيكلًا ضريبيًا متكاملًا، يعمل وفقاً للتشريعات والقوانين الجبائية من أجل تحقيق أهداف السياسة الجبائية التي تعتبر جزءاً من السياسة الاقتصادية التي تستخدمها الدولة لإحداث آثار اقتصادية واجتماعية وسياسية إيجابية تساهم في تحقيق أهدافها.

2- مكونات النظام الجبائي الجزائري

يقوم النظام الجبائي الجزائري على نوعين من الجباية وهما الجباية العادية والجباية البترولية المشكلتان لمداخل الخزينة العمومية، حيث تضم الجباية العادية موضوع دراستنا جملة من الضرائب التي يتم تصنيفها إلى ضرائب مباشرة وضرائب غير مباشرة كالآتي:

2-1 الضرائب المباشرة

وهي ضرائب تورّد إلى الخزينة العمومية من قبل المكلف بها، أي أن العبء الضريبي يستقر عليه ولا يستطيع تجميله إلى طرف آخر مهما كانت صفته، وأهم الضرائب التي تضمها هي:

¹ يونس أحمد البطريق، النظم الضريبية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 19.

² صلاح زين الدين، الإصلاح الضريبي، دار النهضة العربية، 2000، ص 46.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

✓ الضريبة الجزافية الوحيدة

هي ضريبة تم استحداثها بموجب تدابير قانون المالية 2007 لتعويض النظام الجزافي للضريبة على الدخل الإجمالي والرسم على القيمة المضافة والرسم على النشاط المهني للأشخاص الطبيعيين الذين يمارسون نشاطا صناعيا، تجاريا أو غير تجاري أو حرفيا، وكذا التعاونيات الفنية والتقليدية التي لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي ثمانية ملايين دينار (8000.000) ماعدا تلك التي اختارت نظام فرض الضريبة حسب الربح الحقيقي أو النظام المبسط للمهن غير التجارية،¹ وذلك بتطبيق المعدلين التاليين على رقم الأعمال الخاضع:

الجدول (03-01): معدل الضريبة الجزافية

نوع النشاط الممارس	المعدل المطبق
أنشطة الإنتاج وبيع السلع	05%
أنشطة أخرى (تقديم خدمات)	12%

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة 2024.

✓ الضريبة على أرباح الشركات (IBS)

هي ضريبة سنوية مباشرة، نسبية وتصريحية، تفرض على الأرباح التي يحققها الأشخاص المعنويون المشار إليهم في المادة 136 من قانون الضرائب المباشرة والرسوم والمماثلة، وذلك عن طريق ضرب المعدلات الضريبية الموضحة في الجدول التالي في الربح الجبائي المحدد عن طريق مسك محاسبة منتظمة طبقا لقواعد ومبادئ النظام المحاسبي المالي:²

¹ المادة 282 مكرر 1، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص 94 .

² خلاصي رضا، النظام الجبائي الجزائري، جباية الأشخاص الطبيعيين والمعنويين، الجزء الأول، الطبعة الثالثة، دار هومة، الجزائر، 2012، ص32.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

الجدول (02-03): معدل الضريبة على أرباح الشركات حسب النشاط الممارس

نوع النشاط الممارس	المعدل المطبق
أنشطة إنتاج السلع	19%
أنشطة البناء والأشغال العمومية والري وكذا الأنشطة السياحية والحمامات	23%
الأنشطة المتبقية (التجارة والخدمات)	26%

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على قانون المالية التكميلي لسنة 2015.

يجدر الإشارة إلى أن الأشخاص المعنويين الخاضعين للضريبة على أرباح الشركات الذين يمارسون العديد من الأنشطة في نفس الوقت يجب عليهم أن يقدموا محاسبة منفصلة لهذه الأنشطة، تسمح بتحديد حصة الأرباح عن كل نشاط مناسب لمعدل الضريبة على أرباح الشركات الواجب تطبيقه، وأن عدم احترام ذلك يؤدي إلى تطبيق منهجي لمعدل 26%.

كما تحدّد نسب الاقتطاع من المصدر بالنسبة للضريبة على أرباح الشركات كما يلي:

☞ 10% بالنسبة لعوائد الديون والودائع والكافلات؛

☞ 40% بالنسبة للمداخل الناتجة عن سندات الصناديق غير الاسمية أو لحاملها؛

☞ 20% بالنسبة للمبالغ المحصلة من قبل المؤسسات في إطار عقد تسيير الذي يخضع إلى الاقتطاع من

المصدر؛

☞ 30% بالنسبة:

* للمبالغ التي تقبضها المؤسسات الأجنبية التي ليست لها منشآت مهنية دائمة في الجزائر في إطار صفقات

تأدية الخدمات.

* للمبالغ المدفوعة مقابل خدمات من كل نوع تؤدي أو تستعمل في الجزائر.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

* للحصول المدفوعة للمخترعين المقيمين في الخارج.

☞ 10% بالنسبة للمبالغ التي تقبضها شركات النقل البحري إذا كانت بلدانها الأصلية تفرض الضريبة على مؤسسات جزائرية للنقل البحري؛

☞ 15% محرة من الضريبة بالنسبة لعائدات الأسهم أو الحصص الاجتماعية وكذا المداخل المماثلة المذكورة في المواد من 45 إلى 48 من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة، المحققة من طرف الأشخاص المعنويين الذين لا يملكون منشأة مهنية دائمة في الجزائر؛

☞ 05% محرة من الضريبة، بالنسبة للمداخل المتأتية من توزيع الأرباح إخضاعها للضريبة على أرباح الشركات أو تم إعفاؤها صراحة؛

☞ 20% بالنسبة لفوائض القيمة الناتجة عن التنازل عن الأسهم أو الحصص الاجتماعية أو الأوراق المماثلة المحققة من طرف الأشخاص المذكورين في المادة 149 مكرر من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة. كما تخضع الأرباح المعاد استثمارها وفقا للشروط المنصوص عليها في المادة 142 مكرر من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة للضريبة على أرباح الشركات بمعدل مخفض قدره 10%.

يتم تحديد الربح الخاضع للضريبة انطلاقا من النتيجة المحاسبية، وذلك بعد إحداث بعض التعديلات الخاصة بإعادة إدماج بعض الأعباء غير القابلة للخصم وخصم بعض النواتج غير الخاضعة للضريبة طبقا لما تنص عليه القواعد الجبائية، وذلك خارج إطار المحاسبة من خلال الجدول رقم 09 من الحزمة الجبائية الذي يوضح كافة الاستردادات والتخفيضات المقبولة جبائيا، وعليه يمكن توضيح النتيجة الجبائية من خلال العلاقة التالية:

النتيجة الجبائية = النتيجة المحاسبية + استردادات - تخفيضات

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

حيث تمثل الاستردادات التكاليف المقيدة في المجالات المحاسبية للمؤسسة ولكنها غير مقبولة جبائيا بصفة

نهائية أو مؤقتة بسبب عدم استيفائها للشروط المنصوص عليها في القانون الجبائي والمتمثلة في:¹

☞ يجب أن يتم استغلالها في إطار التسيير العادي للمؤسسة أو لمصلحتها؛

☞ يحجب أن يكون العبء فعليا ومبررا بمستندات الثبوتية المحررة قانونا؛

☞ يجب أن يؤدي العبء إلى انخفاض صافي الأصول؛

☞ يجب أن يقيد العبء محاسبيا ويدرج في نتيجة السنة المالية المطابقة لالتزامه.

وتتمثل هذه الأعباء الغير قابلة للخصم في:²

☞ مختلف التكاليف والأعباء وأجور الكراء الخاصة بالمباني غير المخصصة مباشرة للاستغلال؛

☞ الهدايا المختلفة باستثناء تلك التي لها طابع إشهاري ما لم تتجاوز قيمة كل واحد منها مبلغ 1000 دج في

حدود مبلغ إجمالي قدره خمسمائة ألف دينار (500 000 دج)؛

☞ الإعانات والتبرعات ماعدا تلك الممنوحة لصالح المؤسسات والجمعيات ذات الطابع الإنساني في حدود

أربعة ملايين دينار (4000 000 دج) سنويا؛

☞ مصاريف حفلات الاستقبال بما فيها مصاريف الإطعام والفندقة والعرض، باستثناء المبالغ الملتزم بها

والمثبتة قانونا والمرتبطة مباشرة باستغلال المؤسسة؛

☞ الأعباء التي تستوفي شروط الخصم والتي تم تسديدها نقدا في حال جاوزت قيمة مليون دينار

(1000 000 دج)؛

¹ المادة 140 مكرر، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص 47.

² المادة 169، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص 59.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

☞ النفقات المتعلقة بالترويج الطبي للمواد الصيدلانية وشبه الصيدلانية في حال تجاوزت نسبة 1% من رقم العمال السنوي؛

☞ المعاملات والغرامات والمصادرات والجزاءات، مهما كانت كبيعتها بسبب مخالفة الأحكام القانونية؛

☞ حصة إيجارات المركبات السياحية التي تزيد عن مائتي ألف دينار (200 000 دج) سنويا، وكذا تكاليف صيانة وإصلاح المركبات السياحية التي لا تشكل الأداة الرئيسية للنشاط؛

☞ مصاريف البحث والتطوير العلمي وكذا النفقات المصروفة في إطار برامج الابتكار المحققة من المؤسسات الحاصلة على علامة مؤسسة ناشئة أو حاضنة الأعمال" في حال تجاوزت نسبة 30% من الربح الخاضع للضريبة وفي حال تجاوزت الحد الأقصى المتمثل في مائتي مليون دينار (200 000 000 دج)؛

☞ المؤونات الغير مؤكدة والغير مبررة ؛

☞ الاهتلاكات غير المنصوص عليها جبائيا كحساب قسط الإهلاك السنوي لسيارة سياحية على أساس قيمة الاقتناء، بينما جبائيا بحسب على أساس قيمة شراء قدرها (3000 000 دينار للوحدة)، وما زاد عن هذا المبلغ لا يقبل خصمه إلا بشرط أن تكون السيارة الأداة الرئيسية لنشاط المؤسسة.¹

☞ تعتبر الضريبة على أرباح الشركات IBS غير قابلة للخصم، وبما أنها تسجل محاسبيا كعبء يجب إعادة دمجها في الربح الخاضع للضريبة.

☞ فوائض القيمة الناتجة عن التنازل عن عناصر الأصول الثابتة، فحسب المادة 173 من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة فإن هذه الفوائض تخضع للضريبة على أرباح الشركات بنسبة 70% من الربح الخاضع بالنسبة لفوائض القيم القصيرة الأمد، و35% من الربح الخاضع بالنسبة لفوائض القيم الطويلة الأمد

¹ المادة 141 - 3، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص48.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

أما في حال التزم المكلف بالضريبة بإعادة استثمار الفائض في أجل 3 سنوات ابتداء من اختتام هذه السنة المالية، فإنه لا يدخل ضمن الربح الخاضع للضريبة.¹

☞ تعتبر خسائر القيم على التثبيات والأصول المعاد تقييمها غير قابلة للخصم، وبالتالي يعاد دمجها في الربح الخاضع للضريبة.

أما التخفيضات فهي الخصومات التي يتعين تخفيضها من النتيجة المحاسبية كونها غير خاضعة للضريبة وتتمثل في:²

☞ المصاريف العامة من أية طبيعة كانت، وأجور كراء العقارات التي تستأجرها المؤسسة، ونفقات المستخدمين واليد العاملة، مع مراعاة أحكام المادة 169؛

☞ الضرائب الواقعة على كاهل المؤسسة والمحصلة خلال السنة المالية باستثناء الضريبة على أرباح الشركات؛

☞ الاهتلاكات المطبقة وفقا لأحكام المادة 174 من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة، والتي تحدّد مدتها بموجب قرار للوزير المكلف للمالية؛

☞ المصاريف المالية الخاصة بالاقتراض المبرمة داخل الجزائر، أي بالعملة الوطنية قابلة للخصم من الربح الخاضع للضريبة؛

☞ المؤونات المشكّلة لغرض مواجهة تكاليف أو خسائر القيم في حساب المخزونات أو الغير المبينة بوضوح والتي يتوقع حدوثها بفعل الأحداث الجارية، شريطة تقييدها في كتابات السنة المالية وتبيانها في كشف الأرصدة المنصوص عليه في المادة 152؛

¹ المادة 173 - 1 و 2، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص 61.

² المادة 141، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص 47.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

☞ فوائض القيمة الناتجة عن التنازل، حيث يخصم 30% من فائض القيمة الناتج عن التنازل عن التثبيات القصيرة الأمد أي التي يقدر عمرها الإنتاجي بثلاث سنوات أو أقل، في حين يخصم 65% من فائض القيمة الناتج عن التنازل عن التثبيات الطويلة الأمد أي التي يفوق عمرها الإنتاجي ثلاث سنوات؛

☞ فوائض القيمة الناتجة عن التنازل عن الأسهم والسندات المماثلة وكذا حواصل الأسهم وحصص هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة المسعرة في البورصة؛

☞ المداخل المتأتية من توزيع الأرباح التي سبق إخضاعها للضريبة على أرباح الشركات أو المعفاة من ذلك لأنه سبق لها أن خضعت للضريبة؛

☞ الاهتلاكات المتعلقة بعمليات عقود القرض الإيجاري بالنسبة للمقرض المؤجر الذي يعتبر من الناحية الجبائية المالك القانوني للملك المؤجر، وعليه يحق له خصم الإهلاك من الربح الخاضع للضريبة بصورة استثنائية إلى غاية 2012/12/31م؛¹

☞ الإيجارات خارج الأعباء المالية بالنسبة للمستأجر الذي يعتبر المالك الاقتصادي للملك والذي يخول له القانون خصم هذه الإيجارات من الربح الخاضع للضريبة إلى غاية نهاية مدة الاستحقاقات المحددة قانوناً؛

☞ في حالة تحقيق عجز مالي، فإن هذا العجز يعتبر عبء يدرج في السنة المالية المالية، ويخفض من الربح المحقق خلال السنة المالية، وإذا كان هذا الربح غير كافٍ لتغطية كل العجز، فإن ما تبقى يرحل بالترتيب إلى السنوات المالية القادمة إلى غاية السنة المالية الرابعة الموالية لسنة تسجيل العجز.²

كما منح المشرع الجزائري بعض الإعفاءات من الضريبة على أرباح الشركات والتي تمس فئات معينة من المؤسسات والتي تم تقسيمها كالاتي:³

¹ المادة 27، قانون المالية التكميلي، 2010.

² المادة 147، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص 52.

³ المادة 138، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص 44.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

الإعفاءات الدائمة

- * التعاونيات الاستهلاكية التابعة للمؤسسة والهيئات العمومية.
- * المؤسسات التابعة لجمعيات الأشخاص ذوي الاحتياجات الخاصة المعتمدة والهيكل التابعة لها.
- * صناديق التعاون الفلاحية بعنوان العمليات البنكية والتأمين.
- * التعاونيات الفلاحية للتنميين والشراء.
- * الشركات التعاونية لإنتاج وتحويل وحفظ وبيع المنتجات الفلاحية وكذا اتحاداتها المعتمدة حسب نفس الشروط المنصوص عليها، والمسيرة طبقاً للأحكام القانونية أو التنظيمية التي تسيرها، باستثناء العمليات الآتية:
- * مبيعات محققة من محلات التجزئة المنفصلة عن مؤسساتها الرئيسية.
- * عمليات التحويل التي تخص المنتجات أو المنتجات الفرعية باستثناء تلك الموجهة لتغذية الإنسان والحيوان أو التي يمكن استعمالها كمواد أولية في الفلاحة والصناعة.
- * عمليات محققة مع المستعملين غير الشركات والتي رخصت بها التعاونيات أو ألزمت لقبولها.
- كما يطبق هذا الإعفاء على العمليات المحققة من طرف تعاونيات الحبوب واتحاداتها مع الديوان الجزائري المهني للحبوب والمتعلقة بشراء أو بيع أو تحويل أو نقل الحبوب، وسيطبق نفس الشيء بالنسبة للعمليات المحققة من طرف تعاونيات الحبوب مع تعاونيات أخرى للحبوب في إطار برامج وان أو بترخيص منه.
- * المداخل المحققة من النشاطات المتعلقة بالحليب الطازج الموجه للاستهلاك على حالته.
- * عمليات تصدير السلع والخدمات، باستثناء تلك المنجزة من طرف مؤسسات النقل البري والبحري والجوي وعمليات إعادة التأمين والبنوك، وكذا بالنسبة لمعاملي الهاتف النقال وحاملي تراخيص إقامة واستغلال

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

خدمات تحويل الصوت عبر بروتوكول الانترنت والمؤسسات الناشطة في المجال القبلي أو البعدي للإنتاج في القطاع المنجمي مقارنة مع عمليات تصدير المنتجات المنجمية على حالها أو بعد تحويلها.

*تعاونيات الصيد البحري وتربية المائيات، واتحادها المستفيدة من اعتماد تسلمه المصالح المؤهلة التابعة للوزارة المكلفة بالصيد البحري وتربية المائيات والمسيرة طبقا للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكمها، باستثناء العمليات المحققة مع المستعملين غير الشركاء.

✓ الإعفاءات المؤقتة

*الأنشطة التي يمارسها الشباب ذوو المشاريع المؤهلون للاستفادة من إعانة "الوكالة الوطنية لدعم وتنمية المقاولاتية" أو "الصندوق الوطني لدعم القرض المصغر" أو "الصندوق الوطني للتأمين على البطالة" لمدة ثلاث (3) سنوات، ابتداء من تاريخ الشروع في استغلالها.

ترفع مدة الإعفاء إلى ست (6) سنوات، إذا كانت الأنشطة ممارسة في منطقة يجب ترقيتها، وذلك ابتداءً من تاريخ الشروع في الاستغلال، وتمدد بستنتين (2) عندما يتعهد المستثمرون بتوظيف ثلاثة (3) عمال على الأقل لمدة غير محدودة.

في حال تواجدت هذه الأنشطة في منطقة بالجنوب، وتستفيد من مساعدة "صندوق تسيير عمليات الاستثمارات العمومية المسجلة في ميزانية التجهيز للدولة وتطوير مناطق الجنوب والهضاب العليا" تمتد مدة الإعفاء إلى عشر (10) سنوات من تاريخ الشروع في الاستغلال.

*المؤسسات السياحية المنشأة من قبل مستثمرين وطنيين أو أجانب باستثناء وكالات السياحة والأسفار لمدة عشر (10) سنوات.

*وكالات السياحة والأسفار وكذلك المؤسسات الفندقية لمدة ثلاث (3) سنوات ابتداء من تاريخ بداية النشاط.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

*أرباح الودائع في حسابات الاستثمار المنجزة في إطار العمليات البنكية المتعلقة بالصيرفة الإسلامية، لمدة خمس (5) سنوات ابتداءً من أول جانفي 2023.

✓ الضريبة على الدخل الإجمالي (IRG)

تعرف الضريبة على الدخل الإجمالي حسب التشريع الجبائي الجزائري بأنها ضريبة سنوية وحيدة تطبق على دخل الأشخاص الطبيعيين، وتقرض هذه الضريبة على الدخل الصافي الإجمالي للمكلف بالضريبة،¹ الذي يتكون من مجموع المداخل الصافية للأصناف التالية:²

☞ الأرباح الصناعية والتجارية؛

☞ أرباح المهن غير التجارية؛

☞ الأرباح الفلاحية؛

☞ الإيرادات المحققة من إيجار الملكيات المبنية وغير المبنية؛

☞ عائدات رؤوس الأموال المنقولة؛

☞ المرتبات والأجور والمعاشات والريوع العمرية؛

☞ فوائض القيمة الناتجة عن التنازل بمقابل عن العقارات المبنية أو غير المبنية والحقوق العقارية الحقيقية،

وكذا تلك الناتجة عن التنازل عن الأسهم أو الحصص الاجتماعية أو الأوراق المماثلة.

يخضع للضريبة على الدخل الإجمالي كل من:³

☞ الأشخاص الذين يوجد موطن تكليفهم بالجزائر؛

☞ الأشخاص الذين يوجد موطن تكليفهم خارج الجزائر وعائداتهم من مصدر جزائري.

¹ المادة 1، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص 12.

² المادة 2، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص 12.

³ المادة 3، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص 12.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

حيث يعتبر موطن التكليف موجود بالجزائر بالنسبة إلى:

«الأشخاص الذين يتوفر لديهم مسكن بصفتهم مالكين له، أو منتفعين به، أو مستأجرين له، عندما يكون الإيجار في هذه الحالة الأخيرة قد اتفق عليه إما باتفاق وحيد، أو باتفاقات متتالية لفترة متواصلة لا تقل مدتها عن سنة؛

«الأشخاص الذين يمارسون نشاطا مهنيا بالجزائر سواء أكانوا أجزاء أم لا؛

«الأشخاص الذين لهم في الجزائر مكان إقامتهم أو مركز مصالحهم الأساسية؛

«الأشخاص التابعين للدولة كأعوان لها والذين يمارسون وظائفهم ويكلفون بمهامهم في بلد أجنبي ولا يخضعون في هذا البلد لضريبة شخصية على مجموع دخلهم؛

«الأشخاص من جنسية جزائرية أو أجنبية، سواء أكان موطن تكليفهم في الجزائر أم لا، والذين يحصلون في الجزائر على أرباح أو مداخيل يحول فرض الضريبة عليها إلى الجزائر بمقتضى اتفاقية جبائية تم عقدها مع بلدان أخرى.

كما يخضع لها أيضا بصفة شخصية على حصة الفوائد العائدة لهم من الشركة تناسب مع حقوقهم فيها:¹

«الشركاء في شركات الأشخاص؛

«أعضاء الشركات المدنية الخاضعة لنفس النظام الذي تخضع له الشركات باسم جماعي شريطة ألا تشكل هذه الشركات في شكل شركة أسهم أو شركة محدودة المسؤولية، وأن تنص قوانينها الأساسية على المسؤولية غير المحدودة للشركاء فيما يخص ديون الشركة؛

«أعضاء شركات المساهمة الذين لهم مسؤولية تضامنية وغير محددة فيها.

¹ المادة 7، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص 13.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

يتم تحديد الدخل الخاضع للضريبة على أساس المبلغ الإجمالي للدخل الصافي السنوي المتوفر لدى المكلف بالضريبة، حيث يتعلق هذا الدخل الصافي بمجموع المداخل التي يمتلكها باستثناء تلك التي كانت موضوع فرض محرر، مع خصم التكاليف التالية:¹

☞ فوائد القروض والديون المبرمة لاقتناء أو بناء السكنات التي هي على عاتق المكلف بالضريبة؛

☞ اشتراكات منح الشيخوخة والضمان الاجتماعي التي يدفعها المكلف بالضريبة بصفة شخصية؛

☞ نفقات الإطعام؛

☞ عقد التأمين الذي يبرمه المالك المؤجر؛

☞ مبلغ هامش الربح المتفق عليه مسبقا في إطار عقد بصيغة "المرابحة"، المبرم من أجل اقتناء مسكن على عاتق المكلف بالضريبة.

بعد تحديد الدخل الخاضع يتم احتساب الضريبة وفقا للدول التصاعدي التالي:

الجدول رقم (03-03): الجدول التصاعدي للضريبة على الدخل الإجمالي.

معدل الضريبة	قسط الدخل الخاضع للضريبة (دج)
00%	لا يتجاوز 240 000 دج
23%	من 240 001 دج إلى 480 000 دج
27%	من 480 001 دج إلى 960 000 دج
30%	من 960 001 دج إلى 1 920 000 دج
33%	من 1 920 001 دج إلى 3 840 000 دج
35%	أكثر من 3 840 000 دج

المصدر: من إعداد الطالبة إعتامدا على قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة لسنة 2024.

¹ المادة 85، (ق.ض.م.ر.م)، 2024، مرجع سابق، ص 29.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

غير أنه يوجد أصناف أخرى من مداخيل المكلفين بالضريبة تطبق عليهم معدلات نسبية ثابتة يمكن تلخيصها في الجدول التالي:

الجدول رقم (03-04): معدلات فرض الضريبة على الدخل الإجمالي.

أصناف المداخيل	نسبة الضريبة
1- المداخيل الناتجة عن إيجار الملكيات المبنية وغير المبنية:	
- بالنسبة لإيجار السكنات ذات الطابع السكني	7%
- بالنسبة للمداخيل المتأتية من إيجار ذي طابع تجاري أو مهني	15%
- بالنسبة للعقود المبرمة مع الشركات	15%
- بالنسبة لإيجار الأملاك غير المبنية	15%
- بالنسبة لإيجار العقارات غير المبنية ذات الاستعمال الفلاحي	10%
2- المرتبات والأجور والتعويضات والمنح والريوع العمرية:	
- بالنسبة للمرتبات والأجور والمعاشات والريوع العمرية	الجدول التصاعدي
- بالنسبة للأجور والتعويضات والمكافآت (غير الشهرية) واستدراكها	10%
- بالنسبة للنشاطات المؤقتة المتعلقة بالبحث والتدريس والمراقبة	10%
- بالنسبة للرواتب المتأتية من الأنشطة الظرفية ذات الطابع الفكري	15%
3- مداخيل رؤوس الأموال المنقولة:	
- بالنسبة لعائدات الأسهم أو الحصص الاجتماعية والمداخيل المماثلة	15%
- بالنسبة لعائدات الديون والودائع والكفالات	10%
- بالنسبة لعائدات الأوراق غير الاسمية أو لحاملها	50%

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

01%	- بالنسبة لفوائد حسابات إيداع الخواص التي تقل عن 50000 دج
10%	- بالنسبة لفوائد حسابات إيداع حسابات إيداع الخواص التي تفوق 50000 دج
	4- فائض القيمة الناتج عن التنازل عن العقارات والأسهم أو الحصص الاجتماعية والسندات الماثلة:
15%	- بالنسبة للعقارات المبنية وغير المبنية والحقوق العقارية الحقيقية.
15%	- بالنسبة للأسهم والحصص الاجتماعية والأوراق المماثلة
05%	- بالنسبة لفائض قيمة الأسهم والحصص الاجتماعية المعاد استثماره.
	5- مداخيل الأشخاص الطبيعيين الذين يوجد مكان تكليفهم بالخارج:
24%	- بالنسبة للمداخيل المدفوعة من طرف المدينين المقيمين في الجزائر.
15%	- بالنسبة لعائدات الأسهم والسندات والأوراق المماثلة
20%	- بالنسبة لفائض القيمة للأسهم والحصص الاجتماعية والأوراق المماثلة
15%	- بالنسبة لأتعاب الفنانين والمؤلفين الذين لديهم موطن جبائي بالخارج.

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة لسنة 2024.

✓ الرسم على النشاط المهني (TAP)

هي ضريبة سنوية استحدثت بموجب الإصلاح الجبائي لسنة 1992، وذلك بإدماج كل من الرسم على النشاط الصناعي والتجاري والرسم على النشاط غير التجاري، يستحق على رقم الأعمال المحقق من طرف المكلفين بالضريبة الذين لديهم منشأة مهنية دائمة في الجزائر ويمارسون نشاطاً تخضع أرباحه للضريبة على أرباح

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

الشركات أو الضريبة على الدخل الإجمالي صنف الأرباح المهنية،¹ وذلك بتطبيق المعدلات التالية على رقم الأعمال الخاضع بعد خصم التخفيضات الجبائية المنصوص عليها قانونا.

الجدول رقم (03-05): معدلات الرسم على النشاط المهني.

نوع النشاط الممارس	المعدل المطبق
بالنسبة لجميع الأنشطة	1.5%
بالنسبة لنشاط نقل المحروقات بواسطة الأنابيب	3%

المصدر: من إعداد الطالبة إعتدالاً على قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة 2024.

حيث يتم دفع الرسم على النشاط المهني والتصريح به من طرف الأشخاص الخاضعين له لدى قبضة الضرائب الموجودة في محيط البلدية التي تم فيها ممارسة النشاط أو تنفيذ الأشغال، وذلك باستعمال التصريح الشهري (G50) خلال العشرين يوم الأولى كن الشهر الذي يلي الشهر الذي تحقق خلاله رقم الأعمال أو المداخل المهنية،² غير أنه بالنسبة للمكلفين بالضريبة التابعين لمديرية كبريات الشركات فإنه يتم دفع الرسم على النشاط المهني على مستوى قبضة الضرائب التابعة لهذه المديرية مهما كان مكان ممارسة النشاط وهذا منذ 01 أوت 2008.³

إلا أنه يجدر بنا التنويه إلى أنه تم إلغاء هذا الرسم بموجب قانون المالية 2024.

¹ المادة 217، (ق.ض.م.ر.م)، 2023.

² المادة 359-1 ، (ق.ض.م.ر.م)، 2023.

³ المادة 23، قانون المالية لسنة 2008 المعدلة للمادة 166 من قانون الإجراءات الجبائية، تحديث 2021.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

2-2 الضرائب غير المباشرة

وهي عكس الضرائب المباشرة كون العبء الضريبي فيها ينتقل من المكلفين بها قانونيا إلى المستهلك النهائي، حيث يلعب هذا الأخير دور الوسيط بين الخزينة والمستهلك، ومن أهم الضرائب المكوّنة لها ما يلي:

✓ الرسم على القيمة المضافة (TVA)

هي ضريبة غير مباشرة على الاستهلاك تخص العمليات ذات الطابع الصناعي، والتجاري، والحرفي أو الحر وتستثني العمليات ذات الطابع الفلاحي، والعمليات التي لها طابع الخدمة العمومية غير التجارية،¹ تجمع من طرف المؤسسة لفائدة الخزينة العمومية ليتحملها المستهلك النهائي،² وبالتالي فإن المؤسسة تلعب دور الوسيط لكونها قادرة على استرجاع الرسوم التي دفعتها أثناء مراحل الإنتاج أو التوزيع.

يتمثل الوعاء الضريبي للرسم على القيمة المضافة في رقم الأعمال الذي يشمل ثمن البضائع أو الأشغال أو الخدمات بما فيه كل المصاريف والرسوم ماعدا الرسم على القيمة المضافة ذاته، يطبق عليه معدلين هما:³

☞ 9% بالنسبة للسلع والخدمات التي تمثل فائدة خاصة على المستوى الاقتصادي، الاجتماعي والثقافي (معدل مخفض)؛

☞ 19% بالنسبة لباقي السلع والخدمات.

يتم دفع الرسم على القيمة المضافة والتصريح به من طرف المكلف الخاضع له لدى قباضة الضرائب التابع لها باستعمال التصريح الشهري (G50) خلال العشرين يوم الأولى من كل شهر وهذا بعد خصم الرسوم على المشتريات التي دفعها لمورده بصورة تجعله لا يدفع إلى الخزينة سوى الفارق الموجب بين الرسم المحصل من الزبائن والرسم المدفوع إلى الموردين، أما إذا كانت قيمة الرسم المدفوع أثناء الشراء تفوق قيمة الرسم المفوتر

¹ الدليل التطبيقي للرسم على القيمة المضافة، المديرية العامة للضرائب، وزارة المالية، 2015، ص 07.

² J.L. Mathiez, la politique fiscale économique, Edition economica, Paris, 1999, P74.

³ المادة 21 و 23، قانون الرسم على رقم الأعمال، 2024، ص 16.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

أثناء البيع يكون المكلف في حالة قرض ضريبي يمكن استرجاعه خلال الفترات اللاحقة من الرسوم المحصلة عند عملية البيع.¹

✓ الرسم الداخلي على الاستهلاك

يؤسس رسم داخلي على الاستهلاك يتكوّن من حصة ثابتة ومعدل نسبي، يطبق على نوع معين من المنتجات والسلع التي تم تحديدها في المادة 25 من قانون الرسم على رقم الأعمال المبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (03-06): نسب الخضوع للرسم الداخلي على الاستهلاك

التعريفات		بيان المنتجات
		I- الجعة
4368 دج/هل		أقل أو يساوي 5°
5560 دج/هل		أكثر من 5°
المعدل النسبي (بناء على قيمة المنتج)	الحصة الثابتة (دج/كغ)	II- المنتجات التبغية والكبريت
		1- السجائر
15%	1.640	أ- التبغ الأسود
15%	2.250	ب- التبغ الأشقر
15%	2.600	2- السيجار
10%	682	3- تبغ التدخين (بما فيها الشيشة)
10%	781	4- تبغ للنشق والمضغ
40%		5- السجائر الإلكترونية سواكل شحن أو إعادة شحن الأجهزة الإلكترونية المسماة (السجائر الإلكترونية) والأجهزة المماثلة
20%		6- الكبريت والقذاحات

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على قانون الرسم على رقم الأعمال 2024.

¹ قدي عبد الحميد، النظام الجبائي الجزائري وتحديات الألفية الثالثة، ملتقى وطني حول الاقتصاد الجزائري في الألفية الثالثة، جامعة البليدة، 2002، ص 05.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

تستند الحصة الثابتة إلى الوزن الصافي للتبغ المحتوى في المنتج النهائي، بينما المعدل النسبي فيستند إلى سعر البيع دون احتساب الرسوم، أما بالنسبة للمواد المشكلة جزئياً من التبغ، فيطبق الرسم الداخلي للاستهلاك على المنتج بأكمله.

كما تخضع أيضاً للرسم الداخلي على الاستهلاك بعض السلع والمنتجات الأخرى والمبينة في ذات المادة.

المطلب الثاني: واقع الإصلاح الجبائي في الجزائر

لقد عرف النظام الجبائي الجزائري عدة تغيرات تماشياً مع التطورات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية الحيطه به داخليا وخارجيا، وذلك قصد مواكبة عجلة التنمية الاقتصادية خاصة بعد التحول من اقتصاد موجه يتسم بتدخل واسع للدولة إلى اقتصاد السوق الحر، والتي كانت نتيجة حتمية لا مفر منها للهزات الاقتصادية التي عرفها العالم عامة والجزائر خاصة بعد انهيار أسعار النفط وقيمة الدولار في الأسواق العالمية، مما استوجب عليها تبني جملة من الإصلاحات التي شملت العديد من القطاعات والمجالات بما في ذلك النظام الجبائي.

1- مفهوم الإصلاح الجبائي وأسبابه

يقصد بالإصلاح الجبائي مجموع التغيرات التي تطرأ على النظام الجبائي في الدولة المواكبة للتطورات الاقتصادية والاجتماعية أو تحقيق خطط التنمية في مرحلة معينة من مراحل النمو،¹ كما يمكن تعريفه على أنه إدخال تغيرات نحو الأحسن، للعمل على سدّ الفراغات والثغرات القانونية الموجودة بالنظام الجبائي السابق، قصد الرفع من مردوبيته، ومحاولة زيادة فعاليته بما يخدم الاقتصاد الوطني العام والخاص،² في حين يرى آخرون بأنّه عملية تبسيط للنظام الجبائي القائم من خلال تقليل عدد وأسعار الضريبة، وجعلها أكثر واقعية

¹ سعيد عبد العزيز عثمان، شكري رجب العشماوي، اقتصاديات الضرائب سياسات، نظم، قضايا معاصرة، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2007، ص 335.

² لسلوس مبارك، تقييم الإصلاحات الجبائية في الجزائر، الملتقى الدولي الثاني حول الإصلاح الجبائي والتنمية الاقتصادية في الجزائر، جامعة البليدة، 13/12 ماي 2014، ص 35.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

وتوسيع الأوعية الضريبية مع إعفاء الفقراء والتخفيف عن كاهلهم، بشكل يقلل من المصروفات الضريبية ويفعل من النظام الجبائي، ويجعله أكثر اتساقا وتناغما مع الأداء الداخلي المطلوب والتطورات الخارجية المتسارعة.¹ وعليه فإن الإصلاح الجبائي ليس مجرد تعديلات يتم إدخالها، وإنما هو خلاصة لمجموعة من العمليات والإجراءات التي يتم التخطيط لها وتنفيذها عبر فترة زمنية طويلة.

مما سبق يتضح جلياً بأن الإصلاح الجبائي هو حزمة من التغيرات الضرورية والمستمرة التي يتم إدخالها على النظام الجبائي السائد بهدف تقويمه وتعديل أوجه القصور فيه، وكذا تكيفه مع الأوضاع الراهنة، وذلك من خلال إضفاء خصائص الكفاءة والفعالية والعدالة والمرونة والبساطة عليه، لتحقيق أكبر مردودية مالية ممكنة تسمح للدولة بلوغ أهدافها المسطرة.

لقد عانى النظام الجبائي الجزائري من عدة نقائص وثغرات في الفترة ما قبل الإصلاحات وذلك نظرا للأوضاع الاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي كانت تعيشها البلاد آنذاك، خاصة في ظل التغيرات والتحولات التي شهدتها كل من الساحة الدولية والوطنية، والتي شملت انهيار النظام الاشتراكي السائد وسيطرة الليبرالية الرأسمالية على الاقتصاد العالمي بقيادة الولايات المتحدة الأمريكية وبدعم من المؤسسات المالية الدولية على رأسها صندوق النقد الدولي، بالإضافة إلى ظهور الثورة التكنولوجية وانتشار العولمة في جميع المجالات مما أدى إلى إعادة هيكلة الاقتصاد العالمي وفقا للاتجاهات الجديدة التي كانت ترمي إلى التكنل الاقتصادي بين دول العالم المتقدم، دون أن ننسى أزمة المديونية التي لحقت بها في تلك الفترة وانعكاساتها السلبية على الاقتصاد الوطني، أين وجدت الجزائر نفسها أمام ضغوطات كبيرة فيما يتعلق بشروط الاقتراض من المؤسسات المالية الدولية وأصبح الإصلاح الجبائي ضرورة حتمية تساهم في بناء سياسة اقتصادية قوية وقادرة على

¹ رضا خلاصي، شذرات النظرية الجبائية، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2014، ص568.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

مواجهة التحديات المستقبلية، حيث يمكن إرجاع أهم أسباب ودوافع الإصلاح الجبائي الذي انتهجته الجزائر بداية التسعينيات إلى:

☞ الأزمة النفطية لسنة 1986 وانخفاض أسعار البترول، الذي تسبب في انخفاض مساهمة إيرادات الجباية البترولية في تغطية النفقات العامة للدولة وعجز النظام السابق عن سرّ هذا النقص من خلال إيرادات الجباية العادية،¹ مما أدى إلى ظهور العديد من المشاكل السياسية والاقتصادية والاجتماعية، وهنا برزت الحاجة لإرساء معالم نظام جبائي جديد يتسم بدرجة عالية من المرونة.

☞ انتشار ظاهرة التهرب والغش الجبائي بسبب ارتفاع الضغط الجبائي المفروض على المكلف وغياب الوعي الضريبي، بالإضافة إلى كثرة الثغرات القانونية في التشريع الجبائي، مما أدى إلى تآكل الحصيلة الجبائية وظهور فجوة بين الحصيلة الفعلية والحصيلة المستهدفة.

☞ اختلال الهيكل الضريبي بسبب هيمنة الجباية البترولية على الإيرادات الجبائية وإهمال الجباية العادية مما سبب حالة من اللاتوازن في النظام الجبائي السابق، الأمر الذي يفسر طبيعة الإصلاحات السطحية والعشوائية التي طغت على النظام آنذاك خاصة منذ أزمة 1986م،² بالإضافة إلى ارتفاع النصيب النسبي للضرائب غير المباشرة من الإيرادات الجبائية نظرا لسهولة تحصيلها مقارنة بالضرائب المباشرة مثل الضريبة على الدخل التي تميزت بضعف حصيلتها نتيجة لانخفاض نصيب الفرد من الدخل وسوء توزيعه، وذلك بعكس الدول الصناعية المتقدمة.

¹ كمال رزيق، سمير عمور، تقييم عملية إحلال الجباية العادية محل الجباية البترولية في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 05، جامعة البليدة، الجزائر، 2003، ص 325.

² المرجع نفسه، ص 325.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

تعدد النظام الجبائي بسبب كثرة وتنوع الضرائب وتعدد معدلاتها واختلاف مواعيد تحصيلها مما خلق صعوبات في تطبيقه وكذا إمكانية التحكم فيه¹ من طرف إدارة الضرائب والمؤسسة معاً، بالإضافة إلى كثرة التعديلات في القوانين والتشريعات الجبائية التي تظهر في قوانين المالية السنوية والتكميلية التي جعلته يعاني حالة من عدم الاستقرار مما ينعكس سلباً على مردوديته المالية ويؤثر على عدالته وشفافيته.

عدم فعالية الحوافز الضريبية في توجيه المؤسسات نحو الاستثمارات المنتجة لتحقيق الأهداف العامة للسياسة الاقتصادية، الأمر الذي تطلب إدخال حوافز جديدة من شأنها أن تحقق هذا الغرض عن طريق تبني إصلاح جبائي للنظام السابق.²

ضعف الإدارة الجبائية بسبب عدم كفاءة الإطار ونقص خبرتهم في المجال الجبائي،³ بالإضافة إلى عدم استغلال التكنولوجيا الحديثة في الهندسة الجبائية.

تضارب المصالح بين الإدارة الجبائية والمكلف بالضريبة، حيث تعدد الإدارة بأن المكلف يتحين الفرص من أجل الغش، في حين يعتقد المكلف بأن الإدارة تسلب منه أمواله، إذ لم تستطع الإدارة الجبائية اعتماد فكرة الزبونية في علاقتها مع المكلف.

اتسام النظام الجبائي بالأعدالة الضريبية وذلك من خلال ارتكاز العبء الضريبي على بعض المكلفين دون غيرهم، إذ نجد أن الضرائب النوعية لا تراعي الوضعية العامة للمكلف، حيث يتحمل أصحاب الدخل

¹ مراد ناصر وآخرون، سياسات الإصلاح الجبائي، الملتقى العلمي الدولي الثاني حول الإصلاحات الجبائية في الجزائر ودورها في التنمية الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة البليدة، يومي 12 و 13 ماي 2014.

² رضوان آيت قاسي عزو، حاج بن زيدان، نمو الجبائية العادية في ظل الإصلاحات الضريبية وظرف النمو الاقتصادي: دراسة حالة الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 05، العدد 03، 2019، ص 382.

³ بوقلع وداد، مساهمة الإصلاحات الجبائية في تحسين مردودية النظام الضريبي الجزائري دراسة تحليلية للفترة 1992-2019، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير تخصص إدارة مالية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بو الصوف، ميله، 2022، ص 112.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

الصغيرة والمحدودة عبئاً ضريبياً لا يتناسب مع دخولهم وبالتالي غياب العدالة العمودية من جهة، ومن جهة أخرى فرض ضريبة الدخل على المرتبات والأجور دون فوائد رأس المال والدخل من الأعمال الحرة،¹ وبالتالي غياب العدالة الأفقية.

2- أهم الإصلاحات الجبائية التي مست فترة الدراسة

لقد أسفر الإصلاح الجبائي لسنة 1991 عن بنية جديدة للنظام الجبائي الجزائري، وذلك من خلال تبني تغييرات جذرية مست جميع الهياكل القاعدية للنظام والسياسة الجبائية التي كانت تعتمدها السلطات الجزائرية آنذاك، بدء باستبدال التشريعات الجبائية القديمة وتعديلها بما يتوافق مع مستجدات الساحة الدولية والوطنية ووصولاً إلى إعادة هيكلة وتنظيم الإدارة الجبائية لضمان تحقيق ونجاح المشروع الإصلاحى، شملت الإصلاحات الجبائية الضرائب بنوعيتها المباشرة وغير المباشرة، حيث استغنى المشرع الجبائي عن ميزة التعددية التي كانت تمتاز بها الضرائب المباشرة واصفاً بذلك حد للضرائب النوعية والضريبة التكميلية، فأحدث ضريبتين جديدتين تفرض كل منهما حسب طبيعة الممول تتمثل الأولى في الضريبة على الدخل الإجمالي IRG التي تمس الأشخاص الطبيعيين، أما الثانية فتتمثل في الضريبة على أرباح الشركات IBS والتي تمس بدورها الأشخاص المعنويين* مثل شركات المساهمة، المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة، المؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة...إلخ.

¹ محمد عماد عبد الوهاب السنباطي، الإصلاح الضريبي مع التطبيق على الإدارة الضريبية دراسة تحليلية مقارنة، مكتبة الوفاء القانونية، الاسكندرية، مصر، 2014، ص32.

* يستثنى من الأشخاص المعنويين: مؤسسات الأشخاص إلا إذا اختارت الخضوع للضريبة على أرباح الشركات، المؤسسات المدينة التي لم تكن على شكل مؤسسة أسهم، هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة المكونة والمعتمدة حسب الأشكال والشروط المنصوص عليها في التشريع المعمول به، المؤسسات والتعاونيات الخاضعة للضريبة الجزافية الوحيدة.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

كما سبق وأن أشرنا إليها بشكل مفصل في المطلب السابق، أمّا بالنسبة للضرائب غير المباشرة فقد تم إلغاء الرسم الوحيد الإجمالي على الإنتاج، والرسم الوحيد الإجمالي على تأدية الخدمات واعتماد نظام الرسم على القيمة المضافة الذي يفرض على السلع والخدمات أثناء إنتاجها وتداولها وبالتالي فهي تمس كل المراحل التي تمر بها السلعة أو الخدمة إلى غاية وصولها للمستهلك النهائي، وعليه فهي تطبق على القيمة المضافة المتداخلة خلال كل طور من أطوار العمليات الاقتصادية أو التجارية التي يقوم بها المتعاملون أو الخاضعون للرسم مما يجعلها تتميز بقدر من العدالة الضريبية بحيث تخفف العبء الضريبي المحمل على المنتج الأخير وذلك بتوزيع خطر الإفلاس على مختلف مراحل الدورة الاقتصادية، بالإضافة إلى استحداث ضرائب ورسوم أخرى قد تم التطرق إليها آنفاً والمتمثلة في الرسم على النشاط المهني، الضريبة الجزافية الوحيدة، الرسم العقاري... إلخ.¹

ونظراً لكون الإصلاحات لا يمكن أن تكتمل إلا بإصلاح الأجهزة المشرفة على تنفيذها، فقد اهتمت الدولة بإصلاح وإعادة هيكلة جهاز الإدارة الجبائية لغرض تحسين أدائها ورفع من مردوديتها وذلك من خلال تحسين العلاقة بينها وبين المكلف بالضريبة والتقرب منه أكثر وتذليل الفوارق بينها وبينه، وتحسين طريقة التعامل معه خاصة بعد صدور التعليمات العامة حول ما اصطلح عليه بتعليمات: "مرجع نوعية الخدمة"² De Référentiel Qualité De Service من جهة، ومن جهة أخرى إعادة التوازن للإدارة الجبائية من خلال الانتقال من نمط إداري أفقي حسب الوظائف نحو نمط إداري عمودي حسب أصناف المكلفين بالضريبة وذلك باستحداث مديريات جديدة، تضم كل الخدمات والمصالح التي يحتاجها المكلف بالضريبة دون الحاجة إلى تنقله من

¹ عنتر برياش، محمد خليل بوحلايس، قراءة تحليلية لتطور الإيرادات العامة في الجزائر للفترة: 1990-2017، مجلة الآفاق للدراسات الاقتصادية، العدد 5، 2018، ص 48.

² لونيس عبد الوهاب، إعادة هيكلة الإدارة الجبائية، مجلة الاستثمار والتنمية المستدامة، المجلد 01، العدد 01، 2022، ص 10.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

مصلحة إلى أخرى وهي: كمديرية كبريات المؤسسات (DGE) التي تختص بمهام فرض وتحصيل الضرائب بالإضافة إلى تسيير الملفات الضريبية من حيث الإعلام والرقابة والمنازعات الجبائية،¹ الخاصة بالمؤسسات التابعة للقانون الجزائري والخاضعة للضريبة على أرباح الشركات والتي يفوق رقم أعمالها مئة مليون دينار جزائري، وكذا المؤسسات البترولية والمؤسسات الأجنبية التي ليس لها إقامة مهنية في الجزائر، بالإضافة إلى مراكز الضرائب التي تعنى بتسيير ملفات المكلفين الخاضعين للضريبة حسب النظام الحقيقي، الذين لا يقل رقم أعمالهم عن ثلاثة ملايين دينار جزائري والتي تمثل فئة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بما فيها أصحاب المهن الحرة، والمراكز الجوارية التي تتكفل بتسيير باقي المجتمع الجبائي الذي يعتبر أقل أهمية اقتصادية مقارنة بنظيره ويتعلق الأمر بالمؤسسات الخاضعة للنظام الجزافي والمستثمرات الفلاحية وللمؤسسات العمومية ذات الطابع الإداري والجبابة العقارية.

لم يتوقف المشرع الجبائي في إصلاحاته عند إعادة النظر في هيكلية الإدارة الجبائية بل اعتبرها كخطوة أولى ضمن مشروعه الإصلاحي، مما استوجب عله اتخاذ العديد من الأحكام الجديدة التي من شأنها تكملة الإصلاحات في ظل عصرة الإدارة الجبائية، والتي ظهرت عبر التعديلات والتغييرات التي تبناها في قوانين المالية السنوية والتكميلية لكل سنة إلى غاية يومنا هذا، وذلك قصد مسايرة التحولات والتطورات الاقتصادية المحيطة به من جهة، والرفع من المردودية المالية المحققة من جهة أخرى، حيث تمثلت أهم هذه التعديلات والتغييرات التي مست فترة الدراسة في:

¹ المادة 03، المرسوم التنفيذي رقم 06327 المؤرخ في 25 شعبان 1427 الموافق لـ 18 سبتمبر 2006، يحدد تنظيم المصالح الخارجية للإدارة الجبائية ومصالحها، ص 7.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

✓ قانون المالية لسنة 2014: تبنى هذا القانون جملة من الأحكام الجبائية أهمها:

✎ الالتزام بإعادة استثمار حصة الأرباح الموافقة للإعفاءات أو التخفيضات في الضريبة على أرباح الشركات والرسم على النشاط المهني الممنوحة خلال فترة الاستغلال في أجل أربع سنوات، ابتداءً من تاريخ اختتام السنة المالية؛¹

✎ تطبيق المعدل المخفض للضريبة على أرباح الشركات والمقدر بـ 19% بالنسبة لوكالات السياحة والأسفار الناشطة في مجالي السياحة الوطنية والسياحة الاستقبالية؛²

✎ قابلية حسم الرسم على القيمة المضافة المبين في الفواتير والبيانات ووثائق الاستيراد من الرسم الواجب تطبيقه على هذه العملية؛³

✎ إعادة النظر في نظام عمليات الشراء بالإعفاء من الرسم على القيمة المضافة؛⁴

✎ تبني أحكام مشجعة للإنتاج الوطني؛⁵

✎ إعفاء نواتج وفوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن الإلتزامات والسندات المماثلة والأوراق المماثلة للخزينة المسعرة في البورصة أو المتداولة في سوق منظمة من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات لمدة خمس سنوات، ابتداءً من أول يناير سنة 2014؛⁶

✎ ولغرض تبسيط النظام الجبائي الذي يقوم على تسهيل الإجراءات الجبائية للإدارة والمكلف بالضريبة في أن واحد، قام المشرع الجبائي بتبني بعض الأحكام التي سنورها كآتي:

¹ المادة 5، قانون المالية سنة 2014.

² المادة 7، المرجع نفسه.

³ المادة 18، قانون المالية سنة 2014، مرجع سابق.

⁴ بموجب المواد 19، 20، 21، المرجع نفسه.

⁵ بموجب المادة 63 و64، المرجع نفسه.

⁶ المادة 67، المرجع نفسه.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

☞ حق الإدارة الجبائية في التشكيك في صدق المستندات أو الاتفاقيات التي تم إبرامها من طرف المكلفين

بالضريبة أثناء عملية المراقبة وإخفاء المضمون الحقيقي للعقد، قصد تجنب أو تخفيض الأعباء الجبائية.¹

☞ تبني أحكام جبائية من شأنها الحد من التهرب الجبائي.²

☞ تعميم الوثائق المفروضة والمحددة في المادة 169 مكرر من قانون الإجراءات الجبائية، على المؤسسات

الأعضاء في مجمع الشركات المفسرة لسياسة تحويل الأرباح، وذلك في إطار التحقيق في محاسبة المؤسسة.³

☞ إلغاء المادة (43) من قانون الإجراءات الجبائية التي تقضي بفرض الضريبة تلقائيا في حالة رفض

المحاسبة وإجراء إعادة التقويم وإدراجها ضمن الإجراء التناقضي لإعادة التقويم.⁴

☞ تحديد حالات التقييم التلقائي لأسس فرض الضريبة.⁵

✓ **قانون المالية لسنة 2015:** تضمن قانون المالية لسنة 2015 حزمة من التغيرات الجبائية التي

سنعرضها في النقاط التالية:

☞ تبني نسبة موحدة للضريبة على أرباح الشركات والمقدرة بـ 23% عوضا عن 19% و 25%⁶ بالنسبة لكافة

الأنشطة؛⁷

☞ إعادة النظر في بعض الأحكام المنظمة للضريبة الجزافية الوحيدة كرفع سقف الضريبة الجزافية الوحيدة إلى

30.000.000 دينار وتوسيع مجال تطبيقها ليشمل المهن غير التجارية وكذا الشركات، بالإضافة إلى رفع

¹ المادة 25، المرجع نفسه.

² المادة 26، المرجع نفسه.

³ المادة 27، المرجع نفسه.

⁴ المادة 29، قانون المالية سنة 2014، مرجع سابق.

⁵ المادة 30، المرجع نفسه.

⁶ المادة 12، قانون المالية سنة 2015.

⁷ المادة 12، قانون المالية التكميلي سنة 2015.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

المبلغ الأدنى لفرض الضريبة من 5000 دينار إلى 10000 دينار، مع منح المكلفين بالضريبة إمكانية اختيار نظام الربح الحقيقي؛¹

✎ تعديل الوعاء الضريبي الخاضع للرسم على القيمة المضافة؛²

✎ تحديد المعدل المخفض للرسم على القيمة المضافة بـ 7% وتطبيقه على جملة من المنتجات والعمليات والمبيّنة في المادة (32) من قانون المالية لسنة 2015؛

✎ إعفاء مقتنيات التجهيزات والخدمات التي تدخل مباشرة في إنجاز استثمار خاص بإنشاء أو توسيع تقوم بها مؤسسات تستفيد من إعانة "الصندوق الوطني لدعم تشغيل الشباب" أو "الصندوق الوطني لدعم القرض المصغر" أو "الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة"، من دفع الرسم على القيمة المضافة؛³

✎ تعميم الاستفادة من تسبيق مالي، فور طلب استرجاع الدفع المسبق للرسم على القيمة المضافة لكل المؤسسات بعدما كان الأمر يخص فقط المؤسسات الخاضعة لمديرية كبريات المؤسسات؛⁴

✎ تسوية كل إغفال أو خطأ أو نقص في فرض الضريبة يتم اكتشافه إثر تحقيق جبائي مهما كانت طبيعته، قبل انقضاء السنة الأولى التي تلي سنة تبليغ اقتراح الرفع في الضريبة، بالنسبة للسنة المالية المتقدمة؛⁵

✎ إعادة النظر في مجال اختصاص كل من المدير الولائي ورئيس مركز الضرائب، ورئيس المركز الجوّاري في المسائل النزاعية؛¹

¹ بموجب المواد 13، 14، 15، 16، 42، قانون المالية سنة 2015، مرجع سابق.

² المادة 31، المرجع نفسه.

³ المادة 36، المرجع نفسه.

⁴ المادة 39، المرجع نفسه.

⁵ المادة 44، المرجع نفسه.

¹ بموجب المادة 46 و48، المرجع نفسه.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

☞ إمكانية تفويض كل من المدير الولائي ورئيس مركز الضرائب وكذا رئيس المركز الجوارى سلطة اتخاذ القرارات في المسائل النزاعية للأعوان الموضوعين تحت سلطتهم، حيث تحدد شروط منح هذا التفويض بموجب مقرر يصدره المدير العام للضرائب؛¹

☞ إعادة النظر في سلطة مدير كبريات المؤسسات في حل المسائل النزاعية المقدمة من طرف المكلفين بالضريبة.²

✓ قانون المالية التكميلي لسنة 2015: تضمن الأمر المنظم لقانون المالية التكميلي³ لسنة 2015 جملة من الأحكام أهمها:

بعد تبني المشرع الجبائي لنسبة موحدة للضريبة على أرباح الشركات المقدرة بـ 23%، سرعان ما شهدت هذه الضريبة تعديلا آخرًا بموجب هذا القانون والذي جاء على النحو التالي:⁴

☞ 19% بالنسبة لأنشطة إنتاج السلع؛

☞ 23% بالنسبة لأنشطة البناء والأشغال العمومية والري وكذا الأنشطة السياحية والحمامات باستثناء وكالات الأسفار؛

☞ 25% بالنسبة لباقي الأنشطة؛

☞ تخفيض معدل الرسم على النشاط المهني إلى 1% بالنسبة لنشاط الإنتاج دون الاستفادة من التخفيض و 2% بالنسبة لنشاطات البناء والأشغال العمومية والري مع الاستفادة من تخفيض قدره 25%؛¹

¹ المادة 47، قانون المالية سنة 2015، مرجع سابق.

² المادة 50، المرجع نفسه.

³ الأمر رقم 10/15 المؤرخ في 7 شوال عام 1436هـ الموافق لـ 23 يوليو سنة 2015، المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2015، الجريدة الرسمية العدد 40، المؤرخة في 23 يوليو سنة 2015.

⁴ المادة 02، المرجع نفسه.

¹ المادة 03، المرجع نفسه.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

☞ تعميم الرسم العقاري على جميع الملكيات المبنية الموجودة فوق التراب الوطني مهما كانت وضعيتها

القانونية،¹ مع الرفع من القيمة الإيجارية الجبائية للمتر المربع؛²

☞ تغيير معدلات فرض الضريبة على الأملاك حسب الشرائح كما هو مبين في المادة 22 من هذا القانون؛

☞ الرفع من تعريف الرسم للسيارات الجديدة المستوردة أو المقتناة محليا وذلك وفقا لسعة الأسطوانة ونوع الوقود

المستعمل كما هو مبين في المادة 29 من ذات القانون؛

☞ إعفاء الجزء المتعلق بتسديد القروض في إطار عقود القروض العقارية على المدى المتوسط والطويل بما

فيها تلك المرتبطة بالقرض الإيجاري العقاري، من الرسم على القيمة المضافة؛³

☞ إدخال بعض التعديلات على الأحكام الإجرائية المتعلقة بالضريبة الجزافية الوحيدة؛⁴

✓ **قانون المالية لسنة 2016:** جاء قانون المالية لسنة 2016 بمجموعة من التدابير الجبائية تمحورت أهمها

في:

☞ إعادة استثمار 30% من حصة الامتيازات الموافقة للإعفاءات أو التخفيضات التي تستفيد منها المؤسسات

بخصوص الضريبة على أرباح الشركات، والرسم على النشاط المهني والممنوحة خلال مرحلة الاستغلال في

إطار أجهزة دعم الاستثمار في أجل أربع (4) سنوات، ابتداء من تاريخ اختتام السنة المالية التي تخضع

نتائجها للنظام التفضيلي.¹

¹ المادة 04، قانون المالية التكميلي سنة 2015، مرجع سابق.

² بموجب المادة 08 و 09، المرجع نفسه.

³ المادة 31، المرجع نفسه.

⁴ بموجب المواد 33، 34، 35، 36، 37، المرجع نفسه.

¹ المادة 02، قانون المالية سنة 2016.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

☞ دعم وإرساء الضمانات الممنوحة للمكلفين بالضريبة في إطار الرقابة الجبائية، بحيث عند انتهاء التحقيق في المحاسبة الخاصة بفترة معينة بالنسبة لضريبة أو رسم أو مجموعة من الضرائب وفي حال لم يتم المكلف بمناورات تدليسية أو تقديم معلومات غير كاملة أو خاطئة، فإنه لا يحق للإدارة الجبائية الشروع في مراقبة جديدة بنفس التقييدات الحسابية أو الفواتير أو المذكرات الخاصة بنفس الضرائب أو الرسوم لنفس المدة.¹

☞ إمكانية لجان الطعن إبداء الرأي حول طلبات المكلفين بالضريبة المتعلقة بجميع الضرائب والرامية إما لتصحيح الأخطاء المرتبطة في الوعاء أو حساب الضريبة، وإما الاستفادة من حق ناجم عن حكم تشريعي أو تنظيمي.²

☞ الاحتفاظ بنسبة 34% من مجموع الأسهم أو الحصص الاجتماعية بالنسبة للمؤسسات العمومية الاقتصادية تنجز عمليات الشراكة عن طريق فتح رأس المال الاجتماعي لفائدة المساهمة الوطنية المقيمة طبقا للتشريع الساري المفعول.³

☞ إخضاع بعض المعدات الإلكترونية وأجهزة الإعلام الآلي لمعدل 15% فيما يخص الحقوق الجمركية.⁴

☞ إرساء ودعم الاستثمار الأجنبي، وذلك بالسماح للأجانب بممارسة أنشطة إنتاج السلع والخدمات والاستيراد من خلال تأسيس شركات تحوز فيها المساهمة الوطنية على نسبة 51% على الأقل من رأس المال.¹

☞ إخضاع بعض المواد الكيميائية والعناصر الغذائية المبينة في المادة (68) من ذات القانون للمعدل المخفض 7% للرسم على القيمة المضافة.

¹ المادة 23، قانون المالية سنة 2016، مرجع سابق.

² المادة 26، المرجع نفسه.

³ المادة 62، المرجع نفسه.

⁴ المادة 63، المرجع نفسه.

¹ المادة 66، المرجع نفسه.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

✓ قانون المالية لسنة 2017: تبنى المشرع الجبائي في قانون المالية لهذه السنة عدّة تغييرات جبائية يمكن

تلخيصها فيما يلي:

☞ إخضاع فوائض القيمة المتنازل عنها للعقارات المبنية وغير المبنية للضريبة على الدخل الإجمالي بمعدل

5% محررة من الضريبة؛¹

☞ التمييز بين المداخل المتأتية من الإيجار لغرض السكن حسب معيار الاستعمال الجماعي أو الفردي، أو

لغرض الاستعمال التجاري أو المهني وذلك بغرض معدلات مختلفة للضريبة على الدخل الإجمالي كما هو

مبيّن في المادة (5) من ذات القانون؛

☞ رفع نسبة الرسم على القيمة المضافة من 7% معدل مخفض و 17% معدل عادي إلى 9% معدل مخفض

و 19% معدل عادي؛²

☞ يطبق المعدل المخفض 9% للرسم على القيمة المضافة على المواد والمنتجات المبنية في المادة (27)

من ذات القانون؛

☞ رفع معدل الرسم الداخلي على الاستهلاك لبعض المنتجات؛³

☞ الرفع من معدل الرسم على المنتجات البترولية؛⁴

☞ إمكانية اختيار الخضوع للنظام الحقيقي بالنسبة للأشخاص الخاضعين لنظام الضريبة الجزافية الحيدة الذي

لا يتجاوز رقم أعمالهم السنوي 30.000.000 دينار جزائري، مع بقاء سريان هذا الخضوع لمدة 3 سنوات؛¹

¹ المادة 02، قانون المالية سنة 2017.

² بموجب المادة 24 و 26، المرجع نفسه.

³ المادة 28، المرجع نفسه.

⁴ المادة 29، المرجع نفسه.

¹ المادة 41، المرجع نفسه.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

☞ إخضاع المبالغ التي تحصل عليها المؤسسات الأجنبية التي لا تملك إقامة مهنية بالجزائر وتنشط في إطار عقد تأدية الخدمات للرسم على القيمة المضافة بنسبة 24% اقتطاعاً من المصدر عندما يستفيد الوعاء الجبائي من تخفيضات؛¹

☞ إعفاء المواد والتجهيزات المستوردة الداخلة في إنجاز المسجد الكبير بالجزائر العاصمة من الرسم على القيمة المضافة والحقوق الجمركية؛²

☞ إعفاء العمليات المتعلقة بالقيم المنقولة المسجلة في التسعيرة الرسمية للبورصة أو المتداولة في سوق منظم من الضريبة على أرباح الشركات والضريبة على الدخل الإجمالي وحقوق التسجيل لمدة خمس (5) سنوات ابتداءً من أول يناير 2014؛³

☞ إعادة جدولة الديون الجبائية للمؤسسات التي تعاني من صعوبات مالية على امتداد فترة لا تتجاوز 36 شهراً.⁴

المطلب الثالث: أهم نتائج الدراسات التطبيقية التي عالجت متغيرات الدراسة

لقد خضعت دراسة أهمية السلوك التمويلي وتأثير الضريبة على قرارات التمويل في المؤسسة لمناقشات مستفيضة في الأدبيات المالية، انطلاقاً من دراسة موديقلياني وميلر (1958، 1963) اللذان توصلا من خلالها إلى أن الضريبة على أرباح الشركات تعتبر أهم وسيلة لتفضيل التمويل عن طريق الديون على الأموال الخاصة والتمويل الذاتي، وذلك راجع إلى المزايا الجبائية التي تتجم عنها والمتمثلة في الوفورات الضريبة التي تحققها باعتبار أن الفوائد المترتبة عنها تعتبر من الأعباء القابلة للخصم ما يسمح بتقليص الأرباح الخاضعة

¹ المادة 74، قانون المالية 2017، مرجع سابق.

² المادة 77، المرجع نفسه.

³ المادة 83، المرجع نفسه.

⁴ المادة 90، المرجع نفسه.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

للضريبة ومن ثم قيمة الضريبة المدفوعة ذاتها، وهي الميزة التي لا تتوفر عليها مدفوعات الأرباح لحاملي الأسهم.

وعليه يجب على المؤسسة تحديد نسبة مستهدفة من الديون ضمن هيكل رأسمالها تكون محصلة للتوازن بين التأثير الإيجابي الذي تحدثه الوفرات الضريبية والتأثير السلبي لكل من تكاليف الإفلاس والوكالة، ظل هذا الفكر سائداً حتى منتصف السبعينيات عندما قدم ميلر سنة 1977 تحليلاً لتأثير الضريبة على القرار التمويلي في المؤسسة أثبت فيه أن الرتبة الشخصية تلعب دوراً مهماً في تحديد نسبة الاستدانة في هيكل رأس المال وذلك راجع إلى قدرتها على إلغاء الميزة الجبائية للديون في حال كان معدلها أكبر أو يساوي معدل الضريبة على أرباح الشركات.

استمرت البحوث والدراسات التجريبية في هذا الموضوع وأخذت حيزاً كبيراً ضمن العديد من الأعمال الميدانية، كونها تعتبر من أهم القضايا المعاصرة في الإدارة المالية، لكن المثير للاهتمام هو أن نتائج هذه الدراسات كانت متناقضة في أغلب الأحيان حتى بالنسبة للدراسات التي أقيمت في الدول المتقدمة، وهذا يشير إلى وجود فجوة بين النظرية والتطبيق تحتاج إلى المزيد من البحث والتفسير ومن أهم هذه الدراسات نذكر:

دراسة Givoly & All سنة 1992 التي تناولت أثر التغيرات الخارجية لمعدل الضريبة على أرباح الشركات خلال فترة الإصلاح الضريبي التي قامت به الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1986 على هيكل رأس المال في المؤسسات الاقتصادية، حيث توصلوا إلى وجود ارتباط إيجابي بين التغيرات في نسبة الديون والتغيرات في معدل الضريبة على أرباح الشركات، أي أن استخدام الديون زاد كما كان متوقعا وذلك راجع إلى انخفاض معدلات الضريبة الشخصية والقفزة التي سجلها معدل الضريبة على أرباح الشركات، كما أثبتوا وجود علاقة استبدال بين الوفرات الضريبية للديون وللوفرات الضريبة من غير الديون وهذا ما أكدته سابقا De Agelo & Masulis في الدراسة التي قاما بها سنة 1980.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

ودراسة Rajan & Zingales سنة 1995 حيث قام الباحثان بتحليل عينة من المؤسسات التي تنتمي إلى سبعة اقتصاديات متقدمة G7 (الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، ألمانيا، فرنسا، إيطاليا، المملكة المتحدة، كندا) وذلك من خلال مقارنة السياسات التمويلية المتبعة فيها أين تتباين معدلات الضريبة بشكل كبير لاحظا أنم استخدام الديون يكون بنسب مرتفعة في البلدان التي تكون فيها نسب معدلات الضريبة على أرباح الشركات مرتفعة، وعليه فقد توصلا إلى نتيجة مفادها وجود علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين صافي المزايا الضريبية ومتوسط الرفع المالي في خمسة دول من أصل سبعة،¹ وهذا ما يتوافق مع النتيجة التي توصل إليها Graham سنة 1996² أين استخدم المعدل الضريبي الحدي "MTR" لدراسة العلاقة بين الضرائب وعملية صنع القرار في المؤسسات وتوصل إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين المعدلات الضريبية والتغيرات في نسب الاستدانة ضمن هيكل رأسمال هذه المؤسسات.

كما توصل كل من Gordon & Lee سنة 2001³ في دراسة قاما فيها بتقدير آثار التغيرات في معدلات الضريبة على أرباح الشركات على سياسة الاستدانة في المؤسسات بمختلف أحجامها، إلى أن معدل الضريبة على أرباح الشركات له تأثير كبير على استخدام الديون بالنسبة للمؤسسات الكبيرة والصغيرة بينما يكون التأثير أقل بالنسبة للمؤسسات المتوسطة الحجم، حيث أن زيادة معدل الضريبة بمقدار خمس درجات (من 35% - 40%) مع إبقاء معدلات الضريبة الشخصية ثابتة، يؤدي إلى تمويل 1.8% من الأصول الإضافية باستخدام الديون، والتي تعتبر نسبة مرتفعة مقارنة بالتقديرات التي تم التوصل إليها في الأدبيات السابقة أين توقع كل من

¹ Voir: Rajan, R.G & Zingales. L, What Do Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data, Journal of Finance, V50, 1995, PP1421-1460.

² John, R. Graham, Debt and the Marginal Tax Rate, Journal of Financial Economics, V 41, 1996, PP41-73.

³ Roger, H. Gordon & Young lee, Do Taxes Effect Corporate Debt Policy? Evidence From US Corporate Tax Return Data, Journal of Public Economics, V 82, 2001, PP 195-224.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

Gropp (1997) وGraham (1999) أن نفس التغيير الضريبي سيؤدي إلى زيادة بنسبة 0.3% إلى 0.6% تقريبا في جزء الأصول الممولة بالديون.

إلا أن الباحثين أشارا إلى أن استجابة الديون القصيرة الأجل للتغيرات في معدل الضريبة على أرباح الشركات تكون أكبر من استجابة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل، وذلك راجع إلى صعوبة تعديل نسبتها مقارنة بالديون القصيرة الأجل التي بلغت مرونتها بالنسبة للضرائب ثلاثة أضعاف تلك الخاصة بالديون الطويلة والمتوسطة الأجل، في حين أرجعنا كثرة اعتماد المؤسسات الصغيرة على استخدام الديون في عملية التمويل إلى تأثيرات غير ضريبية كصعوبة وصولها إلى سوق رأس المال وإصدار الأسهم والسندات.

أما فيما يخص درجة تأثير الضرائب الشخصية على قرارات التمويل في المؤسسة، فقد خلاصا إلى وجود علاقة سلبية بين معدل الضريبة الشخصية ونسبة الاستدانة واعتبراها بمثابة مثبت للمؤسسة في استخدام الديون ضمن هيكل رأسمالها، هذا ما أكدته أيضا كل من Micheal Overesh & Dennis Voeller¹ سنة 2010 من خلال الدراسة التي قاما فيها بتحليل ميداني للتأثيرات الضريبية على قرارات التمويل في 23 دولة أوروبية وذلك استناداً على البيانات المأخوذة من قاعدة Amadeus، حيث أشارت النتائج التجريبية المتوصل إليها بوضوح إلى أن الوفرة الضريبية للديون لها تأثير إيجابي كبير على نسبة الدين إلى رأس المال، في حين يؤثر كل من الوفرة الضريبية من غير الديون ومعدل الضريبة الشخصية سلباً على هيكل رأس المال.

في ذات السياق حاول الباحث Owen Nyang'oro¹ سنة 2013 في دراسة قام فيها بتحديد كيفية استجابة مجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية لتأثير الضريبة على هيكل رأس المال

¹ Voir: Michael Overesh & Dennis Voeller, The Impact of Personal and Corporate Taxation on Capital Structure Choices, Finanz Archive, Public Finance Analysis, V 66, N°03, 2010, PP 263-294.

¹ Voir: Owen Nyang'oro, Impact of Tax on The Capital Structure of Listed Firms in Kenya, School of Economics, University of Nairobi, Final Report, 2013.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

الخاص بها وذلك باستخدام معدل الضريبة الفعلي والوفرات الضريبية من غير الديون، حيث أظهرت النتائج أن تأثير الضريبة على هيكل رأس المال لا يكون مهماً إلا في حالة ما إذا كانت نسبة إجمالي الديون منخفضة أي أن المؤسسات لا تلجأ إلى الاستدانة للتقليل من قيمة الضريبة على أرباح الشركات إلا إذا كانت نسبة إجمالي الديون منخفضة وذلك دون التمييز بين الديون طويلة وقصيرة الأجل، وترجع حقيقة استجابة المؤسسات بهذه الطريقة إلى تكاليف الضائقة المالية أي أنّ المؤسسات التي لديها مستويات منخفضة من الديون يمكنها تحمل تكاليف إضافية وبالتالي زيادة نسبة الديون والاستفادة من الوفرات الضريبية التي تقدمها.

أما في حالة ما إذا كانت تكاليف الديون تفوق فوائد استخدامها فإن المؤسسة ستفضل الاستفادة من الوفرات الضريبية من غير الديون للتخفيض من قيمة الضريبة على أرباح الشركات.

في حين أن دراسة كل من Guihai Huang & Frank M. Song¹ سنة 2006 التي تعتبر بمثابة دليل واضح على اعتماد المؤسسات الصينية على التأثير الضريبي في تحديد قراراتها التمويلية أين تختلف معدلات الضرائب على الدخل باختلاف طبيعة الملكية والمكان الذي تطبق فيه، بينت أن معدل الضريبة الفعلي له تأثير سلبي على نسبة الديون طويلة ومتوسطة الأجل وإجمالي الديون على عكس ما خلصت إليه نتائج نظرية موديقلياني وميلر، حيث فسرا ذلك بأن نسبة الديون إلى حقوق الملكية هي نتيجة تراكمية لقرارات منفصلة على مر السنين وليست بالضرورة استجابة مباشرة للاستفادة من الوفرات الضريبية المتولدة عنها، كما أظهر متغير الوفرات الضريبية من غير الديون ارتباطه سلبي هو الآخر مع كل من الديون طويلة ومتوسطة الأجل وإجمالي الديون، وكذا دراسة Alipour¹ سنة 2015 حول محددات هيكل رأس المال في المؤسسات الإيرانية التي أظهرت نتائج مثيرة للاهتمام، حيث أثر معدل الضريبة الفعلي بشكل سلبي على نسبة الديون

¹ Voir: Guihai Huang & Frank M. Song, The Determinants of Capital Structure: Evidence from China, China Economic Review 17, 2006, PP 1436.

¹ Voir: Mohammad Alipour & All, Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Iran, international Journal of Law and Management, Vol 57, N°01, 2015, PP 53-83.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

المستخدمة ضمن هيكل رأسمال المؤسسات الإيرانية، ما يعني أن المؤسسات ذات المعدل الضريبي الفعال الأعلى تميل إلى استخدام مستويات أقل من الديون في هيكل رأسمالها ولا تستفيد من الوفرات الضريبية الناتجة عنها، وذلك بسبب محدودية مصادر التمويل طويلة الأجل وهو ما يفسر اعتمادها على الديون قصيرة الأجل بنسبة 61% من إجمالي التمويل واعتبارها كأفضل وسيلة للدعم المالي في ظل عدم وجود سوق منظم لإصدار السندات للمستثمرين الخارجيين، بالإضافة إلى انخفاض تكلفتها وتميزها بمرونة عالية مقارنة بالديون الطويلة ومتوسطة الأجل.

كما توصلت Khémiri Wafa & Hédi Noubbigh¹ سنة 2018 في دراسة تناولت فيها محدّدات الرافعة المالية لخمسة دول من جنوب إفريقيا (جنوب إفريقيا، غانا، كينيا، نيجيريا، زيمبابوي) إلى أن تأثير الضرائب على الديون الطويلة ومتوسطة الأجل مقاسة بمؤشرين مختلفين: الضريبة على أرباح الشركات والوفرات الضريبية من غير الديون كان كما يلي:

بالنسبة للمؤشر الأوّل الضريبة على أرباح الشركات "IMP" لها تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى 1% وذلك راجع إلى أن المؤسسات المدرجة في البورصة تميل إلى الاستفادة من التخفيض الضريبي أي الحوافز الممنوحة لها في التشريع الجبائي والتي تهدف إلى الحدّ من استخدام الديون.

أمّا بالنسبة للمؤشر الثاني وعلى عكس توقعاتنا فإن الوفرات الضريبية من غير الديون كان لها تأثير إيجابي ومعنوي على جميع الانحدارات عند مستوى 1%، وعليه يتعين على المؤسسات أن تلجأ إلى الديون لأنها لا تتمتع بقدر كافٍ من الوفرات الضريبية من غير الديون لتحل محل الضرائب على الشركات وبالتحديد مصاريف الإهلاك التي لا تولد تدفقات نقدية مهمة بسبب انخفاض الاستثمار الرأسمالي.

¹ Wafa Khémini & Hédi Noubbigh, *Determinants of Capital Structure: Evidence from Sud-Saharan African Firms*, Retrieved from: <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.04.010>.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

وهذا ما أكدّه أيضا Saif Al Yousfi¹ في دراسته التي قام بها سنة 2020 حول محددات هيكل رأس المال في 827 مؤسسة ماليزية مدرجة في سوق الأوراق المالية، حيث أظهرت النتائج أنّ تأثير الضرائب على الديون طويلة الأجل مقاسه بالمؤشرات الثلاثة التالية: الضريبة على أرباح الشركات والوفرات الضريبية، والوفرات الضريبية من غير الديون كان عكس توقعاتنا إذ نجد أن ضريبة الشركات كان لها تأثير ضئيل على جميع مقاييس هيكل رأس المال في ماليزيا، وبالتالي نرفض الفرضية القائلة بأن هيكل رأس المال يرتبط بشكل إيجابي مع الضريبة على أرباح الشركات وهي نتيجة لا تتماشى مع نظرية التوازن التي تقرّ أنه كلما ارتفع معدل الضريبة على أرباح الشركات زادت نسبة استخدام الديون للاستفادة من الوفر الضريبي، ومن ناحية أخرى نجد أن الوفرات الضريبية لها تأثير سلبي ومعنوي على جميع مقاييس هيكل رأس المال عند مستوى 1% وهذا ما يتعارض مع نظرية مديقلياني وملير (1963)، حيث يرى Moradi & Paulet أن هناك تفسيرين محتملين لهذه النتيجة يتمثل الأول في كون تكلفة إصدار الديون تفوق الفوائد المقابلة لها إمّا لأن تكلفة الإفلاس المتوقعة مرتفعة، أو عدم ترك أي فرصة للمؤسسة للاستفادة من الخصم الضريبي الناتج عن التمويل بالديون، في حين يتمثل التفسير الثاني في ندرة المقرضين في السوق المالي وهذا ما يتوافق مع النتيجة التي تم التوصل إليها فيما يخص الوفرات الضريبية من غير الديون والتي أبدت وجود تأثير إيجابي على هيكل رأس المال، أي أن المؤسسة ملزمة بتبني خيارات أخرى لخفض مستوى الدخل الخاضع للضريبة كالاقتلاكات والإعفاءات الضريبية.

¹ Abdu Lazeez, Y.H.Saif. Al Yousfi, Determinants of Capital Structure: Evidence From Malaysian Firms, Retrieves From: <https://doi.org/10.1108/APJBA-09-2019-0202>.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

المبحث الثاني: الإطار القياسي المتبع في التحليل

لا تخلو أي ظاهرة اقتصادية من نماذج كمية مفسرة لها، لكن قبل الشروع في بناء وتقدير النموذج القياسي لتلك الظاهرة، وجب علينا تحديد نوعية وشكل النموذج المراد اعتماده، وكذا اختيار المتغيرات التي تتحكم في تفسيره والأسلوب المنتهج لتقدير المعالم الخاصة به، وعليه فإن هذا المبحث سيكون بمثابة السياق العام الذي سيوضح لنا ملامح الدراسة القياسية التي سنقوم بها بالاعتماد على الأدوات الكمية والأساليب الإحصائية.

المطلب الأول: مدخل نظري لنموذج الدراسة

تعتمد أغلبية الدراسات التطبيقية على أدوات الاقتصاد القياسي للتحقق من مدى مطابقة النظرية الاقتصادية المجردة للبيئة الاقتصادية على المستويين الكلي والجزئي على حدّ السواء، وذلك بالاعتماد على الإحصائيات والبيانات الخاصة بسلوك المتغيرات الاقتصادية خلال فترات زمنية محدّدة قصد اختبار وتحليل وتبسيط العلاقات التشابكية بينها، وعلى هذا الأساسي سنحاول تسليط الضوء على الجانب النظري للدراسة القياسية المعتمدة وذلك من خلال عرض أهم المحاور التي تم تناولها.

1- تعريف نموذج بيانات البائل وأهميتها

يقصد ببيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو بيانات البائل "Panal Data" مجموع المشاهدات المقطعية العرضية N (دول، أسر، سلع، أفراد، مؤسسات.... إلخ) المرصودة خلال فترة زمنية معينة T ، وعليه فإنها تجمع بين خصائص البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية في نفس الوقت¹ بحيث تصف الأولى سلوك عدد

¹ A. Thomas, L'Econométrie des Panels, Formation SPDS, Paris, 2004, P2.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

من المفردات خلال فترة زمنية واحدة بينما نصف الثانية سلوك مفردة واحدة خلال فترات زمنية معينة،

وبالتالي فهي تتمتع بعدد مزدوج فردي وزمني¹ يمكن توضيحه في الصيغة المبسطة التالية:²

$$y_{it} = \alpha + B'x_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

y_{it} : قيمة المتغير التابع للفرد " i " المشاهد في الزمن " t "

x_{it} : قيمة المتغيرات المستقلة للفرد " i " المشاهد في الزمن " t "

B : قيمة ميل خط الانحدار.

α : قيمة نقطة التقاطع في الملاحظة " i " (الثابت).

ε_{it} : حد الخطأ في الملاحظة " i " عند الفترة الزمنية t

إن استخدام نماذج البانل في عملية التقدير يعود بعدة مزايا يمكن إيجازها في النقاط التالية:³

☞ توفر معطيات البانل حجما كبيرا من المشاهدات مقارنة ببيانات المقطع العرضي أو بيانات السلاسل

الزمنية مما يسمح لها بالحصول على تقديرات دقيقة وذات درجة ثقة عالية؛

☞ التحكم في عدم تجانس التباين الخاص، أي التحكم في التباين الفردي الذي يظهر في حالة البيانات

المقطعية أو الزمنية، والذي يفضي إلى نتائج متحيزة؛

☞ يسمح استخدام بيانات البانل بتفادي مشكلة التعدد الخطي "Multicollinearity" الراجع إلى ضعف

الارتباط بين المتغيرات المفسرة والحد العشوائي؛

¹ Alain Pirotte, *Econométrie des Données de Panel*, Edition Economica, Paris, 2001, P09.

² C. Hurlin, *l'Econométrie des Données de Panel Modèles Linéaires Simple*, Ecole Doctorale Edocif, Séminaire Méthodologique; 2012, P11.

³ Alain Pirotte, Op.cit., 2011, PP 10-12.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

توفر بيانات البائل إمكانية اكتشاف وقياس الآثار غير الواضحة في البيانات المقطعية الخالصة والسلاسل الزمنية البحتة.

كما يجدر بنا الإشارة إلى أنه يمكن التمييز بين بيانات البائل حسب عدد المقاطع العرضية والفترات الزمنية على النحو التالي:

بيانات متوازنة أو غير متوازنة، بحيث إذا كانت الفترة الزمنية نفسها بالنسبة لكل المشاهدات المقطعية فيطلق عليها بيانات بائل المتوازنة، أما إذا اختلفت الفترة الزمنية من مشاهدة مقطعية إلى أخرى فيطلق عليها بيانات البائل غير المتوازنة.

بيانات قصيرة أو طويلة، حيث إذا كان عدد المقاطع العرضية N أكبر من عدد الفترات الزمنية T ($N > T$) تسمى على هذه البيانات ببيانات بائل القصيرة، في حين إذا كان عدد الفترات الزمنية T أكبر من عدد المقاطع العرضية N ($T > N$) فيطلق عليها ببيانات بائل الطويلة.

2- نماذج الانحدار الأساسية لبيانات البائل

تنقسم نماذج بيانات البائل إلى ثلاثة أشكال أساسية وهي:

نموذج الانحدار التجميعي "Pooled Régression Model".

نموذج الآثار الثابتة "Fixed Effect Model".

نموذج الآثار العشوائية "Random Effect Model".

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

1-2 نموذج الانحدار التجميعي PRM

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج بيانات البائل حيث يفترض ثبات جميع المعاملات (x) و (B') خلال كل الفترات الزمنية، وبمعنى آخر فإن جميع الوحدات داخل هذا النموذج يكون لها نفس الميل والقاطع (الحد الثابت) وبالتالي فالعينة متجانسة، ويمكن صياغة هذا النموذج من خلال العلاقة التالية:¹

$$y_{it} = \alpha + B'x_{it} + \varepsilon_{it}, \quad i = 1, \dots, n/t = 1, \dots, Ti$$

حيث:

$$E[\varepsilon_{it}/x_{i1} \dots x_{iti}] = 0$$
$$Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon}^2$$

وبما أن هذا النموذج يفي بكل الافتراضات المعيارية لنموذج الانحدار الخطي المتعدد فإن تقدير المعلمات يكون وفقا لطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) بحجم مشاهدات إجمالي قدره ($N \times T$).

2-2 نموذج الآثار الثابتة FME

يهدف نموذج الآثار الثابتة لمعرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدة من خلال جعل معلمة الحد الثابت x تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل B ثابتة لكل الوحدات المقطعية، وعليه فإنه يمثل نموذج انحدار خطي بحد ثابت متغير بين الوحدات المقطعية مما يجعلها في حالة عدم تجانس ويمكن صياغته على الشكل الآتي:

$$y_{it} = \alpha_i + B'x_{it} + \varepsilon_{it}, \quad i = 1, 2, \dots, n/t = 1, 2, \dots, T$$

¹ William Greene, Econometrie, 7^{ème} Edition, Prentice, Hall, Pearson Education France, 2011, P335.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

ويجدر بنا الإشارة إلى أن تقدير هذا النموذج يكون وفقا لطريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية 1 Least Squares Dummy Variable (LSDV) وذلك بإدراج متغيرات وهمية D عددها يساوي $(N-1)$ حيث يصبح الشكل النهائي للنموذج على النحو التالي:

$$y_{it} = \alpha_1 + \alpha_i D_{it} + B'x_{it} + \varepsilon_{it}, \quad i = 1, 2, \dots, n/t = 1, 2, \dots, T$$

مع العلم أن المقدار $(\alpha_1 + \alpha_i D_{it})$ يمثل التغير الحاصل في المجاميع المقطعية لمعلمة القطع α_0 .

2-3 نموذج الآثار العشوائية RME

على عكس نموذج الآثار الثابتة، يتعامل نموذج الآثار العشوائية مع الآثار المقطعية (μ_i) والزمنية (y_T) على أنها معلمات عشوائية وليس ثابتة، حيث يقوم على افتراض أن هذه الآثار هي متغيرات عشوائية مستقلة بمتوسط يساوي الصفر وتباين محدد، تضاف كمكونات عشوائية في حد الخطأ العشوائي للنموذج، كما يفترض عدم ارتباطها مع المتغيرات التفسيرية، وأن كل وحدة مقطعية أو زمنية تختلف في حدها العشوائي، ويمكن صياغة هذا النموذج من خلال العلاقة التالية:²

$$y_{it} = \alpha_{0i} + B'x_{it} + \varepsilon_{it}, \quad i = 1, 2, \dots, n/t = 1, 2, \dots, T$$

مع: $\varepsilon_{it} = \mu_i + y_t + v_{it}$

حيث: المركبة الأولى μ_i تخص تأثير المقطع العرضي (i) والمركبة الثانية (y_t) تخص تأثير الزمن (t) أما المركبة الثالثة (v_{it}) فتخص تأثير كل من الزمن (T) والمقطع العرضي (i) وتسمى بالخطأ المتبقي.

¹ Idem, P346.

² Alain Pirotte, Op.cit., 2011, P42.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

يمكن لهذا النموذج أن يأخذ أشكالاً مختلفة وذلك تبعاً لنوع الافتراضات وطبيعة البيانات المستخدمة، ولغرض تبسيط العلاقة سنقتصر على الآثار الفردية الخاصة μ_i فقط ونعتبر أن الآثار الزمنية (y_t) ثابتة وغير عشوائية، حيث يصبح لدينا حد الخطأ العشوائي ε_{it} مركب من جزأين كالتالي:¹

$$\varepsilon_{it} = \mu_i + V_i T$$

حيث يمثل (μ_i) حد الثابت العشوائي الذي يقيس مدى اختلاف ثابت كل فرد أو وحدة عن الثابت الكلي لجميع الوحدات أو الأفراد، (v_{it}) الخطأ العشوائي التقليدي الذي يعبر عن الانحرافات العشوائية لمجموعة من البيانات خلال الفترة الزمنية والتي ترجع إلى عوامل أخرى خارج حدود النموذج، فتصبح صيغة النموذج كالتالي:

$$y_{it} = \alpha + B'x_{it} + (\mu_i + v_{it})$$

يتم تقدير معلمات نموذج الآثار العشوائية باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) باعتبارها أحسن مقدر خطي غير متحيز يتوافق مع فرضيات هذا النموذج، في حين يتعذر استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية كونها غير دقيقة ولها أخطاء قياسية تؤثر على اختيار المعلمات خاصة وأنّ التباين المشترك بين (μ_{it}) و (μ_{is}) لا يساوي الصفر أي:²

$$cov(\mu_{it}, \mu_{is}) = \sigma_M^2 \neq 0, t \neq s$$

¹Idem, P43.

² Sevestre Patrick, Econométrie des Données de Panel, Dunad, Paris, 2002, P61.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

3- مفهوم نموذج توبت

ظهر نموذج الانحدار الخطي للمتغيرات التابعة المحصورة "Tobit" لأول مرة في أدبيات الاقتصاد القياسي عن طريق الدراسة التي قدمها J.Tobin* سنة 1958 لتحليل العلاقة بين مداخل الأسر والنفقات على السلع الدائمة، حيث لاحظ أن بعض الأسر لا تقوم بأي إنفاق على هذه السلع وبالتالي فإن المتغير يأخذ قيمة الصفر التي تمثل أدنى قيمة له، أما باقي الأسر فمنهم من يفضل أخذ حصته بالكامل وعندها يأخذ المتغير قيمته القصوى (1) ومنهم من يفضل اقتناء كميات أقل، وعليه فإن المتغير التابع لا يمكن ملاحظته إلا ضمن مجال تغير محدد [0,1] مما يجعل من استخدام طريقة المربعات الصغرى تعطي نتائج أقل كفاءة ودقة، حيث يمكن صياغة نموذج "Tobit" من خلال العلاقة التالية:¹

$$Y_i^* = x_i B^* + \varepsilon_i$$

حيث:

x_i : تمثل قيمة المتغيرات المستقلة (التفسيرية).

B : معامل الانحدار.

ε_i : حد الخطأ مع $\varepsilon_i \sim N(0, \sigma_2^1)$

أما المتغير التابع y_i فيأخذ القيم التالية:

$$\begin{cases} y_i = y_i^* & \text{si } y_i^* > 0 \\ y_i = 0 & \text{si } y_i^* \leq 0 \end{cases}$$

* Voir l'article: J. Tobin, Estimation of Relationships for Limited Dependent Variable, Econometrica, Vol 26, N°1, 1958, PP 24-36.

¹ Régis Bourbonnais, Econométries, 6^{ème} édition, Dunod, 2007, P314.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

4- الاختبارات القياسية المستخدمة في الدراسة

بعد التطرق لنماذج بانل الساكنة ونموذج الانحدار الخطي للمتغيرات المحصورة "Tobit" سيتم عرض الجانب النظري لجملة الاختبارات القياسية التي تم اعتمادها خلال الدراسة والمتمثلة في اختبارات المفاضلة التي تُعنى بكيفية اختيار وتحديد نوع الفروقات وكذا النموذج الأمثل لعملية التقدير، واختبارات جودة القياس التي تحقق في مدى جودة ودقة النتائج المتوصل إليها من الناحية الإحصائية.

4-1 اختبارات المفاضلة

تهدف اختبارات المفاضلة بين نماذج بانل إلى تحديد النموذج الأكثر كفاءة من الناحية القياسية من بين النماذج الثلاثة التي يتم عرضها، وذلك بالتركيز على الاختلاف في الآثار الفردية لكل نموذج سواء كانت الآثار العشوائية أو الثابتة أو النموذج التجميعي عن طريق تطبيق مجموعة من الاختبارات يمكن حصرها في:

✓ اختبار وجود آثار فردية ثابتة "Redundant Fixed Effects Test"

يهدف هذا الاختبار للمفاضلة بين النموذج التجميعي (PRM) ونموذج الآثار الفردية الثابتة (FEM) وذلك بالاعتماد على إحصائية فيشر المقيد "F" وإحصائية كاي مربع "Chi-square"¹ للتحقق من الفرضية التالية:

$$\begin{cases} H_0 : \text{نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم} \\ H_1 : \text{نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم} \end{cases}$$

¹ Irina Georgescu & All, Empirical Evidence on Circular Economy and Economic Development in Europe: A Panel Approach, Journal of Business Economics and Management, Vol (23), N°1, 2022, P205.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

يتم اتخاذ القرار بناءً على القيمة الاحتمالية لكل من إحصائية "Fisher" وإحصائية كاي مربع "Chi-Square" فإذا كانت أقل من (5%) نرفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم وتقبل الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم، والعكس صحيح.

✓ اختبار مضاعف لاغرانج "Lagrange multiplier"

يقوم هذا الاختبار بدراسة إمكانية وجود الأثر الخاص الفردي¹ في النموذج من خلال اختبار مدى صحة الفرضية الصفرية التالية:

$$\begin{cases} H_0 : \sigma_M^2 = 0 & \text{نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم} \\ H_1 : \sigma_M^2 \neq 0 & \text{نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم} \end{cases}$$

حيث يعتمد هذا الاختبار على مضاعف لاغرانج التي تم اقتراحه من طرف **Breusch & Pagan** سنة 1980 المتعلق بالأخطاء ε_{it} الناتجة عن استخدام طريقة المربعات الصغرى والذي يتم حسابه وفقاً للعلاقة التالية:²

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum_{i=1}^n \left[\sum_{t=1}^T \varepsilon_{it} \right]^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T \varepsilon_{it}^2} - 1 \right]^2$$

إذا كانت القيمة المحسوبة لإحصائية "LM" أكبر من قيمة كاي مربع بدرجة حرية "1" يتم رفض الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود فرق جوهري بين الوحدات، أي غياب الآثار الخصوصية الفردية

¹ Alain Pirotte, Op.cit., 2011, P79.

² William Greene, Op.cit., 2011, P362.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود تباين بين الوحدات وبالتالي فإن نموذج الآثار العشوائية هو المناسب لعملية التقدير.

✓ اختبار هوسمان "Hausman Test"

يسمح اختبار هوسمان بالتمييز بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية، وذلك عن طريق المقارنة بين معالم النموذجين والتحقق من صحة الفرضية التالية:

$$\begin{cases} H_0 : \hat{\beta}_{MEF} - \hat{\beta}_{MEA} = 0 & \text{نموذج الآثار العشوائية هو الملائم} \\ H_1 : \hat{\beta}_{MEF} - \hat{\beta}_{MEA} \neq 0 & \text{نموذج الآثار الثابتة هو الملائم} \end{cases}$$

يتم استخدام إحصائية "H" التي تتبع توزيع كاي تربيع بدرجة حرية K، لتحديد قيمة التباين المشترك بين المعلمتين وفقا للعلاقة التالية:¹

$$H = (\hat{\beta}_{MEF} - \hat{\beta}_{MEA})' [V(\hat{\beta}_{MEF}) - V(\hat{\beta}_{MEA})]^{-1} (\hat{\beta}_{MEF} - \hat{\beta}_{MEA})$$

حيث:

$\hat{\beta}_{MEF}$: معالم نموذج الآثار الثابتة.

$\hat{\beta}_{MEA}$: معالم نموذج الآثار العشوائية.

وبمقارنة القيمة المحسوبة لإحصائية "H" مع القيمة الجدولية نتوصل إلى النتائج التالية:

إذا كانت قيمة "H" أكبر من القيمة الجدولية نرفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج الآثار العشوائية هو الملائم ونقبل الفرضية البديلة أي أن نموذج الآثار الثابتة هو المناسب، أما إذا كانت أقل من القيمة الجدولية يتم قبول الفرضية الصفرية.

¹Idem, P365.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

4-2 اختبارات جودة القياس

تهدف هذه الاختبارات للكشف عن مدى صلاحية النموذج من الناحية الإحصائية، ومدى إمكانية الاعتماد عليه لتفسير الظاهرة محل الدراسة.

✓ اختبار التعدد الخطي "Test for Multicollinearity"

تعد مشكلة التعدد الخطي إحدى المشكلات القياسية التي تنشأ نتيجة لوجود علاقة خطية بين أحد المتغيرات المستقلة ومتغيراً أو أكثر من المتغيرات الباقية،¹ حيث يترتب عليها آثار سلبية عند تحليل الانحدار من حيث تقدير معالم النموذج وكذلك الأخطاء المعيارية لهذه المعالم والتي يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

➤ تضخيم قيمة التباين لمقدرات النموذج؛

➤ اتساع مجال الثقة لمعالم النموذج.

بذلك يصبح اختبار ستودنت "t" أقل معنوية، وقيمة معامل التحديد R^2 مرتفع.

وللكشف عن مشكلة التعدد الخطي يوجد عدة أساليب واختبارات إحصائية يمكن استخدامها، حيث اعتمدنا في هذه الدراسة على معامل تضخم التباين "VIF" الذي تم اقتراحه من طرف "Glauber & Farrar" سنة 1967 والذي يقيس مدى ارتباط كل متغير مستقل مع المتغيرات الأخرى في النموذج، فإذا كانت قيمة $VIF_j > 10$ فإن هذا يدل على أن هناك علاقة خطية بين المتغيرات المستقلة، ويتم حسابه وفقاً للعلاقة

التالية:²

¹ حسام علي داود، خالد محمد السواعي، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق باستخدام برنامج Eviews 7، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 367.

² مراحم محمد يحيى، محمود حمدون عبد الله، تشخيص التعدد الخطي واستخدام انحدار الحرف في اختبار متغيرات دالة الاستثمار الزراعي في العراق للفترة (1980-2000)، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 3، العدد (8)، 2007، ص 173.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

$$y_{it} = \alpha + \beta'x_{it} + \varepsilon_{it}$$

مع: R^2 يمثل معامل التحديد للمتغير المفسر x_j المستخرج من انحدار x_j على بقية المتغيرات التفسيرية. بالإضافة إلى معامل التساهل الذي يتم حسابه وفقاً للعلاقة التالية:¹

$$Tolerance(j) = 1 - R_j^2 = 1/VIF_j$$

✓ اختبار عدم ثبات التباين Heteroscedasticity Test

تمثل فرضية ثبات (أو تجانس) الخطأ العشوائي ε_i أحد أهم الفرضيات التي تقوم عليها طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، بمعنى أن يكون تباين حد الخطأ ε_i هو نفسه بالنسبة لكل قيم المتغيرات المستقلة، وفي حال عدم تحقق هذه الفرضية نكون أمام مشكلة عدم ثبات التباين "Heteroscedasticity" أين يصبح تباين حد الخطأ العشوائي ε_i غير ثابت أي يختلف من مشاهدة إلى أخرى، والذي يمكن التعبير عنه من خلال العلاقة التالية:²

$$Tolerance(j) = 1 - R_j^2 = 1/VIF_j$$

يمثل اختبار **Breusch-Pagan/Cook-Weisberg** أحد الاختبارات التي يتم استخدامها للكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين³ في النموذج وذلك من خلال التحقق من صحة الفرضية التالية:

¹Eduard R.Mansfield & Billy P.Helms, Detecting Multicollinearity, the American Statistician, Vol 36, N°3, 1982, P158.

²رأى أسمر عبد الله، اختيار أفضل طريقة اختبار لمشكلة عدم تجانس التباين في نموذج الانحدار المتعدد، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد في جامعة كربلاء، العراق، 2018، ص31.

³R.PALM, Macros Minitab pour la Régression Linéaire, Faculté Universitaire des Sciences Agronomiques de Gembloux, Belgique, 2002, P6.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

$$\begin{cases} H_0 : \alpha_1 = \alpha_2 = \dots \alpha_i = 0 & \text{ثبات تباين الأخطاء} \\ H_1 : \alpha_i \neq \alpha_2 \neq \dots \alpha_i \neq 0 & \text{عدم ثبات تباين الأخطاء} \end{cases}$$

إذا كانت القيمة الاحتمالية لإحصائية كاي مربع أصغر من 5% يتم رفض الفرضية الصفرية التي تنص على ثبات التباين، وقبول الفرضية البديلة أي عدم ثبات تباين الخطأ العشوائي والعكس صحيح.

✓ اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء

نقصد بالارتباط الذاتي بين الأخطاء أن حد الخطأ في فترة زمنية معينة على علاقة مع حد الخطأ في فترة زمنية أخرى،¹ وهو ما يتنافى مع الفرضيات الكلاسيكية لطريقة المربعات الصغرى العادية، وبمعنى آخر أن يكون سلوك المتغير العشوائي في معادلة الانحدار مرتبط بسلوكه في فترة زمنية أخرى الأمر الذي يؤدي إلى تحيز قيمة الانحراف المعياري وجعل نتائج عملية التقدير أقل كفاءة.²

يعتبر اختبار "Wooldridge 2002" من أهم اختبارات الكشف عن وجود الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية، حيث اعتمد في تحليله على معادلة الانحدار الموضحة في العلاقة التالية:

$$y_{it} = \alpha + x_{it} \beta_1 + Z_i \beta_2 + \mu_i + \varepsilon_i / i \in [1.2 \dots N], t \in [1.2 \dots T]$$

✓ دراسة استقرارية بيانات البائل

تتفوق اختبارات جذر الوحدة لبيانات البائل على اختبارات جذر الوحدة للسلاسل الزمنية الفردية نظراً لأنهما تتضمن المحتوى المعلوماتي المقطعي والزمني معاً، مما يقود إلى نتائج أكثر وضوحاً ودقة حيث يقصد باستقرارية السلسلة الزمنية عدم وجود اتجاه عام للظاهرة صعوداً ونزولاً في المسار الزمني، فضلاً عن عدم

¹ D.M. Drukker, Testing for Serial Correlation Linear Panel Data Models, the Stata Journal, 2003, P168.

² M. Chen, Panel Data Analysis, Department Finance National Chung Hsing University, 2013, P2.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

وجود تقلبات موسمية تجعل خصائصها تتغير بتغير الزمن، بمعنى آخر أن يكون وسطها وتباينها وتغايرها يؤول إلى قيمة محددة وثابتة عبر الزمن،¹ وعدم تحقق إحدى هذه الشروط يؤدي إلى عدم استقرارية السلسلة الزمنية مما يجعل من النتائج المتحصل عليها غير واقعية ومزيفة.

تتدرج الأدبيات المتعلقة باختبار جذر الوحدة ضمن جيلين من الاختبارات، بحيث يقوم الجيل الأول على ركيزة أساسية مفادها استقلالية المقاطع العرضية، بينما الجيل الثاني فيرفض هذه الفرضية.

ويعتبر الارتباطات بين الأفراد كمعلومات للنموذج، ويمكن تصنيف هذه الاختبارات في الجدول التالي:

الجدول رقم (03-07): اختبارات الاستقرارية

اختبارات الجيل الأول: استقلالية المقاطع (المفردات)	
Levin et lim (1992, 1993)	خاصية التجانس لجذر الانحدار الذاتي تحت الفرضية التعااقبية H_1
Lin, Levin et chu (2002)	
Harris et Tzavalis (1999)	
Im, Pesaran et shin (1997-2002-2003)	خاصية عدم التجانس لجذر الانحدار الذاتي
Wu et Modala (1999)	
Choi (1999-2001)	
Hadri (2000)	
Henin, Jolivaldt et Nguyen (2001)	اختبار تسلسلي أو تعاقي

¹ أحمد سلطان محمد، اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للبيانات المقطعية الخاصة بالمنشآت الصناعية الكبيرة في العراق، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 19، العدد 70، ص 384.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

اختبارات الجيل الثاني: عدم استقلالية المقاطع	
Bai et Ng (2001)	اختبارات مبنية على أساس نماذج عاملية
Moon et Perron (2004)	
Philips et Sul (2003)	
Pesaran (2003)	
Choi (2002)	
O'connell (1998)	مقاربات وطرق أخرى
Chang (2002, 2004)	

Source : Christophe Hurlin & Valérie Mignon, Une Synthèse des Test de Racine Unitaire Sur Données de Panel, Economie et Prévision, Editons la Documentation Française, France, 2005, P 257.

تم استخدام هذه الاختبارات حسب طبيعة البيانات الموجودة في العينة المدروسة من حيث البيانات المقطعية وفترة الدراسة، حيث اعتمدنا في هذه الدراسة على اختبار Havis-Tzavalis (1999) الذي يتماشى مع العينات التي تحتوي على عدد محدد من السنوات (For Fixed T)¹ خاصة في الدراسات التي تعتمد على معطيات الاقتصادي الجزئي، أمّا فيما يخص عدد المشاهدات فحسب Harris-Tzavalis فيستحسن أن يكون أكبر من 25 ملاحظة في كل بائل، وهذا ما يتوافق مع خصائص عينة الدراسة في هذا البحث.

¹Jaroslava Hlouskova & Martin Wagner, The Performance of Panel Unit Root and Stationed Tests: Results From a Large Scale Simulation Study, Econometric, 25(1), 2006, P92.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

من أجل تطبيق هذا الاختبار تم وضع ثلاثة نماذج أساسية لاختبار وجود جذر الوحدة كما يلي:¹

$$\Delta y_{it} = PY_{it} + \varepsilon_{it} \quad \Rightarrow \text{النموذج (1): غياب الثابت والاتجاه:}$$

$$\Delta y_{it} = x_i + PY_{it} + \varepsilon_{it} \quad \Rightarrow \text{النموذج (2): وجود الثابت:}$$

$$\Delta y_{it} = x_i + \lambda_i + PY_{it} + \varepsilon_{it} \quad \Rightarrow \text{النموذج (3): وجود الثابت والاتجاه:}$$

مع افتراض استقلالية حدود الخطأ في البعد الفردي في النماذج الثلاثة وهو ما يتوافق مزع فرضيات الجيل الأول من اختبارات جذر الوحدة.

انطلاقاً من النماذج السابقة يقترح الباحثان التحقق من مدى صحة الفرضية التالية:

$$\begin{cases} H_0 : P = 1 & \text{وجود جذر الوحدة (لكل الأفراد)} \\ H_1 : |P| < 1 & \text{كل السلاسل الزمنية مستقرة (لكل الأفراد)} \end{cases}$$

إذا كانت القيمة الاحتمالية لاختبار Harris-Tzaris أقل من القيمة الحرجة 5% يتم رفض الفرضية الصفرية التي تقضي بوجود جذر الوحدة وقبول الفرضية البديلة التي تنص على استقرارية السلاسل الزمنية.

المطلب الثاني: منهجية الدراسة

سنحاول في هذه النقطة التطرق لهيكل الدراسة وذلك من خلال تقديم عينة المؤسسات والفترة الزمنية التي تم اختيارها، بالإضافة إلى عرض النموذج القياسي المعتمد وكافة المتغيرات المستقلة التي تساهم في تفسير سلوك وتوجه المتغير التابع وذلك قصد توضيح عملية نمذجة الظاهرة المدروسة.

1- تقديم عينة الدراسة

¹Anna Tykhonenko, La Persistance Des Ecart de Richesse Au Sein de l'Europe Elargie: L'apport De L'économetrie De Panels Hétérogènes Non Stationnaires, Panoeconomicus, 2007, P75.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

لغرض دراسة وتحليل أثر التغيرات الجبائية على السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2017، تم انتقاء عينة تتكون من 60 مؤسسة اقتصادية من فئة كبريات المؤسسات ومتابعة تطور سياستها التمويلية خلال 4 سنوات متتالية، أي حوالي 240 ملاحظة إحصائية، حيث تعتبر هذه الفئة من المؤسسات الممول الأساسي للخرينة العمومية ولب الاقتصاد لأي دولة كانت، ولعلّ هذا كان من بين أهم أسباب اختبار هذه العينة التي تتمتع بقدرتها على تنويع أنماط التمويل وتشكيل هيكل رأسمال يتناسب مع سياستها التمويلية، وذلك راجع إلى كبر حجمها وامتلاكها لنسبة كبيرة من الأصول الثابتة التي تقدمها كضمانات للحصول على الموارد المالية التي تحتاجها، هذا التنوع يجعل منها مادة خصبة تسمح لنا بتحليل سياستها وسلوكها التمويلي إثر التغيرات الجبائية الحاصلة خلال فترة الدراسة، حيث تم تصنيف هذه المؤسسات حسب معيارين هما: قطاع النشاط والشكل القانوني.

1-1 تصنيف مؤسسات العينة حسب قطاع النشاط

يختلف قطاع النشاط من مؤسسة إلى أخرى باختلاف طبيعة النشاط فيها والبيئة الاقتصادية والتكنولوجية المحيطة بها، حيث تنقسم المؤسسات المكونة لعينة الدراسة حسب هذا المعيار إلى ثلاثة قطاعات مختلفة هي القطاع الإنتاجي، القطاع التجاري والقطاع الخدماتي والتي تم توزيعها كالاتي:

الجدول رقم (03-08): توزيع مؤسسات العينة حسب قطاع النشاط.

النسبة المئوية	عدد المؤسسات	طبيعة القطاع
33.33%	20	القطاع الإنتاجي
33.33%	20	القطاع التجاري
33.33%	20	القطاع الخدماتي
100%	60	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على عينة الدراسة.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

من خلال المعطيات الموضحة في الجدول أعلاه نلاحظ أن توزيع مؤسسات العينة حسب معيار قطاع النشاط كان متوازنا وينسب متساوية بين القطاعات الثلاثة مما أضفى طابع التجانس على العينة.

1-2 تصنيف مؤسسات العينة حسب الشكل القانوني

تختلف المؤسسات الاقتصادية المشكلة لعينة الدراسة من حيث شكلها القانوني، حيث يمكن تقسيمها إلى:

✓ **المؤسسة ذات الأسهم SPA:** تعد المؤسسة ذات الأسهم الشكل القانوني المتخذ بامتياز من طرف كبريات المؤسسات، حيث ينقسم رأسمالها الذي لا يقل عن خمسة ملايين دينار جزائري في حالة الدعوى للاكتتاب العام ومليون دينار جزائري في حالة عدم الدعوى للاكتتاب العام¹ إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول، تتألف من شركاء لا يقل عددهم عن سبعة ولا يتحملون الخسارة إلا بقدر حصتهم².

✓ **المؤسسة ذات المسؤولية المحدودة SARL:** تتكون المؤسسة ذات المسؤولية المحدودة من عدة أشخاص لا يجب أن يتجاوز عددهم عشرين شخصا³ ولا يتحملون الخسارة إلا في حدود حصتهم، كما أقرّ المشرع الجزائري أن رأسمال هذه المؤسسة لا يجوز أن يقل عن مئة ألف دينار جزائري مقسمة إلى حصص ذات قيمة إسمية متساوية لا يقل مبلغها عن ألف دينار جزائري.

✓ **المؤسسة ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة EURL:** تتكون المؤسسة ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة كمن شخص واحد كشريك وحيد يمارس السلطة المخولة له في جمعية الشركاء، وتتحدد مسؤوليته بمقدار رأس المال الذي خصصه في المؤسسة.

¹ المادة 594، القانون التجاري، المرسوم التنفيذي رقم 9627 المؤرخ في 09 ديسمبر 1996.

² المادة 592، المرجع نفسه.

³ المادة 590، المرجع نفسه.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

الجدول رقم (03-09): توزيع مؤسسات العينة حسب الشكل القانوني.

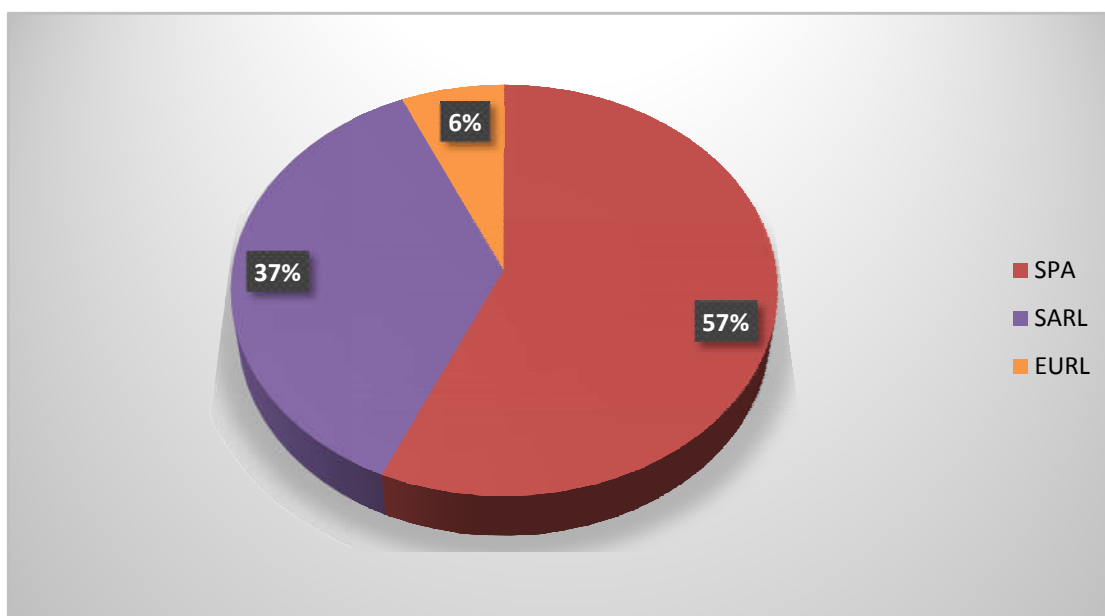
النسبة المئوية	عدد المؤسسات	الشكل القانوني
56.66%	34	SPA
36.66%	22	SARL
06.66%	04	EURL
100%	60	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على عينة الدراسة.

من خلال الجدول أعلاه يتضح لنا جليا ارتفاع نسبة المؤسسات ذات الأسهم SPA والتي بلغت 56.66% مقارنة بالمؤسسات الأخرى، وذلك باعتبارها الصيغة القانونية الأكثر توافقا وخصوصية كبريات المؤسسات، في حين نلاحظ ضعف عدد المؤسسات ذات الشخص الوحيد EURL، وذلك راجع لقلّة رأسمالها ومحدودية إمكانياتها الاقتصادية بسبب تحمل المالك مسؤولية إمدادها بالأموال اللازمة لوحده، وهذا ما يمكن توضيحه من خلال الشكل الآتي:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

الشكل رقم (01-03): توزيع مؤسسات العينة حسب الشكل القانوني.



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على عينة الدراسة.

2- فترة الدراسة

كما سبق وأن ذكرنا آنفا فإن هذه الدراسة اقتصر على جمع المعطيات المالية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية خلال الفترة الممتدة ما بين 2014 و2017، أي لمدة أربع سنوات متتالية فقط والتي تعتبر فترة زمنية قصيرة نسبيا ويعود ذلك لصعوبة الحصول على البيانات المالية المتعلقة بفترة أطول، أما عن السبب الجوهري لاختيار هذه المدة تحديداً فيرجع لجملة التغيرات التي أحدثها المشرع في النظام الجبائي وذلك في إطار تكملة الإصلاحات الجذرية التي بدأها منذ سنة 1991م، والتي تقوم على أساس عقلنة الأداء الاقتصادي وتكييفه مع الواقع الجديد وزيادة فعاليته قصد تمكين المؤسسات من التأقلم مع مستلزمات اقتصاد السوق،¹ بالتالي فقد استهدفت هذه الدراسة الفترة قبل وبعد الصدمة الجبائية لسنة

¹ قرقوس فتيحة، مديرية كبريات المؤسسات، أطروحة لنيل درجة دكتوراه علوم في القانون الخاص، جامعة الجزائر1، بن يوسف بن خدة، كلية الحقوق، 2017، ص22.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

2015، حيث تبني المشرع الجبائي في قانون المالية التكميلي لهذه السنة مجموعة من التعديلات في الأحكام الجبائية المتعلقة بنسبة الضريبة على أرباح الشركات "IBS" موضوع بحثنا، فبعد توحيد النسبة عند 23% بالنسبة لجميع القطاعات (كما سبق وأن أشرنا إليه بشكل مفصل في المبحث السابق) تراجع عن ذلك باعتماده ثلاث نسب مقسمة حسب قطاع النشاط كالآتي:

الجدول رقم (10-03): معدل الضريبة على أرباح الشركات حسب قطاع النشاط

قطاع النشاط	معدل الضريبة
أنشطة إنتاج السلع	19%
أنشطة البناء والأشغال العمومية والري وكذا الأنشطة السياحية والحمامات	23%
الأنشطة المتبقية (التجارة والخدمات)	26%

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على قانون المالية التكميلي 2015.

جاءت هذه التعديلات حسب وجهة نظر المشرع الجبائي لغرض تشجيع الإنتاج الوطني، والتخفيف من حدة الإجراءات الجبائية، والعبء الضريبي على المكلفين بالضريبة.

3- مصادر البيانات

قصد الحصول على معطيات تخدم موضوع بحثنا وبناء قاعدة البيانات المالية الخاصة بعينة الدراسة، تم الاعتماد على القوائم المالية المشفرة (الميزانيات وجداول حسابات النتائج) المقدمة من طرف مديرية كبريات المؤسسات التابعة لوزارة المالية، والتي تعتبر جهة رسمية موثوقة، يمكن الاعتماد على تصريحاتها لبناء نموذج قياسي معبر، حيث أنشئت هذه المديرية بمقتضى نص المادة 32 من قانون المالية لسنة 2002 تماشياً مع متطلبات عصرنة الإدارة الجبائية وتحسين نوعية الخدمات المقدمة لفئة المكلفين بالضريبة التابعين لها.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

4- توصيف نموذج الدراسة

استناداً للنظرية الاقتصادية وأدبيات الدراسات الميدانية السابقة التي تناولت موضوع البحث بشكل كلي أو جزئي، تم الاعتماد على مجموعة من المتغيرات الاقتصادية التي تساهم في تفسير وتحليل أثر التغير في معدل الضريبة على أرباح الشركات في تحديد السياسة التمويلية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، والتي تم اختيارها وفقاً لما يتناسب وخصوصية كبريات المؤسسات العاملة في الجزائر من جهة، ولمعيار مدى توفر المعطيات والبيانات الخاصة بها من جهة أخرى، حيث يمكن تقسيم هذه المتغيرات كما يلي:

✓ **المتغير التابع:** يتمثل المتغير التابع لهذه الدراسة في نسبة المديونية التي تسمح لنا بتحديد نسبة الديون المستخدمة ضمن هيكل رأسمال المؤسسة والتعرف على السياسة التمويلية التي تتبعها، حيث تم قياس هذا المتغير في عدة دراسات تطبيقية سابقة من خلال الاستعانة بثلاثة مؤشرات أساسية وهي: نسبة إجمالي الديون أو نسبة الديون الطويلة ومتوسطة الأجل أو نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الخصوم.

حيث يرى "Rajan & Zingales (1995)" أن هذه المقاييس تعتبر أكثر ملائمة للرافعة المالية من نسبة الالتزامات إلى إجمالي الأصول، لأنها توفر مؤشراً أفضل عما إذا كانت المؤسسة معرضة لخطر عدم القدرة على السداد، ومدى صحة ودقة الخيارات التمويلية التي تم اتخاذها سابقاً.

كما تم قياسها في عدة دراسات أخرى كدراسة "Bradley & al (1984)" ودراسة "Givoly (1992)" ودراسة "Gorden & al (2001)" بنسبة إجمالي الديون مضافاً إليها القيمة الدفترية للأسهم، في حين فضل "Graham (1999)" إدراج القيمة السوقية لحقوق الملكية.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

أما بالنسبة للدراسة التي نقوم بها، فارتأينا تقدير نسبة المديونية بالاعتماد على متغيرين على أساس القيمة المحاسبية لا القيمة السوقية وذلك نقاديا لحدوث أي تغييرات في مستوى الاستدانة تماشياً مع تغير أسعار الأسهم والتي لا تعكس بالضرورة التغيرات المعتمدة من قبل المؤسسة، حيث تم قياسهما كما يلي:

$$DMT = \frac{\text{الديون الطويلة ومتوسطة الأجل}}{\text{إجمالي الخصوم}}$$

$$DT = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الخصوم}}$$

✓ **المتغيرات المستقلة:** إن اختيار المتغيرات المفسرة التي تؤثر على المتغير التابع تعتبر الخطوة الأساسية لبناء نموذج قياسي يسمح لنا بالإجابة على الإشكالية المطروحة في الدراسة، حيث كان الدافع الأساسي من هذا البحث هو تحديد مدى استجابة المؤسسات لتأثير الضريبة على هيكل رأس المال الخاص بها، وذلك باستخدام متغير الضريبة والوفرات الضريبية من غير الديون، بالإضافة إلى متغيرات التحكم التي تم تحديدها في أدبيات الفكر المالي والمتعلقة بمحددات هيكل رأسمال المؤسسة التي تم التطرق إليها بشكل مفصل في الجزء النظري، غير أنه تم استبعاد البعض منها نظراً لعدم توفر المعلومة وسيرتها بالنسبة للمؤسسات.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

الجدول رقم (03-11): المتغيرات المستقلة المستخدمة في نموذج الدراسة.

اسم المتغير	مؤشر القياس	رمز المتغير
الضرائب	0 قبل التغير / 1 بعد التغير	IMP
الاقتصاد الضريبي من غير الديون	مجموع أقساط الاهتلاك/ إجمالي الأصول	NTS
الحجم	لوغاريتم (رقم الأعمال)	SIZE
الضمانات	الأصول العينية/ إجمالي الأصول	AC
المردودية الاقتصادية	الفائض الإجمالي للاستغلال/ رؤوس الأموال الدائمة	ROA
المردودية المالية	النتيجة الصافية/ الأموال الخاصة	ROE
السيولة	الأصول المتداولة/ إجمالي الأصول	LIQ
المخاطر	المصاريف المالية/ رقم الأعمال	Risk
قطاع النشاط	0 قطاع الخدمات / 1 قطاع الصناعة	SA

المصدر: من إعداد الطالبة.

بعد التعرف على المتغيرات التي يتضمنها النموذج القياسي وجمع البيانات الخاصة بكل متغير، تمت كتابة الصيغة الرياضية للنموذج المعتمد في هذه الدراسة على النحو التالي:

$$D_{it} = C + \beta_{1j} IMP_{j(it)} + \beta_{2j} NTS_{j(it)} + \beta_{3j} SIZE_{j(it)} + \beta_{4j} AC_{j(it)} + \beta_{5j} ROA_{j(it)} + \beta_{6j} ROE_{j(it)} + \beta_{7j} Risk_{j(it)} + \beta_{8j} LIQ_{j(it)} + \beta_{9j} SA_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

D_{it} : تمثل نسبة المديونية سواءً الإجمالية أو الطويلة ومتوسط الأجل.

(β_{kj}) : معلمات النموذج.

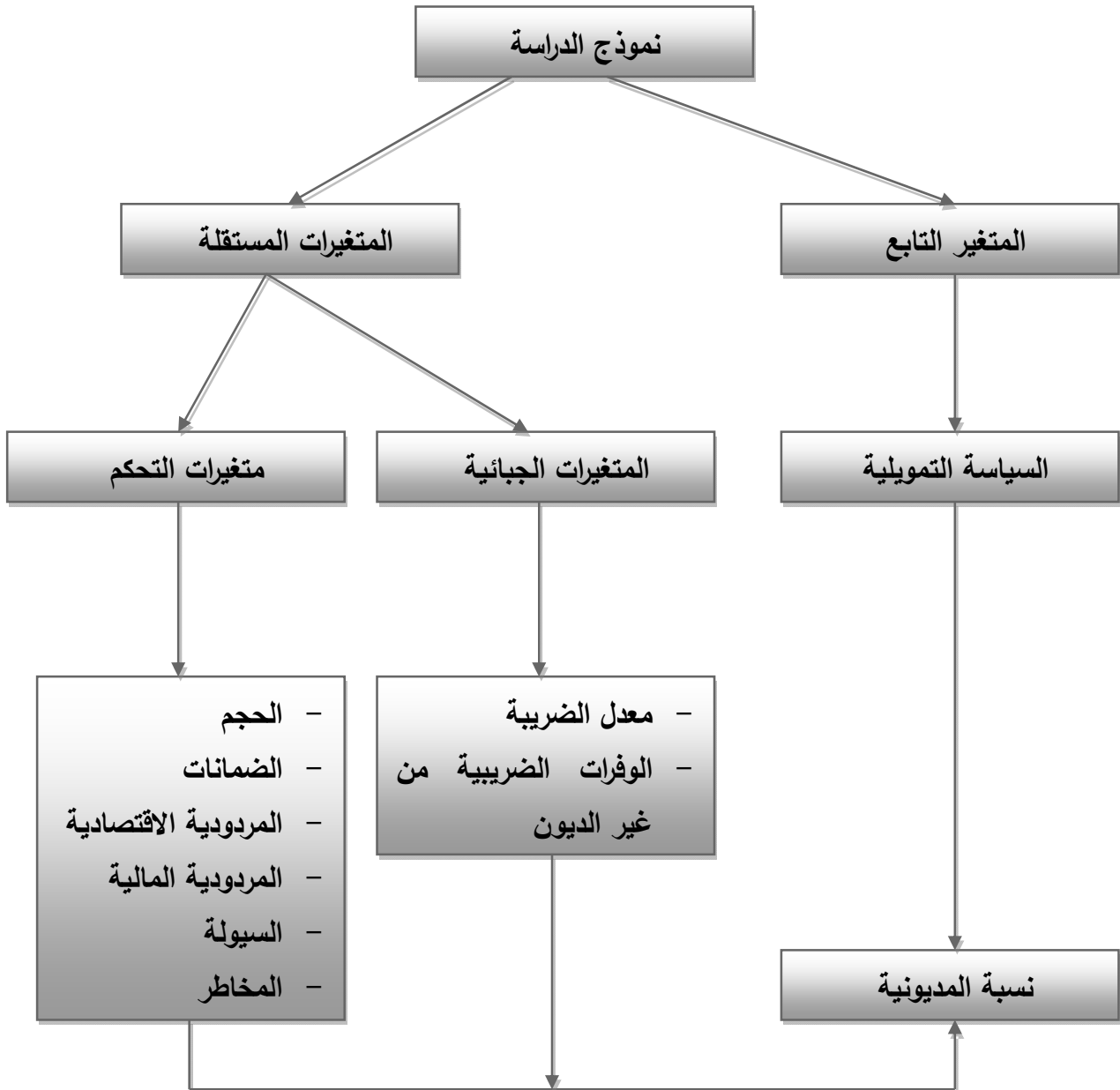
$(i: 1 \dots n)$: تمثل المقاطع (المؤسسات) و $(t: 1 \dots n)$: تمثل الزمن.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

ε_{it} : حد الخطأ العشوائي.

وعلى ضوء ما سبق يمكن تقديم نموذج الدراسة من خلال المخطط التوضيحي التالي:

الشكل رقم (02-03): المخطط البياني الخاص بنموذج الدراسة.



المصدر: من إعداد الطالبة.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

المطلب الثالث: التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة.

بعد صياغة النموذج الذي سيتم دراسته سنحاول في هذا المطلب عرض أهم الخصائص الإحصائية للبيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة ومعرفة مدى الارتباط الموجود بينها، بالإضافة إلى تمثيل شكل الانتشار (Scatter) الخاص بالمتغيرات التابعة وذلك قصد تحديد الفروقات بينها بصورة أكثر دقة ووضوح.

1- الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة

بهدف إعطاء تصور مبدئي حول طبيعة العلاقة الكامنة بين متغيرات الدراسة المتعمدة في النموذجين تم حساب مجموعة من إحصائيات النزعة المركزية، والتي تم توضيحها في الجدول التالي:

الجدول رقم (03-12): الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة.

المتغيرات	الوسط الحسابي	الوسيط	أعلى قيمة	أدنى قيمة	الانحراف المعياري	معامل Skewness	معامل Kurtosis	عدد الملاحظات
DMT	0.10707	0.03942	0.74533	-0.0007	0.15866	2.05654	7.04797	239
DT	0.27610	0.20593	0.98931	0.00215	0.24325	0.89320	2.76761	239
NTS	0.04213	0.03297	0.20401	0.00075	0.04085	1.73701	6.33943	239
SIZE1	9.528509	9.546956	11.10307	7.700258	0.509297	-0.716378	5.645223	239
AC	0.25481	0.20341	0.85076	0.00288	0.21552	0.64254	2.29403	239
ROA	0.337552	0.276588	3.202212	-0.752826	0.373665	3.489154	22.99591	239
ROE	0.155348	0.123583	2.114699	-2.371122	0.354110	-1.125496	23.30543	239
LIQ	0.66539	0.68726	0.98964	0.13604	0.24139	-0.32537	1.87045	239
RISK	0.020998	0.008782	1.019750	0.000000	0.068082	13.33857	195.4806	239

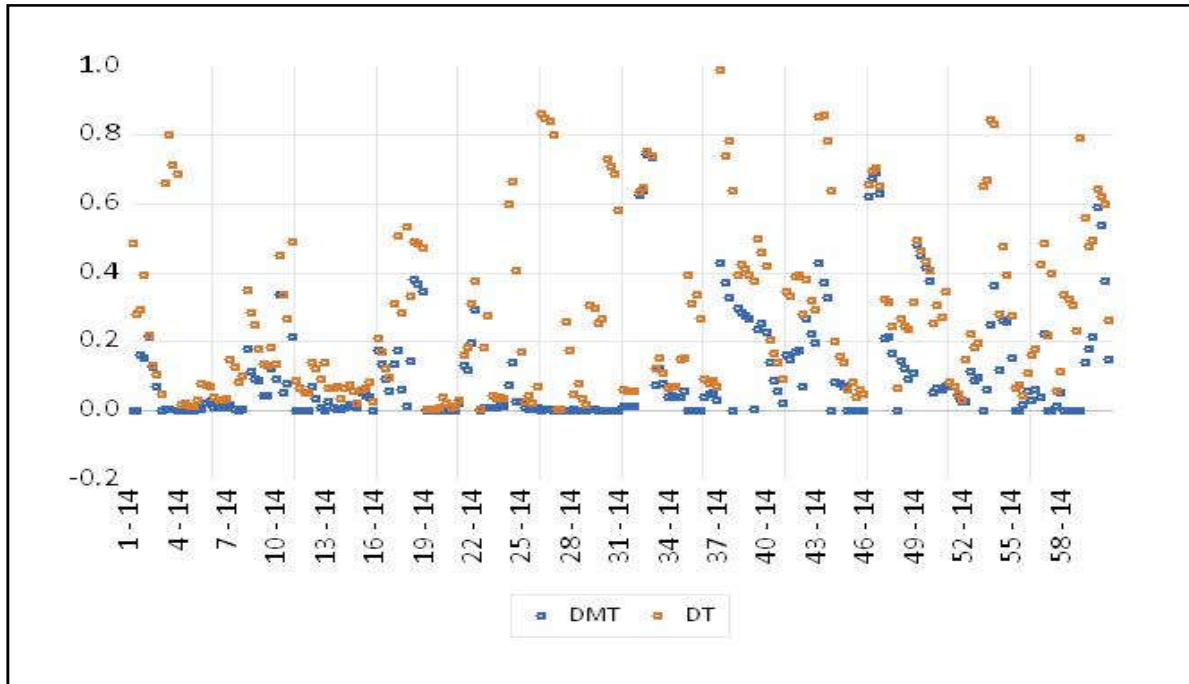
المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews 12

بناء على النتائج الموضحة في الجدول أعلاه وتحديد الموارد المالية لعينة المؤسسات محل الدراسة، لاحظنا أن نسبة الاستدانة الإجمالية قدرت بـ (27.61%)، في حين قدرت نسبة الاستدانة الطويلة أو متوسطة الأجل بـ (10.70%) والتي تعتبر منخفضة مقارنة بنظيرتها وهو ما يدل على أن أغلب الديون

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

المستخدمة من قبل هذه المؤسسات هي من النوع قصير الأجل. تتوافق هذه النتيجة وما توصلت إليه العديد من الدراسات السابقة التي تناولت موضوع البحث بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، حيث تعتمد هذه الأخيرة بشكل كبير على الاستدانة قصيرة الأجل لمجابهة احتياجاتها المالية المختلفة، ويمكن تفسير ذلك إما بناء على نظرية تحديد القروض التي تسعى إلى استقطاب عدد محدد من المؤسسات وإقصاء أغليبيتها من التمويل البنكي خاصة بالنسبة للقروض طويلة ومتوسطة الأجل، أين تلجأ البنوك إلى وضع شروط قانونية تعجيزية على هذا النوع من الائتمان ما يجعل معظم المؤسسات غير قادرة على بلوغها، أو وفقا لنظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل التي تقوم على طريقة تمويل متسلسلة تتماشى وسلمية المخاطر الناتجة عنها، أين تفضل المؤسسات الاعتماد على الموارد المالية الذاتية في تمويل مشاريعها الاستثمارية بالدرجة الأولى، وهذا ما يمكن تأكيده من خلال شكل الانتشار الخاص بالمتغيرات التابعة الآتي:

الشكل رقم(03-03): يوضح توزيعات الانتشار للمتغيرات التابعة (DMT-DT)



المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج EVIEWS12

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

باستقراء الشكل أعلاه يمكن أن نلاحظ بأن متغير إجمالي الديون أكثر انتشارا وقيم أعلى مقارنة بالديون الطويلة ومتوسطة الأجل (DMT) وذلك خلال كل فترة الدراسة وبين جميع المقاطع (المؤسسات)، وهو ما يوضح النتيجة المتوصل إليها فيما يتعلق بقيم الانحرافات المعيارية للنسب السالفة الذكر والتي بلغت على الترتيب (0.24 و 0.15)، الأمر الذي يؤكد ويدعم فكرة أن عينة عدد واسع من المؤسسات محل الدراسة لا يمكنها الوصول إلى التمويل الطويل ومتوسط الأجل مقارنة بطرق التمويل الأخرى، أو لم تلجأ إليه تماشيا والسياسة التمويلية التي تعتمدها في تمويل مختلف أنشطتها.

2- مصفوفة الارتباطات

تهدف هذه النقطة إلى إعطاء فكرة أولية حول طبيعة واتجاه العلاقة بين كل من المتغيرات التابعة (إجمالي الديون والديون الطويلة ومتوسطة الأجل) ومختلف النسب والمؤشرات المالية المعتمدة في تفسيرها بنموذجي الدراسة، وذلك بحساب مصفوفة الارتباطات التي تم توضيحها في الجدول التالي:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

الجدول رقم (03-13): مصفوفة الارتباطات بين متغيرات الدراسة

	DT	DMT	AC	IMP	LIQUIDITE	NTS	RISK	ROA	ROE	SIZE1	SECTEUR
DT	1,000	0,578	0,311	0,047	-0,319	0,376	-0,064	-0,109	-0,028	-0,371	0,014
DMT	0,578	1,000	0,464	0,036	-0,449	0,503	0,043	-0,188	-0,027	-0,309	-0,094
AC	0,311	0,464	1,000	-0,015	-0,910	0,631	-0,013	-0,140	-0,095	-0,228	0,252
IMP	0,047	0,036	-0,015	1,000	-0,004	0,004	0,060	-0,057	-0,083	0,073	-0,003
LIQUIDITE	-0,319	-0,449	-0,910	-0,004	1,000	-0,560	0,029	0,198	0,176	0,137	-0,215
NTS	0,376	0,503	0,631	0,004	-0,560	1,000	-0,020	0,065	0,045	-0,236	0,018
RISK	-0,064	0,043	-0,013	0,060	0,029	-0,020	1,000	-0,074	-0,087	-0,085	0,105
ROA	-0,109	-0,188	-0,140	-0,057	0,198	0,065	-0,074	1,000	0,387	-0,015	-0,139
ROE	-0,028	-0,027	-0,095	-0,083	0,176	0,045	-0,087	0,387	1,000	-0,047	-0,073
SIZE1	-0,371	-0,309	-0,228	0,073	0,137	-0,236	-0,085	-0,015	-0,047	1,000	0,096
SECTEUR	0,014	-0,094	0,252	-0,003	-0,215	0,018	0,105	-0,139	-0,073	0,096	1,000

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews 12

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

بالرجوع إلى مصفوفة الارتباطات الثنائية البسيطة في الجدول أعلاه نلاحظ وجود علاقة ارتباط سلبية حاد بين متغير الديون الطويلة ومتوسطة الأجل (DMT) وكل من متغير السيولة (LIQ) ومتغير حجم المؤسسة (SIZE)، في حين تقل حدته مع كل من متغير قطاع النشاط (SA) ومتغيري المردودية المالية والاقتصادية على حد سواء، من جهة أخرى نلاحظ وجود علاقة ارتباط قوية وموجبة بين متغير الديون الطويلة والمتوسطة الأجل ومتغير الضمانات (AC) وهي تتوافق مع ما جاءت به نتائج أغلب الدراسات السابقة نذكر منها: Titman & Wessels (1988)، Hariss & Raviv (1990)، Rajan & Zingales (1995) وغيرها من الدراسات الأخرى، على عكس العلاقة الموجبة التي ظهرت بينه وبين متغير الوفرة الضريبية من غير الديون (NTS) والتي جاءت منافية تماما للتحليل الذي قدمه De Angelo & Masulis (1980) والذي يؤكد فيه على وجود علاقة عكسية بين الديون والوفرات الضريبية من غير الديون.

بالنسبة للمتغير التابع الثاني المتمثل في إجمالي الديون (DT) فقد كان اتجاه العلاقة بينه وبين النسب المالية للمتغيرات المفسرة المدرجة في الدراسة مطابقا تقريبا لما تم التوصل إليه بالنسبة لمتغير الديون الطويلة ومتوسطة الأجل مع ملاحظة أن هذه العلاقة كانت أقل شدة مقارنة بالنموذج الأول، حيث تبين وجود علاقة ارتباط سلبية بين كل من متغير إجمالي الديون وحجم المؤسسة (SIZE) ونسبة السيولة (LIQ)، والتي ظهرت أقل حدة مع كل من المردودية المالية (ROE) والمخاطر المالية (RISK)، في حين كان الارتباط قويا وبدلالة إحصائية موجبة بين كل من متغير إجمالي الديون والضمانات (AC) والوفرات الضريبية من غير الديون (NTS).

أما بالنسبة للارتباط بين المتغيرات المفسرة فنلاحظ وجود علاقة ارتباط قوية وبدلالة إحصائية سالبة بين كل من متغير الضمانات (AC) ونسبة السيولة (LIQ) ومتغير حجم المؤسسة (SIZE) التي بلغت على

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

الترتيب (91% - 22%)، في حين كانت العلاقة بينه وبين الوفرات الضريبية من غير الديون (NTS) قوية وموجبة بلغت نسبة (63%).

المبحث الثالث: تقدير النموذج القياسي وعرض النتائج

بعد التطرق إلى الدراسة الإحصائية الوصفية للمتغيرات المدرجة في النموذج القياسي، سنحاول من خلال هذا المبحث دراسة تأثير هذه المتغيرات (المستقلة) في تحديد السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية العاملة في الجزائر، وذلك بتطبيق طريقة الانحدار المتعدد للتغير التابع المحصور توبت في ظل بيانات البائل على معطيات العينة محل الدراسة.

المطلب الأول: تقدير نماذج بانل الساكنة والمفاضلة بينها.

كما سبق وأن أشرنا إليه سابقا فإنه يوجد ثلاثة أنواع من نماذج بانل الساكنة والمتمثلة في: نموذج الانحدار التجميعي (PRM)، نموذج الآثار الثابتة (FEM) ونموذج الآثار العشوائية (REM) التي سنعتمد عليها في تحديد نوع الفروقات الموجودة بين المقاطع واختيار النموذج الأمثل لعملية التقدير.

1- نموذج الانحدار التجميعي "Pool Regression Model"

يقوم هذا النموذج بإهمال الجانب المقطعي للبيانات والتقدير على أساس أنّ متغيرات الدراسة تمثل سلاسل زمنية فقط، حيث بعد إدخال البيانات إلى برنامج "STATA 17" تم التوصل إلى النتائج التالية:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

الجدول رقم (03-14): تقدير نموذج الانحدار التجميعي.

المتغيرات المستقلة	عدد المقاطع: 60					
	الفترة الزمنية: 04					
	متغير المديونية الإجمالية: DT			متغير المديونية الطويلة ومتوسطة الأجل: DMT		
	COEF	T	P> t	COEF	T	P> t
IMP	.014051	0.51	0.612	.0111262	0.68	0.500
NTS	1.727989	3.83	0.000***	1.295396	4.82	0.000***
size1	-.157294	-5.44	0.000***	-.0521969	-3.03	0.003***
AC	-.301769	-1.75	0.082*	.0458326	0.44	0.657
ROA	-.074269	-1.81	0.07*	-.0897276	-3.67	0.000***
ROE	.0075708	0.18	0.860	.0268306	1.05	0.296
LIQ	-.3268796	-2.27	0.024**	-.1245942	-1.45	0.147
Risk	-.3196938	-1.55	0.121	.1182992	0.96	0.336
Sa	.0164859	0.53	0.598	-.0572217	-3.07	0.002***
_cons	2.028614	6.19	0.000***	.6694507	3.43	0.001***
	F(9, 229) =	9.48	Adj R-squared =0.2429	F(9, 229)=	16.36	Adj R-squared =0.3674
	Prob>F	0.00	R-squared= 0.2715	Prob>F	0.00	R-squared =0.3913
حيث: * المتغير له دلالة إحصائية بدرجة ثقة تقدر بـ 10%، ** المتغير له دلالة إحصائية بدرجة ثقة تقدر بـ 5%، *** المتغير له دلالة إحصائية بدرجة ثقة تقدر بـ 1%.						

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على مخرجات برنامج STATA 17

بالرجوع إلى الجدول أعلاه يمكن تسجيل النتائج التالية:

➤ **معنوية المعلمات:** بالنسبة للمتغير التابع الأول المتمثل في الديون الطويلة ومتوسطة الأجل فإن

نتائج التقدير أفضت إلى وجود خمس معلمات غير دالة من الناحية الإحصائية عند مستوى الدلالة 5%

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

وهي: متغير الضرائب (IMP)، متغير المردودية المالية (ROE)، متغير الضمانات (AC) بالإضافة إلى كل من متغير السيولة (LIQ) ومتغير المخاطر (RISK)، حيث بلغت القيم الاحتمالية المترتبة بها على الترتيب [0.5)، (0.29)، (0.65)، (0.14)، (0.33)]، وعليه يمكننا قبول الفرضية الصفرية لاختبار ستودنت التي تنص على عدم معنوية المعلمات السالفة الذكر.

أما فيما يخص المتغير التابع إجمالي الديون فإن أغلبية المعلمات ظهرت هي الأخرى غير دالة من الناحية الإحصائية عند مستوى الدلالة (5%) ماعدا الوفرات الضريبية من غير الديون (NTS) ومتغير الحجم (SIZE) ومتغير السيولة (LIQ) التي بلغت القيم الاحتمالية لها على الترتيب: [0.00)، (0.02)، (0.05) وهي أقل من القيمة الحرجة (0.05).

👉 **المعنوية الكلية:** بلغت القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر (F statistic = 16.36) وهي معنوية عند مستوى الدلالة (5%) ودرجة حرية (9.229) على اعتبار أن القيمة الاحتمالية الخاصة بها أقل تماما من القيمة الحرجة (0.05)، أي أن النموذج الأول الخاص بالمديونية الطويلة ومتوسطة الأجل معنوي ككل من الناحية الإحصائية، وهو ما ينطبق تماما على المتغير التابع إجمالي المديونية على اعتبار أن القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر الخاص به كانت أيضا أقل من القيمة الحرجة (0.05).

👉 **جودة التوفيق:** بلغت قيمة معامل التحديد ($R^2=0.3674$) ما يعني أن المتغيرات المستقلة تساهم في تفسير التغيرات الحاصلة في نسبة المديونية الطويلة ومتوسطة الأجل بنسبة (36%) والنسبة المتبقية تعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج ولكنها مدرجة في هامش الخطأ، أما بالنسبة لمتغير إجمالي الديون فقد ساهمت المتغيرات المستقلة بتفسير ما قدره 24% من التغيرات الحاصلة فيه على اعتبار أن قيمة معامل التحديد الخاص به بلغت $R^2=0.2429$

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

2- نموذج التأثيرات الثابتة "Fixed effect model"

تختلف قيمة الحد الثابت في نموذج التأثيرات الثابتة من مؤسسة إلى أخرى، وذلك قصد تحديد ودراسة سلوك كل وحدة مقطعية على حدة، حيث كانت نتائج التقدير كما يلي:

الجدول رقم (03-15): تقدير نموذج التأثيرات الثابتة.

	عدد المقاطع: 60					
	الفترة الزمنية: 04					
	متغير المديونية الإجمالية: DT			متغير المديونية الطويلة ومتوسطة الأجل: DMT		
المتغيرات المستقلة	COEF	T	P>t	COEF	T	P>t
IMP	.0189289	1.91	0.057**	.0110094	1.32	0.189
NTS	.5565783	1.83	0.070*	.7524975	2.92	0.004***
size1	-.095502	-2.56	0.011**	-.0625259	-1.99	0.048**
AC	.1596498	1.59	0.113	-.0157374	-0.19	0.853
ROA	-.085167	-4.44	0.000***	-.0876685	-5.41	0.000***
ROE	-.0229866	-1.40	0.163	.0131494	0.95	0.344
LIQ	.1030395	0.92	0.357	-.3408656	-3.61	0.000***
Risk	-.1442159	-1.47	0.144	-.0770739	-0.93	0.355
SA	0			0		
_cons	1.098252	2.97	0.003***	.9366637	3.00	0.003***
R-sq:	0.2087	Wald chi2(9) = 5.94		0.3212	Wald chi2(9) = 8.76	
		Prob> chi2 = 0.00			Prob> chi2= 0.00	
حيث: * المتغير له دلالة إحصائية بدرجة ثقة تقدر بـ 10%، ** المتغير له دلالة إحصائية بدرجة ثقة تقدر بـ 5 %، *** المتغير له دلالة إحصائية بدرجة ثقة تقدر بـ 1%.						

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على مخرجات برنامج STATA 17

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

من خلال الجدول أعلاه يمكن استنتاج ما يلي:

➤ **معنوية المعلمات:** بالنسبة لنموذج التأثيرات الثابتة والخاص بمتغير الديون الطويلة ومتوسطة الأجل (DMT) فيظهر وجود أربع معلمات دالة من الناحية الإحصائية عند مستوى الدلالة (5%) والمتمثلة في متغير الوفرات الضريبية من غير الديون (NTS) ومتغير الحجم (SIZE)، بالإضافة إلى متغير المردودية الاقتصادية (ROA) ومتغير السيولة (LIQ)، حيث بلغت القيم الاحتمالية المرتبطة بإحصائية ستوننت لهذه المعلمات على الترتيب [(0.004)، (0.04)، (0.00)، (0.00)] وهي أصغر تماما من القيمة الحرجة (0.05)، أما بالنسبة لمتغير إجمالي الديون (DT) فقد كانت النتائج مخالفة تماما للمتغير الأول، حيث ظهرت جل المعلمات غير دالة من الناحية الإحصائية عند مستوى دلالة يقل عن (5%) على اعتبار أن القيم الاحتمالية الخاصة بها أكبر تماما عن القيمة الحرجة (0.05).

➤ **المعنوية الكلية:** بلغت القيمة المحسوبة لإحصائية لـ Wald chi2 الخاصة بالنموذجين على الترتيب [(8.76)، (5.94)] وهي معنوية عند مستوى الدلالة 5% على اعتبار أن القيمة الاحتمالية الخاصة بها أقل تماما من القيمة الحرجة (0.05)، أي أن النموذجين معنويين ككل من الناحية الإحصائية.

➤ **جودة التوفيق:** بلغت القدرة التفسيرية لنموذج التأثيرات الثابتة الخاص بمتغير الديون الطويلة ومتوسطة الأجل 32.12% ما يعني أن المتغيرات المستقلة تساهم في تفسير التغيرات الحاصلة في المتغير التابع بنسبة (32.12%) على اعتبار أن قيمة معامل التحديد بلغت $R^2=0.3212$ ، أما النسبة المتبقية التي قدرت بـ (67.88%) فهي تعود إلى عوامل أخرى تم إدراجها بهامش الخطأ.

في حين بلغت قيمة معامل التحديد للمتغير الثاني ($R^2=0.2087$) ما يعني أن المتغيرات المستقلة تساهم في تفسيره بنسبة 20.87%، والنسبة المتبقية (79.13%) فتعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

3- نموذج التأثيرات العشوائية

يتم تقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة GLS، حيث كانت نتائج التقدير كما يلي:

الجدول رقم (03-16): تقدير نموذج التأثيرات العشوائية.

	عدد المقاطع: 60					
	الفترة الزمنية: 04					
	متغير المديونية الإجمالية: DT			متغير المديونية الطويلة ومتوسطة الأجل: DMT		
المتغيرات المستقلة	COEF	T	P>t	COEF	T	P>t
IMP	.0173177	1.78	0.075*	.0110939	1.37	0.172
NTS	.7463809	2.60	0.009***	.8246179	3.59	0.000***
size1	-.1167653	-3.75	0.000***	-.0586571	-2.60	0.009***
AC	.1263516	1.30	0.194	.0033438	0.04	0.966
ROA	-.0846632	-4.49	0.000***	-.0863872	-5.52	0.000***
ROE	-.0200845	-1.24	0.216	.0133981	0.99	0.324
LIQ	.0224042	0.22	0.822	-.256713	-3.33	0.001***
Risk	-.1771584	-1.88	0.061*	-.0492465	-0.64	0.524
SA	-.0023288	-0.04	0.968	-.0638385	-1.91	0.056**
_cons	1.355351	4.33	0.000***	.8566411	3.74	0.000***
R-sq:	0.2363	Wald chi2(9) =62.89		0.3682	Wald chi2(9) = 103.32	
		Prob> chi2=0.0000			Prob> chi2= 0.0000	
حيث: * المتغير له دلالة إحصائية بدرجة ثقة تقدر بـ 10%، ** المتغير له دلالة إحصائية بدرجة ثقة تقدر بـ 5 %، *** المتغير له دلالة إحصائية بدرجة ثقة تقدر بـ1 %.						

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج STATA17

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

من خلال نموذج التأثيرات العشوائية المقدر أعلاه يمكن استخلاص ما يلي:

➤ **معنوية المعلمات:** بالنسبة للنموذج الخاص بمتغير المديونية الطويلة ومتوسطة الأجل (DMT) فيظهر وجود بعض المعلمات فقط دالة من الناحية الإحصائية عند مستوى الدلالة (5%)، ويتعلق الأمر بكل من المعلمات المرتبطة بالمتغيرات التالية: (LIQ, ROA, SIZE, NTS) وذلك لأن القيم الاحتمالية لإحصائية ستودنت الخاصة بها بلغت على حد السواء (0.00) وهي أقل تماماً من القيمة الحرجة (0.05)، في حين أن بقية المعلمات كانت غير دالة إحصائياً عند نفس مستوى الدلالة، أما فيما يخص متغير المديونية الإجمالية فقد ظهرت جل المعلمات غير دالة من الناحية الإحصائية عند مستوى الدلالة (5%) ماعدا المعلمات الخاصة بكل من متغير الوفرة الضريبية من غير الديون (NTS) و (ROA) وكذا (SIZE) التي بلغت القيم الاحتمالية لإحصائية ستودنت الخاصة بها (0.00) وهي أقل تماماً من القيمة الحرجة (0.05).

➤ **المعنوية الكلية:** قدرت القيمة المحسوبة لإحصائية Wald chi2 الخاصة بالنموذجين على الترتيب ب: [(103.32)، (62.89)] وهي معنوية عند مستوى الدلالة (5%) على اعتبار أن القيمة الاحتمالية الخاصة بها بلغت (0.00) وهي أقل تماماً من القيمة الحرجة (0.05)، وهذا ما يؤكد على معنوية النموذجين ككل من الناحية الإحصائية.

➤ **جودة التوفيق:** بلغت قيمة معامل التحديد للنموذجين على الترتيب: ($R^2=0.2363$)، ($R^2=0.3682$) وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة تساهم في تفسير التغيرات التي تحصل في المديونية الطويلة ومتوسطة الأجل بنسبة (36.82%) بينما تفسّر ما نسبته (23.63%) في التغيرات التي تحصل في إجمالي المديونية، أمّا النسب المتبقية فهي تعود إلى عوامل أخرى تم إدراجها في هامش الخطأ.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

4- اختبارات المفاضلة بين النماذج

بعد تقدير نماذج بازل الساكنة والتأكد من دقة وموثوقية النتائج التي تم التوصل إليها من الناحية الإحصائية، سيتم اختيار النموذج الملائم للدراسة وتحديد نوع ومصدر الفروقات الفردية الموجودة بين المقاطع، وذلك باستخدام مجموعة من الاختبارات الخاصة بالمفاضلة بين النماذج الثلاثة.

✓ اختبار "Redundant": الهدف من هذا الاختبار هو المفاضلة بين الانحدار التجميعي "PRM" ونموذج التأثيرات الثابتة "FEM" والذي يعتمد على إحصائيتي (Chi-square F-SAT) تحت الفرضية التالية:

$$\begin{cases} H_0 : \text{نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم} \\ H_1 : \text{نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم} \end{cases}$$

والجدول التالي يبين نتائج الاختبار:

الجدول رقم (03-17): نتائج اختبار Redundant

	Redundant Fixed Effects Tests							
	متغير المديونية الإجمالية: DT				متغير المديونية الطويلة ومتوسطة الأجل: DMT			
Effects	Test	Statistic	DF	Prob	Test	Statistic	DF	Prob
Coss-section	F	31.144084	59.172	0.00	F	14.685476	59.172	0.00
Coss-section	Chi-square	589.95533	59	0.00	Chi-square	431.516011	59	0.00

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews 12

نلاحظ من خلال النتائج التي تم التوصل إليها أنّ القيمة الإحصائية لفيشر المتعلقة بنموذجي الدراسة قد بلغت على الترتيب $[F_{STA}(14.68)(31.14)]$ بدرجة حرية (59.1) وهي دالة عند مستوى الدلالة (5%) على اعتبار أن القيمة الاحتمالية الخاصة بها أصغر تماماً من القيمة الحرجة 0.05، وعليه

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأكثر ملائمة من نموذج الانحدار التجميعي.

✓ **اختبار مضاعف لاغرانج:** يهدف هذا الاختبار إلى التحقق من هيكلية الأخطاء العشوائية في النموذج، أي هل تتماشى هذه الأخطاء مع خصوصية نموذج الانحدار التجميعي أو انحدار الآثار العشوائية، حيث كانت النتائج كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (03-18): نتائج اختبار مضاعف لاغرانج.

Lagrange Multiplier Test for Random Effects					
DT[<i>ID, T</i>] = <i>xb</i> + <i>u</i>[<i>ID</i>] + <i>e</i>[<i>ID, t</i>]			DTM [<i>ID, t</i>] = <i>xb</i> + <i>u</i>[<i>ID</i>] + <i>e</i>[<i>ID, t</i>]		
	Var	Sd=sqrt (var)		Var	Sd=sqrt (var)
DT	0.59174	.2432571	DMT	.0251742	.1586638
E	.005147	.0717425	E	.0036721	.0605982
U	.0433098	.20811	U	.0134312	.115893
Test: var (u)		0	Test: var (u)		0
Chi bar 2 (01)		265.07	Chi bar 2 (01)		198.99
Prob> Chi bar2		0.000	Prob> Chi bar2		0.000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

من خلال النتائج المبينة في الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة اختبار LM قدرت بـ (198.99) لمتغير المديونية الطويلة ومتوسطة الأجل و(265.07) لمتغير إجمالي الديون بقيمة احتمالية أقل من 5%، وبالتالي نقبل الفرضية البديلة لهذا الاختبار والتي تنص على أن نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم لهذه الدراسة.

✓ **اختبار هوسمان "Hausman Test":** بعد التأكد من وجود فروقات فردية بين المقاطع في نموذج الدراسة، يسمح لنا اختبار هوسمان بالتمييز بين هذه الفروقات من خلال المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية واختبار النموذج الأنسب والأفضل لعملية التقدير، حيث تم التوصل إلى النتائج التالية:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

الجدول رقم (03-19): نتائج اختبار هوسمان "Hausman".

متغير المديونية الطويلة ومتوسطة الأجل: DMT				
VAR	(b)	(B)	(b-B) sq	rt(diag(V_b-V_B))
	Re	Fe	Difference	S.E.
IMP	-.0110094	-.0110939	.0000845	.001974
NTS	.7524975	.8246179	-.0721204	.1168583
size1	-.0625259	-.0586571	-.0038688	.0219272
AC	-.0157374	.0033438	-.0190813	.0296285
ROA	-.0876685	-.0863872	-.0012814	.0042296
ROE	.0131494	.0133981	-.0002488	.0027621
LIQ	-.3408656	-.256713	-.0841526	.0542942
Risk	-.0770739	-.0492465	-.0278274	.0303888
b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg				
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg				
Test: Ho: difference in coefficients not systematic				
$\chi^2(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) = 5.76$				
Prob > $\chi^2 = 0.6739$				
متغير إجمالي المديونية: DT				
VAR	(b)	(B)	(b-B) sq	rt(diag(V_b-V_B))
	Re	Fe	Difference	S.E.
IMP	-.0189289	-.0173177	-.0016112	.0018028
NTS	.5565783	.7463809	-.1898026	.1027225
size1	-.095502	-.1167653	.0212633	.0204427
AC	.1596498	.1263516	.0332983	.0243737
ROA	-.085167	-.0846632	-.0005038	.0034259
ROE	-.0229866	-.0200845	-.0029021	.0023733
LIQ	.1030395	.0224042	.0806353	.0500763
Risk	-.1442159	-.1771584	.0329425	.0273302
$\chi^2(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) = 6.82$				
Prob > $\chi^2 = 0.5561$				

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على مخرجات برنامج STATA17

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

انطلاقاً من النتائج الموضحة في الجدول السابق نلاحظ أن قيم إحصائية كاي تربيع للنموذجين قد بلغت أعلى الترتيب $[5.76, 6.82]$ بقيم احتمالية أكبر تماماً من القيمة الحرجة (0.05) بلغت على التوالي (0.67، 0.55) وعليه يتم قبول الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم لكلا المتغيرين التابعين.

المطلب الثاني: عرض نتائج الدراسة.

بعد إجراء اختبارات المفاضلة بين النماذج الأساسية لبيانات بانل تبين وجود تأثيرات فردية عشوائية خاصة بنموذجي الدراسة، مما يؤكد أن مصدر الاختلاف بين المؤسسات يعود إلى المركبة العشوائية. تتوافق هذه النتيجة وخصوصية المتغير التابع المحدود، حيث تتطلب دراسة هذا النوع من المتغيرات المحصورة ضمن مجال معين (0، 1) تطبيق نموذج توبت في ظل معطيات بانل للأثار العشوائية التي تعتمد على استخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة "GLS" حتى تكون نتائج التقدير أكثر دقة وكفاءة.

1- تقدير نموذج توبت "Tobit"

لغرض الكشف عن طبيعة العلاقة التي تربط بين المتغير التابع المتمثل في نسبة المديونية والمتغيرات المفسرة، تم اعتماد نموذج الانحدار الخطي المتعدد توبت في ظل معطيات البانل للأثار العشوائية حيث كانت نتائج لتقدير كما يلي:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

الجدول رقم (03-20): نتائج التقدير الأولي لنموذج تويت.

متغير المديونية الإجمالية: DT				متغير المديونية الطويلة ومتوسطة الأجل: DMT			
Random-Effects Tobit Regression				Random-Effects Tobit Regression			
Wald chi2(9)	65.14	Prob> chi2	0.000	Wald chi2(9)	100.23	Prob> chi3	0.0000
DT	Coef.	Z	P>z	DMT	Coef.	Z	P>z
IMP	.0172909	1.81	0.070*	IMP	.0168538	1.83	0.067
NTS	.7503166	2.65	0.008***	NTS	.8771182	3.43	0.001***
size1	-.1171357	-3.83	0.000***	size1	-.0456907	-1.82	0.068**
AC	.1254679	1.31	0.190	AC	.0089178	0.10	0.918
ROA	-.0846484	-4.57	0.000***	ROA	-.092438	-5.39	0.000***
ROE	-.0200311	-1.26	0.209	ROE	.0137717	0.94	0.349
LIQ	.0208522	0.21	0.832	LIQ	-.2906029	-3.39	0.001***
Risk	-.1777764	-1.92	0.055**	Risk	.0373294	0.24	0.810
SA	-.0023514	-0.04	0.967	SA	-.0905422	-2.46	0.014**
_cons	1.359965	4.41	0.000***	_cons	.748964	2.95	0.003***
Rho	.8910774			Rho	.7834822		
حيث: * المتغير له دلالة إحصائية بدرجة ثقة تقدر بـ 10%، ** المتغير له دلالة إحصائية بدرجة ثقة تقدر بـ 5%، *** المتغير له دلالة إحصائية بدرجة ثقة تقدر بـ 1%.							

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على مخرجات برنامج STATA 17

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن بعض المتغيرات لم تكن لها أي دلالة إحصائية باستخدام كلتا المتغيرين التابعين مثل متغير الضمانات AC والذي يعتبر من أهم محددات السياسة التمويلية في المؤسسة، حيث تسمح وجود نسبة معتبرة من الأصول العينية ضمن ميزانية المؤسسة بتعزيز قدرتها الإستدانية وتسهيل حصولها على موارد مالية من القطاع المصرفي باعتبار أن هذه الأصول تعتبر بمثابة

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

ضمانات للبنك في حال ما تعرضت المؤسسة لحالات العسر المالي وعدم القدرة على السداد، ويمكن تفسير ذلك بأن أغلبية المؤسسات الموجودة في العينة لم تلجأ إلى التمويل عن طريق الديون وإنما فضلت استخدام مواردها الداخلية، وهو ما تؤكد العلاقة السلبية الموجودة بين كل من متغير السيولة (LIQ) والمردودية (ROA) والمتغير التابع المتمثل في نسبة المديونية، وبغية تعديل معالم النموذج والحصول على نتائج أكثر دقة من الناحية الإحصائية سنحاول حذف المتغيرات الغير دالة إحصائياً كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (03-21): نتائج التقدير النهائي لنموذج توبت.

متغير المديونية الإجمالية: DT				متغير المديونية الطويلة ومتوسطة الأجل: DMT			
<u>Random-Effects Tobit Regression</u>				<u>Random-Effects Tobit Regression</u>			
Wald chi2(6)	54.17	Prob >chi	0.00	Wald chi2(6)	99.14	Prob>chi2	0.00
DT	Coef.	Z	P>z	DMT	Coef.	Z	P>z
IMP	0.019879	2.09	0.037**	IMP	0.01756	1.92	0.05**
NTS	0.868318	3.17	0.002***	NTS	0.893006	3.6	0.000***
size1	-0.10368	-3.62	0.000***	size1	-0.04617	-1.88	0.06*
ROA	-0.08782	-4.82	0.000***	ROA	-0.09012	-5.33	0.000***
_cons	1.247681	4.52	0.000***	LIQ	-0.28935	-5.09	0.000***
Rho	0.890268			SA	-0.08923	-2.44	0.015**
				_cons	0.7388	3.14	0.002***
				Rho	0.783012		
حيث: * المتغير له دلالة إحصائية بدرجة ثقة تقدر ب 10%، ** المتغير له دلالة إحصائية بدرجة ثقة تقدر ب 5%، *** المتغير له دلالة إحصائية بدرجة ثقة تقدر ب 1%.							

المصدر: من الإعدادات الطالبة باعتمادا على مخرجات برنامج STATA 17

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

قبل البدء في تحليل النتائج المتحصل عليها يجدر بنا التنويه إلى أنّ تقدير النموذج باستخدام متغير المديونية الإجمالية كمتغير تابع كان لغرض تسليط الضوء على تأثير الديون القصيرة الأجل وتفسير العلاقة التي تربطها بالمتغيرات المفسرة باعتبارها تشكل النسبة الأكبر من المديونية الإجمالية، وعليه سنعتمد في هذه المرحلة على التحليل الإحصائي للنموذج الذي يهدف إلى تفسير التغيرات في نسبة المديونية الطويلة ومتوسطة الأجل بدلالة المتغيرات المستقلة، حيث أظهرت النتائج الموضحة في الجدول أعلاه أنّ النموذج معنوي من الناحية الإحصائية أين بلغت قيمة إحصائية والد كاي تربيع (99.14) وهي دالة من الناحية الإحصائية عند مستوى دلالة (5%) على اعتبار أنّ قيمتها الاحتمالية (0.00)، وعليه يمكن القول أن النموذج على درجة عالية من المعنوية.

كما قدرت قيمة إحصائية RHO (0.78) وهي تعبر عن معامل الارتباط بين الوحدات والذي بلغ نسبة (78.30%).

يمكن أن نلاحظ أيضا أن كل المعلمات المرتبطة بالمتغيرات المفسرة للظاهرة محل الدراسة دالة من الناحية الإحصائية عند مستويات دلالة نقل أو تساوي (5%)، على اعتبار أن القيم الاحتمالية المرتبطة بها أقل تماماً أو تساوي القيمة الحرجة (0.05) ماعدا متغير الحجم SIZE فهو معنوي عند مستوى الدلالة (10%)، كما أفضت النتائج إلى إمكانية استخلاص أثر كل متغير مستقل على حدا كما يلي:

➤ بالنسبة للمعلمة المرتبطة بمتغير الضرائب (IMP) فقد كان لها تأثير إيجابي على نسبة المديونية الطويلة والمتوسطة الأجل (DMT)، حيث أن الزيادة في معدل الضريبة على أرباح الشركات بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع المديونية الطويلة ومتوسطة الأجل بنسبة (1.75%).

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

➤ بالنسبة لمتغير الوفرات الضريبية من غير الديون فقد كان له هو الآخر تأثير إيجابي كبير على المديونية الطويلة ومتوسطة الأجل بحيث أن الزيادة فيه بوحدة واحدة تؤدي إلى ارتفاع المديونية الطويلة ومتوسطة الأجل بمرونة جد مرتفعة تتجاوز (89%).

➤ أما بالنسبة لكل من متغير المردودية (ROA) ومتغير السيولة (LIQ) ومتغير الحجم (SIZE) فقد كان لهم أثر سلبي على المديونية الطويلة ومتوسطة الأجل، حيث أن ارتفاعهم بوحدة واحدة يؤدي إلى تراجع هذه الأخيرة بنسبة [(9%)، (28.63)، (4.61)] على الترتيب، في حين أن قطاع النشاط (SA) أثر في نسبة المديونية الطويلة ومتوسطة الأجل للمؤسسة حسب القطاع التي تنتمي إليه المؤسسة، حيث أثر القطاع الصناعي بشكل سلبي وبمرونة قدرها (8.92%) على المديونية الطويلة ومتوسطة الأجل في المقابل نجد أن المؤسسات ذات الطابع الخدماتي كان لها تأثير موجب عليها.

انطلاقاً من النتائج التي تم التوصل إليها يمكن توضيح معالم النموذج النهائي من خلال العلاقتين التاليتين:

$$DMT_{it} = 0.738 + 0.017 * IMP + 0.893 * NTS - 0.046 * SIZE - 0.090 * ROA - 0.289 * LIQ - 0.089 * SA$$

$$DT_{it} = 1.247 + 0.019 * IMP + 0.868 * NTS - 0.103 * SIZE - 0.087 * ROA$$

2- اختبارات جودة القياس

قبل التطرق للتحليل الاقتصادي للنتائج المتحصل عليها وجب علينا التحقق من مدى جودتها وكفاءتها من الناحية القياسية وذلك بالاعتماد على مجموعة من اختبارات مشاكل القياس الكلاسيكية الخاصة بنماذج الانحدار بشكل عام والمتمثل في:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

✓ اختبار معامل تضخم التباين التعدد الخطي: بعد تقدير معالم النموذج الخطي وإدخال التعليمات المناسبة لحساب معامل تضخم التباين ومؤشر التساهل في برنامج STATA17 تم التوصل إلى النتائج المبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (03-22): نتائج اختبار التعدد الخطي.

1/ VIF	VIF	المتغيرات
0.990429	1.01	متغير الضرائب (IMP)
0.625297	1.6	متغير الوفورات الضريبية من غير الديون (NTS)
0.927762	1.08	متغير الحجم (SIZE)
0.90696	1.1	متغير المردودية (ROA)
0.599984	1.67	متغير السيولة (LIQ)
0.922073	1.08	متغير قطاع النشاط (SA)
	1.26	متوسط VIF

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على مخرجات برنامج STATA 17

بالرجوع إلى النتائج الموضحة أعلاه نلاحظ أن قيم معاملات تضخم التباين (VIF) كانت أقل تماماً من القيمة (5)، وبالتالي يمكن قبول الفرضية البديلة لهذا الاختبار والتي تنص على أن المتغيرات المفسرة غير مرتبطة فيما بينها ارتباطاً خطياً تاماً يؤثر على جودة التقدير، نفس النتيجة تؤكدتها قيم معامل التساهل حيث كانت كلها أكبر من القيمة (0.05) ما يدل على غياب ظاهرة التعدد الخطي بين المتغيرات المفسرة.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

✓ اختبار عدم ثبات التباين: تم الاعتماد على اختبار "Breush-Pagan/Cook-Weisberg" للتحقق

من مدى ثبات تباين الأخطاء في نموذج الدراسة، حيث كانت النتائج كالاتي:

الجدول رقم (03-23): نتائج اختبار عدم ثبات التباين.

Brush-Pagan/ Cook-Weisberg Test for Heteroskedasticity	
Ho: Constant Variance	
متغير المديونية الطويلة ومتوسطة الأجل: DMT	
Chi2(1)	0.02
Prob>chi2	0.8786

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

من النتائج الموضحة أعلاه نلاحظ أن القيمة الإحصائية للاختبار قد بلغت (0.02) وهي غير دالة من الناحية الإحصائية عند مستوى الدلالة (5%) ودرجة الحرية (1)، على اعتبار أن القيمة الاحتمالية الخاصة بها قدرت بـ (0.87) وهي أكبر تماماً من القيمة الحرجة (0.05)، وعليه نقبل الفرضية الصفرية لهذا الاختبار والتي تنص على ثبات تباين الأخطاء في النموذج محل الدراسة.

✓ اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء: قصد الكشف عن وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء

في بواقي تقدير النموذج، تم استخدام اختبار "Wooldridge" حيث تم التوصل إلى النتائج التالية:

الجدول رقم (03-24): نتائج اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء.

Wooldridge Test for Autocorrelation in Panel Data	
Ho: No First-Order Autocorrelation	
متغير المديونية الطويلة ومتوسطة الأجل: DMT	
F(1.59)	42.554
Prob>F	0.000

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على مخرجات برنامج STATA17

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

بناءً على النتائج المبينة في الجدول نلاحظ أن القيمة الإحصائية للاختبار بلغت (42.55) وهي دالة من الناحية الإحصائية عند مستوى الدلالة (5%)، وعليه نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود ارتباط ذاتي في العينة محل الدراسة، لكن هذه النتيجة لا تؤثر بشكل كبير على جودة وكفاءة النموذج كون هذا الاختبار لا يكتسي أهمية بالغة في النماذج التي تكون فيها فترة الدراسة محدودة

"Micro panels" بل تكون أكثر فاعلية في العينات ذات الحجم الكبير "Macro Panels".¹

✓ دراسة استقرارية السلاسل: قبل التطرق إلى دراسة استقرارية البيانات محل الدراسة وجب علينا التأكد أولاً من استقلالية المقاطع لتحديد الجيل المناسب من اختبارات الاستقرارية الذي يتناسب وطبيعة هذه البيانات، حيث كانت نتائج الاختبار كالآتي:

الجدول رقم (03-25): نتائج اختبار استقلالية المقاطع.

Residual Cross-Section Dependence Test			
Ho: No Cross-Section Dependence (Correlation) in Residuals			
Periods Included: 04			
Cross-Sections Included: 60			
Test	Statistic	d.F	Prob
Pesaran CD	-0.668196	1770	0.5040

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على مخرجات برنامج STATA 17

من خلال نتائج اختبار الاستقلالية الموضحة في الجدول أعلاه، يمكن قبول الفرضية الصفرية التي تنص على استقلالية المقاطع في عينة الدراسة عن بعضها البعض، حيث ظهرت إحصائية (Pesaran CD) غير دالة من الناحية الإحصائية على اعتبار أن القيمة الاحتمالية الخاصة بها أكبر تماماً من القيمة الحرجة (0.05)، وعليه سيتم تطبيق اختبارات الاستقرارية للجيل الأول على متغيرات الدراسة.

¹ D.M. Drukker, opcit, 2003, P168.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

✓ اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة: بعد إدخال التعليم الخاصة باختبار جذر الوحدة -Harris (1999) Tzavalis في برنامج "STATA 17" للمتغيرات الكمية تحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم (03-26): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات النموذج.

Harris-Tzavalis Unit-Moot Test			
Ho: Panels Contain Unit Moots			
Var	Statistic	Z	P Value
DMT	0.0238	-2.4406	0.0073
NTS	-0.0239	-5.6787	0.0000
SIZE	-0.8394	-7.1283	0.0000
ROA	-0.0993	-6.6887	0.0000
LIQ	0.1767	-2.9912	0.0014

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على مخرجات برنامج STATA 17

حسب النتائج الظاهرة في الجدول أعلاه يمكن قبول الفرضية البديلة التي تنص على استقرارية البيانات، حيث أن القيم الإحصائية لاختبار Harris-Tzavalis لكل المتغيرات كانت أكبر تماماً من القيم الجدولية المقابلة لها عند مستوى دلالة (5%) على اعتبار أن القيم الاحتمالية المرتبطة بها أقل تماماً من القيمة الحرجة (0.05) وعليه فإن متغيرات الدراسة مستقرة عند المستوى (غياب جذر الوحدة).

المطلب الثالث: مناقشة وتحليل النتائج من الناحية الاقتصادية.

لقد أظهرت الدراسات التجريبية السابقة نتائج مختلفة فيما يخص تأثير التغيرات الحاصلة في الضريبة على أرباح الشركات (IMP) على السياسة التمويلية المتبعة من طرف المؤسسة ، حيث يرجع ذلك إلى الاختلاف القائم بين الأنظمة الجبائية والمالية من دولة إلى أخرى ومن بيئة اقتصادية إلى أخرى.

واستناداً على المعطيات والبيانات المتوفرة والخاصة بالمؤسسات الاقتصادية العاملة في الجزائر، استطعنا

التوصل إلى جملة من النتائج التي تم تفسيرها كالآتي:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

بالنظر إلى تأثير التغيرات الحاصلة في معدل الضريبة على أرباح الشركات (IMP) على نسبة الاستدانة ضمن هيكل رأسمال المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، فقد وجدنا أنه كان تأثيرا إيجابيا ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5%، حيث يوفر الدين ملاذا ضريبيا نظرا للامتيازات الجبائية التي يتمتع بها والمتمثلة في الوفورات الضريبية المترتبة عنه على اعتبار أن فوائد الديون تعتبر من المصاريف التي يتم خصمها من الأرباح الخاضعة للضريبة ، وبالتالي فإنه في ظل وجود الضريبة على أرباح الشركات لا يوجد لدى المؤسسات قيود على إصدار الديون بخلاف التهديد المباشر لتكاليف الإفلاس إذ يتوجب على المؤسسات مراقبة مستويات الاستدانة بالرغم من المزايا التي تستفيد منها حتى لا تصل إلى الحد الذي تفوق فيه تكاليف رأس المال الربحية المتوقعة من المشاريع التي استثمر فيها، فيفقد التمويل بالديون جاذبيته ويصبح مصدرا للخطر وعليه فإن استجابة المؤسسات للتغيرات الحاصلة في معدل الضريبة على الأرباح الشركات تكون على أساس نسبة الديون ضمن هيكل رأس مالها، حيث كلما كانت نسبة الديون منخفضة لجأت هذه الأخيرة إلى الاستدانة للتقليل من قيمة الضريبة على أرباح الشركات وهو ما يتطابق مع واقع المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، حيث سبق وأن أشرنا في التحليل الوصفي للعينة أن نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل منخفضة مقارنة بالديون قصيرة الأجل الأمر الذي سمح لها باللجوء إلى الاستدانة واستغلال المزايا الجبائية الناتجة عنها .

تتوافق هذه النتيجة الإيجابية مع الطرح الذي قدمه موديقلياني وميلر سنة 1963 ونظرية التوازن التي تقضي بأنه كلما ارتفعت ضريبة الشركات زادت نسبة الديون التي تستخدمها المؤسسات للاستفادة من الوفورات الضريبية الناجمة عنها كما توصلت نتائج عدة دراسات تجريبية إلى النتيجة ذاتها نذكر منها:

Givoly(1992) ,Graham (1999-1996) ,Rajan & Zingalas (1995) ,Gordon & Lee (2001), Micheal Oversh & Dennis (2010) , Lars. p. Feld & Jost. H. Heckemeyer & Micheal Oversh (2013) , Matthias Flevkenstein & All (2020) .

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

أما فيما يخص متغير الوفورات الضريبية البديلة فإن النتيجة التي تم التوصل إليها كانت مثيرة للاهتمام ، حيث كان تأثيره على نسبة الاستدانة إيجابيا وذو دلالة إحصائية عند مستوى 1% ما يدل على أن ارتفاع الوفورات الضريبية البديلة يحفز المؤسسة على اللجوء إلى التمويل الخارجي والرفع من نسبة ديونها ضمن هيكل رأس المال، وهو مناف تماما للطرح الذي قدمه De Angelo & Mazullis سنة 1980 حيث أكد الباحثان أن التخفيضات المرتبطة بالاستثمار والاهتلاكات تلعب دور نواتج الإحلال أمام الميزات الجبائية للديون وأن زيادة أحدهما تكون على حساب الأخرى ما يستوجب وجود علاقة عكسية بين الوفورات الضريبية البديلة ونسبة الديون التي تستخدمها المؤسسة.

يمكن تفسير هذه النتيجة الإيجابية انطلاقا من التفاعل القائم بين دورتي الإنتاج والتمويل، حيث أن ارتفاع الوفورات الضريبية البديلة يشجع المؤسسات على زيادة الإنتاج وبالتالي ارتفاع قيمة الأرباح قبل الضرائب مما يحفز المؤسسة على استغلال كل من الوفورات الضريبية البديلة والوفورات المتأتية من الديون لتخفيض قيمة الضريبة على أرباح الشركات، وهذا ما يسمى بأثر الدخل الذي تناوله كل من Robert Lemma Senbet & Domman سنة 1988 في مقالتهما: "تأثير الضرائب الإهلاك على استثمار المؤسسة ورافعتها المالية.

تتوافق النتيجة التي تم التوصل إليها مع نتائج عدة دراسات تطبيقية نذكر منها: Bradly & all (1984)، Harris & Raviv (1991)، Khemiri Wafa & Hédi (2018)، Paulet & Moradi (2019)، اسلام عبد الجواد، كامل عاطفة عبد ربه (2019)، Saif el Yousfi (2020). وبالنسبة لمتغيرات التحكم فقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج التي يمكن تناولها على النحو التالي:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

تبين وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية على مستوى 10% للحجم (Sa) مقاسا بلوغاريتم رقم الأعمال على نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل أي كلما ارتفعت قيمة رقم الأعمال أدى ذلك إلى انخفاض مستوى الاستدانة الطويلة والمتوسطة الأجل ضمن هيكل رأس المال، وهذا يعني أن المؤسسات كبيرة الحجم تقلل من نسبة استدانته الطويلة الأجل مقابل الرفع من الديون القصيرة الأجل ويمكن تفسير ذلك بحقيقة أن المؤسسات كبيرة الحجم تملك رأس مال كاف لتغطية استثماراتها بينما قد تلجأ إلى الائتمان القصير الأجل لتغطية التزاماتها قصيرة الأجل.

تتوافق هذه النتيجة مع نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل التي تضع التمويل الداخلي في قمة الهرم، حيث تعتبر الأرباح المحتجزة المورد المالي الأساسي التي تعتمد عليه المؤسسة في تغطية التزاماتها ولا تلجأ إلى إصدار الديون إلا في حالة استنزاف القدرة على التمويل الذاتي كما تتماشى مع نتائج عدة دراسات تطبيقية سابقة نذكر منها: دراسة قريشي (2005)، Michael overesh & Dennis voeller (2010)، Owen Nyang oro (2013)، Aliapour (2015)، رفاع توفيق (2015)، Chadli (2017) Amel، Moradi & Paulet (2019).

كما أظهرت النتائج أن متغير المردودية (ROA) أثر هو الآخر بشكل سلبي على مستوى الاستدانة الطويلة والمتوسطة الأجل، إذ أن ارتفاع مستويات المردودية يعمل على تخفيض نسبة الاستدانة في المؤسسة حيث يمكن تفسير ذلك بأن ارتفاع مردودية المؤسسة يؤدي إلى زيادة تشكيل طاقة التمويل الذاتي لديها والتي توظفها في تمويل جزء كبير من احتياجاتها التمويلية والاستثمارية ويجعلها تقلل من لجوئها للتمويل الخارجي الاستداني، وهو ما تؤكدته نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل التي تنص على أن المؤسسة تتبع سلم تفضيليا في جمع رأس المال الذي تحتاجه، بدأ بالأرباح المحتجزة ثم الديون وفي الأخير إصدار الأسهم، تتفق هذه النتائج مع ما توصل إليه العديد من الباحثين نذكر منهم: Titman &

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

Michael Wessels (1988)، Rajan & Zingales (1995)، Fama & French (2002)، Michael Aliapour (2015)، Owon Nyang'oro (2013)، Dennis Voller & overesh (2010)، قراش محمد (2015)، رفاع توفيق (2015)، Chadli Amel (2017)، Mourad Belkacemi (2019)، اسلام عبد الجواد وكامل عاطف (2019)، Saif Al yousfi (2020).

☞ في ذات السياق كشفت نتائج الدراسة عن وجود تأثير سلبي لمتغير السيولة (LIQ) على مستوى الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، ما يدل على أنه كلما ارتفعت نسبة السيولة لدى المؤسسة أدى ذلك إلى انخفاض نسبة المديونية لديها، ويمكن تفسير ذلك بأن المؤسسات التي تملك تدفقات نقدية كبيرة تميل إلى استخدام مواردها الداخلية لتغطية احتياجاتها المالية بدلا من اللجوء إلى الاستدانة وهو ما يتطابق مع ما تنص عليه نظرية ترتيب أفضلية مصادر تمويل.

تتفق هذه النتائج مع نتائج عدة دراسات تطبيقية نذكر منها: Aliapour (2015)، koussay Ammar (2019)، Saif Al yousfi (2020)، Ekaterina Panova (2020).

☞ وعلى غرار المتغيرات السالفة الذكر، بين متغير قطاع النشاط (SA) تأثيره القوي على نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل في المؤسسة وذلك حسب القطاع الذي تنتمي إليه، إذ يختلف هيكل رأس المال في المؤسسة من قطاع إلى آخر حسب طبيعة الأصول التي يحتاجها كل قطاع وكذا درجة المخاطرة المتعلقة به بالإضافة إلى اختلاف المعاملة الجبائية من نشاط إلى آخر، حيث أظهرت النتائج المتحصل عليها وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية والمؤسسات الجزائرية الناشطة في قطاع الإنتاج والصناعة بينما كانت العلاقة طردية مع المؤسسات الجزائرية الخدمائية، ويمكن تفسير ذلك بارتفاع تكاليف الإفلاس المرتبطة بالمعدات التي تحتاجها المؤسسات الصناعية وكذا درجة مخاطرتها مما يحول بينها وبين الوصول إلى التمويل الخارجي على عكس المؤسسات الخدمائية التي تميل البنوك لتمويلها كونها أكثر تحقيقا للربح السريع وأقل عرضة للمخاطر، بالإضافة إلى ارتفاع معدلات الضريبة

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

على أرباح الشركات الخاص بها مقارنة بالقطاعات الأخرى، حيث تعمل هذه الأخيرة على الاستفادة من الميزة الجبائية للديون للتخفيض من قيمة الضريبة على أرباح الشركات، وقد تم التوصل إلى ذات النتيجة في عدة دراسات ميدانية سابقة نذكر منها: Wessels & Titman (1988)، قراش محمد (2015)، Chadli Amel (2017)، Mourad Belkacemi (2019).

على ضوء ما سبق ومن خلال التحليل الذي قمنا به لاحظنا أن المتغير الجبائي معبرا عنه بمعدل ضريبة على أرباح الشركات كان له تأثير إيجابي في تحديد نسبة الاستدانة ضمن هيكل رأسمال المؤسسات الاقتصادية الجزائرية ورسم السياسة التمويلية المتبعة من طرفها ولكن ضمن إطار محدد لا يمكن تجاوزه، حيث أنه بالرغم من التغيير في معدل الضريبة على أرباح الشركات إلا أن هذه المؤسسات لا تلجأ إلى الرفع من قيم الدين إلا إذا كانت نسب الديون لديها منخفضة وذلك تفاديا للوقوع في الضائقة المالية وهو ما يتوافق مع ما تنص عليه نظرية التوازن ، الأمر الذي دفع بها إلى اللجوء لاستغلال الوفورات الضريبية من غير الديون للتقليل من قيمة الضريبة المستحقة عليها.

أما في ما يخص محددات هيكل رأس المال وعلاقتها بمعدل الاستدانة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، فإن النتائج قد أظهرت أن أقرب الأطر النظرية تفسيرا للسلوك التمويلي فيها هي نظرية التوازن بالتماسي مع نظرية ترتيب أفضلية مصادر تمويل، حيث تفضل هذه الأخيرة استخدام مواردها الذاتية لتمويل الاستثمارات الجديدة في المرتبة الأولى تليها بعد ذلك الاستدانة ثم إصدار الأسهم في المرتبة الأخيرة وذلك راجع إلى قلة وضعف الأسواق المالية وعدم فعاليتها.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر التغيرات الجبائية في تحديد السياسة التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

خلاصة الفصل

نتيجة للجدل الذي كان ولا يزال قائما حول طبيعة العلاقة التي تربط بين المتغير الجبائي والسياسة التمويلية في المؤسسة الاقتصادية وعدم وصول الدراسات النظرية والتجريبية لنظرة توافقية حول الموضوع، حاولنا من خلال هذا الفصل تقديم مساهمة علمية متواضعة عن طريق القيام بدراسة قياسية تهدف لاختبار أثر التغيرات الحاصلة في المتغير الجبائي معبرا عنه بمعدل الضريبة على أرباح الشركات والوفرات الضريبية من غير الديون، في تحديد السياسة التمويلية للمؤسسة معبرا عنها بنسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل بالإضافة إلى مجموعة من متغيرات التحكم الأساسية لهيكل رأس المال على عينة مكونة من 60 مؤسسة من كبريات المؤسسات الاقتصادية الجزائرية خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2017، وذلك بالاعتماد على الأدوات الإحصائية والكمية التي تتناسب مع طبيعة البيانات المتوفرة .

حيث توصلنا إلى نتائج مثيرة للاهتمام تعكس الواقع العملي لهذه المؤسسات والنظرية المالية التي تسير وفقها لرسم وإعداد لسياساتها التمويلية والتي أظهرت وجود تأثير إيجابي المتغير في معدل الضريبة والوفرات الضريبية من غير الديون على نسبة الديون الطويلة ومتوسطة الأجل التي تستخدمها هذه المؤسسات في تمويل مشاريعها واستثماراتها الجديدة، في حين خلصت النتائج المتعلقة بمتغيرات التحكم إلى وجود أثر سلبي لكل من متغير الحجم والسيولة والمردودية على نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل، أما بالنسبة لقطاع النشاط فقد كان له تأثير إيجابي على المؤسسات الخدمية على عكس المؤسسات الصناعية والإنتاجية، وعليه يمكن استخلاص أن أكثر النظريات سيطرة على السلوك التمويلي لهذه المؤسسات هما نظريتي التوازن وترتيب أفضلية مصادر التمويل بنسب متفاوتة .

الخاتمة

الخاتمة

سلطت هذه الدراسة الضوء عبر فصولها الثلاثة على موضوع السياسة التمويلية المتبعة من طرف المؤسسة الاقتصادية الذي يعتبر من أهم المواضيع المعقدة ذات التنظير والبحث المستمر، باعتباره الوعاء الذي ينصب فيه تحديد الهيكل التمويلي للمؤسسة الذي يضمن لها توفير الموارد المالية اللازمة لمزاولة نشاطها وتحقيق أهدافها التي تتمحور أساسا حول مسعى تعظيم العائد وتخفيض التكاليف والمخاطر المالية المحيطة بها.

حيث تمثل السياسة الجبائية التي تعتمد عليها الدولة أحد أهم العوامل الخارجية التي تؤثر في عملية اختيار البدائل التمويلية، من خلال المزايا الجبائية التي تقدمها لكل مصدر من المصادر المتاحة أمام المؤسسة سواء كان داخليا أو خارجيا والتي من شأنها تدنية تكلفة رأس المال إذا ما تهم استغلالها وتسييرها بطريقة رشيدة وفعالة.

لفتت هذه العلاقة أنظار واهتمام العديد من الباحثين في هذا المجال وهو الأمر الذي دفعنا لاختيار هذا الموضوع، في محاولة منا لإبراز أهمية اتخاذ المتغير الجبائي والتغيرات التي تطرأ عليه كدعامة أساسية في تشكيل هيكل التمويل الأمثل للمساهمة في ترشيد عملية صنع القرارات التمويلية في المؤسسة .

في هذا الإطار ولغرض تبيان درجة اعتماد كبريات المؤسسات الاقتصادية العاملة في الجزائر على المتغير الجبائي في رسم وتحديد سياستها التمويلية ومدى تأثيره عليها، مع محاولة التعرف على أكثر النظريات المالية تفسيراً لسلوكها التمويلي، ارتأينا القيام بدراسة تطبيقية على عينة مشكلة من 60 مؤسسة اقتصادية تنتمي إلى كبريات الشركات الجزائرية خلال الفترة الممتدة من (2014 - 2017) حيث أسفرت هذه الدراسة على جملة من النتائج التي حاولنا من خلالها الإجابة على الإشكالية المطروحة والتأكد من

صحة الفرضيات التي تم الاستناد عليها أو نفيها، حيث تم تقسيمها إلى نتائج نظرية وأخرى تطبيقية كالآتي :

1- النتائج النظرية للدراسة: من خلال الفصل الأول والثاني اللذان يمثلان الجانب النظري للدراسة استطعنا اختبار الفرضيات المتعلقة به والحكم عليها بصفة نهائية كما يلي:

➤ **بالنسبة للفرضية الأولى** التي تنص على أنه رغم تنوع الخيارات التمويلية المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية بين مصادر داخلية وأخرى خارجية تسعى من خلالها إلى تشكيل توليفة تمويلية مثلى ترتقي إلى مستوى احتياجاتها المالية وتخدم تطلعاتها المستقبلية، إلا أن هذه الأخيرة تخضع لمعايير تحد من سلطة المؤسسة في التمادي في استخدام مصدر معين على حساب الآخر بالرغم من المزايا التي يحققها فقدتم تأكيدها انطلاقاً من ضرورة مراعاة المؤسسة لمعايير المفاصلة بين مصادر التمويل المتاحة أمامها عند عملية تشكيل الهيكل التمويلي وذلك بتحقيق التوازن بين العائد المنتظر من استخدام المورد المالي والمخاطر المترتبة عنه مع محاولة تخفيض تكلفته قدر الإمكان، حيث أنه من غير المعقول أن تتوسع المؤسسة مثلاً في استخدام الديون نظراً للمزايا والوفرات الضريبية التي تحققها وانخفاض تكلفتها مقارنة بالأموال الخاصة متجاهلة بذلك خطر الإفلاس، والتعرض لحالات العسر المالي الذي قد ينتج عنها والذي قد يؤدي إلى تصفيتها .

وعليه فإن تبني المؤسسة لسياسة تمويلية رشيدة وفعالة تعتمد على أسلوب عملي ينعكس في صورة قرارات تمويلية سليمة من شأنه أن يضمن لها المحافظة على مركزها المالي والتنافسي وسط المحيط الاقتصادي الذي تنشط فيه ويساعدها في تحقيق هدفها الاستمرارية والبقاء.

➤ **الفرضية الثانية** من خلال الاطلاع على المعالجة الجبائية لمختلف مصادر التمويل والتعرف على الأثر الجبائي الذي يخلفه استخدام كل مصدر منها، يمكننا تأكيد هذه الفرضية التي تنص على: "تساهم

السياسة الجبائية في المفاصلة بين مصادر التمويل من خلال المزايا والتحفيزات الجبائية التي منحها المشرع الجبائي الجزائري لكل مصدر منها، والتي تعمل على تخفيض وتدنية تكلفة التمويل والرفع من العائد المنتظر، إلا أنه رغم كل هذه التحفيزات لم يصل التشريع الجبائي الجزائري بعد إلى تفعيل دور الجباية في تأهيل آليات التمويل في المؤسسة الاقتصادية" أما بالنسبة للشق الثاني من هذه الفرضية فيمكن تفسيره من خلال الدراسة التحليلية للتشريع الجبائي الجزائري التي أسفرت عن وجود بعض النقائص والثغرات التي تحول دون إمكانية وصول المؤسسة إلى تعزيز مواردها المالية وحسن تسيير خزينتها، نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر:

- * غياب التشريع الخاص بالضريبة المؤجلة والمؤنات القانونية والتنظيمية
- * غياب التشريع الخاص بالتمويل عن طريق الحساب الجاري للشركاء.
- * رفض الإدارة الجبائية لإعادة تقييم الأصول حسب القيمة السوقية وإجازتها محاسبيا فقط مما يجعلها بدون معنى إلا في حالة صدور مرسوم تنفيذي بذلك .
- * التشديد والتدقيق على شروط خصم التكاليف المالية من الوعاء الخاضع للضريبة.

➡ **الفرضية الثالثة :** يمكن تأكيد هذه الفرضية التي تنص على وجود عدة نظريات مالية حاولت تفسير الهيكل التمويلي للمؤسسات الاقتصادية، استنادا على التطور التاريخي التي مرت به منذ أن كانت مجرد نظرية معيارية تحدد ماذا يجب أن يكون إلى غاية تحولها إلى نظرية إيجابية تسعى إلى تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات وربطه بالواقع العملي، حيث مثلت نظرية مديقلينيوميلر لسنة 1958 نقطة الانطلاقة التي مهدت لظهور عدة توجهات نظرية حاولت تفسير السلوك التمويلي للمؤسسة ومعرفة مدى إمكانية تشكيل هيكل تمويلي أمثل من عدمه وما إذا كان هذا الأخير يؤثر على قيمة المؤسسة أم لا، حيث جاءت هذه النظريات نتاجا لإسقاط تلك الفرضيات التي بنيت عليها نظرية مديقلينيوميلر (1958) والتي اتسمت بعدم واقعيتها واستحالة تطبيقها على أرض واقع، ومن المثير للاهتمام أن أول تغيير جاء على يدي نفس

الباحثين سنة 1963 حيث قاما بإدراج عنصر الضرائب في عملية تشكيل هيكل رأس المال الذي أثبتا تأثيره القوي عليه من خلال الوفرات الضريبية التي تخلفها الديون، إلا أن العديد من العلماء أشاروا إلى المخاطر التي قد تنتج عن الإفراط في استخدامها ما أدى إلى ظهور نظرية التوازن التي تنص على ضرورة الموازنة بين العائد الحدي للوفر الضريبي وتكلفة الإفلاس والوكالة . توالت بعدها عدة نظريات حديثة أهمها : نظرية الإشارة، نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، نظرية التوقيت وغيرها، إلا أنه لم تستطع أي واحدة منها الحصول على الإجماع من طرف الباحثين في هذا المجال سواء على المستوى النظري أو العملي.

أما في ما يخص الأطر النظرية الأكثر تفسيراً لواقع السلوك التمويلي في المؤسسات الجزائرية فقد توصلت الدراسة إلى أن هذه المؤسسات تسير على نهج نظريتي التوازن وترتيب أفضلية مصادر التمويل في الوقت نفسه.

2- النتائج التطبيقية للدراسة : من خلال الدراسة الميدانية التي قمنا بها استطعنا اختبار صحة الفرضية الرابعة المرتبطة بالجانب التطبيقي للدراسة كالآتي :

☞ في ما يخص الفرضية الأساسية فقد تم تأكيد وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للمتغير الجبائي معبرا عنه بمعدل الضريبة على أرباح الشركات والوفرات الضريبية البديلة على السياسية التمويلية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية معبرا عنها بنسبة الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، ما يدل على استغلال هذه المؤسسات للامتيازات الجبائية الممنوحة من طرف المشرع الجبائي للتخفيض من تكلفة رأسمالها وتعظيم قيمتها السوقية.

أما في ما يخص الفرضيات الفرعية المتعلقة بمحددات هيكل رأس المال فكانت النتائج كالآتي:

✍ إثبات وجود تأثير سلبي لكل من متغير الحجم والسيولة والمردودية على نسبة الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، ما يفسر أن عينة هذه المؤسسات تفضل تمويل احتياجاتها المالية عن طريق موادها الذاتية .

✍ إثبات وجود تأثير لمتغير قطاع النشاط على نسبة الاستدانة الطويلة والمتوسطة الأجل وذلك حسب القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة، حيث لاحظنا وجود اختلاف جوهري بين قطاع الخدمات والقطاع الإنتاجي.

✍ رفض فرضية وجود تأثير لمتغير الضمانات والمخاطر على نسبة الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل.

3- نتائج عامة للدراسة

✍ إن غياب سوق مالي نشط يسمح بتوفير بدائل تمويلية متنوعة أدى إلى سيطرة النظام البنكي على عملية التمويل في المؤسسات قيد الدراسة، رغم صعوبة الوصول إليه بسبب الشروط التعجيزية الموضوعة على عملية منح القروض.

✍ يعتبر التمويل الذاتي من أهم الموارد التمويلية المستخدمة من طرف المؤسسات محل الدراسة .

✍ اتجاه السياسة التمويلية للمؤسسات محل الدراسة للبحث عن التوازن القائم بين الاستقلالية المالية والنمو، وذلك عن طريق تبني هيكل تمويلي يمزج بين الديون قصد الاستفادة من الوفرات الضريبية الناتجة عنها والتمويل الذاتي الذي يمنحها هامشاً من الأمان يجعلها قادرة على الاستمرارية والبقاء.

✍ تطور مفهوم الضريبة من مجرد التزام مالي للمؤسسة اتجاه خزينة الدولة، إلى أداة فعالة تساهم في ترشيد القرارات التمويلية فيها.

✍ إمكانية اعتماد السياسة الجبائية كوسيلة أساسية للمفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة قصد تدنية تكلفة رأس المال وتحسين مستوى الأداء المالي باعتبارها أحد أهم العوامل المؤثرة في السياسة التمويلية للمؤسسة .

4- التوصيات

✓ ضرورة تفعيل دور السوق المالي والاستفادة من المزايا الجبائية التي منحها المشرع الجزائري لعمليات التداول فيه .

✓ ضرورة إلمام المسير المالي للمؤسسة بجميع القوانين والتشريعات الجبائية وتوظيفها في العملية التسييرية .

✓ التخفيضات من وتيرة التعديلات الجبائية الصادرة عبر قوانين المالية المتعاقبة لكل سنة، ومنحها فترة زمنية محددة وكافية للتأكد من حدوث الأثر الاقتصادي المرجو منها .

✓ توعية المكلفين بالضريبة وإزالة الحاجز النفسي بينهم ومن الإدارة الجبائية.

5- آفاق البحث

استنادا إلى النتائج التي تم التوصل إليها في هذه الدراسة، برزت لنا ضرورة توسيع نطاق البحث بما يواكب التطورات الاقتصادية والاجتماعية التي يشهدها الاقتصاد الوطني، وذلك بغرض الرفع من كفاءة وفعالية السياسات الجبائية وتوجيهها نحو تحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة، عن طريق تسليط الضوء على عدة نقاط نذكر منها:

✓ تقديم دراسات استشرافية تساعد صانعي السياسات في اتخاذ قرارات جبائية تدعم الاستدامة المالية و التنمية الاقتصادية.

✓ دور التسيير الجبائي في الرفع من الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية.

- ✓ تحليل تأثير التغيرات الجبائية على السياسة الاستثمارية في المؤسسات الاقتصادية .
- ✓ دور التحفيزات الجبائية في تحسين الأداء التمويلي و تعزيز القدرة التنافسية للمؤسسات الاقتصادية.
- ✓ دور الجباية في تحسين البيئة الاقتصادية و المالية في الجزائر.

قائمة المراجع

أ/المراجع باللغة الوطنية

1- القوانين والتشريعات

1. الأمر رقم 75-59 المؤرخ في 20 رمضان عام 1395 الموافق 26 سبتمبر 1975، الذي يتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم، 2007.
2. قوانين جبائية، قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة، الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، وزارة المالية، المديرية العامة للضرائب، 2024.
3. المرسوم التنفيذي رقم 90-103، المؤرخ في 27 مارس 1990، المحدد لشروط إعادة تقييم التثبيات
المادية القابلة للإهلاك والواردة في ميزانية المؤسسات والهيئات الخاضعة للقانون التجاري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 14، 1990.
4. المرسوم التنفيذي رقم 93-250، المؤرخ في 24 أكتوبر 1993، المحدد لشروط إعادة تقييم التثبيات
العادية القابلة للإهلاك والواردة في ميزانية المؤسسات والهيئات الخاضعة للقانون التجاري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 69، 1993.
5. المرسوم التنفيذي رقم 07-210، المؤرخ في 4 جويلية 2007، المحدد لشروط إعادة تقييم الأصول
الثابتة القابلة للإهلاك وغير القابلة للإهلاك، الواردة في الميزانية المقفلة في 31 ديسمبر 2006
للمؤسسات والهيئات الخاضعة للقانون التجاري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 44، 2007.
6. قوانين جبائية، قانون الرسم على رقم الأعمال، الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، وزارة المالية، المديرية العامة للضرائب، 2024.

7. الأمر رقم 09-01، المؤرخ في 22 جويلية 2009، قانون المالية التكميلي 2009، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 44، المؤرخ في 26 جويلية 2009.
8. قانون المالية لسنة 2008 المعدلة للمادة 166 من قانون الإجراءات الجبائية، تحديث 2021.
9. الدليل التطبيقي للرسم على القيمة المضافة، المديرية العامة للضرائب، وزارة المالية، 2015.
10. المرسوم التنفيذي رقم 06327 المؤرخ في 25 شعبان 1427 الموافق لـ 18 سبتمبر 2006، يحدد تنظيم المصالح الخارجية للإدارة الجبائية ومصالحها.
11. الأمر رقم 15-10 المؤرخ في 7 شوال عام 1436 هـ الموافق لـ 23 يوليو سنة 2015، قانون المالية التكميلي لسنة 2015، الجريدة الرسمية العدد 40، المؤرخة في 23 يوليو 2015.
12. قانون رقم 97-02 المؤرخ في 31 ديسمبر 1997، قانون المالية لسنة 1998، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 89، المؤرخ في 31 ديسمبر 1997.
13. الأمر رقم 10-01 المؤرخ في 26 غشت 2010، قانون المالية التكميلي 2010، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 49، المؤرخ في 29 غشت 2010.
14. قانون المالية 2014، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 68، المؤرخ في 31 ديسمبر 2013.
15. قانون المالية 2015، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 78، المؤرخ في 31 ديسمبر 2014.
16. قانون المالية 2016، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 72، المؤرخ في 31 ديسمبر 2015.

17. قانون المالية 2017، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 77، المؤرخ في 29 ديسمبر 2016.

2- الكتب

18. أندراوس. عاطف. وليم ، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.

19. براق. محمد، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، المكتب الجامعي الحديث الجزائر، 2014.

20. البرنوطي. سعاد. نايف ، إدارة المشروعات الصغيرة، دار وائل للنشر، عمان، 2005.

21. البطريق. يونس. أحمد ، النظم الضريبية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.

22. بن ربيع. حنيفة، الواضح في المحاسبة المالية وفق SCF ومعايير المحاسبة الدولية، الجزء الثاني، منشورات كليك، الجزائر، 2013.

23. بن ربيع. حنيفة، الواضح في المحاسبة المالية وفق المعايير الدولية، الجزء الأول، الطبعة الثانية، منشورات كليك، الجزائر، 2015.

24. بن ساسي. إلياس ، قريشي. يوسف ، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2011.

25. بوتين. محمد ، المحاسبة العامة للمؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1998.

26. بوتين. محمد ، المحاسبة المالية ومعايير المحاسبة الدولية، الأوراق الزرقاء الدولية، 2019.

27. بوراس. أحمد ، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.

28. تيم. فايز ، مبادئ الإدارة المالية، دار إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2011.
29. الحاج. طارق ، مبادئ التمويل ، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
30. الحناوي. محمد. صالح، الإدارة المالية مدخل لاتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
31. الحناوي. محمد. صالح، سلطان. إبراهيم. إسماعيل، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1999.
32. حنفي. عبد الغفار ، تقييم الأداء المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
33. خلاصي. رضا ، شذرات النظرية الجبائية، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2014.
34. خلاصي. رضا، النظام الجبائي الجزائري، جباية الأشخاص الطبيعيين والمعنويين، الجزء الأول، الطبعة الثالثة، دار هومة، الجزائر، 2012.
35. خنفر. مؤيد. راضي، المطارنة. غسان. فلاح ، تحليل القوائم المالية مدخل نظري وتطبيقي، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
36. دادي عدون. ناصر، تقنيات مراقبة التسيير، تحليل مالي، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2000.
37. داود. حسام. علي، السواعي. خالد. محمد ، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق باستخدام برنامج Eviews 7، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
38. الزبيدي. حمزة. محمود ، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
39. زين الدين. صلاح ، الإصلاح الضريبي، دار النهضة العربية، 2000.
40. السنباطي. محمد. عماد. عبد الوهاب ، الإصلاح الضريبي مع التطبيق على الإدارة الضريبية دراسة تحليلية مقارنة، مكتبة الوفاء القانونية، الاسكندرية، مصر، 2014.

41. العارضي. جليل. كاظم. مدلول ، الإدارة المالية المتقدمة، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
42. العامري. محمد. علي. ابراهيم، الإدارة المالية المتقدمة، دار اثراء النشر والتوزيع، عمان، 2010.
43. عبد الرحيم. عاطف. جابر. طه ، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
44. عبد الرّحيم. محمد. إبراهيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2008.
45. عبد العزيز. سمير. محمد ، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 2006.
46. عبد العزيز. سمير. محمد ، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 1997.
47. عثمان. سعيد. عبد العزيز ، العشماوي. شكري. رجب ، اقتصاديات الضرائب سياسات، نظم، قضايا معاصرة، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2007.
48. عقل. مفلح. محمد ، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، دار أجنادين للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
49. علاوي. لخضر ، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، المكتب الجامعي الحديث، الجزائر، 2014.
50. العمار. رضوان. وليد، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 1997.

51. مامش. يوسف ، دادي عدوان. ناصر ، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية، الجزائر، 2008.
52. محمد سامي راضي، المحاسبة المتوسطة، دار الجامعيين، مصر.
53. محي الدين. عمرو، التخلف والتنمية، دار النهضة العربية، بيروت لبنان، 1977.
54. معاليم. سعاد ، بومجان. عادل ، الإدارة المالية الحديثة، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2018.
55. مليكاوي. مولود، إستراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار هومة للنشر والطباعة، الجزائر، 2019.
56. النعيمي. عدنان. تايه ، التميمي. أرشد. فؤاد ، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
57. النعيمي. عدنان. تايه ، الخرشه. ياسين. كاتب ، أساسيات في الإدارة المالية، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007.
58. هندي. منير. إبراهيم، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006.
59. هندي. منير. إبراهيم، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 1998م.
60. اليوسف. جمال، الحموي. فواز، الإدارة المالية، الدار الجامعية، دمشق، 2013.

3-الرسائل والمقالات الجامعية

61. آيت قاسي عزو. رضوان ، بن زيدان. حاج ، نمو الجباية العادية في ظل الإصلاحات الضريبية وظرف النمو الاقتصادي: دراسة حالة الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 05، العدد 03، 2019.
62. برباش. عنتر ، بوحلايس. محمد خليل ، قراءة تحليلية لتطور الإيرادات العامة في الجزائر للفترة: 1990-2017، مجلة الآفاق للدراسات الاقتصادية، العدد 5، 2018.
63. بصاشي. هدى، صفحة. صليحة، واقع النظام الجبائي الجزائري وأثره على الاستثمار، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 5 العدد 02، 2020.
64. بعيلش. نور الدين، زرقون. أحمد، أهمية الإستراتيجية الجبائية في اتخاذ قرارات التمويل - دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2013)-، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 01، 2015.
65. بوقلع. وداد، مساهمة الإصلاحات الجبائية في تحسين مردودية النظام الضريبي الجزائري دراسة تحليلية للفترة 1992 - 2019، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير تخصص إدارة مالية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بو الصوف، ميلة، 2022.
66. تيماي. عبد المجيد ، نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة خيضر، بسكرة، 2014.
67. دادن. عبد الوهاب ، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 7، 2009.

68. دادن. عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، العدد 04، 2006.
69. رزيق. كمال، عمور. سمير، تقييم عملية إحلال الجباية العادية محل الجباية البترولية في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 05، جامعة البليدة، الجزائر، 2003.
70. طالب. محمد الأمين وليد ، دور الجباية في اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 6، 2016.
71. عبد الباقي ضيايف وآخرون، تأثير عوامل المحيط المالي على تكلفة التمويل (دراسة حالة شركات المساهمة الجزائرية)، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 9، العدد 2، 2021.
72. عبد الله. رائد. أسمر ، اختيار أفضل طريقة اختبار لمشكلة عدم تجانس التباين في نموذج الانحدار المتعدد، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد في جامعة كربلاء، العراق، 2018.
73. قدوج. بدر الدين ، ميلكاوي. مولود ، قياس أثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات بانل خلال الفترة 2014-2018، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية، المجلد 13، العدد 02، 2021.
74. قدي. عبد المجيد ، حمادة. أمينة ، أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسات: دراسة تطبيقية على عينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي لسنة 2012، المجلة العربية للدراسات الإدارية والاقتصادية، المركز العربي للدراسات والبحوث، العدد 6، 2015.
75. قدي. عبد المجيد، النظام الجبائي الجزائري وتحديات الألفية الثالثة، ملتقى وطني حول الاقتصاد الجزائري في الألفية الثالثة، جامعة البليدة، 2002.

76. قراش. محمد، محددات السياسة المالية للمؤسسات الجزائرية الخاصة -دراسة حالة لعينة من المؤسسات الجزائرية في الفترة بين 2005 و2006-، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، 2015.
77. قرقوس. فتيحة، مديرية كبريات المؤسسات، أطروحة لنيل درجة دكتوراه علوم في القانون الخاص، جامعة الجزائر 1، بن يوسف بن خدة، كلية الحقوق، 2017.
78. لسلوس. مبارك، تقييم الإصلاحات الجبائية في الجزائر، الملتقى الدولي الثاني حول الإصلاح الجبائي والتنمية الاقتصادية في الجزائر، جامعة البليدة، 13/12 ماي 2014.
79. لعقاب. يسرى أسية، درويش. عمار، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية: دراسة قياسية لعينة من المؤسسات، مجلة التنويع الاقتصادي، جامع بلحاج بوشعيب، المجلد (03)، العدد (01)، الجزائر، 2022.
80. لونيس. عبد الوهاب، إعادة هيكلة الإدارة الجبائية، مجلة الاستثمار والتنمية المستدامة، المجلد 01، العدد 01، 2022.
81. محمد. أحمد. سلطان ، اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للبيانات المقطعية الخاصة بالمنشآت الصناعية الكبيرة في العراق، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 19، العدد 70.
82. ناصر مراد وآخرون، سياسات الإصلاح الجبائي، الملتقى العلمي الدولي الثاني حول الإصلاحات الجبائية في الجزائر ودورها في التنمية الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة البليدة، يومي 12 و 13 ماي 2014.

83. يحي. مراحم محمد ، عبد الله. محمود حمدون ، تشخيص التعدد الخطي واستخدام انحدار الحرف
في اختبار متغيرات دالة الاستثمار الزراعي في العراق للفترة (1980-2000)، مجلة تكريت للعلوم
الإدارية والاقتصادية، المجلد3، العدد (8)، 2007.

ب/ المراجع باللغة الأجنبية

1- Les Articles :

84. AbdulAziz, Y.H & Saif, Al yousfi, Determinants Of Capital Structure: Evidence From Malaysians firms, Asia-pacific Journal Of Business Administration, 2020, Retrieved From: <http://www.researchgate.net>.
85. Alipour. Mohammad & Min Farhad. Seddigh. Mohammadi & Hojjatollah. derakhshan , Determinants of capital structure: An eempirical study of firms in Iran, international journal of lam and Management, Vol 57, N°01, 2015.
86. Amarouche KhadidjaImene, Les Déterminants de la Structure du Capital d'un Echantillon d'Entreprises Algériennes: Etude sur Données de Panels, Revue des Reformes Economique et Intégration dans L'économie Mondiale, vol 8, N°16, 2014.
87. Anairi. Fadoua, Radi. Said, Sources de Financement des Petites et Moyennes Entreprises (PME) et Contraintes et Suivie, European Scientific Journal, Vol 13, N° 25, 2017.
88. Belkacemi. Mourade, Les Déterminants de La Structure du Capital: Etude Empirique Sur un Echantillon d'entreprises Privées Algériennes. Rêvai des Réformes économique et Intégration en Economie Mondiale, Vol 13, N°1, 2019.
89. Colot. Olivier& Croquet. Mélanie, Les Déterminants de La Structure Financière des Entreprises Belges, Reflets et Perspectives de La Vie Economique, de Boeck Supérieur tome XLVI, N°2, 2007.

90. Dahmani. Lamiaa, Ait Lemqeddem. Hamid, Fiscalité et Financement des entreprises quelle approche Theorique? ,International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics, Vol2, 2021.
91. Dammon. Robert. M & Senbet. Lemma. W, The Effect of Taxes and Deprecation on Corporate Investment and Financial Leverage, The Journal of Finance, vol XLIII, N°02, June 1988.
92. De Angelo. H & Masulis. R.M, Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation, Journal of Financial Economics, 1980.
93. Drukker .D.M, Testing for serial correlation linear PanelData Models, the stata journal, 2003.
94. Ezeoha. A, Firm Size and Corporate Financial leverage Choice in a Developing Economy Evidence From Nigeria, The Journal of Risk Finance, Vol 9, N°4, 2008.
95. Fama. Eugene .F, Agency Problems and The Theory of The Firm, The Journal of Political Economy, Vol 88, N°02, 1980.
96. Fama. Eugene. F & French. Kenneth. R, Testing Trade off and pecking Order Predections about Dividends and Dept, The Review of Financial Studies, Vol 15; N°01, 2002.
97. Georgescu. Irina & Kinnunen. Jani & Androniceanu. Ane-Mari, Empirical Evidence on circular Economy and Economic Development in Europe, A Panel Approach, Journal of Business Economics and Management, Vol (23), N°1, 2022.
98. Gomez.G, Mena Rivas. A & Bolanos. E, The Determinants Of Capital Structure In Peru, Academia Revista Latino Americana De Administration, Vol 27, N°3, 2014.

99. Gordon. Roger. H. & Lee. Young, Do taxes effect corporate debt policy? Evidence from US corporate tax return data, Journal of public Economics, V 82, 2001.
100. Graham. John R, Taxes and Corporate Finance, The Review of Financial Studies, Vol 16, N°4, 2003.
101. Graham. John, R, Debt and the marginal tax rate, Journal of financial economics, V 41, 1996.
102. Guihai Huang & frank M. song, the determinants of capital structure: Evidence from China, China economic Review 17, 2006 .
103. Harris. M & Raviv. A, Capital Structure and The Informational Role of Debt, The Journal of Finance, Vol 45, N°02, 1990.
104. Hassiani Abdelhamid, Ait Sahed Imene, le choix de la politique Financière de l'entreprise, Administrative and Financial Sciences Review, Université d'El Oued, Vol 1, N° 1, 2017.
105. Helloying. Martin. F, Bankruptcy, Limited Liability, And Modigliani-Miller Theorem, The American Economic Review, Martch 1981, P 155.
106. Hirota .S, Are Corporate Financing Decisions Different In Japan? An Empirical Study On Capital Structure, Journal Of The Japanese and International Economies, Vol 13, N°3, 1999.
107. Hlouskova Jaroslava & Wagner. Martin, The Performance of Panel unit Root and stationned, Tests: Results from a large scale simulation study, Econometric, 25(1), 2006.
108. Hung.G & Song.F.M, The Determinants Of Capital Structure: Evidence From China, Chaina Economic Review, Vol 17, N°1, 2006.

109. Hurlin .C, L'économétrie des données de panel modèles linéaires simple, Ecole doctorale Edocif, séminaire Méthodologique; 2012.
110. Jensen. M, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, American Economic Review, Vol 76, N°02, 1986.
111. Jensen. M.C & Meckling. W.H, Theory of The Firm: Manageral Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, 1976.
112. Khémini. Wafa & Noubbigh Hédi, Determinants of capital structure: Evidence fromSud-Saharan African firms, Retrieved from: <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.04.010>.
113. Koussay Ammar, Examination of Factors Influencing capital structure decision: Evidence from Syria, Thishreen university, journal for research and scientific studies-Economic and legal sciences series, Vol42, N°1, 2020.
114. Lang.L & Lintzenberger.R, Dividend, Announcements: "Cash Flow Signaling Vs. Free Cash Flow Hypothesis?", Journal of Financial Economics, Vol 24, N°1, 1989.
115. Leary. Mark. T. & Roberts. Michael R, Financial Slack and Tests of Tthe Pecking Order's Financing Hierarchy, P 3, Retrieved From: <http://home.business.utah.edu>
116. Leland. H.E & Pyle. D.H, Informational, Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, Journal of finance, Vol 32, 1977.
117. Lin Tsui-jung, chen yi-pei, Tsai Han-Fang, The Relationship Among Information Asymmetry, Dividend Policy and Ownership Structure, Finance Research Letters, Vol 20, 2017.

118. Litzrenberger.R & Ramaswamy. K, "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Assets Prices", Journal of Financial Economics, Vol 7, N°2, 1979, PP 163-195.
119. Litzrenberger .R & Ramaswamy .K, The Effect of Personal Taxes and Dividend onCapital Asset Price: Theory and Empirical Evidence, Journal of Financial Economics,vol 7, N° 02, 1979.
120. Mansfild. Eduard. R & Helms. Billy P, Detecting Multicollinearity, the American statistician, Vol 36, N°3, 1982.
121. Margaritis. D &Psillaki. M, Capital Structure and Firm Efficiency, Journal of Business Finance & Accounting, Vol34, N°910.
122. Miller. M.H, Debt and Taxes, The Journal of Finance, May 1977.
123. Minje .J & Barry.E.R, Can Agency Costs of Debt Be Reduced without Explicit Covenants? The Case of Restriction on The Sale and Lease-Back Arrangement, ASBBS Annual Conference, LasVegas, February 2009.
124. Modigliani. F & Miller. M. H, Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: the correction, the American Economic Review, American Economic Association, Vol 53, N°3, 1963.
125. Modigliani. F & Miller. M.H, The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment, The American Economic Reviewe, Vol 48, N°3, Juin, 1958.
126. Modigliani. F, MM Past, Present, Future, the journal of economic perspectives, Vol2, 1988.
127. Myers. S. C., The Capital Structure Puzzle, The Journal of Finance, Vol 39, N° 03, 1984.

128. Myers. S.C, Determinants of Corporate Borrowing, Journal of Financial Economics, 1977.
129. Myers. S.C. & Majluf. Nicholas. S, Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, Journal of Financial Economics, N°13, 1984.
130. Niradjini.A & Priya. K.B, Impact of Capital Structure on Financial Performance of the Listed Companies in Siri Lanka, International Journal of Scientific and Research Publications, Vol 3, Issue 5, 2013.
131. Overesch. Michael & Voeller. Dennis, the impact of personal and corporate taxation on capital structure choices, Finanz Archive, public finance analysis, V 66, N°03, 2010.
132. Panova .Ekaterina, Determinants of Capital Structure In Russian Small and Medium Manufacturing Enterprises, Equilibrium Quarterly Journal Of Economics and Economic policy, Vol 15, N°2, 2020.
133. Rajan. R.G & Zingales .L, what do know about capital structure? Some evidence from international Data, Journal of Finance, V50, 1995.
134. Ramadan, I.Z & Alokdeh Saleh.K, Determinants of Capital Structure: Evidence From Jordan (2000-2006), Jordan Journal of Business Administration, Vol 7, N°2, 2011.
135. Ross. S.A, The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach, The Bell Journal of Economics, Vol 8, N°1, 1977.
136. Stiglitz .J.E, Why Financial structure Matters, Journal of Economic Perspectives, vol 02, 1988.
137. Stiglitz. Joseph. E. & Greenwald. Bruce. C., Asymmetric Information and New Theory of The firm Financial Constraints and Risk Behavior, Working

Paper, N 3359, National Bureau of Economic Research (NBER), Cambridge, May, 1990.

138. Titman. S & Wessels. R, The Determinants Of Capital Structure Choice, Journal Of Finance, Vol43, N°1, 1988.

139. Tobin .J, Estimation of relationships for limited dépendent variable, Econometrica, Vol 26, N°1, 1958.

140. Townsend. R.M, Optimal Contracts and Competitive Markets With Costly State Verification, Journal of Economic Theory, 1979.

141. Warner. J.B, Bankruptcy Costs: Some Evidence, The journal of Finance, Vol xxxII, N°02, 1977.

2- Les livres :

142. Barreau. Jean, Delhay. Jacqueline, Gestion Financière, 13^{ème} Edition, Dunod, Paris, 2004.

143. Bazet. Jean Luc, Faucher. Pascal, Finance d'Entreprise Manuel et Applications, Edition Nathan, 2^{ème} Edition, Paris, 2009.

144. Berk. Jonathan et Autre ,Finance d'entrepris, Pearson Education, France, 2008.

145. Berk. Jonathen, Demarzo. Peter, Finance d'Entreprise, Edition Nouveaux Horizan, France, 2010.

146. Bertrandon .Jack, Collette. Christine, Gestion Fiscale et Finances de l'Entreprises, Edition PUF "Presses Universitaires de France1989".

147. Boughaba. Abdellah, Comptabilité Générale Approfondie, Edition Berti, 2^{ème} Edition, Alger,2003.

148. Bourbonnais. Régis, Econométries, 6^{ème} édition, Dunod, 2007.

149. Brealey. Richard, Mayers. Stewart , Franklein Allen, Principe de Gestion Financière, 8^{ème} Edition, France, 2006.
150. Cabane. Pierre, l'Essentiel de la Finance à l'Usage des Managers, 2^{ème} édition, édition d'Organisation, Paris, 2004.
151. Carles. Roland, Audit et Gestion de l'Entreprise, Edition France Agricole, Paris, 1999.
152. Chen .M, Panel data Analysis, Department Finance national chung Hsing university, 2013.
153. Cohen. Elie, Gestion Financière de l'Entreprise et Développement Financière, Edition UREF, Paris 1991.
154. Coille. Jean Claude, Application et Cas de Gestion Financière, la Politique Financière, Edition Maxima , Paris, 1997
155. Colomb. Jean Albut, Finance d'Entreprise, Edition ZSKA, Paris, 1999.
156. Corhay. Albert, Mbangala. Mapapa, Fondements de Gestion Financière, Manuel et Application, les Editions de l'université de Liège, 3^{ème} Edition, Belgique, 2008.
157. Damodaran. Aswath, Finance d'Entreprise Théorie et Pratique, 2^{ème} Edition, Edition de Boeck Université, Bruxelles, 2006.
158. Degos .Jean Guy, Griffiths. Stéphane, Gestion Financière de l'Analyse a la Stratégie, Edition de l'Organisation, Saint-Germain, 2011.
159. Dith. Ging .linger F., La Décision de Financement des Entreprises, Edition NAT, Paris, 1997.
160. Eric. Stephany, Gestion Financière, 2^{ème} Edition, Economina, Paris, 200.

161. Fabozzi. Frank J, Peterson. Pamela P., Financial Management and Analysis, Edition John wiley, 2nd Ed, USA, 2003.
162. Greene. William, Econometrie, 7^{ème} Edition, Prentice, Hall, Pearson Education France, 2011.
163. Griffiths. Stéphane, Comptabilité Générale, Edition Vuibert, 2^{ème} Edition, 1998.
164. Guyvarch .Annaick, Thauvron .Arnard, Finance d'Entreprise Tout en un, 2^{ème} Edition, Foucher des Edition Hatier, Paris, 2018.
165. Hurlin. C & Mignon. Valérie, Une Synthèse des Test de Racine Unitaire Sur Données de Panel, Economie et prévision, Editons la Documentation, France, Française, 2005.
166. Hutin. Hervé, Toute la Finance d'entreprise en Pratique, 2^{ème} édition, Edition d'organisation, Paris, 2002.
167. Josée St-Pierre, La Gestion Financière des PME Théorie et Pratique, Presses de l'universsité du Québec, Canada, 2007.
168. Kabbaj. Smail , Youssef. Said, Comptabilité Générale: Principes-Techniques-outils, Edition Edisoft, 8^{ème} Edition, 2003.
169. Legros. Georges, Mini Manuel de Finance d'Entreprise, Dunod, Paris, 2010.
170. Luc.Bernet –Rollande,Principes deTechnique Bancaire, Edition Dunod, 25^{ème} édition , Paris 2008.
171. Lumby. Steve, Jones. Chris, Corporate Finance: Theory and Practice, Homson, London, 2003.

172. Mancabou. Ange. Constantin, Gestion Fiscale et Comptable de l'Entreprise, l'Harmattan, Sénégal, 2013.
173. Mathiez. J.L, la politique fiscal économique, Edition economica, Paris, 1999.
174. Melyon. Gérard, Rebouh. Bernard, Comptabilité des Sociétés Commerciales, Bréal, Paris, 2002.
175. Nipert. Anne, Finance D'entreprise, Lextenso Edition, paris, 2008.
176. Oudenot. P, Fiscalité Approfondie des Sociétés, Edition Litec, 2^{ème} Edition, Paris 2001.
177. Palm. R, Macros Minitab pour la régression linéaire, Faculté universitaire des sciences agronomiques de Gembloux, Belgique, 2002.
178. Piget.Patrick, Gestion Financière de l'Entreprise, 2^{ème} Edition, é=Edition Economica, Paris, 2005.
179. Pirotte. Alain, Econométrie des données de panel, Edition Economica, Paris, 2001.
180. Ross .Stephen .A and others, Fundamentals of Corporate Finance, 9th Edition, Standard Edition, New York, 2010.
181. Sadou. Ahmed, Comptabilité Générale, Edition Berti, 2002.
182. Sevestre. Patrick, Econométrie des données de panel, dunad, Paris, 2002.
183. Solnik. Bruno, Gestion Financière, 6^{ème} Edition, Dunod, Paris, 2001
184. Stem. Joel. M., Donald H, Cheur. Jr, The Revolution in Corporate Finance, Fourth edition, Blakwell Publishing, London, 2003.

185. Teulie. Jacques & Topsacalian. Patrick, Finance, 3^{ème} édition, Vuibert, Paris, 2000.
186. Thomas, L'économétrie des panels, Formation SPDS, Paris, 2004, P2.
187. Tykhonenko. Anna, La Persistance Des Ecart de Richesse Au Sein de l'Europe Elargie: L'apport De L'économétrie De Panels Hétérogènes Non Stationnaires, Panoeconomicus, 2007.
188. Vernimmen. Pierre, Finance d'entreprise, Edition Dalloz, 15^{ème} Edition, Paris, 2017.
189. Vernimmen. Pierre, Finance d'Entreprise, 4^{ème} Edition, Dalloz, Paris, 2000.

3- Thèses :

190. Owen Nyang'oro, impact of tax on the capital structure of listed firms in Kenya, school of economics, university of Nairobi, final report, 2013.

4- Les Sites Web :

191. www.mfdgi.gov.dz/index.php/134-vos-impots/517-impots-sur-benefices-des-societes

الملاحق

الملحق رقم 01: الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة

Date: 06/08/23 Time: 00:48

Sample: 2014 2017

	DMT	AC2	AC	DT	NTS	LIQUIDITE	RISK	ROA	ROE	SECTEUR	SIZE1
Mean	0.107076	0.334632	0.254819	0.276106	0.042138	0.665399	0.020998	0.337552	0.155348	0.334728	9.528509
Median	0.039423	0.312737	0.203415	0.205930	0.032977	0.687263	0.008782	0.276588	0.123583	0.000000	9.546956
Maximum	0.745339	0.863953	0.850769	0.989311	0.204014	0.989648	1.019750	3.202212	2.114699	1.000000	11.10307
Minimum	-0.000702	0.010352	0.002883	0.002150	0.000754	0.136047	0.000000	-0.752826	-2.371122	0.000000	7.700258
Std. Dev.	0.158664	0.241375	0.215524	0.243257	0.040858	0.241395	0.068082	0.373665	0.354110	0.472886	0.509297
Skewness	2.056547	0.325237	0.642549	0.893202	1.737010	-0.325377	13.33857	3.489154	-1.125496	0.700460	-0.716378
Kurtosis	7.047970	1.870771	2.294033	2.767614	6.339430	1.870451	195.4806	22.99591	23.30543	1.490645	5.645223
Jarque-Bera	331.6483	16.91198	21.40908	32.31723	231.2385	16.92281	376031.2	4466.644	4156.384	42.23062	90.12285
Probability	0.000000	0.000213	0.000022	0.000000	0.000000	0.000211	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	25.59105	79.97700	60.90162	65.98933	10.07099	159.0305	5.018489	80.67487	37.12816	80.00000	2277.314
Sum Sq. Dev.	5.991457	13.86631	11.05521	14.08342	0.397320	13.86866	1.103175	33.23085	29.84368	53.22176	61.73314
Observations	239	239	239	239	239	239	239	239	239	239	239

الملحق رقم 02: مصفوفة الارتباطات الثنائية

	DMT	AC2	AC	DT	NTS	LIQUIDITE	RISK	ROA	ROE	SECTEUR	SIZE1
DMT	1.000000	0.449187	0.464176	0.577783	0.503227	-0.449215	0.042818	-0.188495	-0.027300	-0.093706	-0.309258
AC2	0.449187	1.000000	0.910075	0.318710	0.560325	-0.999998	-0.028610	-0.198289	-0.175586	0.215220	-0.136924
AC	0.464176	0.910075	1.000000	0.310649	0.630730	-0.910049	-0.012710	-0.140426	-0.095409	0.252420	-0.228137
DT	0.577783	0.318710	0.310649	1.000000	0.376273	-0.318815	-0.063816	-0.109039	-0.028170	0.013758	-0.371323
NTS	0.503227	0.560325	0.630730	0.376273	1.000000	-0.560344	-0.019708	0.064929	0.044832	0.018442	-0.235548
LIQUIDITE	-0.449215	-0.999998	-0.910049	-0.318815	-0.560344	1.000000	0.028656	0.198347	0.175611	-0.215019	0.136893
RISK	0.042818	-0.028610	-0.012710	-0.063816	-0.019708	0.028656	1.000000	-0.074303	-0.087256	0.104610	-0.085431
ROA	-0.188495	-0.198289	-0.140426	-0.109039	0.064929	0.198347	-0.074303	1.000000	0.387025	-0.138507	-0.014805
ROE	-0.027300	-0.175586	-0.095409	-0.028170	0.044832	0.175611	-0.087256	0.387025	1.000000	-0.073164	-0.047172
SECTEUR	-0.093706	0.215220	0.252420	0.013758	0.018442	-0.215019	0.104610	-0.138507	-0.073164	1.000000	0.096026
SIZE1	-0.309258	-0.136924	-0.228137	-0.371323	-0.235548	0.136893	-0.085431	-0.014805	-0.047172	0.096026	1.000000

الملحق رقم 03: نموذج الإنحدار التجميعي

. regress DT IMP NTS size1 ROE ROA AC LIQUIDITE Risk Secteur

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	239
				F(9, 229)	=	9.48
Model	3.82342801	9	.424825335	Prob > F	=	0.0000
Residual	10.2599883	229	.044803442	R-squared	=	0.2715
				Adj R-squared	=	0.2429
Total	14.0834163	238	.059174018	Root MSE	=	.21167

DT	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
IMP	.014051	.027634	0.51	0.612	.0685004	.0403985
NTS	1.727989	.4512136	3.83	0.000	.8389277	2.61705
size1	-.157294	.0288926	-5.44	0.000	-.2142234	-.1003647
ROE	.0075708	.0429536	0.18	0.860	-.077064	.0922056
ROA	-.074269	.0409941	-1.81	0.071	-.1550428	.0065049
AC	-.301769	.1729108	-1.75	0.082	-.6424685	.0389306
LIQUIDITE	-.3268796	.1437104	-2.27	0.024	-.6100432	-.0437159
Risk	-.3196938	.2056547	-1.55	0.121	-.7249111	.0855235
Secteur	.0164859	.0312591	0.53	0.598	-.0451063	.0780781
_cons	2.028614	.3278532	6.19	0.000	1.38262	2.674609

. regress DMT IMP NTS size1 ROE ROA AC LIQUIDITE Risk Secteur

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	239
				F(9, 229)	=	16.36
Model	2.34473457	9	.260526063	Prob > F	=	0.0000
Residual	3.64672287	229	.015924554	R-squared	=	0.3913
				Adj R-squared	=	0.3674
Total	5.99145744	238	.025174191	Root MSE	=	.12619

DMT	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
IMP	.0111262	.0164749	0.68	0.500	.0435879	.0213355
NTS	1.295396	.2690049	4.82	0.000	.7653551	1.825437
size1	-.0521969	.0172252	-3.03	0.003	-.0861371	-.0182567
ROE	.0268306	.0256081	1.05	0.296	-.023627	.0772883
ROA	-.0897276	.0244399	-3.67	0.000	-.1378834	-.0415718
AC	.0458326	.1030861	0.44	0.657	-.1572859	.2489511
LIQUIDITE	-.1245942	.0856774	-1.45	0.147	-.2934109	.0442226
Risk	.1182992	.1226074	0.96	0.336	-.1232836	.359882
Secteur	-.0572217	.0186361	-3.07	0.002	-.0939418	-.0205016
_cons	.6694507	.1954598	3.43	0.001	.2843211	1.05458

.

الملحق رقم 04: نموذج الآثار الثابتة

```
. xtreg DT IMP NTS size1 ROE ROA AC LIQUIDITE Risk Secteur, fe
note: Secteur omitted because of collinearity
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      239
Group variable: ID                    Number of groups =      60

R-sq:                                Obs per group:
    within = 0.2175                      min =          3
    between = 0.2131                     avg =         4.0
    overall = 0.2087                     max =          4

F(8,171) =      5.94
corr(u_i, Xb) = 0.1727                  Prob > F         =      0.0000
```

DT	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
IMP	.0189289	.0098887	1.91	0.057	.0384484	.0005907
NTS	.5565783	.304895	1.83	0.070	-.0452644	1.158421
size1	-.095502	.0372403	-2.56	0.011	-.1690118	-.0219921
ROE	-.0229866	.0164171	-1.40	0.163	-.0553929	.0094198
ROA	-.085167	.0191819	-4.44	0.000	-.1230307	-.0473032
AC	.1596498	.1003111	1.59	0.113	-.0383577	.3576574
LIQUIDITE	.1030395	.1116391	0.92	0.357	-.1173287	.3234076
Risk	-.1442159	.098317	-1.47	0.144	-.3382871	.0498553
Secteur	0	(omitted)				
_cons	1.098252	.3698186	2.97	0.003	.3682541	1.828249
sigma_u	.21177381					
sigma_e	.07174246					
rho	.89705036	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(59, 171) = 30.93 Prob > F = 0.0000

```
. xtreg DMT IMP NTS size1 ROE ROA AC LIQUIDITE Risk Secteur, fe
note: Secteur omitted because of collinearity
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      239
Group variable: ID                    Number of groups =      60

R-sq:                                Obs per group:
    within = 0.2908                      min =          3
    between = 0.3285                     avg =         4.0
    overall = 0.3212                     max =          4

F(8,171) =      8.76
corr(u_i, Xb) = -0.2254                  Prob > F         =      0.0000
```

DMT	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
IMP	.01110094	.0083526	1.32	0.189	.0274968	.0054781
NTS	.7524975	.2575336	2.92	0.004	.2441431	1.260852
size1	-.0625259	.0314555	-1.99	0.048	-.124617	-.0004349
ROE	.0131494	.013867	0.95	0.344	-.0142231	.0405218
ROA	-.0876685	.0162022	-5.41	0.000	-.1196507	-.0556864
AC	-.0157374	.0847291	-0.19	0.853	-.1829872	.1515123
LIQUIDITE	-.3408656	.0942974	-3.61	0.000	-.5270025	-.1547287
Risk	-.0770739	.0830447	-0.93	0.355	-.2409987	.0868509
Secteur	0	(omitted)				
_cons	.9366637	.3123722	3.00	0.003	.3200616	1.553266
sigma_u	.12416836					
sigma_e	.06059822					
rho	.80763967	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(59, 171) = 14.63 Prob > F = 0.0000

الملحق رقم 05: نموذج الآثار العشوائية

```
. xtreg DT IMP NTS size1 ROE ROA AC LIQUIDITE Risk Secteur, re

Random-effects GLS regression              Number of obs   =       239
Group variable: ID                        Number of groups  =        60

R-sq:                                     Obs per group:
    within   = 0.2128                      min       =         3
    between  = 0.2407                      avg       =        4.0
    overall  = 0.2363                      max       =         4

Wald chi2(9)          =       62.89
corr(u_i, X)          = 0 (assumed)      Prob > chi2          =       0.0000
```

DT	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
IMP	.0173177	.0097229	1.78	0.075	-.0363743	.0017389
NTS	.7463809	.2870698	2.60	0.009	.1837344	1.309027
size1	-.1167653	.0311277	-3.75	0.000	-.1777746	-.0557561
ROE	-.0200845	.0162447	-1.24	0.216	-.0519235	.0117545
ROA	-.0846632	.0188735	-4.49	0.000	-.1216545	-.0476718
AC	.1263516	.0973049	1.30	0.194	-.0643626	.3170657
LIQUIDITE	.0224042	.099778	0.22	0.822	-.1731571	.2179654
Risk	-.1771584	.094442	-1.88	0.061	-.3622613	.0079445
Secteur	-.0023288	.0585252	-0.04	0.968	-.1170362	.1123785
_cons	1.355351	.3127924	4.33	0.000	.742289	1.968413
sigma_u	.20811005					
sigma_e	.07174246					
rho	.89378202	(fraction of variance due to u_i)				

```
. xtreg DMT IMP NTS size1 ROE ROA AC LIQUIDITE Risk Secteur, re

Random-effects GLS regression              Number of obs   =       239
Group variable: ID                        Number of groups  =        60

R-sq:                                     Obs per group:
    within   = 0.2864                      min       =         3
    between  = 0.3830                      avg       =        4.0
    overall  = 0.3682                      max       =         4

Wald chi2(9)          =      103.32
corr(u_i, X)          = 0 (assumed)      Prob > chi2          =       0.0000
```

DMT	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
IMP	.0110939	.008116	1.37	0.172	-.0270009	.0048131
NTS	.8246179	.2294945	3.59	0.000	.374817	1.274419
size1	-.0586571	.0225532	-2.60	0.009	-.1028605	-.0144537
ROE	.0133981	.0135891	0.99	0.324	-.013236	.0400323
ROA	-.0863872	.0156404	-5.52	0.000	-.1170418	-.0557325
AC	.0033438	.07938	0.04	0.966	-.1522381	.1589257
LIQUIDITE	-.256713	.0770983	-3.33	0.001	-.4078229	-.1056032
Risk	-.0492465	.0772849	-0.64	0.524	-.2007221	.102229
Secteur	-.0638385	.0334596	-1.91	0.056	-.129418	.0017411
_cons	.8566411	.2291362	3.74	0.000	.4075424	1.30574
sigma_u	.11589299					
sigma_e	.06059822					
rho	.78529654	(fraction of variance due to u_i)				

.

الملحق رقم 06: اختبار Redundant

Redundant Fixed Effects Tests Equation: Untitled Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	31.144084	(59,171)	0.0000
Cross-section Chi-square	589.955330	59	0.0000

Redundant Fixed Effects Tests Equation: Untitled Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	14.685476	(59,171)	0.0000
Cross-section Chi-square	431.516011	59	0.0000

الملحق رقم 07: اختبار مضاعف لاغرونج

```
. xttest0

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

DT[ID,t] = Xb + u[ID] + e[ID,t]

Estimated results:

```

	Var	sd = sqrt(Var)
DT	.059174	.2432571
e	.005147	.0717425
u	.0433098	.20811

```

Test:   Var(u) = 0
          chibar2(01) =    265.07
          Prob > chibar2 =    0.0000

. xttest0

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

DMT[ID,t] = Xb + u[ID] + e[ID,t]

Estimated results:

```

	Var	sd = sqrt(Var)
DMT	.0251742	.1586638
e	.0036721	.0605982
u	.0134312	.115893

```

Test:   Var(u) = 0
          chibar2(01) =    198.99
          Prob > chibar2 =    0.0000

```

الملحق رقم 08: اختبار هوسمان

```
. hausman fe re
```

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
IMP	.0110094	.0110939	.0000845	.001974
NTS	.7524975	.8246179	-.0721204	.1168583
size1	-.0625259	-.0586571	-.0038688	.0219272
ROE	.0131494	.0133981	-.0002488	.0027621
ROA	-.0876685	-.0863872	-.0012814	.0042296
AC	-.0157374	.0033438	-.0190813	.0296285
LIQUIDITE	-.3408656	-.256713	-.0841526	.0542942
Risk	-.0770739	-.0492465	-.0278274	.0303888

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 5.76
 Prob>chi2 = 0.6739

```
. hausman fe re
```

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
IMP	.0189289	.0173177	.0016112	.0018028
NTS	.5565783	.7463809	-.1898026	.1027225
size1	-.095502	-.1167653	.0212633	.0204427
ROE	-.0229866	-.0200845	-.0029021	.0023733
ROA	-.085167	-.0846632	-.0005038	.0034259
AC	.1596498	.1263516	.0332983	.0243737
LIQUIDITE	.1030395	.0224042	.0806353	.0500763
Risk	-.1442159	-.1771584	.0329425	.0273302

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 6.82
 Prob>chi2 = 0.5561

الملحق رقم 09: نموذج توبيت

```
. xttoibit DMT IMP NTS size1 ROE ROA AC LIQUIDITE Risk Secteur, ll(0) ul(1)

Obtaining starting values for full model:

Iteration 0:    log likelihood =   246.23032
Iteration 1:    log likelihood =   249.51358
Iteration 2:    log likelihood =   254.10416
Iteration 3:    log likelihood =   254.41811
Iteration 4:    log likelihood =   254.42067
Iteration 5:    log likelihood =   254.42067

Fitting full model:

Iteration 0:    log likelihood =   168.77265
Iteration 1:    log likelihood =   171.95933
Iteration 2:    log likelihood =   171.99224
Iteration 3:    log likelihood =   171.99225

Random-effects tobit regression               Number of obs   =         239
Group variable: ID                          Number of groups =          60

Random effects u_i ~ Gaussian                Obs per group:
                                             min =             3
                                             avg =            4.0
                                             max =             4

Integration method: mvaghermite              Integration pts. =         12

Wald chi2(9) =         100.23
Prob > chi2   =          0.0000

Log likelihood =   171.99225
```

DMT	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
IMP	.0168538	.0091928	1.83	0.067	.0348714 .0011637
NTS	.8771182	.2555638	3.43	0.001	.3762223 1.378014
size1	-.0456907	.0250783	-1.82	0.068	-.0948433 .0034618
ROE	.0137717	.0147075	0.94	0.349	-.0150545 .0425978
ROA	-.092438	.0171602	-5.39	0.000	-.1260714 -.0588045
AC	.0089178	.0871224	0.10	0.918	-.1618389 .1796746
LIQUIDITE	-.2906029	.0856336	-3.39	0.001	-.4584417 -.1227641
Risk	.0373294	.1550723	0.24	0.810	-.2666067 .3412654
Secteur	-.0905422	.0368357	-2.46	0.014	-.1627388 -.0183456
_cons	.748964	.2536538	2.95	0.003	.2518116 1.246116
/sigma_u	.1239663	.013144	9.43	0.000	.0982045 .149728
/sigma_e	.0651682	.0037877	17.21	0.000	.0577444 .072592
rho	.7834822	.0415292			.6937718 .8557561

```

36 left-censored observations
203 uncensored observations
0 right-censored observations
.
```

```
. xttoibit DT IMP NTS size1 ROE ROA AC LIQUIDITE Risk Secteur, ll(0) ul(1)
```

Obtaining starting values for full model:

```
Iteration 0: log likelihood = 169.33414
Iteration 1: log likelihood = 180.01386
Iteration 2: log likelihood = 188.67023
Iteration 3: log likelihood = 189.70951
Iteration 4: log likelihood = 189.73489
Iteration 5: log likelihood = 189.73491
```

Fitting full model:

```
Iteration 0: log likelihood = 189.73491
Iteration 1: log likelihood = 189.73491 (backed up)
```

```
Random-effects tobit regression      Number of obs      =      239
Group variable: ID                  Number of groups   =      60
```

```
Random effects u_i ~ Gaussian      Obs per group:
                                   min =      3
                                   avg =     4.0
                                   max =      4
```

```
Integration method: mvaghermite      Integration pts.   =      12
```

```
Wald chi2(9)      =      65.14
Prob > chi2       =      0.0000
Log likelihood    = 189.73491
```

DT	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
IMP	.0172909	.0095492	1.81	0.070	.0360069	.0014252
NTS	.7503166	.283295	2.65	0.008	.1950686	1.305565
size1	-.1171357	.0305894	-3.83	0.000	-.1770898	-.0571815
ROE	-.0200311	.0159576	-1.26	0.209	-.0513075	.0112453
ROA	-.0846484	.0185302	-4.57	0.000	-.1209669	-.0483299
AC	.1254679	.0957564	1.31	0.190	-.0622112	.313147
LIQUIDITE	.0208522	.0985345	0.21	0.832	-.1722719	.2139764
Risk	-.1777764	.092812	-1.92	0.055	-.3596846	.0041317
Secteur	-.0023514	.0567179	-0.04	0.967	-.1135165	.1088137
_cons	1.359965	.308199	4.41	0.000	.7559062	1.964024
/sigma_u	.201303	.0192335	10.47	0.000	.1636061	.239
/sigma_e	.0703804	.0037385	18.83	0.000	.063053	.0777077
rho	.8910774	.0215267			.8428658	.9276143

```
0 left-censored observations
239 uncensored observations
0 right-censored observations
```

```
. xttoibit DMT IMP NTS ROA size1 LIQUIDITE Secteur , ll(0) ul(1)
```

Obtaining starting values for full model:

```
Iteration 0: log likelihood = 248.83344
Iteration 1: log likelihood = 252.85065
Iteration 2: log likelihood = 253.65681
Iteration 3: log likelihood = 253.66974
Iteration 4: log likelihood = 253.66974
```

Fitting full model:

```
Iteration 0: log likelihood = 168.56739
Iteration 1: log likelihood = 171.50789
Iteration 2: log likelihood = 171.53513
Iteration 3: log likelihood = 171.53514
```

```
Random-effects tobit regression      Number of obs      =      239
Group variable: ID                  Number of groups    =      60
```

```
Random effects u_i ~ Gaussian        Obs per group:
                                     min =      3
                                     avg  =     4.0
                                     max  =      4
```

```
Integration method: mvaghermite      Integration pts.    =      12
```

```
Wald chi2(6)                        =      99.14
Prob > chi2                          =      0.0000
Log likelihood = 171.53514
```

DMT	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
IMP	.0175595	.0091521	1.92	0.055	-.0003782	.0354973
NTS	.893006	.2480279	3.60	0.000	.4068803	1.379132
ROA	-.0901205	.0169113	-5.33	0.000	-.123266	-.0569751
size1	-.0461679	.0245841	-1.88	0.060	-.0943518	.0020161
LIQUIDITE	-.2893505	.056884	-5.09	0.000	-.4008411	-.1778599
Secteur	-.0892302	.0365793	-2.44	0.015	-.1609242	-.0175361
_cons	.7388	.2355418	3.14	0.002	.2771466	1.200453
/sigma_u	.1241118	.0131324	9.45	0.000	.0983728	.1498509
/sigma_e	.0653351	.0037943	17.22	0.000	.0578985	.0727718
rho	.7830119	.0414812			.693444	.85524

```
36 left-censored observations
203 uncensored observations
0 right-censored observations
```

```
. xttoibit DT IMP NTS ROA size1, ll(0) ul(1)
```

Obtaining starting values for full model:

```
Iteration 0: log likelihood = 177.79375
Iteration 1: log likelihood = 181.79411
Iteration 2: log likelihood = 186.48769
Iteration 3: log likelihood = 186.80539
Iteration 4: log likelihood = 186.80798
```

Fitting full model:

```
Iteration 0: log likelihood = 186.80798
Iteration 1: log likelihood = 186.80798
```

```
Random-effects tobit regression      Number of obs      =      240
Group variable: ID                  Number of groups    =      60
```

```
Random effects u_i ~ Gaussian      Obs per group:
                                   min =      4
                                   avg =     4.0
                                   max =      4
```

```
Integration method: mvaghermite    Integration pts.    =      12
```

```
Wald chi2(4)      =     54.17
Prob > chi2       =     0.0000
Log likelihood    = 186.80798
```

DT	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
IMP	.0198793	.0095195	2.09	0.037	.0012214	.0385371
NTS	.8683178	.2738832	3.17	0.002	.3315166	1.405119
ROA	-.0878158	.0182028	-4.82	0.000	-.1234925	-.0521391
size1	-.1036833	.0286756	-3.62	0.000	-.1598863	-.0474802
_cons	1.247681	.2757383	4.52	0.000	.7072435	1.788118
/sigma_u	.2040623	.0194861	10.47	0.000	.1658702	.2422544
/sigma_e	.0716422	.003794	18.88	0.000	.0642061	.0790784
rho	.890268	.0216349			.8418404	.9270073

```
0 left-censored observations
240 uncensored observations
0 right-censored observations
```

الملحق رقم 10: اختبار التعدد الخطي.

```
. estat vif
```

Variable	VIF	1/VIF
size1	1.07	0.938723
NTS	1.06	0.939635
IMP	1.01	0.990625
ROA	1.01	0.992154
Mean VIF	1.04	

. estat vif

Variable	VIF	1/VIF
LIQUIDITE	1.67	0.599984
NTS	1.60	0.625297
ROA	1.10	0.906960
Secteur	1.08	0.922073
size1	1.08	0.927762
IMP	1.01	0.990429
Mean VIF	1.26	

الملحق رقم 11: اختبار عدم ثبات التباين.

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of DMT

chi2(1) = 0.02

Prob > chi2 = 0.8786

الملحق رقم 12: اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء

. xtserial DMT IMP NTS ROA size1 LIQUIDITE Secteur

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F(1, 59) = 42.554

Prob > F = 0.0000

الملحق رقم 13: اختبار جذر الوحدة لمتغيرات النموذج.

Harris-Tzavalis unit-root test for DT

Ho: Panels contain unit roots

Ha: Panels are stationary

Number of panels = 60

Number of periods = 4

AR parameter: Common

Panel means: Included

Time trend: Not included

Asymptotics: N -> Infinity

T Fixed

	Statistic	z	p-value
rho	0.0909	-4.1401	0.0000

Harris-Tzavalis unit-root test for ROA

Ho: Panels contain unit roots	Number of panels =	60
Ha: Panels are stationary	Number of periods =	4
AR parameter: Common	Asymptotics: N ->	Infinity
Panel means: Included	T Fixed	
Time trend: Not included		

	Statistic	z	p-value
rho	-0.0993	-6.6887	0.0000

. xtunitroot ht NTS

Harris-Tzavalis unit-root test for NTS

Ho: Panels contain unit roots	Number of panels =	60
Ha: Panels are stationary	Number of periods =	4
AR parameter: Common	Asymptotics: N ->	Infinity
Panel means: Included	T Fixed	
Time trend: Not included		

	Statistic	z	p-value
rho	-0.0239	-5.6787	0.0000

Harris-Tzavalis unit-root test for LIQUIDITE

Ho: Panels contain unit roots	Number of panels =	60
Ha: Panels are stationary	Number of periods =	4
AR parameter: Common	Asymptotics: N ->	Infinity
Panel means: Included	T Fixed	
Time trend: Not included		

	Statistic	z	p-value
rho	0.1767	-2.9912	0.0014