

# مقدمة عامة

## المقدمة العامة

يتميز النشاط الاقتصادي للمؤسسة بحركية دائمة تديرها الاستثمارات المختلفة باعتبارها عصب الحياة في المؤسسة، هذه الأخيرة العامل الأساسي الذي يسمح لها من التطور و البقاء. لذا فإن المؤسسة الناجعة هي تلك التي تحافظ على قدرتها الإنتاجية، هذا ما يتطلب منها البحث عن مصادر تمويلية لازمة تسمح لها من مواصلة نشاطها وتجنبها الوقوع في الأزمات، فاعتماد المؤسسة على مختلف المصادر التمويلية يتطلب منها التفضيل بينها والذي يكون بالضرورة عكسيا مع تكلفتها. لذلك تلجأ العديد من المؤسسات إلى الاعتماد على التمويل الذاتي لتجديد طاقتها الإنتاجية، لكن هذه السياسة ليست ناجعة على المدى البعيد، فالهدف الأسمى للمؤسسة هو التطور والنمو، وليس الإبقاء على القدرة الإنتاجية ثابتة، هذه الأخيرة تتدهور قيمتها عبر الزمن من جراء التقادم، هذا ما يدفعها إلى البحث على مصادر تمويلية تسمح لها من تجديدها والرفع من قدرتها التنافسية.

عند توفر فرصة استثمارية سانحة في السوق فإن أول فكرة تتبادر لذهن المسيرين هي كيفية التمويل، هل من صالح المؤسسة استخدام مواردها الذاتية لتمويل هذه الفرصة إذا تسنى لها ذلك، أو الاعتماد على الموارد المالية الخارجية، وفي هذه الحالة هل يتم التمويل عن طريق الديون أم الأموال الخاصة، هذا التنوع في مصادر التمويل من حيث المردودية والمخاطرة، يمثل أساس مشكل اختيار الهيكل التمويلي في المؤسسة، هذا ما دفع الباحثين في مجال مالية المؤسسة إلى البحث عن التوليفة المثلى التي تسمح للمؤسسة من الرفع من قيمتها في السوق، فإذا تم الاعتماد على الديون فعليها تسديد الفوائد حتى وإن لم تحقق أرباح أو تتعرض إلى خطر الإفلاس، أما إذا اعتمدت على الرفع من رأس المال هذا القرار قد يعرض المسيرين إلى فقدان القدرة على السيطرة على المؤسسة ( مراقبة المساهمين). لذلك اعتبر موضوع اختيار الهيكل التمويلي من المواضيع الجوهرية في مالية المؤسسة.

تعتبر دراسة مدكلياني و ميلر 1958 نقطة تحول الفكر الحديث في مفهوم هيكله رأسمال، بعدما كان يعتمد أساسا على مفهوم الرافعة المالية في تفسير الهيكل التمويلي، حيث قدم تفسيراً علمياً لنظرية استقلالية القيمة السوقية عن الهيكل التمويلي في ظل جملة من الفرضيات أهمها: يمكن تجميع المؤسسات في فئات مخاطرة، سوق كامل وعالم بدون ضرائب. لكن الطابع غير العقلاني للفرضيات التي بني عليها النموذج أسال الكثير من الحبر، مما دفعهما في سنة 1963 لتقديم تحليل آخر في ظل عالم يخضع لضرائب تم تسميته « الضريبة على أرباح المؤسسة وتكلفة رأس المال: التصحيح\* »، وتوصلا من خلال هذا البحث أن القيمة السوقية للمؤسسة يحتوي هيكلها المالي على ديون يكون مساوي للقيمة السوقية للمؤسسة مساوية

\* **Corporate Income Taxes and the Cost of Capital. A Correction**, (F. Modigliani; M. H. Miller, 1963)

لها في كل شيء عدا أن هيكلها المالي لا يحتوي على ديون مضاف إليه القيمة الحالية للاقتصاد الضريبي الناجم عن الديون، هذه النتيجة تعني أن أحسن هيكل للتمويل هو الذي يحتوي على أعلى نسبة من الديون، هذه النتيجة رغم أنها بعيدة كل البعد عن الواقع (لا يمكن تصور تمويل 100% عن طريق الديون)، إلا أن هذين الباحثين اعتبروا نقطة تحول في التوجه الفكري فيما يخص السياسة المالية للمؤسسة.

انطلاقاً من الأعمال المذكورة أعلاه، حاولت عدة دراسات تفسير هيكل رأس المال تصب في مجملها على إسقاط فرضيات المثالية التي بني عليها نموذج (Modigliani & Miller, 1958, 1963). هذه الانتقادات التي وجهت إلى الفرضيات المستعملة دفعت مجدداً أحد هذين الباحثين (Miller, 1977) إلى تعديل النموذج السالف الذكر بإدخال أثر الضريبة الشخصية على دخل المستثمرين في التحليل، وتوصل الباحث أن هذه الضريبة يمكن أن تؤدي إلى إلغاء الاقتصاد الضريبي الناجم عن الديون مما يؤدي إلى فقدان الميزة الضريبية للديون. في نفس السياق، فإن إلغاء كل من فرضية غياب تكاليف الإفلاس و فرضية عدم وجود تضارب المصالح بين المتعاملين عجل بظهور توجه فكري جديد يعرف حالياً بأنصار نظرية التوازن (La théorie du Trade- Off)، التي مفادها أن الاعتماد المفرط على الديون يسمح بظهور تكاليف جديدة تعرف بتكاليف الإفلاس التي تتضاعف مع زيادة احتمال الإفلاس، هذا الأخير له علاقة طردية وطيدة مع نسبة المديونية، إضافة إلى ذلك فإن اعتماد المؤسسة على مصادر تمويلية خارجية يسمح بظهور تكاليف جديدة ناجمة عن تضارب المصالح بين مسيري المؤسسة وأصحاب رؤوس الأموال، مما يدفع أصحاب الأموال الخارجية إلى بذل تكاليف إضافية لمراقبة عمل المسيرين تعرف بتكاليف الوكالة ومن أشهر الدراسات في هذا الجانب دراسة (Jensen and Meckling 1976, Harris and Raviv 1990, Jensen 1986)، لذلك فإن أنصار هذه النظرية يفترضون وجود معدل أمثل للمديونية يكون فيه الفرق بين الفوائد الناجمة عن الديون والتكاليف المترتبة عنها عند قيمته القصوى.

اعتبرت دراسة (Jensen and Meckling 1976) حجر الأساس الذي وفر مناخاً ملائماً لتطور توجه نظري جديد يعرف بمفهوم نظرية عدم تماثل المعلومات، والتي تركز أساساً على إسقاط فرضيتين رئيسيتين لأعمال مدكلياني و ميلر ألا وهما: تماثل التوقعات بين المتعاملين والتي مفادها أن أعضاء الإدارة والمستثمرين لهم نفس التوقعات فيما يخص الأرباح المستقبلية، و فرضية السوق الكامل والتي تنص على أن جميع المتعاملين لديهم نفس القدر من المعلومات. لكن التطور النظري في هذا المجال أفرز عدة دراسات تسمح من الحد من مشكل عدم تماثل المعلومات، نذكر منها نظرية الإشارة، فحسب هذه النظرية يمكن للمسيرين إرسال إشارات مالية حول نوعية المؤسسة، مثل نسبة مشاركة المسير في رأسمال أو نسبة المديونية ومن أشهر البحوث في هذا المجال (Leland and Pyle 1977, Ross 1977)، بالإضافة إلى ذلك مهدت نظرية عدم تماثل المعلومات المناخ الملائم لتفسير الترتيب الذي جاءت به نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، حيث تحتل الديون المرتبة الثانية في سلم الترتيب بعد التمويل الذاتي لتأتي في

المرتبة الثالثة التمويل عن طريق فتح لرأس المال، ويرجع ذلك أساسا إلى مشكل عدم تماثل المعلومات بين المسيرين والمساهمين الجدد عند عملية إصدار أسهم جديدة، حيث يعلم جيدا المساهمين الجدد أن الإدارة تعمل على خدمة مصالح المساهمين القدامى، مما يجعلهم يفسرون أن عملية الإصدار مفادها استغلالهم لصالح المساهمين القدامى، إضافة إلى ذلك يمكن للمساهمين القدامى رفض عملية الإصدار إذا علموا أن هذه العملية ستعود بالسلب على عوائدهم، هذا ما يفسر تفضيل التمويل عن طريق الديون على التمويل عن طريق فتح رأس المال، ومن رواد هذا التوجه نذكر الدراسة التي قام بها (Myers and Majluf 1984).

ظهرت حديثا توجهات نظرية جديدة حاولت تفسير هيكل رأس المال في ظل خصوصية البيئة التي تزاوّل فيها المؤسسة نشاطها، فاختلف المحيط الاقتصادي والقانوني يؤثر حتما على السياسة المالية للمؤسسة، حيث أشارت نظرية القوانين والمالية أن اختلاف البيئة والقوانين يؤثر تأثير كبير على الهيكل المالي للمؤسسة فهناك اقتصاديات يكون فيها النظام المصرفي هو المسيطر (اقتصاد مبني على المديونية) مثل الاقتصاد الألماني أو الإيطالي مما يفسر اعتماد المؤسسات الألمانية أو الإيطالية على نسب معتبرة من الديون في الهيكل المالي، وعكس ذلك الاقتصاد الأمريكي الذي يتميز بسوق مالي متطور مما يدفع المؤسسات إلى تمويل احتياجاتها عن طريقه ومن الدراسات المهمة في هذا المجال دراسة (R. la porta and al 1998)، كذلك اختلاف البيئة الاقتصادية يفسر ظهور نظرية تكاليف الصفقات حيث تختلف هذه الأخيرة من اقتصاد لآخر وبذلك تؤثر تأثير واضح على السياسة المالية للمؤسسة، إذ يتم اختيار المصدر التمويلي الأمثل انطلاقا من تكلفة الصفقة، هذه الأخيرة مرتبطة أساسا بنوعية أو خصوصية الأصل الممول ومن رواد هذا التوجه (Williamson 1988).

تجدر الإشارة إلى مفهوم نظرية تحديد الاقتراض، حيث لا يمكن الاعتماد كلياً على الديون خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لها قدرة ضعيفة لاستقطاب القروض إليها والراجع أساسا إلى ضعف الضمانات لديها، فحسب دراسة كل من (Stiglitz and Weiss 1981, Williamson 1986) فإنه عند حدوث عملية التوازن في السوق بين الطالبين على القروض والمانحين لها، تجد بعض المؤسسات نفسها مقصية من عملية التمويل في ظل الشروط المطبقة في السوق. كذلك ظهر توجه جديد يعرف بالاقتصاد الضريبي الناجم عن غير المديونية ومن رواد هذا التوجه (De Angelo and Masulis 1980) اللذان أشارا بأن هناك بدائل للاقتصاد الضريبي للديون يمكن الاعتماد عليها، مثل سياسة الاهتلاك المطبقة في المؤسسة، مما يفقد نسبيا الميزة الجبائية للديون، هذا ما يدفع المؤسسة إلى استغلال كل الفرص الجبائية المتاحة لها لرفع من قيمة مواردها المالية الذاتية.

انطلاقاً من أغلب النظريات السابقة، تظهر أهمية التمويل الذاتي في السياسة المالية للمؤسسة، فاستخدام الموارد المالية الخارجية يعزز حقا من القدرات الاستثمارية للمؤسسة، لكن بالمقابل يعرضها إلى جملة من المشاكل، لذلك فإن المؤسسة الناجعة هي تلك التي تحاول استغلال مختلف العوامل المتاحة لديها بما في ذلك التشريع الجبائي للرفع من قيمة مواردها المالية الذاتية، وهذا بغية التقليل من مشاكل التمويل الخارجي، وحسب الدراسة التي قام بها ( De Angelo and Masulis 1980 ) فيمكن للمؤسسة الاستفادة من الاقتصاد الضريبي الناجم عن خصم أقساط الاهتلاك كبديل للاقتصاد الضريبي الناجم عن الديون، فتبنيها لسياسة اهتلاك ناجعة في ظل التشريع الجبائي سيساهم بشكل كبير في دعم قيمة مواردها المالية الذاتية. في هذا الصدد، ساهم المشرع الجبائي الجزائري في تشجيع المؤسسات للاعتماد على أموالها الذاتية لإحلال و تجديد استثماراتها، وهذا بسماحة للمؤسسات بتطبيق طرق أخرى للاهتلاك لبعض أنواع الاستثمارات بعدما كان يلزم سابقا المؤسسات بتطبيق طريقة الاهتلاك الثابت، مما سيسمح للمؤسسة الناجعة حتما من تعزيز قيمة التمويل الذاتي ومن ثم المحافظة على قدرتها الإنتاجية. لكن السؤال الذي يبقى مطروح ماذا عن التطبيق في أرض الواقع؟.

## 1/ إشكالية البحث والأسئلة الفرعية:

مما سبق، فإن السؤال الذي يطرح نفسه بإلحاف يمكن صياغته على الشكل الموالي:

- ماهي النظريات الأكثر تفسيراً للسلوك المالي للمؤسسات الجزائرية الخاصة، وما هي أهم المحددات المؤثرة على سياسة المديونية في هذه المؤسسات ؟

و يمكن أن يتفرع السؤال الرئيسي إلى جملة من الأسئلة الفرعية وهذا كما يلي:

- ما هي مختلف المصادر التمويلية في المؤسسة؟
- ما هي النظريات المفسرة لهيكل رأس المال في المؤسسة؟
- ما هي العوامل المؤثرة على السياسة التمويلية في المؤسسة؟
- كيف تتم المعالجة الجبائية لمحددات التمويل الذاتي، وما أثر تغيير طريقة الاهتلاك على قيمة قدرة التمويل الذاتي؟
- ما هي مختلف العوائق الجبائية التي لا تسمح من رفع قيمة الموارد المالية الذاتية للمؤسسة؟.
- ما مدى تلائم النظريات المفسرة لهيكل رأس المال مع واقع المؤسسة الجزائرية الخاصة؟
- ما هي المتغيرات الأكثر تفسيراً للسلوك المالي للمؤسسات الجزائرية الخاصة؟
- ما هي النظريات الأكثر تفسيراً للسلوك المالي للمؤسسات الجزائرية الخاصة؟

## 2/ الفرضيات:

وكإجابة للسؤال الرئيسي أعلاه يمكن صياغة الفرضية الرئيسية على الشكل الموالي:

- توجد عل الأقل نظرية من النظريات المفسرة لهيكل التمويل يمكنها أن تفسر السلوك المالي للمؤسسات الجزائرية الخاصة، ويمكن أن يكون هناك تأثير لمتغيرات حجم المؤسسة، الضمانات، الأداء المالي، القطاع والتغيرات الجبائية على معدل المديونية في المؤسسات الجزائرية الخاصة.

وتستند الفرضية الرئيسية على مجموعة من الفرضيات الفرعية وهذا كما يلي:

- لم تقتصر النظريات المفسرة لهيكل رأس المال على المؤسسات التي تنشط في الاقتصاديات المتطورة التي تتميز بتطور السوق المالي، بل يوجد بعض منها يمكن أن يفسر السلوك المالي للمؤسسات التي تنشط في اقتصاديات تتميز بهشاشة السوق المالي.
- هناك بعض النقائص في التشريع الجبائي الجزائري التي لا تسمح للمؤسسات من رفع الموارد المالية للمؤسسة
- طرق الاهتلاك التي يمكن أن تعتمد عليها المؤسسة هي طرق الاهتلاك المتناقص، لأنها تسمح بزيادة قيمة التمويل الذاتي في السنوات الأولى و هذا ما يسمح باسترجاع الأموال المستثمرة في أقرب الأجل بهدف إعادة استثمارها.
- تتأثر المؤسسة في سياستها المالية بالمحيط الذي تزاوّل فيه نشاطها، ومدى تغير القوانين والتشريعات الاقتصادية وطبيعة السوق الداخلي.
- تعتبر نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، النظرية الأقرب لتفسير السلوك المالي للمؤسسات الجزائرية الخاصة.
- توجد علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة ومتغير الرفع المالي؛
- توجد علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين حجم الضمانات ومتغير الرفع المالي؛
- توجد علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين متغير الأداء المالي ومتغير الرفع المالي؛
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الضريبة ومتغير الرفع المالي؛
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قطاع النشاط ومتغير الرفع المالي؛
- توجد علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين متغير الاقتصاد الضريبي غير ناجم عن الديون ومتغير الرفع المالي؛
- توجد علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين نسبة قدرة التمويل الذاتي ومتغير الرفع المالي؛

**3/ أسباب اختيار الموضوع:**

اختيار هذا الموضوع له عدة أسباب موضوعية وشخصية، وتتلخص الأسباب الشخصية فيما يلي:

- يدخل هذا البحث في مجال اهتمامات الباحث؛
- يتماشى مع تخصص الباحث.

أما فيما يخص الأسباب الموضوعية فيمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- محاولة معرفة مدى ملاءمة النظريات المفسرة لهيكل رأس المال المطبقة في الدول المتقدمة مع واقع المؤسسة الجزائرية الخاصة؛
- تقديم نظرة للمسيرين حول السلوك المالي الذي تتبناه المؤسسات الجزائرية الخاصة، حتى يتم تعديل الاختلالات إن وجدت، و محاولتنا للتفسير لماذا تعاني البنوك من سيولة عالية وفي المقابل هناك نقص فاضح في الاستثمارات.
- تزويد المكتبة الوطنية بمراجع متعلقة بهذه المواضيع ؛
- معرفة ما هي الجدوى من التعديلات الجبائية على السياسة التمويلية للمؤسسات الجزائرية الخاصة.
- قلة البحوث التي تناولت هذا الموضوع باستخدام معطيات لعينة من المؤسسات الجزائرية خلال فترة معينة ( تحليل عن طريق نموذج بانل)، مقارنة بالدراسات التي تناولت الموضوع في البلدان المتقدمة.

**4/ الدراسات السابقة:**

سنتناول في هذه النقطة مختلف الدراسات التي حاولت تفسير السلوك المالي للمؤسسات بمنظور مختلف النظريات المفسرة لهيكل رأس المال، حيث سنتطرق في البداية إلى الدراسات التي قامت على الواقع المالي للمؤسسات الجزائرية من خلال دراستين، ثم الدراسات التي تناولت واقع المؤسسات الأجنبية بمنظور أهم النظريات.

**- دراسة قريشي (2005/2004)**

هذه دراسة قامت على عينة مشكلة من 128 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في الفترة الممتدة بين 2001-2003، توصل الباحث أن الاختيار بين الاقتراض والأموال الخاصة يفسر أكثر عن طريق نظرية أفضلية مصادر التمويل، فعند استعمال معدل الاقتراض الإجمالي كمتغير تابع توصل أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع ومتغيرات المردودية، قطاع البناء والأشغال العمومية وقطاع النقل ، وعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية مع متغير النمو.

وعند استعمال متغير معدل الاقتراض طويل الأجل كمتغير تابع ، توصل الباحث أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع ومتغيرات حجم المؤسسة و قطاع الفنادق ، وعلاقة طردية ذات دلالة إحصائية مع متغير قطاع التجارة، وعند استعمال معدل الاقتراض قصير الأجل توصل بأن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع ومتغيرات مستوى الضمانات و قطاع الخدمات، وعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية مع متغير النمو.

#### - دراسة العايب (2011/2010)

من خلال دراسة قامت على عينة مشكلة من 126 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في الفترة الممتدة بين 2006-2009، قام الباحث باختيار معدل الاستدانة الإجمالية كمتغير تابع للدراسة ، وتبين أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع ومتغير حجم المؤسسة، وعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية مع متغير صافي الأموال الخاصة، ولم تكن لمتغيرات النمو والمردودية وحجم الضمانات أي دلالة إحصائية، وتم تفسير ذلك بتذبذب نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

أما الشكل القانوني فلاحظ الباحث أن المؤسسات التي تستفيد أفضل من فرص التمويل هي مؤسسات التضامن، ويرجع ذلك إلى تضامن الشركاء في الالتزام بالوفاء بالدين عند تاريخ الاستحقاق.

#### - دراسة Warner 1977

قام الباحث بدراسة عينة من إحدى عشر (11) مؤسسة تعمل في قطاع السكك الحديدية والتي وقعت في الإفلاس بين 1933 و 1955، ولاحظ أن تكاليف الإفلاس المحسوبة في تاريخ الوقوع في الإفلاس قدرت ب 5,3% من القيمة السوقية للمؤسسة، أما التكاليف المحسوبة سبع سنوات قبل الوقوع في الإفلاس فقدرت ب 1%.

#### - دراسة Altman 1984

اهتم (Altman 1984) بتقدير تكاليف الإفلاس المباشرة وغير المباشرة لعينة من 19 مؤسسة ( منها 12 مؤسسة تعمل في مجال البيع بالتجزئة) وقعت في الإفلاس بين 1970-1978، إذ تبين أن نسب تكاليف الإفلاس كانت معتبرة ولا يمكن تجاهلها بأخذ بعين الاعتبار التكاليف غير المباشرة، ففي أغلب الحالات فاقت هذه النسبة 20% من القيمة السوقية للمؤسسة خلال السنة التي وقع فيها الإفلاس.

#### - دراسة Eric Molay 2006

حاول الباحث دراسة مدى تأثير عدم تماثل المعلومات على استقطاب الموارد المالية الخارجية عن طريق متغير تقلب الأسعار في البورصة، واعتمد في ذلك على معطيات بانال ل 393 مؤسسة فرنسية مصنفة في البورصة بين 1996-2004 باستخدام طريقة الانحدار الخطي البسيط « MCO »، وتوصل الباحث



إلى تأكيد أن مشكل عدم تماثل المعلومات يمثل السبب الجوهرى في تفسير الترتيب الذي أنت به نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل.

#### - دراسة Frank and Goyal 2002

اهتم هذا البحث بدراسة الهيكله المالية لعينة من المؤسسات الأمريكية بين 1971-1998، وأظهرت النتائج أن نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل لا تتماشى مع طابع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عكس المؤسسات الكبيرة، حيث لوحظ أن التمويل الذاتي لا يكف لتمويل كل احتياجات المؤسسة، لذا تلجأ إلى الاستعانة بالموارد المالية الخارجية، بالاعتماد في أغلب الحالات على الأموال الخاصة وليس على الديون وهذا ما يخالف نتائج نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل.

#### - دراسة Imen MEJRI 2006

قامت هذه الدراسة بتحليل السلوك المالي لعينة من 189 مؤسسة فرنسية باستخدام معطيات بانال في المدة بين 1999-2003، وبعد الدراسة تبين أن هناك علاقة طردية بين مدة استحقاق الديون ومدة حياة الأصول، حيث أن الديون طويلة الأجل تقوم بتمويل الأصول طويلة الأجل والعكس صحيح، لكن لم يتم إثبات العلاقة بين مدة استحقاق الديون وفرصة النمو.

#### - دراسة Rajan & Zingales 1995:

من خلال دراسة قامت على مجموعة من العينات للمؤسسات في سبعة اقتصاديات متقدمة (الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، ألمانيا، فرنسا، إيطاليا، المملكة المتحدة، كندا)، توصل الباحثين من خلال المعطيات المحاسبية للمؤسسات، أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين متغير الرفع المالي ومتغير الضمانات في كل البلدان عدا إيطاليا حيث تبين أن هذا المتغير ليس معنوي بدرجة ثقة 10% (كل المتغيرات المستقلة لم تكن معنوية في هذا البلد بدرجة ثقة 10%)، أما فيما يخص متغير الحجم تبين أن له علاقة موجبة مع متغير الرفع المالي لكل البلدان عدا ألمانيا فقد تبين أن هذا المتغير له علاقة ذات دلالة إحصائية سالبة مع المتغير التابع (معنوي بدرجة ثقة 1%)، وفسر الباحثين هذه النتيجة بقوانين الإفلاس الصارمة المطبقة في ألمانيا مما يدفع المؤسسات من نقادي من رفع نسبة المديونية، أما فيما يخص متغير النمو ومتغير المردودية فتبين أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية سالبة مع المتغير التابع في كل البلدان.

#### - دراسة S.Titman & R.Wessels1988:

من خلال دراسة قامت على حوالي 469 مؤسسة أمريكية التي توفرت فيها المعلومات حول مختلف متغيرات النموذج في الفترة بين 1974-1982، باستعمال ثلاث نسب لقياس الرفع المالي كمتغير تابع (نسبة الديون طويلة الأجل «LT/BVE»، نسبة الديون قصيرة الأجل «ST/BVE»، نسبة الديون القابلة

للتحويل «C/BVE» مقسومة على القيمة الدفترية للأموال الخاصة) ، تبين عند استعمال نسبة الديون طويلة الأجل كمتغير تابع أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة مع متغير الثروة ، وذات دلالة إحصائية سالبة مع متغير عدم التنوع في المنتجات (Uniqueness) ومتغير الحجم ولم تكن هناك أي دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة الأخرى ، وعند استعمال نسبة الديون قصيرة الأجل اتضح أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية سالبة بين المتغير التابع ومتغير عدم التنوع في المنتجات ومتغير الحجم ولم تكن هناك أي دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة الأخرى، وعند استعمال المتغير التابع الأخير لم تكن هناك أي دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة.

#### - دراسة (Cheng and Shiu 2006):

اهتم الباحثين بدراسة عينة تتكون من 40.257 مؤسسة موزعة على 45 بلد في الفترة الممتدة بين 1998-2001، و تبين أن الاختلافات في البيئات القانونية فيما يخص حماية المستثمر تؤثر بشكل كبير على هيكل رأس المال المؤسسة. و تم تفسير ذلك كون المؤسسات في البلدان التي تحمي أكثر الدائنين تستخدم فيها نسب عالية من الديون، في حين أن المؤسسات في البلدان التي تحمي حقوق المساهمين أكثر يتم استخدام التمويل عن طريق صناديق الاستثمار. واستنتج الباحثين كذلك أن الاختلافات في البيئات القانونية لبلدان الدراسة تؤثر تأثير ملحوظ على الهيكل المالي للمؤسسات، مثل الأهمية النسبية للسوق المالي مقابل القطاع المصرفي، معدلات الضرائب والتضخم.

#### 5/ أهداف البحث:

يهدف هذا البحث إلى التعريف بأهم النظريات المفسرة لهيكل رأس المال، ومدى تماشيها مع واقع المؤسسات الجزائرية الخاصة، من خلال دراسة ميدانية حول عينة من المؤسسات الجزائرية الخاصة، ومعرفة إلا أي درجة يمكن للنظريات الحديثة تفسير الواقع التمويلي في هذه المؤسسات. معرفة كذلك ما هي المتغيرات المحددة لسياسة المديونية في المؤسسة الجزائرية الخاصة ، بغية تسليط الضوء على أسباب نقص التمويل البنكي لهذه المؤسسات ، حيث نلاحظ من جهة السيولة الكبيرة التي تتوفر عليها البنوك و من جهة أخرى النقص الفادح في تمويل الاستثمارات.

كذلك يهدف هذا العمل إلى دراسة مدى استغلال المؤسسات لتعديلات الجبائية المحفزة لتعزيز القدرة التمويلية الذاتية في المؤسسة، وما هي أهم النفاض فيما يخص التشريع الجبائي الجزائري مقارنة بالتشريعات الأخرى، ومدى تطبيق هذه التعديلات في أرض الواقع.

**6/ مجال الدراسة:**

إن معالجة هذا موضوع، تلزم علينا استخدام المعطيات المتعلقة بالمؤسسات الجزائرية الخاصة، فلا نرى أي جدوى من استخدام عينة من الدول التي تتوفر على المعطيات في قواعد المعلومات العالمية، باعتبار أن الدراسات المتعلقة بهذه الدول جد متوفرة عكس الدراسات المتعلقة بواقع المؤسسات الجزائرية وهذا راجع أساسا إلى النقص الفادح في المعطيات، لذلك فإن هذا البحث له حدود مكانية و زمانية وهذا على النحو التالي:

**6-1/ المجال المكاني:**

حاولنا من خلال هذه الدراسة أن تكون العينة تشمل مختلف المؤسسات الجزائرية الخاصة عبر كل التراب الوطني، حيث تتوفر العينة على مجموعة من المؤسسات من شرق وغرب ووسط البلاد ، أما فيما يخص مؤسسات الجنوب فتم توزيعها على مختلف المناطق الثلاث المذكورة أعلاه.

**6-2/ المجال الزمني:**

في هذه الدراسة تم الاعتماد على المعطيات المالية لمجموعة من المؤسسات الجزائرية الخاصة في الفترة الممتدة بين 2005-2008، وتم اختيار هذه الفترة لسببين جوهريين، من جهة التغيرات الجبائية التي حدثت خلالها، وعدم إمكانية الحصول على معلومات مالية خاصة بمؤسسات الدراسة لفترة تفوق هذه المدة، من جهة أخرى.

**7/ منهجية البحث:**

سيعتمد في هذا البحث على منهجين، المنهج الوصفي و المنهج التحليلي، حيث سيتم الاعتماد على المنهج الوصفي في الفصول الثلاث الأولى، و هذا لتوضيح مختلف المفاهيم المتعلقة بمصادر التمويل والنظريات المفسرة لهيكل رأس المال، أما فيما يخص الفصل الرابع و الخامس سيتم استخدام المنهج الوصفي التحليلي لتبيان في الفصل الرابع كيفية المعالجة الجبائية لمختلف محددات التمويل الذاتي ثم إظهار مختلف الإمكانيات المتاحة في التشريع الجبائي الجزائري التي تسمح للمؤسسة من تعظيم قدرة تمويلها الذاتي و هذا من خلال دراسة حالة إحدى المؤسسات الجزائرية، أما الفصل الأخير من الدراسة سنحاول دراسة محددات سياسة المديونية في المؤسسات الجزائرية الخاصة على عينة من 118 مؤسسة في الفترة الممتدة بين 2005-2008 باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد للمتغيرات التابعة المحصورة توبت في ظل معطيات بانل.

**8/ مصادر الدراسة:**

سيتم الاعتماد في هذا البحث على مجموعة من المراجع باللغة العربية والأجنبية مثل الكتب و الدراسات والقوانين، إلا أن المراجع المتعلقة بالموضوع باللغة العربية قليلة جدا، لذا سيتم استعمال المراجع الأساسية

للبحث بالاعتماد على الدوريات والدراسات (مقالات حول الموضوع) بمختلف اللغات. كذلك سيتم استخدام المعطيات المالية لمؤسسات للعيينة باستخدام الوثائق المالية لهذه المؤسسات، وسيتم جلب هذه المعلومات من المؤسسات البنكية وإدارة الضرائب.

## 9/ خطة البحث:

للإجابة على السؤال المطروح في الإشكالية سيتم تقسيم هذا البحث إلى خمسة فصول منها ثلاثة نظرية وفصلين تطبيقيين، واحد من هذين الفصلين وصفي تحليلي يهدف إلى دراسة المعالجة الجبائية للمحددات الرئيسية للتمويل الذاتي وهذا وفق التشريع الجبائي الجزائري، بغية معرفة السبل المتاحة في التشريع الجبائي الجزائري للرفع من الموارد المالية الذاتية للمؤسسة أما الثاني فيخصص لدراسة محددات المديونية لعينة من المؤسسات الجزائرية الخاصة.

## الفصل الأول:

خصص هذا الفصل لدراسة مختلف مصادر التمويل في المؤسسة، عن طريق تسليط الضوء على مفهوم وأنواع كل من الديون والأموال الخاصة وكذا دراسة تكلفتها، وفي الأخير القيام بمقارنة بين هذين المصدرين من خلال المبحث الأول، أما المبحث الثاني والثالث فخصص لدراسة مفهوم التمويل الذاتي من خلال دراسة مختلف محدداته.

## الفصل الثاني:

خصص هذا الفصل لدراسة مختلف النظريات التقليدية و الكلاسيكية الحديثة المفسرة لهيكل رأس المال، وتم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين واحد منهما اهتم بدراسة هاته النظريات في ظل غياب الضرائب، بعرض مفهوم أثر الرافعة، النظريات التقليدية و نظرية (Modigliani & Miller, 1958)، أما المبحث الثاني فخصص لدراسة النظريات الكلاسيكية الحديثة في ظل وجود الضرائب من خلال دراسة كل من (Modigliani & Miller, 1963) و (Miller, 1977).

## الفصل الثالث:

خصص هذا الفصل لدراسة مختلف النظريات الحديثة المفسرة لهيكل رأس المال، بدراسة كل من نظرية التوازن في المبحث الأول من خلال عرض مفهوم تكاليف الإفلاس والوكالة، أما المبحث الثاني فخصص لمعالجة نظرية عدم تماثل المعلومات من خلال دراسة كل من نظرية الإشارة وترتيب أفضلية مصادر التمويل، أما المبحث الأخير فخصص لعرض أهم الدراسات الحديثة المتعلقة بالموضوع والمتعلقة بكل من نظرية القوانين والمالية، نظرية تكاليف الصفقات، نظرية تحدد القروض ومفهوم الاقتصاد الضريبي الناجم عن غير الديون مثل سياسة الاهتلاك.

#### الفصل الرابع:

خصص هذا الفصل في مبحثه الأول والثاني لدراسة المعالجة الجبائية للمحددات الرئيسية للتمويل الذاتي وهذا وفق التشريع الجبائي الجزائري.

أما في المبحث الأخير ستتم دراسة حالة مؤسسة من المؤسسات الجزائرية الخاصة، بغية تبيان السبل الكفيلة لتعظيم قدرة تمويلها الذاتي في ظل القوانين والتشريعات الجبائية المطبقة في الجزائر.

#### الفصل الخامس:

خصص هذا الفصل لدراسة محددات سياسة المديونية في المؤسسات الجزائرية الخاصة على عينة من 118 مؤسسة في الفترة الممتدة بين 2005-2008، حيث سيتم في بداية الأمر عرض بعض الدراسات الميدانية المتعلقة بالموضوع والتي ستسمح لنا من تحديد معالم الدراسة في المبحث الأول، أما في المبحث الثاني سيتم التعريف بعينة الدراسة والطريقة المتبعة للتحليل وفي المبحث الأخير سيتم عرض مختلف النتائج وتحليلها عن طريق تطبيق نموذج الانحدار الخطي المتعدد للمتغيرات التابعة المحصورة توتبت في ظل معطيات بانل.