

خاتمة عامة

## الخاتمة العامة

أغلب الدراسات المتعلقة بمالية المؤسسة أثبتت أن التمويل الذاتي يعتلي قمة مصادر التمويل في المؤسسة ولعل أهمها نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل « POT » ، باعتباره المورد الذي يسمح للمؤسسة من تحقيق الاستقلالية المالية والإدارية فهو محرك التنمية فيها هذا من جهة، ومن جهة أخرى فهو مورد متاح عكس الموارد الأخرى التي تتطلب دراسة معمقة ووقت كبير للحصول عليها، لذا فإن المؤسسة الناجعة هي تلك التي توفر كل السبل الضرورية لتمويل وتجديد استثماراتها عن طريق مواردها الذاتية.

و يمكن للمؤسسة الاعتماد على مواردها المالية الذاتية لتجديد قدرتها الإنتاجية، باعتبار هدف أي مؤسسة هو التطور والنمو هذا ما يدفعها إلى الخوض في مشاريع استثمارية كبرى، هذه الأخيرة تستدعي قدرة تمويلية كبيرة لا يمكن تغطيتها عن طريق هاته الموارد فحسب، بل تلجأ إلى الطرف الخارجي عن طريق فتح رأس مال أو الحصول على قروض خارجية، لكن هذه الأخيرة مرتبطة ارتباطاً وطيداً بوضعية المؤسسة في السوق، ومن بين مؤشرات هذه الوضعية هي قيمة الموارد الذاتية المتاحة لديها. حيث ينبغي أن تكون نسبة التمويل الذاتي في المؤسسة مطمئنة لكي تتمكن من الحصول على الموارد الخارجية وهذا بإعطاء أكثر ضمان للطرف الخارجي، هذا ما يدفعنا للقول أنه لا تقتصر مهمة التمويل الذاتي في المحافظة على ثروة المؤسسة ومستوى نشاطها فحسب، بل يعتبر الركيزة الأساسية التي تسمح للمؤسسة من رفع ثروتها وزيادة قدرتها الإنتاجية.

إن اعتماد المؤسسة على مصادر تمويلية خارجية يتطلب منها المفاضلة بينها والتي بالضرورة تكون عكسية مع تكلفتها، لذلك أعتبر موضوع اختيار الهيكل التمويلي في المؤسسة من أكثر المواضيع الذي شهد زخم كبير من الدراسات، كل واحدة منها تحاول أن تدافع عن وجهة نظرها في مدى توفر أو غياب هيكل تمويلي أمثل في المؤسسة، فقبل الدراسة التي قام بها مدكلياني و ميلر 1958 كان ينظر إلى مشكل اختيار الهيكل التمويلي الأفضل بمنظور محاسبي بحث، يعتمد أساساً على مبدأ أثر الرافعة، لكن يعاب على هذا التوجه تغييبه للنظرة المالية للموضوع والمرتبطة أساساً بمفهوم المخاطرة المتولدة عن هاته الاختيارات التمويلية، لذلك يعتبر البحث الذي قدمه كل من مدكلياني و ميلر في سنة 1958 أول عمل حاول تفسير السلوك المالي للمؤسسة على أساس قواعد علمية صلبة، في ظل جملة من الفرضيات، هاته الأخيرة اعتبرت السبب الجوهري لظهور عدة توجهات كل منها هدفت إلى إسقاط فرضيات المثالية التي بنا عليها الباحثين نموذجها، ولعل أول عمل جاء لينتقد العمل السابق هو العمل الذي قدمه الباحثين نفسهما بتعديل النموذج السابق بإسقاط الفرضية التي مفادها غياب الضرائب، وهذا عن طريق تعديل النموذج السابق بإدخال أثر الضريبة في التحليل، وجاء بعد ذلك عمل ميلر في سنة 1977 ليعزز هذا التوجه أكثر وهذا عن طريق إدخال أثر الضريبة على مداخل المستثمرين في التحليل.

بعد الدراسة السابقة ظهرت عدة توجهات يمكن تلخيص أهمها من خلال كل من نظرية العلاقات التوازنية والتي جاءت لتسقط كل من فرضية غياب تكاليف الإفلاس وعدم تضارب المصالح بين المتعاملين، فاعتماد المؤسسة على نسبة معتبرة من الديون قد يعرضها حتما إلى مشاكل الإفلاس، وتضارب المصالح بين الهيئة المسيرة في المؤسسة وأصحاب رؤوس الأموال سيؤدي حتما إلى تحمل تكاليف إضافية تعرف بتكاليف الوكالة. أما فيما يخص نظرية عدم تماثل المعلومات فجاءت لتسقط فرضية أساسية مفادها توفر المعلومات لكل المتعاملين وبصفة مجانية، و تحت غطاء توجه هذه النظرية ظهرت كل من نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل ونظرية الإشارة.

إضافة إلى ما سبق، جاءت بعض النظريات الأخرى محاولة منها تفسير الهيكلة المثلى لرأس مال المؤسسة من خلال البيئة القانونية والاقتصادية التي تزاول نشاطها فيها، فحسب نظرية القوانين و المالية يمكن تفسير السلوك المالي للمؤسسات من خلال البيئة التشريعية والقانونية، أما فيما يتعلق بنظرية تكاليف الصفقات التي أسقطت فرضية غياب هاته التكاليف، من خلال توضيح أثر هاته التكاليف على السياسة المالية التي تتبناها المؤسسة. وانطلاقا من الفرضية التي مفادها عدم محدودية التمويل في السوق ظهرت نظرية تحديد الاقتراض كون بعض المؤسسات في السوق لا يمكنهم الحصول على فرص تمويلية ملائمة في ظل الشروط القانونية المطبقة في السوق، خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وأخيرا أشار بعض الباحثين في هذا المجال إلى عدم التركيز في الإستراتيجية المالية للمؤسسة على المنافع المترتبة عن استخدام الديون في الهيكل المالي فحسب ( الاقتصاد الضريبي الناجم عن استخدام الديون)، كون هاته الأخيرة مرتبطة بالشروط القانونية المطبقة في بيئة المؤسسة، وكذا الإيرادات المحققة من طرف هذه الأخيرة، لذلك ينبغي استغلال كل الفرص البديلة مثل سياسة الإهلاكات المطبقة في المؤسسة.

في خضم هذا الزخم الكبير من النظريات المفسرة لهيكلة رأس المال، حاولنا الإجابة على السؤال الرئيسي المطروح في الإشكالية والذي تم صياغته على الشكل الموالي:

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

وللإجابة على السؤال الرئيسي للدراسة تم طرح جملة من الفرضيات حاولنا تأكيدها أو نفيها، والبعض منها لم نتوصل إلى نفيها أو قبولها من خلال هذا البحث، وهذا كما يلي:

**1/اختبار فرضيات البحث:**

**الفرضية الأولى H1:** 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.

حسب هذه الدراسة تم تأكيد هذه الفرضية حيث لاحظنا من خلال الدراسات الميدانية في البلدان التي تتميز بسوق مالي هش مثل الجزائر، تونس، الباكستان أن النظرية الأكثر تفسيراً للسلوك المالي للمؤسسات هي نظرية عدم تماثل المعلومات، خاصة نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل وهذا راجع أساساً إلى ضعف رصيد الثقة بين المؤسسات المانحة والمؤسسات الطالبة للتمويل، لذلك تجد أن متغير الضمانات العينية هو الأكثر تفسيراً لمتغير المديونية في أغلب الدراسات المتعلقة بهاته البلدان.

**الفرضية الثانية H2:** هناك بعض النقائص في التشريع الجبائي الجزائري التي لا تسمح للمؤسسات من رفع الموارد المالية للمؤسسة.

تم تأكيد هاته الفرضية من خلال الدراسة التحليلية للتشريع الجبائي الجزائري فيما يخص محددات التمويل الذاتي، حيث هناك جملة من الطرق المطبقة في بعض التشريعات الجبائية مثل التشريع الجبائي الفرنسي، والتي تسمح للمؤسسة من تسيير أمثل لخزينتها مثل طريقة الاهتلاك المؤجل، أو طريقة العودة إلى الخلف لا يسمح بتطبيقها وفق التشريع الجبائي الجزائري.

**الفرضية الثالثة H3:** 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 الآجال بهدف إعادة استثمارها.

تم تأكيد هذه الفرضية فيما يخص واقع المؤسسات الجزائرية، حيث سمح المشرع الجبائي الجزائري للمؤسسات من تغيير طريقة الإهلاك من طريقة الإهلاك الثابت إلى إحدى طرق الإهلاك المقبولة قانوناً، لكن المشكل هو عدم استغلال هذه الفرصة الجبائية من طرف عدة مؤسسات التي تحقق إيرادات كبيرة، أما فيما يخص المؤسسات التي تحقق خسائر فليس هناك أي جدوى من تضخيم تكاليفها.

**الفرضية الرابعة H4:** تتأثر المؤسسة في سياستها المالية بالمحيط التي تزاوّل فيه نشاطها، ومدى تغير القوانين والتشريعات الاقتصادية وطبيعة السوق الداخلي.

تم تأكيد هذه الفرضية في الجانب النظري للبحث حيث وفق نظرية القوانين والمالية فإن البيئة القانونية والتشريعية تؤثر على القرارات المالية للمؤسسات، حيث لاحظنا من خلال بعض الدراسات اختلاف

السلوك المالي للمؤسسات من اقتصاد لآخر، رغم أن هاته الدراسات كانت على بلدان متقدمة، فمثلا يختلف سلوك المؤسسات الأمريكية مقارنة بالمؤسسات الألمانية حيث يتميز الاقتصاد الأمريكي بقوة السوق المالي، عكس الاقتصاد الألماني الذي يعتمد أساسا على النظام البنكي في تمويل المؤسسات.

**الفرضية الخامسة H5:** تعتبر نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، النظرية الأقرب لتفسير السلوك المالي للمؤسسات الجزئية الخاصة.

تم تأكيد هاته الفرضية جزئيا من خلال الدراسة الميدانية للبحث، لكن لاحظنا أن هناك سلوك يتماشى مع نظرية تحديد القروض، حيث نسبة معتبرة من مؤسسات الدراسة اعتمدت على نسب ضعيفة من الديون الطويلة والمتوسطة الأجل.

**الفرضية السادسة H6:** توجد علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة ومتغير الرفع المالي.

لم نستطيع تأكيد أو رفض هذه الفرضية من خلال العينة المدروسة، حيث لاحظنا من خلال الدراسة الميدانية عدم وجود تأثير لحجم المؤسسة على سياسة المديونية إلا فيما يخص متغير المديونية الإجمالية لكن لا يمكن الاعتماد على هاته النتيجة لارتفاع نسبة المديونية القصيرة الأجل في العينة.

**الفرضية السابعة H7:** توجد علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين حجم الضمانات ومتغير الرفع المالي.

تم تأكيد هاته الفرضية من خلال العينة المدروسة مما يفسر مشكل عدم تماثل المعلومات بين البنوك والمؤسسات ويرجع ذلك أساسا لضعف رصيد الثقة بينهما، هذا ما يدفع البنوك على الاعتماد أساسا على الضمانات المقدمة في عملية منح القرض.

**الفرضية الثامنة H8:** توجد علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين معدل الأداء المالي ومتغير الرفع المالي.

تم تأكيد هاته الفرضية جزئيا من خلال الدراسة الميدانية مما يفسر أن المؤسسة الجزئية الخاصة تتماشى نسبيا كما تم الإشارة إليه سالفًا مع نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، حيث المؤسسات ذات الأداء المالي القوي تفضل أن تمول احتياجاتها عن طريق الموارد الذاتية.

**الفرضية التاسعة H9:** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الضريبة ومتغير الرفع المالي

تم قبول هاته الفرضية من خلال العينة المدروسة، باعتبار هذا المتغير من العوامل المؤثرة على السياسة المالية للمؤسسة، لكن تأثيره ضعيف مقارنة بحجم الضمانات، ويمكن تفسير هاته النتيجة إلى قصر المدة المدروسة كون التغيرات الجبائية تتطلب وقت معتبر لتظهر نتائجها، أو يرجع ذلك إلى ضعف المرونة

بين السياسة المالية للمؤسسة والتغيرات التي تحدث في المحيط، ويلاحظ ذلك من خلال إمكانية تطبيق طريقة الاهتلاك المتناقص في سنة 1988، ورغم ذلك فإن عدد قليل من المؤسسات تستغل هاته الفرصة الجبائية .

**الفرضية العاشرة H10:** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قطاع النشاط ومتغير الرفع المالي

تم قبول هاته الفرضية من خلال هذا البحث، حيث لاحظنا أن هناك تأثير لقطاع النشاط على السياسة المالية للمؤسسة، وتم تأكيد هاته النتيجة من خلال دراسة المحددات المؤثرة على سياسة المديونية لكل عينة على حدى، حيث لاحظنا اختلاف جوهري في النتائج المتحصل عليها.

**الفرضية إحدى عشر H11:** توجد علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين متغير الاقتصاد الضريبي غير ناجم عن الديون ومتغير الرفع المالي.

لم نستطيع تأكيد أو رفض هاته الفرضية من خلال العينة المدروسة ، ويمكن تفسير هاته النتيجة لضعف استغلال المؤسسات الجزائرية للفرص الجبائية المتاحة في السوق.

**الفرضية الاثنا عشر H12:** توجد علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين نسبة قدرة التمويل الذاتي ومتغير الرفع المالي

تم قبول هاته الفرضية من خلال هذا البحث لكن بمعدل ميل ضعيف، وهو ما يتوافق مع نظرية أفضلية مصادر التمويل، إذ تفضل المؤسسات ذات القدرة التمويلية القوية تغطية احتياجاتها عن طريق التمويل الذاتي، وتستخدمها كذلك كعامل لاستقطاب الموارد الخارجية.

من خلال اختبار فرضيات الدراسة تم عرض أهم النتائج الميدانية المتحصل عليها، وفيما يلي سنحاول عرض أهم النتائج المتبقية من خلال النقاط التالية.

## 2/أهم نتائج البحث:

1. تسمح كل من نظرية القوانين والمالية ونظرية تحديد القروض من توفير مناخ ملائم لتفسير السلوك المالي للمؤسسات الدول التي تتميز بهشاشة السوق المالي، باعتبار أن البيئة الاقتصادية والتشريعية من العوامل الأساسية في تحديد السلوك المالي للمؤسسات .
2. تعتبر نظرية عدم تماثل المعلومات من أهم النظريات التي تسمح من تفسير السلوك المالي للمؤسسات الجزائرية، كون البنوك تعتمد أساسا في قرار منح القروض الطويلة والمتوسطة على قوة الضمانات الممنوحة، مما يفسر إقصاء بعض المؤسسات من عملية التمويل والراجع أساسا إلى ضعف هيكل أصولها.

3. سمح المشرع الجبائي الجزائري باستعمال طريقة الإهلاك المتناقص، حسب ما نصت عليه المادة 174 من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة ويتطلب تحديد نسبة الإهلاك حسب هذه الطريقة بضرب معدل الإهلاك الثابت في معاملات ( محددة في المادة 174) التي تم استنباطها من التشريع الجبائي الفرنسي رغم أن هذا الأخير أحدث عليها بعض التعديلات ولذلك فإن التساؤل الذي يطرح نفسه هل من المعقول اعتماد نفس المعاملات رغم اختلاف الوضعية الاقتصادية؟.

4. تظهر محدودية التشريع الجبائي فيما يخص الاهتلاكات بعدم تبنيه بعض طرق الاهتلاك المستعملة في بعض البلدان (مثلا فرنسا وتونس) نذكر منها طريقة الإهلاك الاستثنائي الذي يعتبر إعانة جبائية تمنحها إدارة الضرائب على أن تسدد لاحقا، و الإهلاك المؤجل الذي له فائدة كبيرة للمؤسسة حيث يسمح لها من تحسين صورتها المالية وهذا بإعطاء أكثر استقرار لنتائج المؤسسة.

5. حرص المشرع الجبائي الجزائري سابقا، على تمكين المؤسسات من استغلال أرباحها وهذا بتخفيض مقدار الضريبة على أرباح الشركات، بعدما كانت النسبة 50% سنة 1989 ووصلت في سنة 1999 إلى 30%، إلى أن وصلت سنة 2008 إلى 25% بالنسبة للمؤسسات التي تزاوول نشاطها في القطاع الخدماتي و 19% بالنسبة للمؤسسات التي تزاوول نشاطها في القطاع الإنتاجي، بغية تشجيع المؤسسات على استغلال مواردها الذاتية (ارتفاع حصة المؤسسة من النتيجة المحققة) والرفع من قدراتها الاستثمارية ومن ثم خلق مصدر آخر لاقتطاع الضريبة لصالح الدولة لاحقا، تجدر الإشارة كذلك أنه كان يجيز للمؤسسات قبل سنة 2008 الاستفادة من معدل مخفض يقدر بـ 50% من المعدل الضريبي إذا التزمت المؤسسة بإعادة استثمار أرباحها وهذا في ظل شروط حددها في المادة 148 من قانون الضرائب المباشرة وهو ما يسمح للمؤسسة من رفع قيمة تمويلها الذاتي، وتم إلغاء هذا الإجراء بموجب قوانين المالية لسنة 2008، وحسب المادة رقم 12 من قانون المالية لسنة 2015 تم العودة إلى معدل موحد للضريبة على أرباح الشركات والذي يقدر بـ 23%، فالسؤال الذي يطرح نفسه في هذا الصدد ما جدوى هذا الإجراء، الذي سيضعف حتما من القدرة التنافسية للمؤسسات الإنتاجية المحلية.

6. عدم تبني التشريع الجبائي الجزائري بعض الطرق المتعلقة بتسيير عجز السنوات السابقة والمطبقة في بعض البلدان نذكر منها:

- الإهلاك المؤجل: هذه الطريقة تسمح للمؤسسة من تحقيق التسيير الأمثل لخزينتها حيث يؤجل خصم الإهلاك في فترات الخسارة إلى فترات الربح وهذا بدون أي قيد زمني عكس طريقة نقل عجز السنوات السابقة الذي يجب امتصاصه خلال السنوات الأربع الموالية، كذلك تطبيق هذه الطريقة يسمح بإعطاء صورة مالية جيدة للمؤسسة وهذا من خلال استقرار النتائج، كذلك تستفيد المؤسسة من الاقتصاد الضريبي الناجم عن خصم الإهلاك في فترة الربح لأنه لا توجد أي فائدة جبائية ترجى من خصم الاهتلاك في فترة الخسارة.

- العودة إلى الخلف: تسمح هذه الطريقة من امتصاص عجز سنة ما من الأرباح غير الموزعة للسنوات الثلاث السابقة، هذه الطريقة لها فائدة كبيرة على المؤسسة في حالة عدم استقرار المعدل الضريبي، حيث يتم حساب الحق الجبائي على أساس معدل مرتفع وبذلك يبقى هذا الحق أكبر وقت ممكن في المؤسسة.

وانطلاقاً من النتائج الموضحة أعلاه و من اختبار فرضيات الدراسة سنحاول في النقطة الموالية تقديم بعض الاقتراحات.

### 3/اقتراحات وتوصيات:

يمكن تلخيص أهم الاقتراحات في النقاط التالية:

- تفعيل السوق المالي في الجزائر بغية إعطاء للمؤسسة إمكانية تنويع مصادرها التمويلية وعدم الاعتماد على القطاع البنكي في تمويل احتياجات المؤسسات.
- تحديد مدى جدوى التعديلات الجبائية على واقع تمويل المؤسسات خاصة الصغيرة والمتوسطة.
- تليين القوانين المتعلقة بعملية التمويل فأى تأخير في عملية التمويل للمؤسسات الناجعة قد يكون سبب رئيسي في تضييع فرص استثمارية ناجعة مما يرهن مصير العملية التمويلية، وعدم استطاعتها لاحقاً الوفاء بالتزاماتها المالية اتجاه البنوك لنقص فعاليتها.
- تشجيع عملية التمويل عن طريق رأس المال الخطر الذي يسمح بتسيير المخاطر بين مانح لعملية التمويل والمستفيد منه.
- ينبغي تبسيط الإجراءات الجبائية و الابتعاد عن كل تعقيد من شأنه أن يكون سبباً في الغش و التهرب الضريبي.
- تفعيل قاعدة للمعلومات المتعلقة بالمعطيات المالية للمؤسسات الجزائرية حتى يتسنى للباحثين معالجة الموضوعات المتعلقة بالهيكل التمويلي بأكثر دقة، وعدم تضييع جهد الباحث في عملية البحث عن المعلومات المالية للمؤسسات.
- ينبغي على المؤسسة معرفة كل القوانين و التشريعات الجبائية المتعلقة بها، لكي تستغل مختلف الفرص السانحة لها لتعظيم مواردها المالية الذاتية، و عدم اللجوء إلى الطرف الخارجي و القدرات الداخلية ليست مستغلة كما ينبغي.

**4/حدود الدراسة:**

نظرا لتشعب الجانب النظري وعدم خلو أي بحث علمي من نقائص أو بعض الجوانب التي لم يتناولها، يمكن تلخيص أهم حدود هذا البحث فيما يلي:

- نتائج الدراسة التطبيقية تخص عينة محددة من المؤسسات الجزائرية الخاصة (118) في فترة محددة 2005-2008، كون في الوقت الحالي يصعب تجسيد عينات أكبر من حيث العدد والمدة، مما يتطلب جهد زمني كبير للباحث.
- عدم استخدام المتغيرات الكيفية لتفعيل أكثر نتائج الدراسة مثل نوعية المسير هل هو مساهم أم أجبر، ويرجع ذلك أساسا لصعوبة الحصول على مثل هاته المعلومات في العينة المدروسة.

**5/ آفاق البحث**

بعد دراسة موضوع محددات السياسة المالية للمؤسسات الجزائرية الخاصة، تم التوصل إلى النتائج المذكورة سلفا، ظهرت لنا بعض النقاط التي تستحق الدراسة و البحث و التي لم يتسن لنا دراستها في هذا الموضوع نذكر:

- تأثير هيكل الملكية على السياسة المالية للمؤسسة؛
- هيكله رأسمال في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل نظرية تحديد القروض؛
- العلاقة بين المعدل الفعلي للضريبة والسياسة المالية للمؤسسة.