

دراسة علاقة السياسة الجبائية بالهيكل التمويلي للمؤسسة
حالة مؤسسة سيجيكو "SJICO" بسكيدة

Study of the relationship between fiscal policy and financial structure: the
case of SJICO

نظيرة قلادي

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم
التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر

ملیكة زغیب

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم
التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر
zeghib031299@yahoo.fr

ملخص : استحوذ الهيكل التمويلي للمؤسسة على اهتمام العديد من الباحثين في مجال الإدارة المالية، حيث وجدوا أن هناك عدة عوامل تؤثر في تشكيله، ومن بين هذه العوامل: السياسة الجبائية. فالامتيازات التي تمنحها السياسة الجبائية يترتب عنها وفورات ضريبية ناتجة عن الديون ووفورات ضريبية بديلة ناتجة عن مصادر أخرى غير الديون. فالهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة لابد أن يتكون من مصادر تمويل داخلية ومصادر تمويل خارجية، وذلك للاستفادة من المزايا الجبائية لكلا المصدرين. وهذا ما حاولنا اختباره في إحدى المؤسسات الصناعية الجزائرية "سيجيكو"، حيث وجدنا بأنه لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين السياسة الجبائية والهيكل التمويلي للمؤسسة، وبالتالي فهذه المؤسسة لا تتخذ المتغير الجبائي كمعيار لاختيار مصادر تمويلها.

الكلمات المفتاحية : الهيكل التمويلي، ديون، أموال خاصة، السياسة الجبائية، الامتيازات الجبائية، وفورات ضريبية.

Abstract: The financial structure of the enterprise attracted the attention of many researchers in the field of financial management, where they found that there are several factors affecting its composition; among them: fiscal policy, Privileges granted by fiscal policy, tax implications and tax savings resulting from the debt and tax savings result from alternative sources other than debt. The optimal structure of the enterprise should consist of internal and external sources of funding and take advantage of tax benefits of both sources; this is what we have investigated in one of the industrial Algerian firms "Sijico". we have found that there was no correlation statistically Significant between fiscal policy and financial structure. Therefore, this company does not take this variable as a criterion for the selection of funding sources.

Key words: financial structure, debt, private funds, fiscal policy, tax privileges, tax savings.

مشكلة الدراسة:

تلعب السياسة الجبائية دورا هاما في تحقيق أهداف السياسة المالية باعتبارها إحدى أدواتها. وتعتبر الاقتطاعات الضريبية أحد العناصر المؤثرة في توجيه النشاط الاقتصادي، فجباية المؤسسة تمثل أحد الموارد التمويلية لخزينة الدولة، وتساهم في نفس الوقت في تعظيم قيمة المؤسسة من خلال مساعدتها على تحقيق الاستقلالية المالية بالاعتماد على مورد التمويل الذاتي. كما أن الإجراءات الجبائية التي من شأنها التخفيض أو الإلغاء التام لأعباء الاقتراض تشجع هذا النوع من التمويل مقارنة مع التمويل برؤوس الأموال الخاصة. فالسياسة الجبائية تعدّ أحد المعايير المتحكمة في القرارات التمويلية للمؤسسة، والتسيير الجيد لها ومراجعتها على مستوى المؤسسة كفيل بتحقيق التحكم في جانب هام من التكاليف المالية. وقد تناولت العديد من نظريات الهيكل التمويلي، التأثير الجبائي على الهيكل التمويلي للمؤسسة. ومن أجل معرفة هذا التأثير على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في الواقع، سنأخذ مؤسسة سيجيكو "SIJICO" نموذجا.

من خلال ما سبق فإن الإشكالية التي نسعى لمعالجتها من خلال هذه الدراسة، تتمثل في الإجابة على السؤال التالي:

- ما هي علاقة السياسة الجبائية باختيار مصادر التمويل بالمؤسسة الاقتصادية؟
- وفي ظل هذا التساؤل الرئيسي، يمكننا طرح التساؤلات الفرعية التالية:
- ما هي النظريات التي تناولت تأثير الجبائية على الهيكل التمويلي للمؤسسة؟
- ما هي مصادر تمويل مؤسسة سيجيكو؟
- ما هي علاقة السياسة الجبائية باختيار مصادر التمويل في المؤسسة موضوع الدراسة؟

الفرضيات: ولإجابة على الأسئلة المطروحة ومعالجة الموضوع، قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

- 1- تساهم التحفيزات الجبائية في تخفيف العبء الجبائي على المؤسسة الاقتصادية؛
- 2- يعدّ العامل الجبائي معيارا أساسيا في اختيار المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسة؛
- 3- تعتمد مؤسسة سيجيكو على العامل الجبائي في اختيار مصادر تمويلها.

أهداف الدراسة: تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف الآتية:

- ✓ إظهار كيفية الاستفادة من القوانين والتشريعات الجبائية بما يخدم مصلحة المؤسسة؛
- ✓ محاولة التعرف على المعاملة الجبائية لكل مصدر من مصادر التمويل بالمؤسسة؛
- ✓ محاولة إبراز التأثير الذي تحدثه السياسة الجبائية في تشكيل الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة؛
- ✓ محاولة التعرف ما إذا كانت المؤسسات الاقتصادية الجزائرية تستعين بالعامل الجبائي في اختيار مصادر تمويلها أم لا.

أهمية الدراسة:

تتبع أهمية هذه الدراسة من أنها تساعد في التعرف على أهمية السياسة الجبائية داخل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية ودورها في اختيار المصادر التمويلية الضرورية للنشاط بأقل التكاليف الممكنة. فالأداء الايجابي لأي مؤسسة يتوقف على قدرتها في تشكيل التوليفة المثلى للهيكل التمويلي، ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بوتيرة تكافئ دوران أصلها الاقتصادي بما يضمن تشكيل الثروة والرفع من معدل النمو، وبالتالي قيمة المؤسسة بشكل عام.

منهج الدراسة:

من أجل الإجابة على مختلف التساؤلات المطروحة والتي تعكس إشكالية الدراسة، ومن أجل اختبار صحة الفرضيات المذكورة سابقا، فقد استخدمنا المنهج الوصفي والمنهج التحليلي بالإضافة إلى منهج دراسة حالة من أجل إسقاط الدراسة النظرية على واقع المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، متخذين المؤسسة الصناعية للعصير و المصبرات "SIJICO" برمضان جمال - سكيكة-نموذجا. هذا بالإضافة إلى استخدام أدوات إحصائية تطلبتها الدراسة.

الدراسات السابقة:

تناولت العديد من الدراسات موضوع تأثير السياسة الجبائية على الهيكل التمويلي، ومن أبرز هذه الدراسات التي تم الإطلاع عليها:

- دراسة مودجلياني و ميلر (Modgiliani & Miller, 1963)¹: من خلال هذه الدراسة توصل الباحثان إلى ما يلي:
* الأخذ في الاعتبار الضريبة على أرباح الشركات يقود لتفضيل الاستدانة مقارنة بالأموال الخاصة؛
* قيمة المؤسسة التي يتضمن هيكل تمويلها ديون تفوق قيمة مؤسسة مماثلة ولكن يتكون هيكل تمويلها من أموال خاصة فقط. غير أنهما يصران على أن الفرق بين المؤسستين لا ينبغي أن يزيد أو يقل على القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

- دراسة جونسن و مكلينج (Jensen & Meckling, 1976)²: تمثلت نتائج بحثهما في أنه:
* من مصلحة المؤسسة الاستدانة في حالة وجود ضرائب على أرباح الشركات، لكون المصاريف المالية لا تخضع للضريبة؛
* من مصلحة المؤسسة الاستدانة إلى غاية النقطة التي تتساوى فيها الوفورات الضريبية مع تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة.

- دراسة دو أنجلو و مازليس (De angelo & Masulis , 1980)³: توصلت الدراسة إلى ما يلي:
* تلعب التخفيضات المرتبطة بالاستثمارات والاهتلاكات دور "نواتج الإحلال" أمام الميزات الضريبية المرتبطة بالمدونية؛
* هناك علاقة عكسية بين الوفورات الضريبية البديلة و نسبة الديون على اعتبار أن العلاقة طردية بين الديون و الوفورات الضريبية.

- دراسة دامون وسانبت (Dammon & Senbet, 1988)⁴: جاء الباحثان بنموذج يعتبر أن الاستثمار و الوفورات الضريبية البديلة المرتبطة به هي عبارة عن متغيرات داخلية، و حسب هذا النموذج فإنه لو كان أثر الدخل أكبر من أثر الإحلال فإن العلاقة بين الوفورات الضريبية البديلة و نسبة الديون علاقة موجبة و العكس صحيح.

1-الهيكل التمويلي للمؤسسة في ظل وجود الضرائب:

من بين النظريات التي تناولت تأثير الجباية على الهيكل التمويلي للمؤسسة نجد: نظرية انعدام الهيكل التمويلي الأمثل ونظرية التوازن.

فالنظرية الأولى تقوم على ما يسمى بنظرية أرباح الاستغلال التي تولد عنها أعمال كل من "مودجلياني وميلر" Modigliani & Miller. ويشار إلى أنهما مؤسسَا الإدارة المالية بمفهومها الحديث. ولقد جاء بفكرة أساسية جوهرها أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثمارها، وهذه الأخيرة تتوقف على العائد المتوقع من ورائها وأيضا على المخاطر

التي يتعرض لها هذا العائد. وهذا يعني أنه مهما كان الخليط التمويلي للمؤسسة، فالقيمة السوقية لها لا بد أن تتساوى مع القيمة السوقية لاستثماراتها مهما كانت طريقة التمويل.

ولقد قدم مودجلياني وميلر أطروحتهما من خلال نموذجين كما يلي:

- النموذج الأول سنة 1958⁵، وفي هذا النموذج اعتبرا عدم وجود أثر للضريبة على الهيكل التمويلي للمؤسسة؛
- النموذج الثاني سنة 1963⁶، وفيه تم إدخال العامل الجبائي كعنصر محدد للهيكل التمويلي للمؤسسة، وذلك للميزة الجبائية التي توفرها السياسة الجبائية، والمتمثلة في عدم إخضاع فوائد الديون للضريبة.
- ويقوم نموذج مودجلياني وميلر على عدّة فروض من أهمها ما يلي:
- تستخدم المؤسسة نوعان من الأموال هما: حقوق الملكية والسندات الدائمة التي ليس لها تاريخ استحقاق؛
- ثبات حجم الأصول ومن تم فحجم الهيكل التمويلي للمؤسسة ثابت غير أنه يمكن تغيير تشكيلة الاقتراض في الهيكل التمويلي عن طريق سداد القروض مثلا أو إعادة شراء الأسهم؛
- توزيع الأرباح بالكامل دون احتجاز شيء منها؛
- المستثمرون لهم نفس التوقعات بشأن ربح العمليات الخاص بالمؤسسة؛
- عدم توقع نمو لربح العمليات في المؤسسة مستقبلا؛
- مخاطر الأعمال ثابتة ومستقلة عن هيكل التمويل والمخاطر المالية؛
- المعلومات عن المؤسسات العاملة في السوق متاحة ومجانية؛
- المستثمر يمكنه شراء ما يحتاجه من أوراق مالية مهما كانت الكمية صغيرة؛
- المستثمرون يتصرفون بالرشد؛
- إمكانية تصنيف المؤسسات إلى مجموعات على أساس درجة المخاطر التي ينطوي عليها النشاط، وبالتالي تشكل مجموعات متجانسة المخاطر.

1-1 نظرية انعدام الهيكل التمويلي الأمثل: ففي ظل غياب الضرائب لا يتفق (M & M) مع نتائج التحليل التقليدي، حيث أنه في ظل عالم لا يخضع فيه دخل المؤسسة للضريبة، ليس لقرار الاقتراض تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة⁷، وهذا معناه أن قيمة المؤسسة مستقلة عن الهيكل التمويلي لها. وبالتالي فتكلفة الأموال ثابتة لكل المؤسسات المتماثلة المخاطر. فلو كانت هناك مؤسستان واحدة تعتمد في تمويلها كلياً على مصادر التمويل الداخلي والمؤسسة الأخرى تعتمد على مصادر التمويل الداخلي إضافة إلى مصادر التمويل الخارجي، وكلا المؤسستان تنتميان لنفس فئة المخاطر، فالقيمة السوقية لكليهما متساوية، وإذا حدث وارتفعت القيمة السوقية لإحدهما فعملية الترويج كفيلاً لإعادة التوازن بين المؤسستين.

ورغم عدم تأييد كلا من مودجلياني وميلر لفكرة تغيير متوسط تكلفة الأموال مع تغيير نسبة الاقتراض، إلا أنهما يعترفان بإمكانية اختلاف متوسط تكلفة الأموال بين مؤسستين مختلفتين، لكن لا تكون نسبة الاقتراض هي السبب، ويؤكدان على أن هذا الاختلاف في متوسط تكلفة الأموال يمكن تصحيحه بعملية المراجعة⁸، وذلك في سوق كاملة لرأس المال، وبالتالي فقد نفيا وجود هيكل تمويلي أمثل. وفكرة المراجعة تنطوي على افتراض أن المستثمر يستطيع أن يحول استثماراته من مؤسسة تعتمد على القروض عند تكوين هيكلها التمويلي إلى مؤسسة أخرى مشابهة ولكنها تعتمد في تمويلها كلياً على الأموال الخاصة، وبالتالي يترتب على ذلك أن المستثمر يمكنه تحقيق العائد الذي كان يحققه من قبل دون زيادة المخاطر ولكن باستثمارات أقل. وبما أن هؤلاء المساهمين قادرين على تحقيق عائد دون مساعدة المؤسسة التي تعتمد كلياً على الأموال الخاصة في تمويلها، فلا داعي لهذه المؤسسة من استعمال القروض من أجل الاستفادة من مزايا الرفع المالي.

ولقد وجهت لمدخل مودجلياني وميلر في ظل غياب الضرائب عدّة انتقادات ومن بينها ما يلي⁹:

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

- من الخطأ افتراض أن الرفع المالي الشخصي يحل بالكامل محل الرفع المالي للمؤسسات، فإذا أفلس إحدى المؤسسات المستخدمة للرفع المالي فإن الخسارة تقع على كل مستثمر بمقدار حصته. أما في حالة إفلاس أحد المستثمرين المستخدمين للرفع المالي الشخصي فنجده لا يخسر فقط حصته بل عليه بسداد القرض؛

- إن إدخال الضرائب على الدخل في الاعتبار سوف يغيّر نتائج هذا المدخل حيث أن الفوائد التي تدفعها المؤسسة على الاقتراض تعتبر من التكاليف التشغيلية الواجبة الخصم من الوعاء الضريبي لأرباح المؤسسة. وهذا معناه أن تكلفة الاقتراض بالنسبة للمؤسسة تكون أقل من معدل الفائدة المتعاقد عليه، فالفوائد تمنح المؤسسة ميزة جبائية تعود بإيرادات أكثر على الملاك والمقترضين.

أما في ظل خضوع دخل المؤسسة للضريبة تكون القيمة السوقية للمؤسسة التي تعتمد في تمويلها على مصادر التمويل الداخلي إلى جانب مصادر التمويل الخارجي أكبر من القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد على مصادر التمويل الداخلي فقط¹⁰. ففوائد القروض تعتبر من بين المصروفات التي لا تخضع للضريبة، وبالتالي تحقق للمؤسسة وفورات ضريبية. وقد بيّن (M & M) أنه في حالة وجود فرق بين القيمة السوقية للمؤسستين، فإنه لا يجب أن يزيد أو ينقص عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة¹¹. وفي حالة زيادة أو نقص هذا الفارق فعملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة المؤسستين، بحيث أن الهيكل التمويلي الأمثل هو ذلك الهيكل الذي تكون فيه نسبة الاقتراض أكبر ما يمكن.

وبالتالي فمن خلال المقال التصحيحي سنة 1963، توصل مودجلياني وميلر إلى أن إمكانية خصم الفوائد للأغراض الضريبية، تمكن المؤسسة من تخفيض تكلفة أموالها كلما زادت درجة الرفع المالي. وبالتالي لكي تحقق المؤسسة هيكل تمويلي أمثل لا بد من استعمال القروض بنسبة كبيرة.

وفي دراسة لاحقة لـ مودجلياني وميلر سنة 1966، أجريت على 63 مؤسسة لإنتاج الكهرباء، كشفت عن علاقة طردية بين القيمة السوقية للمؤسسة و بين الوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض، كما كشفت دراسات أخرى على أن الاقتراض يخلف آثارا إيجابية على القيمة السوقية للمؤسسة¹².

وفي سنة 1977¹³ أضاف ميلر "Miller" أن خاصية الوفورات الضريبية تتلاشى بسبب الضرائب على الأشخاص والتي يقوم المستثمرون بدفعها. فحسب تحليل ميلر، فالوفورات الضريبية تتمثل في القيمة (ر × ض) حيث:

ر: قيمة القرض؛

ض: معدل الضريبة على أرباح المؤسسة.

وذلك في حالة واحدة فقط، وهي عندما لا يخضع الدخل الشخصي من الأسهم للضريبة. ولكن في حالة خضوع المؤسسة للضريبة على الدخل ويخضع حملة الأسهم أيضا للضريبة الشخصية على دخولهم من تلك الأسهم، فالوفورات الضريبية عند وجودها تحسب من خلال المعادلة التالية¹⁴:

$$\text{الوفورات الضريبية} = [1 - (1 - ض) / (1 - ض *)] \times ر \dots\dots\dots (01)$$

حيث تمثل:

ض: معدل الضريبة على أرباح المؤسسة؛

ض*: معدل الضريبة الشخصية على دخل حملة الأسهم؛

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

ومن خلال المعادلة أعلاه خلص ميلر إلى عدّة استنتاجات تمثلت فيما يلي¹⁵:

- في حالة وجود المؤسسة في عالم بدون ضرائب فإن كل من: ض، ض*، ض** تكون مساوية للصفر، وبالتالي الوفورات الضريبية تصبح معدومة. وهذا يوضح أن الرفع المالي لا يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، وهذا ما يتفق مع وجهة نظر مودجلياني وميلر (1958)؛
- في حالة (ض* = ض**)، فالوفورات الناتجة عن عملية الاقتراض تتمثل في "ر×ض"، و نجد نفس النتيجة في حالة إغفال الضريبة الشخصية على الدخل؛
- في حالة كون (ض** < ض*)، فنجد أن الوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض تكون أقل من "ر×ض"، وبزيادة الفرق بين معدل الضريبة على دخل الأسهم ومعدل الضريبة على دخل السندات، فالقيمة الحالية للوفورات الضريبية تكون مساوية للصفر وقد تتحول إلى قيمة سالبة؛
- في حالة تساوي القيمة (1-ض**) مع القيمة (1-ض)، فنجد الوفورات الضريبية تكون مساوية للصفر، وبالتالي فالقيمة السوقية للمؤسسة لن تتأثر بزيادة نسبة الاقتراض، وهذه الحالة هي حالة التوازن التي تسعى إليها كل المؤسسات، وفي ظلها يتحقق أكبر قدر من الوفورات الضريبية وأعلى مستوى للقيمة السوقية.
- و يعترف ميلر أنه وفقا للمعادلة السابقة فالمؤسسة تستطيع تحقيق وفورات ضريبية عندما تكون (1-ض) < (1-ض*) أكبر من القيمة (1-ض**)، ولكن هذه الحالة مؤقتة فهي لا تمثل حالة التوازن، فالهيكل التمويلي المستهدف لأي مؤسسة ينبغي أن يحقق أقصى وفورات ضريبية ممكنة، ويتحقق هذا عندما تصل القروض لمستوى تحقق فيه المساواة بين القيمة (1-ض) و القيمة (1-ض*)، فعند هذه المساواة تكون المؤسسة قد حققت أقصى وفورات ضريبية وأقصى قيمة سوقية، وأي زيادة للقروض فيما بعد لن تؤدي لزيادة القيمة السوقية للمؤسسة وقد يؤثر عليها عكسيا.

وقد أكدت دراسة "بويس و كلوثاي" سنة 1979 ما توصل إليه ميلر¹⁶. كما قد قدم "دو أنجلو و مازليس" نموذجا تجاهل التخفيض المباشر للضرائب المرتبطة بالقروض، وبرهنا أنه تبعا للظروف يمكن للتخفيضات المرتبطة بالاستثمارات و الاهتلاكات أن تلعب دورا "نواتج الإحلال" أمام الميزات الجبائية المرتبطة بالقروض. حسب هذا النموذج فالعلاقة بين الوفورات الضريبية الأخرى والديون لا تتوقف فقط على أثر الإحلال¹⁷ بل وأيضا على أثر الدخل¹⁸. فإذا كان تأثير الدخل يفوق تأثير الإحلال، فالعلاقة بين الوفورات الضريبية الأخرى ونسبة الديون علاقة موجبة والعكس صحيح¹⁹. وهذا النموذج كان مؤيد لنموذج "ميلر"، وأوضحا أن نسبة الاقتراض تتحدد بنقطة التوازن بين الوفورات الضريبية المتولدة عن فوائد القروض وبين الضريبة الشخصية على العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم.

في حين انتقد "غوردن و مالكنيل" (1981 Gordon & Malkei) تحليل ميلر لكونه قائم على افتراض²⁰ أن حملة الأسهم لن يخضعوا للضريبة لكونهم لن يحصلوا على توزيعات و لا على أرباح رأسمالية²¹، و بينا أنه في الواقع العملي تقوم المؤسسات بتوزيعات على المساهمين، و هناك من المستثمرين من لا يحتفظ بالأسهم إلى الأبد، و من تمّ فإنهم يدفعون ضرائب على الأرباح الرأسمالية. وأكدت مصلحة الضرائب الأمريكية أنه هناك ضرائب تقتطع من حملة الأسهم سواء كانت هذه الضرائب على التوزيعات أو على أرباح رأسمالية. وفي ظل التعديل الضريبي الذي أجري في الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1986، أصبح معدل الضريبة على التوزيعات وعلى فوائد القروض مساويا للضريبة على الأرباح الرأسمالية، وبالتالي فقد أدى هذا التعديل إلى سقوط فرض من فروض "ميلر" والذي يقوم على أساس أن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية يقل عن معدل الضريبة على التوزيعات²².

وقد كشفت دراسة "ليفلي و سارنات" سنة 1986، أن افتراض "ميلر" لعدم وجود ضريبة على دخل المستثمرين افتراض غير واقعي، ففي ظل هذا الافتراض تكون النتائج المتوصل إليها غير مقبولة.

ورفض "فريهان"²³، وجهة نظر "ميلر"، لسببين إلى جانب أن الوفورات الضريبية تجعل للرفع المالي تأثير إيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة وهما:

- يعتبر الاقتراض وما يصاحبه من مخاطر، دافعا لتوخي الكفاءة في إدارة النشاط؛
- ارتفاع نسبة القروض، يجعل للملاك المديرين إمكانية في تحقيق سيطرة أكبر وذلك بزيادة طفيفة في نسبة أسهمهم. فهذا الإجراء يزيد العلاقة الطردية بين مصلحة المؤسسة ومصلحة الإدارة، وبالتالي ينعكس أثره على القيمة السوقية للمؤسسة.

واستنادا لتحليل (M&M)، أوضح "بريلي وميرز" أن زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسة يكون مرغوبا من طرف المؤسسة التي تسعى لتعظيم قيمتها السوقية، وذلك عندما يكون العائد الصافي للدائنين بعد الضريبة يفوق العائد الصافي للمساهمين، بسبب اختلاف معدلات الضريبة التي يخضع لها كل منهما²⁴. أما في الحالة المعاكسة، فمن الأفضل للمؤسسة التخفيض من نسبة الاقتراض داخل هيكلها التمويلي.

من وجهة نظر "بانداي" نجد أن الضريبة على دخل المؤسسة من شأنها التأثير على سلامة التحليل الذي توصل إليه كل من "مودجلياني وميلر"، فبما أن للقروض ميزة جبائية والمتمثلة في الوفورات الضريبية، فهذا يعني أن تكلفة الأموال المقترضة تكون أقل من تكلفة الاقتراض الاسمية، وبالتالي يصبح الاقتراض القائم على أن معدل الفائدة على القروض هو نفسه للمؤسسة والأفراد غير مقبول، لكون أن المستثمر لا يحقق وفورات ضريبية عند خضوع دخله للضريبة²⁵.

مما سبق نخلص إلى أن اعتماد المؤسسة على القروض كمصدر تمويلي من شأنه أن يحقق وفورات ضريبية تترك أثرا إيجابيا على القيمة السوقية للمؤسسة، وبالتالي نلمس مدى أهمية السياسة الجبائية في الهيكل التمويلي للمؤسسة من خلال ما توفره من مزايا جبائية، والمتمثلة أساسا في الوفورات الضريبية الناتجة عن القروض والوفورات الضريبية البديلة الناتجة عن مصادر أخرى غير القروض. فحجم الوفورات الضريبية يعدّ من محددات نسبة الاقتراض، ولكن الاقتراض المرتفع للمؤسسة سيؤدي إلى ظهور تكاليف مختلفة. فالأثر الإيجابي للوفورات الضريبية يقابله أثر سلبي لتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة التي تصاحب الاقتراض كما جاء في نظرية التوازن.

1-2- نظرية التوازن: لقد جاءت هذه النظرية بفكرة أن الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة يتحقق بالتوازن بين الميزة الجبائية للقروض وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة²⁶. وقد عرفت هذه النظرية في إعدادها مرحلتين كما يلي²⁷:

المرحلة الأولى: ففي هذه المرحلة تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس على نموذج "مودجلياني وميلر"، وبينت أن الاستدانة تؤدي إلى ارتفاع أثر الرافعة وأيضا تظهر تكلفة الإفلاس؛

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

لقد استبعد كل من مودجلياني وميلر في تحليلهما مخاطر الإفلاس الناتجة عن الاقتراض، فالمؤسسة التي يتكون هيكل تمويلها من أموال خاصة وديون تكون معرضة لخطر الإفلاس، بينما مؤسسة مماثلة ولا تعتمد في تمويلها على القروض لا تتعرض لهذه المخاطر. وتنتج مخاطر الإفلاس هذه عندما لا تستطيع المؤسسة تسديد قيمة القروض في تاريخ استحقاقها، ففي هذه الحالة يحق للمقرضين اتخاذ إجراءات قانونية لاسترجاع أموالهم قد تؤدي إلى إعلان إفلاس المؤسسة.

فحسب "مالكو" (Malécot , 1984) لا يمكن تجاهل تكاليف الإفلاس لكونها تشمل مجموعتين من التكاليف: تكاليف مباشرة²⁸، و تكاليف غير مباشرة²⁹. كما نجد أن "هاريس و رافيف" (Harris & Raviv, 1991)، أوضحا أهمية هذه التكاليف، مثلما أشار "باكستر" (Baxter, 1967) أن عملية تحديد الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة يكون متوقف على الموازنة بين الميزات الجبائية للمديونية و تكاليف الإفلاس³⁰.

إن زيادة نسبة الاقتراض عن الأموال الخاصة تترك أثرين متضادين على تكلفة الأموال³¹. فمن جهة نجد احتواء الهيكل التمويلي للمؤسسة على القروض يساهم في تخفيض تكلفة الأموال بسبب الوفورات الضريبية. ومن جهة ثانية يترتب عن زيادة القروض في الهيكل التمويلي للمؤسسة عن حد معين، ظهور تكلفة الإفلاس وهذا يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال. وبالتالي تتوقف تكلفة الأموال في النهاية على حجم كل من الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس. فهذه الأخيرة تؤدي لإلغاء الميزة الجبائية للديون³².

في عام 1976 أدخل "جونسن و مكليغ"³³ عامل تعدد الأهداف لشركاء المؤسسة، حيث أثبتنا أنه هناك تكلفة وكالة للديون تلعب دورا هاما في قرار التمويل. ويظهر تكلفة الوكالة أصبح الهيكل التمويلي الأمثل يتحدد بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع كل من تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس معا. وعلاقة الوكالة ينجم عنها نوعان من تضارب المصالح، فهي تؤدي لبروز تناقض في المصالح بين المسير والمساهمين من ناحية، وبين المساهمين والمقرضين من ناحية أخرى. فإذا كان المسير لا يملك شخصا كامل حقوق الملكية في المؤسسة، فوكالة التسيير الناجمة عن هذه الوضعية عادة ما تكون مصدر لتكاليف الوكالة. ونجد أيضا أن العلاقة التي تنشأ بين المقرض والمؤسسة تخضع لمبدأ عدم التناظر في المعلومة³⁴.

وسواء تمثلت تكلفة الوكالة في خسائر نتجت عن انفصال الإدارة عن الملكية، أو في القيود المفروضة من طرف الدائنين والتي تسفر عن انخفاض كفاءة التشغيل أو تمثلت في ارتفاع تكلفة الاقتراض، فنجد العديد من الدراسات بينت أن تكلفة الوكالة تزداد بزيادة نسبة الاقتراض ويزداد معها التأثير السلبي على القيمة السوقية للمؤسسة، فهذه الأخيرة تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الوكالة. إن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس يؤثر على الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة، لكون هذين التكاليفتين تؤديان إلى تخفيض نسبة القروض داخل الهيكل التمويلي.

من خلال ما سبق نستخلص أن للسياسة الجبائية دورا فعالا في تشكيل الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة، وذلك عن طريق اختيار المؤسسة لمصدر التمويل الأقل تكلفة جبائية.

2-التأثير الجبائي في اختيار مصادر التمويل بمؤسسة سيجيكو:

سنحاول من خلال هذا العنصر دراسة التأثير الذي تحدثه الضرائب على مختلف مصادر التمويل، وبالتالي معرفة العلاقة بين السياسة الجبائية والهيكل التمويلي لمؤسسة سيجيكو، بهدف اختيار المصدر التمويلي المناسب بأقل تكلفة وأكبر امتياز ضريبي.

2-1-دراسة الهيكل التمويلي لمؤسسة سيجيكو: يوضح الجدول رقم (01) الهيكل التمويلي لمؤسسة سيجيكو خلال الفترة (2006 - 2009). ويتضح لنا من خلاله بأن الهيكل التمويلي لمؤسسة سيجيكو يتكون من أموال خاصة إضافة إلى الديون. ولكن خلال كل سنوات الدراسة كانت نسبة الديون تفوق بكثير نسبة الأموال الخاصة، فمؤسسة سيجيكو تركز في تمويلها أساسا على الديون، ولكون فوائد الديون لا تخضع للضريبة، ينتج عنها وفر ضريبي. وبغرض معرفة إذا كانت مؤسسة سيجيكو تتخذ العامل الجبائي في اختيار مصادر تمويلها أم لا، سنقوم باختبار العلاقة الإحصائية بين الهيكل التمويلي والسياسة الجبائية.

ولغرض معرفة طبيعة العلاقة بين السياسة الجبائية والهيكل التمويلي لمؤسسة سيجيكو، سنستخدم الطريقة الإحصائية، حيث أن المتغير التابع هو الهيكل التمويلي، في حين أن السياسة الجبائية هي المتغير المستقل. ولكون السياسة الجبائية تؤثر على الهيكل التمويلي للمؤسسة من خلال الضرائب التي تفرضها عليها، والتي تخلف وفورات ضريبية للقروض و وفورات ضريبية بديلة لمصادر أخرى غير القروض، سنختبر العلاقة الإحصائية بين الهيكل التمويلي كمتغير تابع و الوفر الضريبي و الوفورات الضريبية البديلة كمتغيرين مستقلين.

2-1-1- قياس متغيرات الدراسة:

أولاً: المتغير التابع: يمثل الهيكل التمويلي المتغير التابع لدراستنا، ولقد حددت العديد من الدراسات مؤشرات لقياسه، وسنعمد على المقياس الذي اعتمده دراسة "Najet" باعتباره الأنسب لأهداف دراستنا، ويتمثل هذا المقياس في ثلاثة مؤشرات كما يلي³⁵:

- المؤشر الأول "معدل القروض الإجمالية": ويعبر عنه بالصيغة التالية:

$$TDT = DT/AT \dots\dots\dots (02)$$

حيث تمثل:

TDT: معدل القروض الإجمالية؛

DT: إجمالي القروض؛

AT: إجمالي الأصول.

- المؤشر الثاني "معدل القروض الطويلة والمتوسطة الأجل": ويعبر عنه بالصيغة التالية:

$$TDLMT = DLMT/AT \dots\dots\dots (03)$$

حيث تمثل:

TDLMT: معدل القروض الطويلة و المتوسطة الأجل؛

DLMT: القروض الطويلة و المتوسطة الأجل؛

AT: إجمالي الأصول.

- المؤشر الثالث "معدل القروض القصيرة الأجل": ويعبر عنه بالصيغة التالية:

$$TDCT = DCT/AT \dots\dots\dots (04)$$

حيث:

TDCT: معدل القروض القصيرة الأجل؛

DCT: القروض القصيرة الأجل؛

AT: إجمالي الأصول.

ثانياً: المتغيرين المستقلين:

- الوفر الضريبي: نتيجة سياسة التحفيز التي تنتهجها السياسة الجبائية، نجد الوفر الضريبي الناتج عن القروض، وهذا ما يؤدي بالمؤسسات إلى زيادة نسبة القروض داخل هيكلها التمويلي من أجل الاستفادة من هذه الامتيازات الجبائية. ويمكننا حساب الوفر الضريبي من خلال العلاقة التالية:

الوفر الضريبي (X1) = الفائدة على القروض × معدل الضريبة.....(05)

- الوفورات الضريبية البديلة: سنقوم بحساب الوفورات الضريبية البديلة لمؤسسة سيجيكو خلال الفترة المدروسة من خلال العلاقة التالية³⁶:

الوفورات الضريبية البديلة (X2) = $\frac{\text{أساط الايجارات}}{\text{مجموع الاصول}} \dots\dots\dots (06)$

وسنقوم بتلخيص قيم متغيرات الدراسة لمؤسسة سيجيكو خلال الفترة (2006-2009) في الجدول رقم (02).

2-1-2- عرض مصفوفة معاملات الارتباط بين المتغيرات:

من أجل دراسة طبيعة العلاقة بين الهيكل التمويلي لمؤسسة سيجيكو كمتغير تابع و الوفير الضريبي و الوفورات الضريبية البديلة كمتغيرين مستقلين، نقوم بحساب معامل الارتباط حسب صيغة بيرسون، مع العلم أن قيمة معامل الارتباط تتراوح بين (-1) و (1)، و كلما اقتربت من الصفر فهذا يدل على ضعف العلاقة بين المتغيرين، و نستدل على طبيعة العلاقة بين المتغيرين إذا كانت طردية أو عكسية عن طريق إشارة معامل الارتباط، فإذا كانت إشارته موجبة فهذا دليل على وجود علاقة طردية بين المتغيرين، و إذا كانت إشارته سالبة فهذا دليل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرين.

ومن أجل حساب معامل الارتباط استعنا بالبرنامج الإحصائي SPSS، و الذي من خلاله نستطيع معرفة معنوية أو عدم معنوية العلاقة بين المتغيرين دون اللجوء لاختبارات أخرى.³⁷ (أنظر الجداول رقم: 3، 4، 5). وفيما يلي سنتطرق للنتائج المتوصل إليها.

أولاً: معامل الارتباط بين المتغيرين المستقلين والمتغير التابع (Y1): من خلال الجدول رقم (03) نستخلص النتائج التالية:

- بين معامل بيرسون للارتباط الخطي أن معامل الارتباط بين الهيكل التمويلي (Y1) و الوفير الضريبي يساوي (-0.534) و هي علاقة سالبة، و مستوى الدلالة يساوي (sig. = 0.446) و هو أكبر من مستوى الدلالة (0.05)، مما يدل على أنه لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي و الوفير الضريبي. ومنه ففي هذه الحالة العلاقة بين الهيكل التمويلي و الوفير الضريبي علاقة عكسية غير معنوية.
- وجدنا أيضاً أن معامل الارتباط بين الهيكل التمويلي (Y1) و الوفورات الضريبية البديلة يساوي (0.119)، و هي علاقة موجبة و ضعيفة، و مستوى الدلالة يساوي (0.881) و هو أكبر من مستوى الدلالة (0.05)، مما يدل على أنه لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي و الوفورات الضريبية البديلة. ومنه ففي هذه الحالة العلاقة بين الهيكل التمويلي و الوفورات الضريبية البديلة علاقة طردية غير معنوية.

ثانياً: معامل الارتباط بين المتغيرين المستقلين والمتغير التابع (Y2):

من خلال الجدول رقم (04) نجد:

- بين معامل بيرسون للارتباط الخطي أن معامل الارتباط بين الهيكل التمويلي (Y2) و الوفير الضريبي يساوي (0.333) و هي علاقة موجبة و ضعيفة، و مستوى الدلالة يساوي (sig. = 0.664) و هو أكبر من مستوى الدلالة (0.05)، مما يدل على أنه لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي و الوفير الضريبي. ومنه ففي هذه الحالة العلاقة بين الهيكل التمويلي و الوفير الضريبي علاقة طردية غير معنوية.
- وجدنا أيضاً أن معامل الارتباط بين الهيكل التمويلي و الوفورات الضريبية البديلة يساوي (0.103) و هي علاقة موجبة و ضعيفة، و مستوى الدلالة يساوي (sig. = 0.897) و هو أكبر من مستوى الدلالة (0.05)، مما يدل على أنه لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي و الوفورات الضريبية البديلة. ومنه ففي هذه الحالة العلاقة بين الهيكل التمويلي و الوفورات الضريبية البديلة علاقة طردية غير معنوية.

ثالثاً: معامل الارتباط بين المتغيرين المستقلين والمتغير التابع (Y3): من الجدول رقم (05) نجد:

- بين معامل بيرسون للارتباط الخطي أن معامل الارتباط بين الهيكل التمويلي (Y3) و الوفير الضريبي يساوي (-0.544) و هي علاقة سالبة، و مستوى الدلالة (sig. = 0.456) و هو أكبر من مستوى الدلالة (0.05) مما يدل على أنه لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي (Y3) و الوفير الضريبي. ومنه ففي هذه الحالة العلاقة بين الهيكل التمويلي و الوفير الضريبي علاقة عكسية غير معنوية.

-بين معامل بيرسون للارتباط الخطي أن معامل الارتباط بين الهيكل التمويلي (Y3) و الوفورات الضريبية البديلة يساوي (0.095) وهي علاقة موجبة و ضعيفة، و مستوى الدلالة (sig. = 0.905)، و هو أكبر من مستوى الدلالة (0.05) مما يدل على أنه لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي (Y3) و الوفورات الضريبية البديلة. ومنه ففي هذه الحالة العلاقة بين الهيكل التمويلي و الوفورات الضريبية البديلة علاقة طردية غير معنوية.

مما سبق يتضح لنا بأنه لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي (بصيغته الثلاث) كمتغير تابع و الوفر الضريبي و الوفورات الضريبية البديلة كمتغيرين مستقلين. وهذا معناه أن الوفر الضريبي و الوفورات الضريبية البديلة لا يؤثران على الهيكل التمويلي لمؤسسة سيجيكو خلال الفترة المدروسة. وبالتالي فلا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين السياسة الجبائية و الهيكل التمويلي لمؤسسة سيجيكو، ومنه فالسياسة الجبائية ليست لها علاقة باختيار مصادر تمويل مؤسسة سيجيكو.

النتائج و التوصيات:

من خلال التحليل السابق تبين لنا الأهمية الكبيرة التي تتميز بها السياسة الجبائية من خلال تأثيرها على الهيكل التمويلي للمؤسسة، فاتخاذ المؤسسة للعامل الجبائي في اختيارها لمصادر تمويلها يشكل لها الهيكل التمويلي الأمثل. وقد تعرضت العديد من نظريات الهيكل التمويلي للتأثير الجبائي على الهيكل التمويلي للمؤسسة. وبعد دراستنا للتأثير الجبائي في اختيار مصادر تمويل مؤسسة سيجيكو وجدنا أن اعتماد المؤسسة على نسبة عالية من الديون ضمن هيكلها التمويلي لا يرجع لرغبة المؤسسة في الحصول على وفورات ضريبية. فعند اختبار العلاقة الإحصائية بين السياسة الجبائية و الهيكل التمويلي لمؤسسة سيجيكو وجدنا أنه لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي كمتغير تابع و الوفر الضريبي و الوفورات الضريبية البديلة كمتغيرين مستقلين، و بالتالي لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين السياسة الجبائية و الهيكل التمويلي لمؤسسة سيجيكو، هذا يدل على أن السياسة الجبائية لا تؤثر في السلوك التمويلي لمؤسسة سيجيكو، و بالتالي فهذه الأخيرة لا تتخذ العامل الجبائي كمعيار لاختيار مصادر تمويلها. ومما سبق يمكننا إبداء الاقتراحات التالية:

- ✓ يجب على المؤسسة أن تتابع باستمرار كل التشريعات الجبائية وتحليلها من أجل الاستفادة قدر المستطاع من المزايا الجبائية الممنوحة؛
- ✓ يجب أن تقوم المؤسسة بتكوين أو توظيف مختصين في المجال الجبائي لكي يقدموا مختلف الاستشارات الجبائية للمؤسسة من خلال قيامهم بمهمة التسيير الجبائي للتقليل من الأخطار الجبائية؛
- ✓ لابد من إسناد مهمة التسيير الجبائي لمختص جبائي حتى تتمكن المؤسسة من تعظيم المكاسب المحققة من الامتيازات الجبائية؛
- ✓ يجب على مؤسسة سيجيكو ألا تفرط في استخدام الديون ضمن هيكلها التمويلي، لكون المديونية المرتفعة تؤثر على مردودية المؤسسة، وبالتالي فعليها تنويع مصادر تمويلها؛
- ✓ على مؤسسة سيجيكو أن تستغل الامتيازات الجبائية، والمتمثلة في الوفر الضريبي الناتج عن القروض و الوفورات الضريبية البديلة الناجمة عن مصادر أخرى غير القروض.

ملحق الجداول : جدول رقم (01): الهيكل التمويلي لمؤسسة سيجيكو خلال الفترة (2006-2009) الوحدة : د.ج

السنوات البيان	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%
الأموال الخاصة	130900233.29	12.66	(104655495.75)	(13.89)	131570055.95	13.79	111483424.39	11.26
الديون	902847960.25	87.34	857875749.71	113.89	822200947.41	86.21	878864447.61	88.74
مجموع الموارد التمويلية	1033748193.54	100	753220253.96	100	953771003.00	100	990347872.00	100
نسبة النمو	-		(%27.14)		%26.63		%3.83	

المصدر: تم إعداد الجدول اعتمادا على الوثائق المحاسبية

جدول رقم (02): قيم متغيرات الدراسة لمؤسسة سيجيكو للفترة (2006-2009)

السنوات	Y1	Y2	Y3	X1	X2
2006	0.87	0.17	0.70	215492.94	0.02
2007	1.14	0.15	0.99	230894.97	0.04
2008	0.86	0.18	0.68	2901137.18	0.05
2009	0.89	0.16	0.72	3631634.73	0.04
الوسط الحسابي	0.94	0.1650	0.7725	1744789.95	0.0375

المصدر: : تم إعداد الجدول اعتمادا على الوثائق المحاسبية.

جدول رقم (03): معامل الارتباط بين المتغيرين المستقلين و المتغير التابع (Y1)

	Y1	économies d'impôts	économies d'impôts alternative
Y1 Corrélation Sig. (bilatérale) N			
Corrélation de Pearson économie d'impôt Sig. (bilatérale) N	-,534 ,466 4		
Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N	,119 ,881 4	,627 ,373 4	

جدول رقم (04): معامل الارتباط بين المتغيرين المستقلين و المتغير التابع (Y2)

	Y2	économies d'impôt	économies d'impôt alternative
Y2 Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N			
Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N	,333 ,667 4		
Corrélation de Pearson économies d'impôt alternative Sig. (bilatérale) ⁴ N	,103 ,897 4	,627 ,373 4	

جدول رقم (05): معامل الارتباط بين المتغيرين المستقلين و المتغير التابع (Y3)

	Y3	économies d'impôts	économies d'impôts alternative
Y3 Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N			
Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N	-,544 ,456 4		
Corrélation de Pearson économies d'impôt alternative Sig. (bilatérale) N	,095 ,905 4	,627 ,373 4	

الهوامش والمراجع :

- ¹ - F. MODIGLIANI & M. MILLER, 1963 , « Corporate income taxes and the cost of capital: a correction », The American Economic Review, Vol. 53, N° 3, June, PP. 433-443.
- ² - M. JENSEN & W. MECKLING, 1976, «Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency costs and Ownership structure », Journal of Financial Economics, Vol. 3, N° 4, October, PP. 305-360.
- ³ - H. DE ANGELO & R. MASULIS, 1980, « Optimal capital structure under corporate and personal Taxation », Journal of Finance Economics, Vol. 8, March, PP. 3-29.
- ⁴ - R. DAMMON & L. SENBET, 1988,«The effect of taxes and depreciation on corporate investment and financial leverage », The Journal of Finance, Vol. 43, N° 2, PP. 357-373.
- ⁵ - F. Modigliani & M. Miller, 1958 « the cost of capital :corporation finance and theory of investment », the American Economic Review, 48, N° 3, Juin, pp. 261-297.
- ⁶ - F. Modigliani & M. Miller, 1963, « corporate income taxes and the cost of capital: a correction », the American Economic Review, op cit.

⁷ - منير إبراهيم صالح هندي، 1990، "تأثير الوفورات الضريبية، تكلفة الإفلاس، و تكلفة الوكالة على نسبة الاقتراض و على القيمة السوقية للمنشأة (نموذج مقترح)"، المجلة العلمية، العدد الأول، كلية الإدارة و الاقتصاد، جامعة قطر، ص. 10.

⁸- لتوضيح عملية المراجعة، راجع في ذلك المثال الموجود في المرجع التالي:

مليكة زغيب، "إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة محددات الهيكل المالي لمجمع جيبلي 2006"، أطروحة دكتوراه، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، ص. 113 - 115.

⁹- سمير محمد عبد العزيز، 1997، "التمويل و إصلاح خلل الهياكل المالية"، مكتبة الإشعاع للطباعة و النشر و التوزيع، الإسكندرية، ص. 240 - 241.

¹⁰- عبد الغني دادن، 2008، " قرار التمويل تحت تأثير الضرائب و تأثير تكلفة التمويل"، مجلة الباحث، عدد (06)، جامعة ورقلة، ص. 17.

¹¹- القيمة الحالية للوفورات الضريبية = تكلفة الاقتراض × القيمة السوقية للقروض × معدل الضريبة على دخل المؤسسة/ تكلفة الاقتراض.

¹²- منير إبراهيم صالح هندي، "تأثير الوفورات الضريبية، تكلفة الإفلاس، و تكلفة الوكالة على نسبة الاقتراض و على القيمة السوقية للمنشأة (نموذج مقترح)"، مرجع سابق، ص. 11.

¹³ - M. Miller, «Debt and Taxes »1977, Journal of Finance, 32, May, PP. 261-275.

¹⁴ - منير إبراهيم هندي، "الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر -"، مرجع سابق، ص. 660.

15- منير إبراهيم صالح هندي، "تأثير الوفورات الضريبية، تكلفة الإفلاس، و تكلفة الوكالة على نسبة الاقتراض و على القيمة السوقية للمنشأة (نموذج مقترح)"، مرجع سابق، ص ص. 13- 14.

16 - Imen Mejri, « Les déterminants de la maturité de la dette des entreprises Françaises », consulté le: 13/04/2010, Disponible sur :<http://www.iae.univ-poitiers.fr/affi2006/coms/047.pdf>

17- الوفورات الضريبية و الوفر الضريبي للفوائد بدائل تامة.

18- هناك ارتباط بين الاستثمار و بين زيادة الوفورات الضريبية و بين زيادة الدخل.

19 - عبد الغني دادن، " قرار التمويل تحت تأثير الضرائب و تأثير تكلفة التمويل "، مرجع سابق، ص. 17.

20- هذا الافتراض حاول "ميلر" تدعيمه فيما بعد "Miller & Sholes" سنة 1978، عن طريق ما يسمى بالحيل الضريبية لكن هذه الأخيرة لم تلقى قبولا من طرف "Gordon & Malkeil".

21 - منير إبراهيم صالح هندي، "تأثير الوفورات الضريبية، تكلفة الإفلاس، و تكلفة الوكالة على نسبة الاقتراض و على القيمة السوقية للمنشأة (نموذج مقترح)"، مرجع سابق، ص. 15.

22- المرجع السابق، ص ص. 15-16.

23- منير إبراهيم صالح هندي، "تأثير الوفورات الضريبية، تكلفة الإفلاس، و تكلفة الوكالة على نسبة الاقتراض و على القيمة السوقية للمنشأة (نموذج مقترح)"، مرجع سابق، ص. 16.

24- سعيد عبد العزيز، "دراسات جدوى المشروعات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص. 194.

25- مليكة زغيب، مرجع سابق، ص. 118.

26 - Salma Maftah & Barry Roliver, « capital structure choice: the influence of confidence in France », consulté le: 13/04/2010, Disponible sur: <http://affi2007.u-bordeaux4.fr/Actes/37.pdf>

27- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، 2006، "التسيير المالي-الإدارة المالية-دروس و تطبيقات-"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر و التوزيع، ص. 375.

28- التكاليف المباشرة تتمثل في: المصروفات الإدارية و القانونية للتسوية القضائية، أو تلك الخسائر الناجمة عن بيع الأصول بأقل من قيمتها الدفترية.

29- التكاليف غير المباشرة تتمثل في: تكاليف الصورة أي المصدافية المالية و التجارية، و تكاليف ضياع الفرصة.

30- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص. 376.

31- منير إبراهيم هندي، " الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر -"، مرجع سابق، ص. 650.

32 - Samira Rafiki & Abdessadeq Sadaq, , 2001, « la structure financière de la ferme a-t-elle une influence sur sa valeur? problèmes Economique », Revue du financier, n°= 2728, de 19 sept. , 2001, Paris, PP. 26-27.

33- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص. 381.

34- هذا المبدأ يتمثل في اعتبار وجود اختلاف في المعلومة من حيث المستوى و النوعية بين الأعوان الاقتصاديين، و هذا طوال فترة علاقة القرض.

35- يوسف قريشي، 2005، "سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر-دراسة ميدانية-"، أطروحة دكتوراه، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، ص ص. 213 - 241.

36- مليكة زغيب، مرجع سابق، ص. 192.

37- العلاقة المعنوية تعني أنه عند مستوى المعنوية 0.05 تكون درجة الثقة في هذه الحالة 95% بين المتغيرات.