



جامعة 8 ماي 1945 قالمة  
UNIVERSITE 8 MAI 1945 GUELMA

جامعة 8 ماي 1945 قالمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية

تخصص: مالية المؤسسة

تحت عنوان:

أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة

دراسة حالة المجمع الصناعي "Saidal" للفترة

الزمنية (2005-2022)

تحت إشراف:

الأستاذة الدكتورة نسرین معياش

من إعداد:

■ فريدة بن طبولة

■ نجوى درويش

السنة الجامعية 2024/2023



جامعة 8 ماي 1945 قالمة  
UNIVERSITE 8 MAI 1945 GUELMA

جامعة 8 ماي 1945 قالمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية

تخصص: مالية المؤسسة

تحت عنوان:

أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة

دراسة حالة المجمع الصناعي "Saidal" للفترة

الزمنية (2005-2022)

تحت إشراف:

الأستاذة الدكتورة نسرین معياش

من إعداد:

■ فريدة بن طبولة

■ نجوى درويش

السنة الجامعية 2024/2023

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# شكر وتقدير

الحمد لله والشكر لله الذي وفقنا في إنجاز هذا العمل العلمي المتواضع،  
كما نتقدم بجزيل الشكر إلى الأساتذة المشرفة الأستاذة الدكتورة "نسرین  
معیاش" على قبولها الإشراف على هذا العمل، وعلى توجيهاتها المستمرة على  
مستوى المنهجية والمضمون، في سبيل إتمامه في الوقت المحدد وفي أفضل  
صورة كما هو عليه اليوم.  
وبعدھا فالشكر موصول لكل أساتذتنا بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم  
التسيير، وكل من ساهم من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل.

# إهداء

إلى روح "أمي" و "أبي" الطاهرتين رحمهما الله  
إلى زوجي الذي كان سندا لي طيلة فترة الدراسة  
إلى أخواتي وأبنائهم خاصة بنات أختي "ندى ونسرین"  
إلى رفیقة الدرب ومن تقاسمت معي عناء هذا المشوار "نجوى"  
إلى كل طالب علم

إلى كل هؤلاء أهدي ثمره هذا العمل ...

فريضة

# إهداء

اللهم لك الحمد قبل الرضا ولك الحمد إذا رضيت ولك الحمد بعد الرضا، الحمد لله عزوجل الذي وفقنا لإنجاز هذا العمل المتواضع والصلاة والسلام على النبي

ﷺ

إلى ملاكي في الحياة، إلى معنى الحب والحنان، إلى بسمه الحياة وسر الوجود  
"أمي الحبيبة الغالية"

إلى من أحمل اسمه بكل فخر "والدي العزيز قرة عيني"

إلى زوجي الحبيب الذي له فضل كبير في مواصلة دراستي

إلى فلذة كبدي أولادي الأعزاء "وديع عبد المؤمن" "عبد المعين" وصغيري  
"عبد الرحمن"

إلى أخي الغالي حمزة وجميع أخواتي الحنونات

إلى الذين هم في قلبي ولم يذكرهم قلمي

إلى جميع الأهل والأقارب

وخاصة إلى من تقاسمت معي عناء هذا العمل الصديقة والزميلة الغالية "فريدة"

نيجوى

# فهرس المحتويات

## فهرس المحتويات

| رقم الصفحة   | الموضوع  |
|--|--|
|  | شكر وتقدير   |
|  | إهداء  |
| I  | فهرس المحتويات.....  |
| Iv   | قائمة الأشكال.....   |
| v  | قائمة الجداول.....   |
| أ - خ  | مقدمة عامة.....  |
| الفصل الأول: مدخل إلى قيمة المؤسسة                       |  |
| 1  | مقدمة الفصل.....   |
| 2  | المبحث الأول: مفاهيم أولية حول القيمة.....                                 |
| 2  | المطلب الأول: مفهوم القيمة.....  |
| 4  | المطلب الثاني: أنواع القيم.....  |
| 8  | المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في قيمة المؤسسة.....                        |
| 11   | المبحث الثاني: نماذج تقييم المؤسسة.....                                    |
| 11   | المطلب الأول: طرق التقييم المرتكزة على منهج الأصول.....                    |
| 15   | المطلب الثاني: طريقة التدفقات النقدية.....                                 |
| 21   | المطلب الثالث: طريقة القيم المرتكزة على فائض القيمة Good Will.....         |
| 24   | المبحث الثالث: التقييم المالي للمؤسسة.....                                 |
| 24   | المطلب الأول: التقييم باستخدام المضاعف PER.....                            |
| 27   | المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية MEDAF.....                    |
| 30   | المطلب الثالث: الصيغ التوسعية والبديلة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية..... |
| 33   | خاتمة الفصل.....   |
| الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي للضريبة على أرباح الشركات |  |
| 34   | مقدمة الفصل.....   |
| 35   | المبحث الأول: عموميات حول الضريبة.....                                     |

|   |  |
|---|--|
| 35  | المطلب الأول: مفهوم الضريبة.....   |
| 38  | المطلب الثاني: أهداف الضريبة وقواعدها.....   |
| 41  | المطلب الثالث: تصنيفات الضريبة.....  |
| 45  | المبحث الثاني: ماهية الضريبة على أرباح الشركات والتنظيم الفني لها.....                       |
| 45  | المطلب الأول: مفهوم الضريبة على أرباح الشركات ومجال تطبيقها.....                             |
| 49  | المطلب الثاني: الأرباح الخاضعة للضريبة على أرباح الشركات والإعفاءات الخاصة بها...            |
| 52  | المطلب الثالث: التزامات الشركات الخاصة بالضريبة على أرباح الشركات والنسب الخاصة بها.....     |
| 59  | المبحث الثالث: النظريات المفسرة لحياضية أو عدم حياضية الضريبة على الهيكل المالي للمؤسسة..... |
| 59  | المطلب الأول: العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة.....                                   |
| 62  | المطلب الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي.....   |
| 69  | المطلب الثالث: نظرية مودكلياني وميلر M&M.....  |
| 73  | خاتمة الفصل.....   |
| <b>الفصل الثالث: أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة: دراسة حالة المجمع الصناعي "صيدال Sidal" للفترة (2005-2022)</b> |  |
| 74  | مقدمة الفصل.....   |
| 75  | المبحث الأول: تقديم عام للمجمع الصناعي صيدال "Sidal".....                                    |
| 75  | المطلب الأول: لمحة تاريخية عن مجمع "صيدال".....  |
| 78  | المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمجمع "صيدال".....  |
| 82  | المطلب الثالث: واقع المجمع الصناعي "صيدال" في مؤشرات.....                                    |
| 87  | المبحث الثاني: منهجية الدراسة.....   |
| 87  | المطلب الأول: تقديم نموذج الدراسة.....   |
| 90  | المطلب الثاني: تحديد معطيات الدراسة.....   |
| 95  | المبحث الثالث: تقدير نموذج الدراسة.....  |
| 95  | المطلب الأول: الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة.....                                       |
| 97  | المطلب الثاني: نتائج الدراسة.....  |
| 103   | المطلب الثالث: اختبار الفرضيات ومناقشة نتائج الدراسة.....                                    |
| 106   | خاتمة الفصل.....   |

|     |                     |
|-----|---------------------|
| 107 | ..... خاتمة عامة    |
| 110 | ..... قائمة المراجع |

## قائمة الأشكال

| الصفحة | عنوان الشكل  | رقم الشكل |
|--------|--|-----------|
| خ      | نموذج الدراسة  | 01        |
| 79     | الهيكل التنظيمي لمجمع "صيدال"  | 02        |
| 92     | منحنى تغير قيمة الأصول لمجمع "صيدال" خلال الفترة الزمنية 2005-2022         | 03        |
| 93     | منحنى تغير قيمة الديون المصححة لمجمع "صيدال" خلال الفترة الزمنية 2005-2022 | 04        |
| 96     | متوسط الضريبة على أرباح الشركات  | 05        |
| 96     | متوسط قيمة المؤسسة   | 06        |
| 98     | استقرارية المتغيرة X عند المستوى   | 07        |
| 99     | استقرارية المتغيرة X عند الفرق الأول                                       | 08        |
| 99     | استقرارية المتغيرة y عند المستوى   | 09        |
| 100    | استقرارية المتغيرة y عند الفرق الأول                                       | 10        |
| 103    | نتائج استقرارية الأخطاء  | 11        |

## قائمة الجداول

| الصفحة | مخنوان الجدول  | رقم الجدول |
|--------|--|------------|
| 54     | تعديلات الضريبة على أرباح الشركات (المعدل والمخفض) من سنة 1992 إلى 2015. | 01         |
| 56     | معدلات الضريبة على أرباح الشركات لسنة 2024.                              | 02         |
| 57     | نسب الاقتطاع من المصدر للضريبة على أرباح الشركات.                        | 03         |
| 60     | تطور الوظيفة المالية.  | 04         |
| 83     | رقم أعمال المجمع الصناعي "صيدال" للفترة الزمنية (2005-2021).             | 05         |
| 84     | القيمة المضافة لمجمع "صيدال" خلال الفترة الزمنية (2006-2021).            | 06         |
| 86     | القيمة السوقية لمجمع "صيدال" لسنة 2024.                                  | 07         |
| 91     | قيمة مجمع "صيدال" الصناعي  | 08         |
| 95     | الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة                                      | 09         |
| 101    | نتائج تقدير النموذج  | 10         |

## مقدمة عامة

تمثل قيمة المؤسسة أحد أهم المفاهيم في مجال تحليل وتقييم الشركات، حيث تعكس بشكل شامل وشمولي القيمة الاقتصادية الكلية للمؤسسة، وقد تتأثر بعوامل متعددة تشمل ليس فقط قيمة الأسهم في السوق، وإنما أيضاً الديون، والأرباح المتوقعة، والقيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية.

ففي عالم الأعمال المعقد والمتغير، يعتبر فهم قيمة المؤسسة أمراً حيوياً لاتخاذ القرارات الاستثمارية وإدارة المخاطر بفعالية، حيث تحظى قيمة المؤسسة بأهمية بالغة نظراً لأنها ليست مجرد تقدير للقيمة السوقية للمؤسسة، بل تشمل أيضاً الديون والقروض والأرباح المتوقعة، وهو ما يجعلها مؤشراً شاملاً لصحة وإمكانات المؤسسة.

وعليه، فإن تحليل عوامل تأثير قيمة المؤسسة يمثل خطوة أساسية لفهم الأداء المالي والإداري للمؤسسة، ويعتمد ذلك على مجموعة من النظريات والطرق المختلفة التي تشمل العديد من المتغيرات، مثل النقد التشغيلي، والفائدة البديلة، والمخاطر المالية، إذ تسعى هذه النظريات خاصة الحديثة منها إلى تفسير قيمة المؤسسة بأسلوب أكثر تطوراً وشمولاً، مع التركيز على عوامل مثل التنمية الاقتصادية والابتكار التكنولوجي والتغيرات في بنية رأس المال.

وتأتي الضريبة على أرباح الشركات كعامل مؤثر بشكل كبير على قيمة المؤسسة، فتقليل الأرباح الصافية المتاحة للشركة بسبب الضريبة ينعكس سلباً على التقديرات المالية للشركة، حيث يُعد هذا الانخفاض مؤشراً على قدرتها على توفير التدفقات النقدية المستقبلية، كما تؤثر الضريبة على هيكل رأس المال، حيث تعزز الشركات تمويلها عبر الديون للاستفادة من فوائد الضرائب المرتبطة بدفع فوائد الديون، وهو ما يمكن أن يغير توزيع الأرباح ويؤثر على هيكل الملكية وبالتالي على قيمة المؤسسة.

بموجب ذلك، تتطلب دراسة أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة التحليل العميق والشامل لعلاقة هذه العوامل، والتي ستساعد في تطوير استراتيجيات مالية فعّالة للشركة وتحسين قيمتها على المدى الطويل.

## 1. إشكالية الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة لابد من الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية:  
ما هو أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المجمع الصناعي "صيدال" خلال الفترة الزمنية (2005-2022)؟

وتتجزأ هذه الإشكالية إلى مجموعة من التساؤلات الفرعية هي:

- ماهية قيمة المؤسسة وطرق حسابها؟
- ما هي العلاقة الموجودة بين الضريبة على أرباح الشركات وقيمة المؤسسة؟
- هل توجد علاقة ذات معنوية إحصائية للضريبة على أرباح الشركات وقيمة المجمع الصناعي "صيدال" خلال الفترة الزمنية (2005-2022)؟

## 2. فرضيات الدراسة

للإجابة على التساؤلات السابقة تم صياغة الفرضيات التالية:

- تعتبر قيمة المؤسسة من أهم مؤشرات قياس أداء المؤسسة.
- توجد علاقة نظرية بين الضريبة على أرباح الشركات وقيمة المؤسسة أي حيادية أو عدم حيادية الضريبة.
- توجد علاقة ذات معنوية إحصائية لأثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة محل الدراسة خلال الفترة الزمنية (2005-2022).

## 3. أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى:

- الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بقيمة المؤسسة والضريبة على أرباح الشركات.
- تسليط الضوء على أهم الطرق المحاسبية والمالية لحساب قيمة المؤسسة.
- عرض مختلف النظريات المفسرة للعلاقة بين الضريبة على أرباح الشركات وقيمة المؤسسة.
- فحص علاقة أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة محل الدراسة.

## 4. أهمية الدراسة

تكتسي هذه الدراسة أهميتها من أن دراسة قيمة المؤسسة تمثل موضوعاً مهماً، حيث يمكن من استكشاف مجموعة واسعة من المواضيع المتعلقة بقيمة المؤسسة، بدءاً من تطوير النظريات والمفاهيم الجديدة إلى تحليل البيانات المالية والاقتصادية، ووصولاً إلى تطبيقاتها العملية، كما أن فهم قيمة المؤسسة

## مقدمة عامة

تمثل عنصرًا أساسيًا لاستدامة ونجاح المؤسسة في السوق، يساعد في جذب الاستثمارات والتمويل اللازمين للنمو، ويوجه اتخاذ القرارات الإستراتيجية الصائبة.

### 5. أسباب اختيار الموضوع

يندرج هذا الموضوع ضمن اهتمام الطالبين أكثر من غيره من المواضيع، خاصة قيمة المؤسسة، حيث يساعدنا على فهم كيفية تقدير قيمة المؤسسات وأدائها، كذلك من بين أسباب اختيار الموضوع أيضا هو ربطه بأحد المتغيرات المهمة الضريبة على أرباح الشركات.

### 6. منهج الدراسة

يعتبر المنهج الوصفي التحليلي أنسب منهج يتماشى مع أهداف الدراسة، حيث تم في الجانب النظري الإلمام بجميع الجوانب النظرية المتعلقة بمتغيرات الدراسة، والمتمثلة في مختلف التعاريف والمفاهيم المتعلقة بقيمة المؤسسة والضريبة على أرباح الشركات والنظريات المفسرة للعلاقة بينهما، أما في الجانب التطبيقي تم دراسة أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة من خلال الاعتماد على بيانات القوائم المالية السنوية للمؤسسة محل الدراسة للفترة الزمنية (2005-2022) المعروضة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وباستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews.12).

### 7. الدراسات السابقة

من أجل الإحاطة بجميع وفهم لجوانب موضوع دراستنا، اعتمدنا بعض الدراسات الأجنبية والمحلية المشابهة لها وتمثلت في:

❖ دراسة **Matundura Augustine Mabururu (2012)**، رسالة ماجستير بعنوان " **The**

**Impact of Taxation on Corporate Financing Decisions and Firm**

**"Value for Companies Quoted at the NSE**

أجريت هذه الدراسة بهدف تحديد تأثير الضرائب على قرارات التمويل وقيمة المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم الكينية.

شملت الدراسة استخدام البيانات الثانوية المحصلة من سوق الأوراق المالية الكينية، ثم تحليل البيانات المجمعة باستخدام تحليل الانحدار الخطي وتحليل الارتباط لاختبار العلاقة بين المتغيرات.

وتوصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين الأرباح والقيمة إيجابية، مما يعني أن الأرباح المستقبلية لها تأثير على قيمة الشركة، وكانت العلاقات بين القيم والديون مختلطة على الرغم من أنها تميل نحو

## مقدمة عامة

السلبية، حيث كانت العلاقة إيجابية غير معنوية، وهي متسقة مع فرضية ميلر (1977) التي تقول إن الديون لا تتمتع بفوائد ضريبية إيجابية.

لذا فإن تأثيرات الضرائب على قرارات التمويل للشركة ضئيلة للغاية. وبشكل عام فإن مستويات الديون العالية ليست جيدة لقيمة الشركة، وذلك لأنه في مستويات عالية من الرافعة المالية، حيث تنشأ مشاكل الوكالة بين مالكي الأسهم وحاملي الديون وتكون الديون محفوفة بالمخاطر مما يؤدي إلى تأثير سلبي على قيمة الشركة.

❖ دراسة Alexandra Fodor (2015)، مقال بعنوان " The Impact of Taxation on "

### " Company Value

هدفت الدراسة إلى دراسة تأثير نظام الضرائب على قيمة وأداء المؤسسة، وتحليل نوع التأثير بينهما، وذلك من خلال تحليل عدد من المؤسسات الرومانية من مختلف المجالات والتي بلغت 47 مؤسسة. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ضعيفة بين متغيرات الدراسة.

❖ دراسة Khaoula Ftouhi, Amor Ayed, Ahmed Zemzem (2015)، مقال بعنوان

" Tax Planning and Firm Value : Evidence from European "

### " Companies

هدفت هذه الدراسة إلى فحص مدى تأثير التخطيط الضريبي على قيمة الشركات في سياق أوروبي، حيث يعتمد تأثير التخطيط الضريبي على قيمة الشركات على وظيفة الادخار الضريبي ومعدل الضريبة الفعال في إفصاحات تخفيض الضرائب في البيانات المالية.

تقوم هذه الدراسة بالدعوة إلى أن التخطيط الضريبي يؤثر سلباً على قيمة الشركات نظراً لزيادة تكاليف الوكالة من خلال تحليل عينة مكونة من 73 شركة مدرجة في مؤشر يورونكست 100 للفترة من 2008 إلى 2012.

❖ دراسة نور الدين بعيليش ومحمد زرقون (2015)، مقال بعنوان "أهمية الإستراتيجية الجبائية

في اتخاذ قرارات التمويل - دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر خلال

### الفترة (2010-2013)"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أهمية الإستراتيجية الجبائية في اتخاذ قرارات التمويل من خلال ممارسات مالية ومحاسبية والاستفادة من مختلف الامتيازات التي يمنحها القانون الجبائي، وبالتالي

## مقدمة عامة

تحقيق وفورات ضريبية تستفيد منها المؤسسة في تخفيض العبء الضريبي سواء تعلق هذا بوفورات ضريبية ناتجة عن قرار تمويل بالاستدانة أو تمويل ذاتي وبالتالي تعظيم النتيجة والرفع من قيمة المؤسسة، حيث تم في هذه الدراسة التركيز على مجموعة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة.

### ❖ دراسة جمال قدام (2019)، مقال بعنوان " مساهمة فكرية في تطوير النظرية التوافقية"

هدفت الدراسة لتحليل العلاقة التوازنية بني مزايا الاقتراض والمتمثلة في الوفورات الضريبية الناتجة عن الضريبة على أرباح الشركات والمستثمر وعيوبه المتمثلة في تكاليف الإفلاس والوكالة من خلال تطوير نموذج تحليلي خاص بالباحث طوره بناء على نماذج النظرية التوافقية. توصلت الدراسة من خلال هذا النموذج إلى أن قرار الاقتراض هو دالة لأثر الضريبة على أرباح الشركات والضريبة على دخل المستثمر من جهة، وتكاليف الإفلاس والوكالة من جهة أخرى. توصلت الدراسة إلى أن العلاقة التوازنية بين مزايا وعيوب الاقتراض تضعف من جاذبية القروض، كأساس لخلق القيمة.

### ❖ دراسة إبراهيم بوجاجة ورشيد نادي (2023)، مقال بعنوان " أثر التسيير الجبائي على قيمة

#### المؤسسة الاقتصادية: دراسة مقارنة بين عينة من المؤسسات الجزائرية والأجنبية "

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أثر التسيير الجبائي وإذا ما كان يزيد من قيمة المؤسسة، وذلك من خلال فحص عينة مكونة من 10 مؤسسات جزائرية، و10 أجنبية خلال الفترة الزمنية (2016-2020) باستخدام لغة البرمجة R لتقدير بيانات البائل.

توصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبي للتسيير الجبائي على قيمة المؤسسة في المؤسسات الجزائرية والأجنبية.

### ❖ دراسة حمزة طيبي ومحمد الأمين بخاوة (2023)، مقال بعنوان " دراسة تحليلية للعلاقة بين

#### الهيكل المالي وقيمة المؤسسة (دليل من الشركات الصناعية المدرجة بالبورصة المصرية)"

هدفت الدراسة إلى اختبار وتحليل العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، وكذا قياس أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، وتكونت عينة الدراسة من 11 شركة صناعية مدرجة بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2014-2019.

## مقدمة عامة

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، وكذا وجود أثر معنوي سلبي للهيكل المالي على قيمة المؤسسة.

❖ دراسة خالد مسعد (2023)، أطروحة دكتوراه بعنوان " أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة الاقتصادية على أدوات تمويل إسلامية -دراسة قياسية على عينة من الشركات المالية للفترة 2010-2021 "

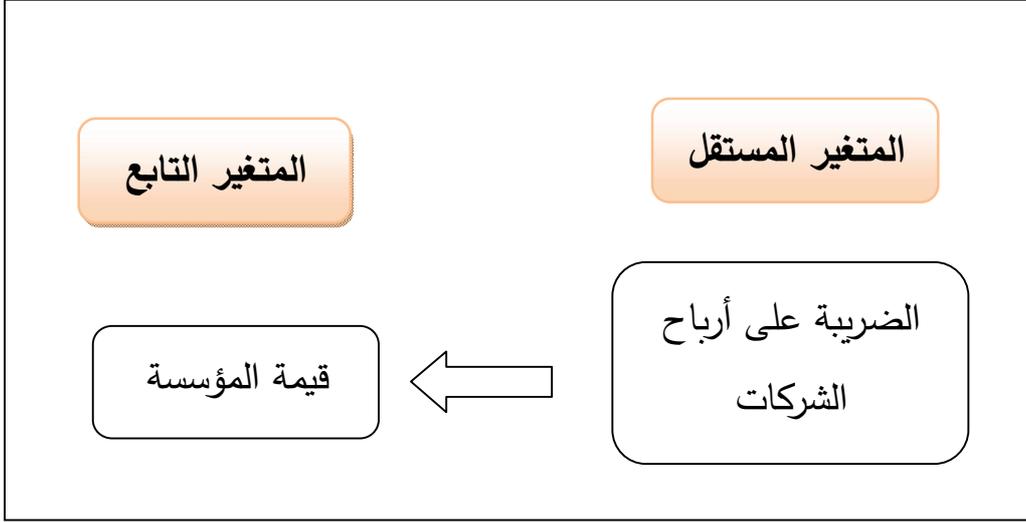
هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة المعتمدة على أدوات تمويل إسلامية، من خلال عينة مكونة من 247 مؤسسة ماليزية خلال الفترة الممتدة من 2010-2021، حيث تم استخدام طريقة العزوم المعممة GMM ذات الفروق في تقدير نموذج الدراسة. خلصت الدراسة في الأخير إلى وجود أثر سلبي ومعنوي للهيكل المالي مقاسا بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على قيمة المؤسسة، وأثر سلبي غير معنوي عند استخدام نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال، كما توصلت إلى وجود أثر إيجابي لكل من الربحية، حجم المؤسسة، نمو المؤسسة وملموسية الأصول على قيمة المؤسسة.

وأیضا توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين قيمة المؤسسة والتخطيط الضريبي. تم الاعتماد على هذه الدراسات في تكوين الجانب النظري لمتغيرات الدراسة، وبناء منهجية الدراسة وصياغة الفرضيات، إلا أن دراستنا تختلف من حيث الحدود الزمنية والمكانية، وكذلك الأسلوب الإحصائي المعتمد عليه في تحديد العلاقة الموجودة بين متغيرات الدراسة.

### 8. نموذج الدراسة

انطلاقا من إشكالية الدراسة، تم اقتراح نموذج يوضح العلاقة بين متغيرات الدراسة كما موضح في الشكل التالي:

الشكل (01): نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبتين

## 9. تقسيمات الدراسة

للإلمام بمختلف جوانب الموضوع والإجابة على الإشكالية المطروحة، تم تقسيم الدراسة إلى ثلاث فصول هي كالتالي:

تناول الفصل الأول مدخل إلى قيمة المؤسسة، حيث تم التعريف بقيمة المؤسسة، أهميتها، أنواعها والعوامل المؤثرة فيها، مع التركيز على أهم نماذج تقييم المؤسسة والتقييم المالي لها.

أما الفصل الثاني كان عن الإطار المفاهيمي للضريبة على أرباح الشركات، حيث قدمنا المفاهيم النظرية المتعلقة بالضريبة والضريبة على أرباح الشركات، مجال تطبيقها، النسب الخاصة بها، وفي الأخير النظريات المفسرة لحياضية أو عدم حياضية الضريبة على الهيكل المالي للمؤسسة.

الفصل الثالث جاء بعنوان أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المجمع الصناعي "صيدال" خلال الفترة الزمنية (2005-2022)، وذلك من خلال تحليل القوائم المالية للمجمع بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي البسيط وبرنامج Eviews.12 بهدف إسقاط الجانب النظري على واقع المجمع الصناعي "صيدال".

# الفصل الأول:

مدخل إلى قيمة المؤسسة

## مقدمة الفصل

لعل من أبرز اهتمامات الباحثين والمفكرين الماليين وحتى المديرين هو تعظيم قيمة المؤسسة، التي تعد الهدف الرئيسي للمؤسسة باعتبار وجودها وتطورها مرتبط بقيمة المؤسسة، وتعتبر قيمة المؤسسة على أنها القيمة التي تستحقها المؤسسة في تاريخ معين، وتعطي قيمة المؤسسة الصورة الواضحة عن الوضعية المالية للمؤسسة.

فتحديد قيمة المؤسسة يتم من خلال تقييم مختلف أصولها المالية من أسهم عادية وممتازة، وكذلك الديون هذا في حال كونها أوراق مالية متداولة أما في حال عدم تداولها فيتم تقييم المؤسسة ككل وحدة واحدة باستخدام مجموعة من الطرق والتي سوف نتطرق إليها من خلال هذا الفصل وذلك حسب المباحث التالية:

- المبحث الأول: مفاهيم عامة حول القيمة.
- المبحث الثاني: نماذج تقييم المؤسسة.
- المبحث الثالث: التقييم المالي للمؤسسة.

## المبحث الأول: مفاهيم أولية حول القيمة

يحظى مفهوم القيمة باهتمام العديد من الباحثين، كون العديد من القرارات المالية سواء الداخلية أو الخارجية منها تبنى على أساس قيمة المؤسسة، حيث تتخذ هذه الأخيرة عدة مفاهيم وأنواع مختلفة، كما تتأثر القيمة السوقية للمؤسسة بمجموعة من المتغيرات تختلف حسب البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة.

وسنتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم القيمة في المطلب الأول، أنواع القيم المختلفة في المطلب الثاني أما المطلب الثالث فسوف نتعرف من خلاله على العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة.

### المطلب الأول: مفهوم القيمة

سنحاول في هذا المطلب إعطاء مختلف التعريفات لقيمة المؤسسة وأهميتها كالتالي:

#### 1. تعريف قيمة المؤسسة

تعتبر القيمة من المفاهيم المعقدة وغير الواضحة على الساحة المالية وذلك كونها تتوقف على العديد من المفاهيم ونذكر منها:

إن قيمة الأصل هي "عبارة عن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي يتم الحصول عليها طيلة عمر الأصل وفي أغلب الأحيان يمكن أن تطول الفترة الزمنية إلى ما لا نهاية ولهذا فإن قيمة الأصل تحدد بخصم التدفقات النقدية بسعر خصم يتناسب مع مخاطر هذا الأصل<sup>1</sup>."

تعرف القيمة على أنها "مبلغ يدفع مقابل أصل معين أو حق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام هذا الأصل<sup>2</sup>."

"إن قيمة الشيء نابعة من منفعه أو قدرته على خلق منافع جديدة وعليه فإن قيمة الأوراق المالية نابعة من منفعتها أو قدرتها على خلق المنفعة."

<sup>1</sup> فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار حامد للنشر و التوزيع، عمان، 2010، ص 173.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، التقييم و إعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 173.

تتمثل قيمة المؤسسة في "تلك المبلغ النقدي العادل الذي يخلص إليه خبير متخصص، حيث يعكس القيمة المعادلة لحاصل جمع قيم أصولها المادية الملموسة وقيم أصولها المعنوية غير الملموسة وذلك في ظل استمرارية النشاط".<sup>1</sup>

توفر قيمة المؤسسة تقييماً لكيفية رؤية المستثمرين لأداء المؤسسة، ومن المتوقع أن تكسب هذه الأخيرة عوائد عالية نسبياً على المخاطر التي تتلقاها، أي أن قيمة المؤسسة هي القيمة العادلة التي تصف تقييماً نجاح المؤسسات الذي يرتبط دائماً بأسعار الأسهم.<sup>2</sup>

## 2. أهمية قيمة المؤسسة

تعتبر قيمة المؤسسة موضوعاً مهماً لا بد من دراسته في المؤسسة، فهي تعطي صورة واضحة حول وضعية المؤسسة<sup>3</sup>، كما تساعد قيمة المؤسسة المستثمرين على معرفة القيمة الدقيقة للمؤسسة، حيث تلعب دوراً في تحديد ما إذا كانت قيمتها مقومة بأقل من قيمتها أم لا، وتلعب قيمة المؤسسة دوراً مهماً للمستثمر في تحديد القيمة الفعلية للمؤسسة، كذلك تساعد قيمة المؤسسة في المقارنة بين المؤسسات التي لديها هيكل رأسمالية مختلفة أثناء الاستحواذ على المؤسسة، إلى جانب الأصول، يتم أخذ الخصوم أيضاً، تشمل المطلوبات الديون و المكونات الأخرى، ومن الواضح أنه سيتعين على المؤسسة الجديدة التي تتولى إدارة المؤسسة الآن سداد الديون، وبالتالي فإن القيمة الفعلية للمؤسسة لا تقتصر فقط على القيمة السوقية و لكن أيضاً على المكونات الأخرى، وتعتبر قيمة المؤسسة مفيدة جداً في حالات الاندماج والاستحواذ خاصة مع السيطرة على حقوق الملكية.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> هواري سويبي، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008، ص 37.

<sup>2</sup> عايدة توبي، رجم نصيب، أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 (2016-2020)، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 13، العدد 2، 2022، ص 661.

<sup>3</sup> أمال لعقون، أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسات الاقتصادية المعتمدة على التمويل الإسلامي -دراسة قياسية على عينة من المؤسسات السعودية خلال الفترة (2018-2022)، مجلة المقرري للدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 7، العدد 2، 2023، ص 320.

<sup>4</sup> بدر الدين قذوج، تكاليف التمويل و أثرها على قيمة المؤسسة، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير والعلوم التجارية، جامعة برج بوعرييج، الجزائر، 2021، ص ص 79-81.

كما تعتبر قيمة المؤسسة مهمة جدا للمستثمرين، لأن المؤسسة ذات القيمة المرتفعة تحقق رفاهية وازدهار كبيرين للمساهمين فيها، وتصف أدائها الذي يمكن أن يؤثر على تقييم المستثمرين لها<sup>1</sup>.

فقيمة المؤسسة هي وصف لأدائها، والذي يمكن أن يؤثر على تقييم المستثمرين لها، وارتفاع هذه القيمة يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمرين في المؤسسة، كما أنه يؤدي إلى تحقيق الرفاهية للمستثمرين<sup>2</sup>.

تعد قيمة المؤسسة كمؤشر على الأداء المالي للمؤسسة، والذي يعتبر عامل أساسي للمستثمرين، فقيمة المؤسسة العالية تظهر الأرباح المتزايدة التي يتلقاها المستثمرون من خلال توزيعات الأرباح الإضافية من الأسهم التي يمتلكونها، بمعنى آخر قيمة المؤسسة العالية تشير إلى رفاهية المستثمرين ومالك المؤسسة، وتتجلى في سعر أسهمها.

إذ أن فكرة قيمة المؤسسة هي مقياس لأداء الشركة، حيث تقدم إشارات دائمة للمستثمرين المحتملين والحاليين، ونتيجة لذلك تعمل إدارة الشركة بكل جهدها لضمان أن الإشارة المظهرة حول قيمة المؤسسة تكون إيجابية (أي قيمة عالية للشركة)<sup>3</sup>.

### المطلب الثاني: أنواع القيم

تتنوع أنواع قيم المؤسسة، ونميز بين القيم التالية:

#### 1. قيمة السوق (la valeur vénale)

القيمة السوقية هي الأكثر شيوعاً لتقدير القيمة، وتعرف بالقيمة النقدية أو التعريف العام لهذه القيمة: " المبلغ المعبر عنه نقداً أو ما يعادل النقد الذي يتم به انتقال ملكية أصل ما من بائع راغب إلى مشتري راغب، ويتوفر لدى كل منهما معلومات معقولة عن كافة الحقائق ذات الصلة ولا يخضع أي

<sup>1</sup> وردة قريني، سعيدة بورديمة، تكلفة التمويل وأثرها في قيمة المؤسسة مع فرص نمو مختلفة -دراسة قياسية للمؤسسات المسعرة في بورصة عمان للأوراق المالية-، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة، المجلد 5، العدد 2، 2022، ص1022.

<sup>2</sup> وردة قريني، أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة في ظل اختلاف فرص النمو -دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي، أطروحة دكتوراه، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2024، ص 82.

<sup>3</sup> Senny Luckyardi, Kamelia Agustini, Nugraha, Maya Sari, **The impact of dividend policy and capital structure on firm value in agricultural sector**, Journal Ilmu keuangan dan perbankan, vol 11, n°1, p 3.

منهما لأي نوع من الإكراه"، فمن المهم أن نذكر أن المشتري والبائع الراغبين المذكورين لا يقصد بهما بائع أو مشتري بعينه، وبالتالي فإذا كان السعر المدفوع مقابل أصل ما يعكس عوامل شاذة أو غير قياسية بالنسبة للمشتري الراغب المفترض، فإن ذلك السعر لا يعكس شيء آخر سوى القيمة السوقية<sup>1</sup>.

## 2. قيمة الحيازة: ( la valeur d'acquisition )

وتسمى أيضا بالقيمة الدفترية، وهي تعبر عن مفهوم محاسبي وضريبي فقط، وليس تقويمي أو اقتصادي<sup>2</sup>.

## 3. قيمة التصفية: ( la valeur recouvrable )

وهي قيمة السهم من باقي عملية التصفية لموجودات المؤسسة الثابتة والمتداولة، وهذا بعد خصم حقوق الدائنين والموظفين والحكومة والموردين والبنوك، وتبنى التصفية وفق خبرة موثوقة وعادلة لبنود الأصول وتكون نقدية<sup>3</sup>، ويمكن أن تكون التصفية إجبارية أو منظمة والفرق بين الاثنين يتمثل في الوقت المتاح للحصول على مشتري، و التعريفات المتعارف عليها هي<sup>4</sup>:

### ✓ التصفية الإجبارية

وهي المبلغ الصافي الذي يجلبه أصل ما إذا عرض للبيع الفوري في السوق المفتوحة، ويكون كل من البائع والمشتري لدية معرفة باستخدامات الأصل ويكون البائع مجبر على البيع والمشتري راغب مستعد للشراء ولكن غير مجبر على الشراء.

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، التقييم و إعادة هيكلة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 12 - 13.

<sup>2</sup> حميدة رمضاني، دراسة تقييمية إستراتيجية النمو الخارجي للمؤسسة الاقتصادية من منظور خلق القيمة دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2010-2015، أطروحة دكتوراه، تخصص دراسات مالية ومحاسبية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2018، ص 85.

<sup>3</sup> الزايدي بلقاسمي، نعيمة شلاي، الرفع المالي وأثره على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (2010-2020)، مجلة أبحاث ودراسات التنمية، المجلد 9، العدد 1، 2022، ص 129.

<sup>4</sup> بكاري بلخير، مرجع سبق ذكره، ص 15.

✓ التصفية المنظمة

المبلغ الصافي الذي يجلبه الأصل إذا عرض للبيع في السوق المفتوحة مع إتاحة وقت معقول لإيجاد مشتري، ويكون لدى كل من البائع و المشتري معرفة باستخدامات و أغراض الأصل، ويكون البائع مضطر للبيع والمشتري راغب في الشراء ليس مضطرا له.

ويقصد بالمبلغ الصافي المذكور في التعريف، السعر ناقص أية عمولات وتكاليف إدارية مرتبطة بعملية التصفية، ومن وجهة نظر قيمة منشأة الأعمال، فإن أقل قيمة ممكنة هي قيمة تصفيتها، وبعبارة أخرى فإن أسوء سيناريو من منظور القيمة، هو إنهاء نشاط منشأة وتصفية أصولها والوفاء بالتزاماتها ثم توزيع الباقي على حملة الأسهم.

4. القيمة المصفاة ( la valeur liquidative )

نظرا لل صعوبات المالية التي قد تواجهها المؤسسة في النشاط الاستغلالي، فقد تتبنى خيار التنازل عن أصل معين، كقرار استراتيجي لمواجهة المصاعب، وفي هذه الحالة تتنازل عن الأصل بأقل خسارة ممكنة في حين إذا حققت إيراد إيجابي مقارنة مع قيمة الاهتلاك المتبقية، فالصفقة تكون مربحة للمؤسسة ويدرج الفارق في إيرادات خارج الاستغلال.

ويكمن الفرق بين قيمة التصفية والقيمة المصفاة في أن الأسلوب الأول تكون المؤسسة في حالة تصفية أو إفلاس أو ما شابه ذلك، غير أن الوضع في الثانية يختلف نظرا لاستمرار النشاط بشكل عادي لكن يتخلله بعض الصعاب<sup>1</sup>.

5. قيمة الإحلال ( la valeur du remplacement )

القيمة الإحلالية للأصل هي تكلفة تملك أصل جديد ذي منفعة متساوية وتقدير التكلفة الإحلالية يأخذ في الاعتبار الكيفية التي يتم بها استبدال الأصل ب مواد أحدث وتكنولوجيا متطورة.

<sup>1</sup> حميدة رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 85.

والقيمة الإحلالية ليست هي قيمة إعادة الإنتاج، فالأخيرة هي تكلفة الأصل المكرر بناء على الأسعار الجاري، وتستخدم قيمة الإحلال وتكلفة إعادة الإنتاج غالبا في تقييم الأصول المادية التي لا تنتج دخلا مباشرة مثل الأثاث والمعدات والتجهيزات.

#### 6. القيمة الإستعمالية ( la valeur d'usage )

القيمة الإستعمالية ليست نوعا من القيمة، ولكن ظرفا تجرى في ظله افتراضات معينة عند تقدير قيمة الأصول، إذ أنه مرتبط بالأصول ذات الاستعمال الإنتاجي ويمكن أن توصف بأنها قيمة أصل ما كجزء من المشروع العامل<sup>1</sup>.

#### 7. قيمة النفاية أو القيمة المتبقية ( la valeur résiduelle )

وهي المبلغ الصافي الذي يرتقب كيان ما الحصول عليه في مقابل أصول عند نهاية مدة منفعتها بعد خصم تكاليف الخروج المنتظرة<sup>2</sup>.

#### 8. قيمة شهرة المحل

تمثل القيمة الإضافية للمؤسسة وهي لا تظهر في ميزانيتها وإنما تعتبر أصولا غير مادية<sup>3</sup>. وهي أيضا مجموعة من الصفات غير قابلة للوزن أو القياس بدقة التي تجذب العملاء إلى منشأة أعمال معينة وهي في جوهرها توقع استمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم لأي سبب من الأسباب<sup>4</sup>.

#### 9. القيمة الدفترية ( la valeur comptable )

القيمة الدفترية لا تعبر عن قيمة اقتصادية، إنما هي مجرد مفهوم محاسبي يظهر في ظروف معينة، وفي حالة الأصل الحقيقي تعبر القيمة الدفترية عن التكلفة التاريخية للأصل بعد طرح مجمع الامتلاك وخسائر القيمة إن وجدت. أما بالنسبة للأصل المالي فتعبر عن حاصل قسمة ما في حقوق

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، التقييم و إعادة هيكلة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص20 .

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، التقييم، تقدير قيمة بنك الأغراض من الإنماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص9.

<sup>3</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد19 بتاريخ25 مارس2009، ص91.

<sup>4</sup> طارق عبد العال حماد، التقييم و إعادة هيكلة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 15-16.

الملكية على عدد الأسهم العادية بعد خصم جميع الالتزامات، والقيم المقابلة للأسهم الممتازة، فإذا كنا بصدد الأصل الحقيقي، فالقيمة الدفترية تعبير آخر عن التكلفة التاريخية مع مراعاة الفارق الزمني من الاقتناء إلى غاية احتساب القيمة الدفترية وكذا الخسائر في القيمة، أما في حالة السهم العادي فهي تعبير عن جهة السهم في رأس المال الاجتماعي للمؤسسة، وسميت كذلك لأن مصدر الحصول عليها هو دفاتر المؤسسة<sup>1</sup>.

## 10. قيمة التأمين ( la valeur d'assurance )

وهي القيمة التي يتم تحديدها عن طريق تقرير خبرة، وتتجلى هذه القيمة عند تقييم المؤسسات، وذلك من خلال عملية مراجعة التغطية التأمينية للمباني والمعدات<sup>2</sup>.

### المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في قيمة المؤسسة

لقد أظهرت العديد من الدراسات المرتبطة بقيمة المؤسسة أنها تتأثر بالعديد من العوامل، نوجز البعض منها فيما يلي:

#### 1. حجم المؤسسة

تسعى العديد من المؤسسات إلى التوسع والنمو من خلال زيادة حجم المؤسسة وخفض التكاليف، وإن هذا النمو يزيد من المنافسة بين المؤسسات ويزيد من قيمتها السوقية، ويزداد هذا النمو والزيادة في الحجم من خلال ظروف داخلية مثل توفر موارد فائضة وظروف خارجية مثل تزايد الطلب على نشاط المؤسسة، ويتم قياسه بمجموع موجودات الشركة، ويمكن استخدام مقاييس أخرى مثل القيمة الدفترية والقيمة السوقية للمؤسسة، إجمالي المبيعات وعدد العاملين.

<sup>1</sup> بلال كيموش، التقييم الدوري للعناصر المادية و دوره في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي، دراسة حالة المؤسسة الوطنية لأجهزة القياس و المراقبة العلمة، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011، ص42.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، التقييم و إعادة هيكلة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص20.

إن مقاييس حجم المؤسسة المختلفة قد لا تكون بديلة لبعضها، وإن كل مقياس يعبر عن المؤسسة بشكل مختلف، وهذا الاختلاف إن كان متزايداً أو متناقصاً يمكن أن يؤثر على أداء المؤسسة وقيمتها<sup>1</sup>.

## 2. الربحية

تعني الربحية القدرة على استخدام واستثمار شيء معين بهدف كسب العوائد واستخدامها مرة أخرى، وتعتبر عن العلاقة بين الأرباح التي يتم تحقيقها من قبل المؤسسة والاستثمارات التي كان لها أثر في تحقيق هذه الأرباح<sup>2</sup>.

## 3. الرافعة المالية

يقصد بالرافعة المالية مدى اعتماد المؤسسة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد احتياجاتها التمويلية، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة في هذه الحالة هي الفوائد المدفوعة لهذه المؤسسات، أما إذا كانت المؤسسة تصدر أسهماً ممتازة فإن التكاليف المدفوعة هنا تكمن في أرباح الأسهم الممتازة التي تدفعها لحامليها، وذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة حسب ما نص عليه قانون المؤسسات<sup>3</sup>، وتحسب بالعلاقة بين الاستثمار في الأسهم والقيمة السوقية الإجمالية للأصول مستخدمين في ذلك النسبة بين الأموال المقترضة والقيمة السوقية للأصل الذي يتم تمويله<sup>4</sup>.

## 4. نمو المؤسسة

تكمن قيمة المؤسسة وثروة مالكيها في القيمة الحالية للفوائد التي تنتجها الأصول الموظفة من جهة، ونموها من جهة أخرى، فالمؤسسات التي تملك إمكانيات النمو العالية يكون لديها احتياجات تمويل

<sup>1</sup> ضياء إباد المصري، محمد سليم العيسى، أثر الرافعة التشغيلية والمالية على قيمة السهم دراسة تطبيقية على القطاع المالي المدرج في بورصة عمان، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 8، العدد 13، 2020، ص 245.

<sup>2</sup> فائزة حسن مسجت الجشعمي، تحليل نسب الربحية باستخدام (ROE-ROA) وأهم البنود المالية المؤثرة في الأرباح -دراسة مقارنة لعينة من المصارف الأهلية في العراق للمدة 2017-2020، مجلة أبحاث إقتصادية معاصرة، المجلد 5، العدد 2، 2022، ص 260.

<sup>3</sup> إسلام بون، عبد العزيز قتال، أثر المزيج التمويلي للمؤسسة على الرافعة المالية (حالة مؤسسة "الأوراسي" خلال الفترة 2015-2019)، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، المجلد 9، العدد 1، 2023، ص 400.

<sup>4</sup> بلال سباع سامية عمر عبدة، نمذجة علاقة الرافعة المالية وحجم المؤسسة بالقيمة الاقتصادية المضافة باستخدام بيانات البانل للفترة (2010-2019)، مجلة المؤسسة، المجلد 11، العدد 1، 2022، ص 130.

كبيرة مما يدفعها للجوء إلى الاستدانة بالمقام الأول خاصة مصادر التمويل الأقل تأثيراً بظاهرة عدم التناظر في المعلومات كالقروض قصيرة الأجل<sup>1</sup>.

## 5. عمر المؤسسة

يؤثر عمر المؤسسة بصفة مباشرة أو غير مباشرة في الهيكل المالي ويؤثر هذا الأخير في قيمة المؤسسة، حيث يعتبر العديد من الباحثين أن عمر المؤسسة له له أهمية خاصة إذ يستدل به كمؤشر لسمعة المؤسسة، إذ يعطي فكرة عن قدرة هذه الأخيرة على الاستمرارية والبقاء، وفي العادة تلجأ المؤسسات الحديثة إلى الاستدانة بغرض تلبية احتياجاتها التمويلية، أما المؤسسات القديمة فإذا ما احتاجت إلى التوسع والنمو فستلجأ إلى الاستدانة بشروط ميسرة، وهنا اختلفت النظريات في اتجاه التأثير، فحسب نظرية المفاضلة يتوقع وجود علاقة إيجابية بين عمر المؤسسة ونسبة المديونية في الهيكل المالي في حين أن نظرية التمويل الرتبي فتري أن هناك علاقة عكسية بين عمر المؤسسة ونسبة المديونية في الهيكل المالي<sup>2</sup>.

ويقاس عمر المؤسسة بعدد السنوات التي مضت منذ تأسيسها ومباشرة أعمالها بمعنى الفرق بين السنة الحالية وسنة التأسيس<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> عبد الكريم بن ناصر، يوسف سائحي، أثر هيكل التمويل على معدلات نمو ونشاط المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة سونلغاز بقالة للفترة 2017-2020، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد 6، العدد 2، 2022، ص 548.

<sup>2</sup> رشيد حفصي، عبد الغفور دادن، صلاح الدين نعاس، العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الخدمية المدرجة في بورصة الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2016، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 8، العدد 1، 2018، ص 38.

<sup>3</sup> يمينة مسراتي، أثر محددات الهيكل التمويلي على الأداء المالي المعبر عنه بالعائد على الأصول (ROA) للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية (2013-2017)، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، المجلد 10، العدد 2، 2021، ص 364.

المبحث الثاني: نماذج تقييم المؤسسة

تحظى عمليات التقييم المالي للمؤسسة بأهمية بالغة في البيئة الاقتصادية الحالية، حيث تساهم في توجيه القرارات المالية والاستثمارية الحاسمة كما تقدم الفرصة لتقدير القيمة المالية للمؤسسة، وتتنوع مقاربات التقييم المالي والأساليب المستخدمة بما يتناسب مع الطبيعة والهدف من التقييم، ويمكن لهذه الأساليب أن تشمل تقييم الأصول والموارد المالية للمؤسسة وكذا تقييم كفاءة الأسواق المالية.

المطلب الأول: طرق التقييم المرتكزة على منهج الأصول

يقوم هذا المنهج على دراسة قيم كل من الأصول والخصوم المسجلة في ميزانية المؤسسة، ووفقاً لهذا المنهج يمكن حساب قيمة المؤسسة من خلال العديد من الطرق وتشمل طريقة الأصل الصافي المحاسبي، طريقة الأصل الصافي المحاسبي المصحح، طريقة القيمة الجوهرية وطريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال.

وستتطرق في هذا المطلب بالتفصيل لكل طريقة على حدا كما يلي:

1. طريقة الأصل الصافي المحاسبي ANC

قيمة المؤسسة حسب هذه النظرية تعتمد على القيم المستنتجة من الميزانية ويتعلق الأصل المحاسبي الصافي بالفرق بين الأصول الحقيقية والخصوم الحقيقية، وحسب هذه المقاربة فإن الأصول والديون تأخذ بقيمتها الدفترية.

يمكن حساب الأصل المحاسبي الصافي كما يلي:

أ. من أعلى الميزانية: ويمكن حسابه كما يلي:

الأصل المحاسبي الصافي = رأس المال الخاص - توزيعات الأرباح

ب. من أسفل الميزانية: ويمكن حسابه كما يلي:

الأصل المحاسبي الصافي = مجموع الأصول - ( الخصوم المتداولة + توزيعات الأرباح ).

وتسمح الميزانية المحاسبية بتقدير المؤسسة وذلك من خلال أصلها الصافي حيث أن هذا الأخير هو التعبير الأكثر بساطة لقيمة الذمة المالية الذي يتمثل في الفرق بين مجموع الأصول ومجموع الديون .

للمؤسسة ويساوي إلى القيمة النظرية لها، ونحدده وفق المعادلة التالية<sup>1</sup> :

$$\text{الأصل الصافي} = \text{الأصل المادي} - \text{مجموع الديون}.$$

عادة ما توجه قيمة الأصول الصافية المحاسبية بعض القرارات بالمؤسسة، كتلك المتعلقة بالزيادة في رأس المال أو التوزيعات، كما يمكن اعتبار هذه الطريقة مناسبة في تقدير قيمة المؤسسات حديثة النشأة، إلا أنها وجهت إليها انتقادات عديدة أهمها أنها لا تأخذ بعين الاعتبار التغيرات الاقتصادية الحاصلة المرتبطة أساسا بعاملين هما: التضخم والتقدم، وكذلك أهمية بعض عناصر الأصول في نشاط المؤسسة التي يتم اهتلاكها بالكامل والتي لا تزال تستغلها بشكل عادي، الأمر الذي يجعل القيمة الدفترية ليست دائما معبرة عن القيمة الحقيقية للمؤسسة، وعليه فسيكون من المناسب اللجوء إلى طريقة أخرى في التقييم تتمثل في طريقة الأصول الصافية المصححة<sup>2</sup>.

## 2. طريقة الأصول الصافية المصححة ANCC

تعطي طريقة التقييم هذه للمؤسسة قيمة إجمالية منطلقة من منظور الاستمرار في الاستغلال وتتميز بالسهولة، الموضوعية والواقعية النسبية لكونها تعتمد على معطيات فعلية.

<sup>1</sup> عبد الكريم خيرى، أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم تجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2019، ص 16.

<sup>2</sup> نادية عيساوي، تقييم المؤسسة في إطار الخصوصية دراسة حالة المؤسسة العمومية لإنتاج الحليب ومشتقاته -ملبنة نوميديا، رسالة ماجستير، تخصص الاقتصاد المالي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2005، ص 62-63.

ويتم تسجيل عناصر الميزانية تبعا لمبدأ الكلفة التاريخية، الأمر الذي ينعكس مع مرور الوقت على حقيقة قيمة العناصر التي تدوم طويلا في الميزانية، خاصة منها الاستثمارات والديون متوسطة وطويلة الأجل حيث يجعلها أقل تعبيرا عن الوضعية الحقيقية للمؤسسة وذلك في ظل<sup>1</sup>:

- تدني قيمة النقود؛
- طبيعة نماذج الاهتلاك المطبقة التي تسمح بها مصلحة الضرائب؛
- الارتفاع المستمر لأسعار بعض العناصر (الأراضي بالأخص) في السوق؛
- طبيعة طرق التسجيل المحاسبي المعتمدة التي من شأنها إحداث فروقات بين الميزانية المحاسبية والميزانية الاقتصادية (الحقيقية).

فحساب قيمة المؤسسة لا بد من تصحيحات اقتصادية تجعل العناصر مقيمة بقيمة حقيقية بدلا من المحاسبية مثل إقصاء المصاريف الوهمية، ونجد أن الاستثمارات المعنوية غير قابلة للتقييم مع الأخذ بعين الاعتبار الأصول المتحصل عليها عن طريق الإيجار التمويلي التي لا بد أن تضاف إلى الأصل المحاسبي الصافي.

ومنه:  $\text{قيمة المؤسسة} = \text{الأصل المصحح} - \text{الديون المصححة}$ .

حيث أن:

$\text{الأصل المصحح} = \text{الأصل المصحح} - \text{الخصم المستحق المصحح}$

ونظرا للقصور المسجل في طريقة الأصل المصحح فقد أدى هذا إلى ظهور طرق أخرى تعمل على تغطيته وذلك بنظرة أكثر اقتصادية للذمة المالية للمؤسسة تتمثل هذه الأخيرة في طريقتي القيمة الجوهرية والأموال الدائمة الضرورية للاستغلال<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عبد الرحمان بن الدين، أهمية التحليل المالي عن طريق تقييم المؤسسات في إطار عمليات الاندماج، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 4، العدد 2، 2022، ص 87.

<sup>2</sup> وسيلة بن سعد، تقييم المؤسسة ودوره في تحقيق ميزة تنافسية، رسالة ماجستير، تخصص مالية ومراقبة، جامعة جيلاني ليايس، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، سيدي بلعباس، 2016 ص 65.

### 3. طريقة القيمة الجوهرية

حسب هذه الطريقة، فإن قيمة المؤسسة تتولد عن قدرتها الحقيقية على توليد الأرباح وذلك بغض النظر عن طبيعة هيكلها المالي، فهي تركز على مبدأ استمرارية النشاط وتهتم بمبلغ الأموال الضرورية لإعادة تكوين أصول المؤسسة لأجل متابعة الاستغلال في الظروف العادية<sup>1</sup>.

ويمكننا حساب القيمة الجوهرية الإجمالية للمؤسسة كالتالي<sup>2</sup>:

القيمة الجوهرية = الأصول الإجمالية المصححة + مصاريف الاستثمار الضرورية للحفاظ على الأدوات الموجودة + الأملاك المستأجرة (بقيمتها الإستعمالية) - العناصر خارج الاستغلال (بالقيمة الحقيقية).

### 4. طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال

يعتبر مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال الذي أدخل من طرف Calba و A. Bamay، البديل الذي جاء إثر الانتقادات و الخط الذي يكتنف طريقة القيمة الجوهرية، خاصة ما يتعلق بمشكل تمويل العناصر الضرورية للاستغلال، يتلخص فحوى هذه الطريقة في أخذها بعين الاعتبار كل الأموال الضرورية للاستغلال بالمؤسسة، والمتمثلة في الموارد المالية اللازمة لتغطية الاحتياج في دورتي الاستثمار والاستغلال. إذ تنطلق هذه الطريقة من مفهوم التوازن المالي للمؤسسة بحيث تمول وتغطي الأموال الدائمة الاستثمارات والاحتياج في رأس المال العامل.

وتحسب بالمعادلة التالية<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> نبيل حركاتي، تحليل قرارات التمويل واثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007-2015، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس 1، سطيف، 2018، ص 71.

<sup>2</sup> علال بن ثابت، أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر، مجلة دراسات - العدد الاقتصادي، المجلد 5، العدد 1، 2014، ص 31.

<sup>3</sup> هوارى سويسبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008، ص 87-88.

الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال = القيم الثابتة (الاستثمارات) للاستغلال + الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال.

### المطلب الثاني: طريقة التدفقات النقدية

تعتمد هذه المقاربة على مبدأ أساسي وهو أن الأصول عبارة عن مجموعة خدمات مختزنة ينتظر تحققها مستقبلاً، فمن خلال هذا المبدأ فإن طرق التقييم المرتكزة على مقارنة التدفقات هي تطبيق للنظرية المالية، والتي تنقسم بدورها إلى مقابرتين هما: مقارنة الربح المقدم من طرف المؤسسة ومقاربة التدفق النقدي المحقق من خلال استغلال المؤسسة.

وسنقوم في هذا المطلب بتحديد مختلف الطرق القائمة على هاتين المقابرتين كما يلي:

#### 1. الطرق المرتكزة على مقارنة الربح

إن مقارنة التدفقات تعتمد على مخرجات النظام المحاسبي بالإضافة إلى نتائج عملية التشخيص التي تفيدنا في تعظيم قيمة المؤسسة، فالمبدأ الذي تقوم عليه هذه المقاربة هو أن الأصول عبارة عن مجموعة خدمات مختزنة ينتظر تحقيقها مستقبلاً، فبقدر ما يتوقع أن تحققه هذه الأصول من خدمات تحدد قيمتها في تاريخ عملية التقييم.

##### أ. قيمة المردودية

تعد المردودية ذلك المقياس النقدي لكفاءة الوسائل البشرية والمالية الموضوعة للعمل من خلال عملية اقتصادية معينة تسمح لنا بمقارنة النتائج مع الوسائل المتاحة والمستخدمه وتوضح بالعلاقة الموالية:

النتيجة / الوسائل المتاحة

حيث تعتمد هذه الطريقة في تحديدها لقيمة المؤسسة على رسمة متوسط الربح المتوقع بمعدل استحداث معين وهي تعتبر من أكثر الطرق استخداماً من طرف الخبراء.

وتوضح بالعلاقة التالية:

$$V = \sum_{t=1}^n B(1+I)^t$$

ما يمكن ملاحظته على هذه الطريقة أنها تحمل ثلاث متغيرات تتمثل في: الربح، معدل الاستحداث ومدة الاستحداث<sup>1</sup>. والتي يمكن توضيحها كما يلي:

❖ **الربح (Le Bénéfice):** يمكن أن يحسب بأخذ أرباح لا تتعدى الخمسة سنوات الماضية التي تسبق عملية التقييم، إلا أنه وبالاعتماد على هذه الأرباح لن يتم التوصل إلى القيمة القريبة من الحقيقة للمؤسسة كون أن القيمة تتحدد على أساس الأرباح المستقبلية، وهذا ما يطرح مشكل استخدام الأرباح المستقبلية نظرا لمدى صحة وواقعية التنبؤات، إلا أنه في حال تعذر الوصول إلى الأرباح المستقبلية يمكن للمقيم أن يستعمل الأرباح الماضية اعتمادا على "الربح الصافي المصحح" كمتوسط يمكن الاعتماد عليه للتعبير عن الربح المستقبلي.

❖ **معدل الاستحداث (Taux d'actualisation):** يعبر هذا المعدل عن تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار أي العائد الذي يمكن أن يتحصل عليه جراء استثمار نفس رأس المال في مكان آخر، حيث يستعمل هذا المعدل في حساب القيمة الحالية لمجموعة التدفقات المستقبلية، كما يعبر عن معدل المرودية المضمون للمستثمر<sup>2</sup>.

يسمح معدل الاستحداث بمعرفة القيمة الأنوية لمبالغ تتدفق مستقبلا مع إمكانية المقارنة بينهم، وهو يأخذ بعين الاعتبار عاملين هما: سعر الوقت وسعر الخطر، حيث يتولد سعر الوقت بوجود الاختلاف عند أي فرد فيما يخص تحصيله لنفس المبلغ اليوم أو بعد ثلاث سنوات مثلا، فكلهم يفضلون قبض هذا المبلغ اليوم بدلا من المستقبل، إذ الوقت له تكلفة، فحتى لا يكون هناك اختلاف يجب عرض فائدة مقابل هذا التأخر، تسمى هذه الفائدة بعلاوة سعر الوقت، وهي تمثل معدل الفائدة دون المخاطرة.

<sup>1</sup> مروة موسى، دراسة تأثير تكامل التدقيق الداخلي والخارجي على قيمة المؤسسة الاقتصادية في ولاية غرداية (دراسة ميدانية) الفترة ما بين 2014-2017، أطروحة دكتوراه، تخصص دراسات محاسبية وجبائية متقدمة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، الجزائر، 2018، ص 77.

<sup>2</sup> عبد الحق قنون، محاولة ارساء نموذج لتقييم مؤسسات الاتصال في الجزائر "دراسة حالة مؤسسة موبيليس خلال الفترة 2015-2018"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2018، ص 23-24.

بنفس المنطق الخطر أيضا له ثمنه، فجميع الأشخاص الذين يقبلون بالمخاطرة يتوقعون وينتظرون فوائد أعلى، إذ معدل الاستحداث يساوي ثمن الوقت و ثمن المخاطرة<sup>1</sup>.

❖ **مدة الاستحداث:** تعبر عن عدد السنوات التي سيتم استخدامها للتوصل إلى قيمة المؤسسة، حيث أن اختيار هذه المدة لها تأثير مباشر على قيمة المؤسسة انطلاقا من اختيار الفترة، فاستخدام الفترة الطويلة سيؤدي إلى خلل في التقييم نظرا لحالة عدم التأكد التي سيقع فيها المقيم، ومن جهة أخرى اختيار المدة القصيرة سيكون له تأثير إيجابي على عملية التقييم لكون أن المقيم سيعتمد على توقعات المؤسسة ومخطط أعمالها في 3-5 سنوات القادمة إضافة إلى ذلك التطور التكنولوجي الحالي والذي يؤثر بدوره على الاستثمارات المملوكة من طرف المؤسسة ومردوديتها<sup>2</sup>.

#### ب. التقييم بواسطة نسبة السعر/الربح

تؤدي هذه الطريقة دورا أساسيا وهاما في عملية تقييم المؤسسات، وهي تشير إلى عدد المرات التي يتم فيها تغطية سعر السهم من خلال ربحيته، وتعطي صيغة التقييم بواسطة هذه النسبة وفق العبارة الموالية<sup>3</sup>:

$$V = P_0 / E_0 \times B$$

حيث إن: V تمثل قيمة المؤسسة؛

$P_0 / E_0$  معامل نسبة سعر السهم / الربح المأخوذ من البورصة؛

B يمثل الربح الإجمالي للمؤسسة.

وفيما يتعلق بسعر السهم  $P_0$  الذي يدخل في حساب PER، لديه عدة تعاريف منها:

- آخر سعر سهم محدد.

- سعر السهم في 12/31 من السنة الماضية.

- سعر السهم المتوسط لفترة معينة (الشهرية، الفصلية، السنوية).

<sup>1</sup> عبد الرحمان بركاني، تقدير واستعمال معدل الاستحداث في تقييم المؤسسات الاقتصادية في الجزائر، مجلة آفاق علوم الإدارة والاقتصاد، المجلد 5، العدد 1، 2021، ص 76.

<sup>2</sup> عبد الحق قنون، مرجع سبق ذكره، ص 24.

<sup>3</sup> بختة مفتاح، تقييم المؤسسات الاقتصادية في البورصة دراسة حالة:الجزائر، رسالة ماجستير، تخصص محاسبة وتدقيق، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2012، ص 57.

## 2. الطرق المرتكزة على مقارنة التدفق النقدي

وتنقسم إلى مايلي:

### أ. التقييم على أساس القدرة على التمويل الذاتي

يمكن استعمال هذا المفهوم في حساب قيمة مردودية مؤسسة معينة بدلا من استخدام مفهوم الربح الصافي المصحح.

وفيما يتعلق بمعدل الرسملة والزمن المرجعي تبقى نفس الملاحظات الموجهة في حساب المردودية باستخدام الربح الصافي المصحح، إلا أنه وفي غياب تقديرات صادقة يفضل الاستناد إلى التكلفة الترجيحية المتوسطة لمختلف موارد التمويل.

أما فيما يتعلق بالقدرة على التمويل الذاتي (CAF) فيمكن استعماله على غرار نسبة السعر إلى الربح (PER) في طرق مقارنة نظرا للانتقادات الموجهة إلى هذا الأخير فيما يخص سياسة الإهلاكات التي تميز بعض المؤسسات أو القطاعات كقطاع الصناعات الثقيلة، فالقدرة على التمويل الذاتي هي أكثر تمثيلا للقدرة الربحية.

وتعطى العلاقة لحسابه كمايلي:

$$V = \sum_{T-1}^n \frac{CAF}{(1+i)}$$

تبين هذه العلاقة المجموع المستحدث للقدرة على التمويل الذاتي، التي تعطينا أيضا القدرة المحتملة لنمو المؤسسة فالرسملة لقدرة التمويل الذاتي تعطينا القيمة المحتملة لنمو المؤسسة<sup>1</sup>.

### ب. التقييم وفق التدفق النقدي المتاح

يعتبر التقييم وفق طريقة استحداث التدفقات الحرة من أشهر الطرق المستعملة في تقييم الشركات والأسهم، حيث يعرف التدفق النقدي المتاح على أنه المقدار النقدي الذي يمكن أن تدفعه الشركة

<sup>1</sup> بكاري بلخير، أهمية مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة دراسة تطبيقية لإحدى المؤسسات العاملة في قطاع المحروقات، مجلة الباحث، المجلد 10، العدد 10، 2012، ص 240.

للمستثمرين بعد تمويل كامل احتياجات الاستثمار اللازمة للنمو، حيث يمكن أن يكون هذا التدفق سلبيا بالنسبة للشركات سريعة النمو، كما يعرف على أنه ذلك التدفق المتولد من المؤسسة بعد تجديد وتوسيع وسائل الإنتاج حيث بهذا التدفق يمكن للمؤسسة أن تعوض الدائنين الماليين وحاملي الأسهم، إضافة إلى ذلك يعبر عن فائض الخزينة غير المستثمر.

ولأهمية هذا المؤشر يمكن استعماله في تقييم المؤسسة، حيث أن قيمة المؤسسة وفقا لهذه الطريقة تحسب من خلال العلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$V = \left( \sum_{i=1}^n \frac{FTD_i}{(1+k)^i} \right) + \frac{Vr}{(1+k)^n}$$

حيث أن:

$V =$  قيمة المؤسسة؛

$FTD_i =$  تدفق النقدي المتاح للسنة  $i$ ؛

$K =$  معدل الإستحداث؛

$V_R =$  القيمة المتبقية للمؤسسة؛

$n =$  مدة الإستحداث.

### ج. التقييم وفق طريقة BATES

يسمح نموذج Bates بتقييم الشركة مع مراعاة الفوائد المستقبلية ونسبة التوزيع (pay-out) وليس فقط الأرباح، كما يسمح هذا النموذج بتقسيم الفترة الزمنية الإجمالية للملاحظة إلى فترات فرعية، مما يحل مشكلة ثبات البيانات.

العلاقة على النحو التالي: الشركة تنتمي إلى عينة أو قطاع مرجعي تكون بياناته (نسبة السعر إلى الأرباح (PER)، نسبة التوزيع، معدل نمو الأرباح على  $n$  سنوات والعائد المطلوب من قبل المساهمين)

<sup>1</sup> عبد الحق قنون، عبد الغني دادن، محاولة إرساء نموذج لتقييم المؤسسات في الجزائر - دراسة تطبيقية لإحدى المؤسسات المتعاملة في قطاع الاتصالات-، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 3، العدد 1، 2017، ص83.

معروفة. تسمح بتحديد نسبة السعر إلى الأرباح للقطاع، في السنة  $n$ . بعد السنة  $n$ ، تكون الآفاق بعيدة جداً. ويؤكد Bates أن نسبة السعر إلى الأرباح للقطاع يتزامن في ذلك الوقت مع نسبة السعر إلى الأرباح للشركة. بالتالي، يمكن من خلال التوقعات التي تقوم بها المحللون حول القطاع للفترة  $n$  تحديد القيمة الحالية للشركة.

تسمح هذه الصيغة بربط نسبة السعر إلى الأرباح الأولية بنسبة السعر إلى الأرباح النهائية على النحو التالي:

$$PER_0 = PER_n \times \left(\frac{1+g}{1+k}\right)^n + d \times \frac{1+g}{1+k} \left[1 - \left(\frac{1+g}{1+k}\right)^n\right]$$

حيث:

- $PER_n$ : نسبة السعر إلى الأرباح لقطاع الشركة؛
- $d$ : معدل توزيع الأرباح (الجزء من الربح المدفوع للمساهمين على شكل أرباح)؛
- $g$ : معدل نمو الأرباح المفترض ثابتاً على فترة النمو؛
- $k$ : معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين؛
- $n$ : عدد سنوات النمو بمعدل ثابت  $g$ .

فباستخدام هذه الصيغة، يتم تحديد قيمة السهم كالتالي:

$$C_0 = PER_0 \times 0 \text{ ربح السهم في اللحظة } 0$$

يناسب نموذج Bates تقييم الشركات المعروفة بالنمو، التي في غضون بضع سنوات ستتساوى مع الشركات الأخرى في قطاعها<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> El Attar Abdelilah, L'évaluation de la valeur de l'entreprise par l'approche basée sur le triptyque cout-qualité – temps, dossier des recherches en économie et gestion, vol 10 , n°1, 2014, p93.

المطلب الثالث: طريقة القيم المرتكزة على فائض القيمة GOOD WILL

من بين الانتقادات الأساسية الموجهة لطرق التقييم القائمة على أساس الذمة المالية للمؤسسة هو عدم أخذها بعين الاعتبار للقيم المعنوية، إن المؤسسة ليست تراكما لوسائل مادية وأصول ملموسة بل هي نشاط يمنح لها قيمة معنوية تجتمع فيها عدة عناصر مثل شهرة المحل، الماركات، عدد الزبائن، التنظيم، التفوق التكنولوجي... إلخ التي تشكل ما يسمى بـ "الغودويل" Good will.

تسمح طرق التقييم المعتمدة على شهرة المحل بمقارنة قيمة الأصول المعنوية، إذ أن شهرة المحل تمثل ربحا استثنائيا، أي ربحا أعلى من الربح العادي الذي تولده الأموال المستثمرة في المؤسسة، ومن ثم وبفضل هذه العناصر المعنوية تستفيد المؤسسة بهذا المعنى خلال مدة معينة من ربح اقتصادي أو فائض أرباح يعطي إذا تمت رسملته قيمة شهرة المحل<sup>1</sup>، وبذلك يمكن تعريف شهرة المحل بأنها أصل غير ملموس، متوقع منه توليد منافع اقتصادية مستقبلية تتدفق إلى المؤسسة<sup>2</sup>.

تعتبر طريقة فائض القيمة ديناميكية بخلاف الطرق السابقة الساكنة حيث يعرف فائض القيمة على أنه زائد القيمة الإجمالية المعطاة للمؤسسة عن القيمة الحقيقية لأصولها في تاريخ معين، هذا الفائض يتمثل في الأصول غير المادية فهو بذلك يقيس المزايا المعنوية للمؤسسة.

يمكن استعمال طريقتين لحساب فائض القيمة Good will هما:

أ. الطريقة المباشرة

وتتمثل في طريقة المردودية المباشرة أو الطريقة الأنجلوساكسونية حيث قيم المؤسسة تساوي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> سفيان بن بلقاسم، الطرق المحاسبية للتقييم المالي للمؤسسات، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، المجلد 12، العدد 3، 2008، ص 143-144.

<sup>2</sup> رشا عيد الغول، نموذج مقترح للمعالجة المحاسبية للشهرة المولدة داخليا في ضوء قيود معيار المحاسبة المصري رقم (23): الأصول غير الملموسة دراسة حالة، المجلة العلمية للبحوث التجارية، المجلد 50، العدد 3، 2023، ص 392.

<sup>3</sup> رانية كوشر رابحي، إبراهيم بومزايد، مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 6، العدد 10، 2018، ص 377.

$$GW = \frac{RENTE DE GOOD WILL}{I}$$

$$Rente de GW = RPE - RPT$$

حيث أن:

أ: معدل التحيين ؛

؛Résultat prévisionnel d'exploitation :RPE

.Résultat prévisionnel théorique :RPT

ب. الطريقة غير المباشرة

تم من خلال هذه الطريقة تجاوز القصور الذي تم تسجيله على مدخلي الذمة المالية والمردودية عند اعتماد كل منها على حدى، وذلك عبر إدخالها لمفهوم القيمة الكلية للمؤسسة التي تتكون من قيمة المردودية وقيمة إحدى طرق الذمة المالية، وتسمى بطريقة الممارسين أو الطريقة الألمانية، يعتبر أصحاب الطريقة أن فائض القيمة يمثل الفرق بين القيمة الإجمالية للمؤسسة وقيمة الأصول المادية (الأصل الصافي المحاسبي المصحح ANCC أو القيمة الجوهرية الإجمالية VSB).

يستعمل في هذه الطريقة الأصل المحاسبي المصحح (ANCC) لحساب فائض القيمة والقيمة الإجمالية للمؤسسة (V).

وتعطي الصيغة التي تحسب فائض القيمة على النحو التالي<sup>1</sup>:

$$V = ANCC + GW$$

القيمة الإجمالية للمؤسسة تساوي:

$$GW = V - ANCC$$

قيمة فائض القيمة

<sup>1</sup> عبد القادر قرادي، مقاربات ومعايير التقييم المالي للمؤسسة الاقتصادية، دراسة تحليلية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 7، العدد 1، 2021، ص 632-633.

$$GW = \frac{1}{2i} (B-i * ANCC)$$

ومنه القيمة الإجمالية للمؤسسة تحسب وفقا للعلاقة التالية:

$$V = ANCC + \frac{1}{2i} (B-i * ANCC)$$

$$V = ANCC + \frac{1}{2i} (CB - i * VSB)$$

حيث أن: B: الربح المتوقع؛ i: سعر الفائدة؛ V: القيمة الإجمالية للمؤسسة؛ CB: القدرة الربحية .

## المبحث الثالث: التقييم المالي للمؤسسة

يلعب التقييم المالي دورا حيويا في فهم وتحليل أداء المؤسسات الاقتصادية، ويعتمد على مجموعة من الأساليب والطرق بما في ذلك التقييم عن طريق المضاعف PER، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Medaf، ودراسة كفاءة الأسواق المالية.

## المطلب الأول: التقييم باستخدام المضاعف PER

يعد نموذج مضاعف الربحية من بين النماذج التي يحتاجها المستثمرون لاتخاذ القرارات الرشيدة التي تقلل من المخاطر وتعظيم العائد كما يلي:

## 1. تعريف نموذج مضاعف الربحية

يتم استعمال مضاعف الربحية من أجل رسملة العوائد بمعنى إيجاد قيمة أصل بدلالة عدد المرات الواجب تحققها من العوائد لتغطية قيمته، وتطبق في مجال تقييم المؤسسات بشكل عام عدة مضاعفات تعكس الأوضاع المختلفة لعمليات التقييم والهدف من ورائها، أما في مجال تقييم أسهم الشركات لأغراض اتخاذ القرار في إطار الاستثمار في الأوراق المالية، فغالبا ما يتم اللجوء إلى استعمال مضاعف السعر إلى العائد والذي يعد من المؤشرات الهامة التي يتم حسابها وتتبعها في بورصات القيم لجميع المتعاملين فيها حتى بالنسبة للمحللين الذي يعتمدون على التحليل الفني، إذ يعتبر من بين مؤشرات الأوراق المالية التي يتم دراستها في الماضي، ويتم نشرها في الصحف المتخصصة في شؤون البورصات<sup>1</sup>.

يعرف نموذج تقييم الأرباح بأنه نموذج لتقييم الأسهم العادية وذلك على أساس ربحيته، حيث تحتسب أرباح السهم الواحد من خلال قسمة الأرباح المتحققة على عدد الأسهم المصدرة، فإن تقييم السهم

<sup>1</sup> حنان سعدي، دور قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية في اتخاذ القرار الاستثماري -دراسة تطبيقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر-، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 2، العدد 1، 2020، ص33.

على أساس هذا النموذج يعني الموافقة على فكرة أن الأرباح المتحققة من طرف أصحاب الأسهم، فلا بد أن يكون تقييم السهم على أساس ربحيته المستقبلية وليس توزيعاته<sup>1</sup>.

ويتم في هذا النموذج احتساب قيمة السهم لمعرفة ما إذا كان المستثمر مستعداً للدفع والحصول على سهم الشركة، وحساب هذا المضاعف يكون من خلال سعر السهم السوقي على ربحيته، أي بمعنى أن المستثمر يكون مستعداً لدفع قيمة السهم أضعاف ربحيته، أما في حال كانت النسبة معروفة مسبقاً وتم ضربها بقيمة الأرباح المتوقعة، فإن القيمة الحقيقية للسهم يمكن الحصول على تقدير لما يجب أن تكون عليه في الأسواق المالية<sup>2</sup>.

## 2. الصيغة الرياضية لمضاعف الربحية

يتم احتساب مضاعف الربحية ببساطة عبر قسمة السعر السوقي للسهم المعني على ربحية ذلك السهم نهاية السنة المالية، ويؤشر ارتفاع تلك النسبة مدى استعداد ورغبة المستثمرين لشراء ذلك السهم مقابل كل دينار إضافي من الأرباح السنوية، ويعبر عن عدد المرات التي يستلم بها المستثمر الربح لتبرير السعر أو القيمة السوقية للسهم وفق الصيغة الآتية:

$$\text{Price/ earning} = \text{Share price/ earnings per share}$$

حيث:

Price/ earning: نسبة مضاعف الربحية وتكتب اختصاراً (P/E)؛

Share price: سعر إغلاق السهم؛

<sup>1</sup> حسين بن العاربية، عبد السلام بلبالي، قياس القيمة العادلة باستخدام نموذج مضاعف الربحية دراسة تطبيقية لأسهم المؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر للفترة 2013-2015، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 1، العدد 2، 2017، ص 49.

<sup>2</sup> أيمن جدوع فيصل الشمري، شذى عبد الحسين جبر، عباس هاشم مهلهل، بدر شحدة سعيد حمدان، إمكانية استخدام أنموذج مضاعف الربحية في تقييم الأسهم العادية: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، Journal of techniques، المجلد 5، العدد 4، 2023، ص 248.

Earning per share: ربحية السهم الواحد وتكتب (eps).

ولتوضيح معنى نسبة سعر السهم إلى ربحيته نفترض أن سعر السهم السوقي (75 دينار) وربحيته (5دينار)، وعليه فإن نسبة سعر السهم إلى ربحيته تعادل (15 دينار) أي (5/75). ويشير الرقم (15) إلى مقدار الأموال المطلوب استثمارها للحصول على دينار واحد من أرباح الشركة، كما يشير أيضاً إلى عدد السنوات اللازمة لاسترداد المبلغ المستثمر في السهم من خلال الأرباح التي يحققها ذلك السهم سنوياً.

وبذلك تستخدم نسبة سعر السهم على نطاق واسع من جانب المحللين للتعرف على الأسعار النسبية للأسهم، ويرى العديد من الباحثين أن سهولة معرفة السعر السوقي للسهم يقابله صعوبة تحديد ربحيته التي يكتنفها بعض التعقيدات، وللتغلب على ذلك عادة يتم استخدام ربحية السهم السابقة التي يتم حسابها من آخر القوائم المالية المنشورة للشركة<sup>1</sup>.

### 3. الانتقادات الموجهة لنموذج الربحية

على الرغم من استخدام مضاعف الربحية على نطاق واسع لتقييم الأسهم ومقارنة سعر السهم الحالي للشركة مع ربحيته، إلا أنه تعرض لبعض الانتقادات المتمثلة في<sup>2</sup>:

- تعتمد نسبة السعر إلى الربحية على الأرباح التاريخية والتي قد لا تعكس إمكانات أرباح الشركة المستقبلية.

<sup>1</sup> محمد عبد مصطفى مشعل، دور مضاعف الربحية في تقييم أداء المحفظة الاستثمارية دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2016-2018)، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، تخصص العلوم المالية والمصرفية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الموصل، 2019، بغداد، ص 24-25.

<sup>2</sup> تقييم الأسهم: دور مضاعف الأرباح في تقييم الأسهم، شوهد في: 2024/04/13 متاح على الموقع:

<https://fastercapital.com/arabpreneur/%D8%AA%D9%82%D9%8A%D9%8A%D9%85-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B3%D9%87%D9%85--%D8%AF%D9%88%D8%B1-%D9%85%D8%B6%D8%A7%D8%B9%D9%81-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B1%D8%A8%D8%A7%D8%AD-%D9%81%D9%8A-%D8%AA%D9%82%D9%8A%D9%8A%D9%85-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B3%D9%87%D9%85.html>

- قد تتأثر نسبة السعر إلى الربحية بعوامل غير تشغيلية مثل التغيرات في أسعار الفائدة أو معنويات السوق أو الأحداث الخاصة بالشركة.

- قد لا تكون نسبة السعر إلى الربحية قابلة للمقارنة عبر مختلف القطاعات أو الصناعات بسبب الاختلافات في معدلات النمو والربحية والمخاطر.

كما يمكن أن يتأثر P/E بالسلطة التقديرية الإدارية، حيث يمكن للمديرين التأثير عليه بزيادة الرافعة المالية مما يؤدي إلى انخفاض الأرباح وبالتالي زيادة مضاعف السعر / الربح<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (MEDAF)

يعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (MEDAF) أو (CAPM) أحد أهم أساليب التقييم المالي للمؤسسة وأداة أساسية في عمليات اتخاذ القرارات الاستثمارية حيث يستند على مجموعة من المفاهيم والفرضيات والأسس التي سنعرضها بالتفصيل كالتالي:

#### 1. تعريف نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

ظهر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بعد الإسهامات الكبيرة لنظرية المحفظة في الستينات من القرن العشرين، وهو امتداد جوهري لنظرية المحفظة، ويعرف بأنه نموذج الموازنة بين العائد والمخاطرة، وتم تقديمه لأول مرة من طرف (William Sharpe 1964)، في دراسة لتقييم الاستثمار في الموجودات المالية، ولقد استعمل كثيرا في قرارات المفاضلة بين الهياكل المالية، وذلك على أساس المخاطرة والعائد وتقدير تكلفة التمويل<sup>2</sup>.

يعد نموذج تسعير الأصول المالية أول نموذج كمي في الاقتصاد المالي الذي يعبر عن العلاقة بين العائد المتوقع للأصول المالية والمخاطر، حيث يمتاز هذا النموذج بالبساطة والسهولة، ومازال تطبيقه العملي ساري إلى حد اليوم.

<sup>1</sup> خديجة بوزيد، العربي غريسي، التقييم المالي لأسهم الشركات القابضة باستخدام مضاعفات المقاربة السوقية، مجلة المنهل الجديد، المجلد 4، العدد 3، 2021، ص 225.

<sup>2</sup> عيسى بدروني، حسين الأمين شريط، دراسة واقعية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في بورصة الجزائر "سهم أن سي أروبية كنموذج"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 10، العدد 18، 2017، ص 55.

يشرح نموذج تسعير الأصول المالية عائد الأصل المالي بدلالة المخاطرة، حيث تعطي العلاقة بين المخاطرة والعائد للأصول المالية حسب النموذج بواسطة خط سوق الأوراق المالية، فباختبار أن المستثمر يمكنه تجنب المخاطر غير النظامية من خلال التنويع الكفؤ، وعليه فإن مساهمة خطر الأصل المالي في المخاطرة الكلية للمحفظة هي المخاطر المنتظمة فقط<sup>1</sup>.

فبموجب نموذج تقييم الأصول المالية، يتم التعبير عائد الأصول المالية المخاطرة "a" عند معادلته إلى مجموع العائد الخالي من المخاطر "R<sub>f</sub>" بالإضافة إلى مكافأة المخاطر المضافة (التي تُقدر عادة بالاستفادة من معدل المخاطرة للسوق ومضروباً بمعامل بيتا "β<sub>i</sub>" للأصل المالي المعني)، فقبل ظهور نموذج تقييم الأصول المالية، كانت الفكرة السائدة هي أنه يمكن مكافأة المستثمرين عن كامل المخاطر التي يتحملونها مع حيازتهم للأصول المالية. ومع ذلك، عند ظهور نموذج تقييم الأصول المالية، أصبح من الواضح أن المكافأة تتم فقط على المخاطر النظامية من خلال استخدام معامل بيتا<sup>2</sup>.

## 2. فرضيات نموذج تقييم الأصول الرأسمالية

بني هذا النموذج على مجموعة من الفرضيات المتمثلة في<sup>3</sup>:

- يتميز المستثمرون بالرشادة من حيث سعيهم لتعظيم المنفعة المتوقعة من ثروتهم بانتقاء محافظ استثمارية ذات كفاءة على أساس العائد المتوقع والمخاطرة (تباين العوائد)؛
- بغض المستثمرين للمخاطرة Risk-averse؛
- تماثل الأفق الزمني للاستثمار بالنسبة لكل المستثمرين (فترة زمنية واحدة للاستثمار)؛
- تجانس توقعات المستثمرين بشأن العائد المتوقع ومخاطرة الأصول؛

<sup>1</sup> عيسى بدروني، حمزة غربي، دراسة مقارنة لنماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تفسير عوائد الأسهم في بورصة الجزائر، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 14، العدد 1، 2020، ص 302-303.

<sup>2</sup> Patrick Piget, Gestion de portefeuille, economica, paris, France, 2004, p76.

<sup>3</sup> رفيق مزاهدية، تقييم الأصول المالية: من مقاربات التسعير التقليدية إلى النماذج البديلة-دراسة تحليلية ونقدية-، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 16، العدد 23، 2020، ص 122.

- إمكانية اقتراض وإقراض المستثمرين لأي مبلغ وبمعدل فائدة عديم المخاطرة، مع عدم وجود أي قيود على عمليات البيع على المكشوف؛
- سيادة شروط المنافسة التامة في أسواق رؤوس الأموال وغياب التكاليف والضرائب على الصفقات؛
- قابلية الأصول المالية للتجزئة والتسييل.

### 3. أسس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يقوم هذا النموذج على مجموعة من القواعد التي تتمثل في<sup>1</sup>:

- يركز نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على السوق عكس المخاطر القائمة بذاتها وبهذا يكون طريقة مفيدة للتفكير في المخاطر للأصول؛
- عند تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في الممارسة العملية فإنه يظهر إجابات دقيقة عن أسئلة هامة حول المخاطر ومعدلات العائد المطلوبة؛
- بما أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية منطقي بمعنى أنه يمثل الطريقة التي يتصرف بها المستثمرون متجنبين المخاطرة، وعليه فإن هذا النموذج هو أداة مفيدة لشركة كبيرة من المستثمرين؛
- من المناسب التفكير في العديد من المشاكل المالية في إطار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية إلا أنه من المهم إدراك القيود المفروضة على هذا النموذج عند استخدامه في الواقع العملي.

وتتمثل المعادلة الرياضية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية MEDAF فيما يلي<sup>2</sup>:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

<sup>1</sup> محمد إليفي، حمزة بلغالم، تقييم السياسات الاستثمارية للمصارف الإسلامية الجزائرية من منظور نموذج تسعير الأصول الرأسمالية للفترة 2009-2017، مجلة دراسات في المالية الإسلامية والتنمية، المجلد 12، العدد 4، 2021، ص96.

<sup>2</sup> محفوظ بصيري، فريدة سليمان، تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة للمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية -دراسة حالة عينة من المؤسسات في سوق الأوراق المالية الجزائرية-، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 12، العدد 5، 2020، ص64.

تحسب بيتا ( $\beta$ ) بالعلاقة التالية:

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i R_m)}{\sigma^2(R_m)}$$

حيث أن:

$E(R_i)$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

$R_f$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة ×؛

$\beta_i$ : معامل بيتا (المخاطرة النظامية للورقة)، ويتم تقديره من خلال بيانات السوق وهو يمثل درجة حساسية عائد سهم معين لتغير عائد السوق؛

$E(R_m)$ : معدل العائد المتوقع للسوق (عائد مؤشر السوق)؛

$Cov(R_i R_m)$ : التباين المشترك؛

$\sigma^2(R_m)$ : التباين.

### المطلب الثالث: الصيغ التوسعية والبديلة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية

منذ سنوات السبعينيات كان الكثير من المحللين على استعداد لتجاهل نماذج التقييم التقليدية لأنها فشلت في عقلنة أسعار السوق، وقد تمت صياغة مصطلح "الاقتصاد الجديد" لوصف بيئة التقييم الجديدة هذه.

وفي هذا الصدد فإن الجانب الذي لم يتغير هو نظرية التقييم الأساسية، إذ لا يزال المحللون يحاولون تقييم التدفقات النقدية المستقبلية غير المؤكدة، لكن ما تغير هو وتيرة التغيير، فنحن نعيش في عالم لم يعد فيه مجال للحواجز، حيث التنبؤ في هذا النوع من البيئة أمر صعب خاصة بالنسبة لشركات النمو التي قد لا تحقق تدفقات نقدية إيجابية صافية إلا بعد مرور زمن طويل، وفي هذا العالم سريع الخطى تغدو الوسائل التي بواسطتها نقدر المدخلات الرئيسية لنماذج التقييم كالتدفقات النقدية، تكلفة رأس المال وقيمة الأصول غير الملموسة متغيرة أيضا.

ومن أجل بعث روح جديدة في النماذج التقليدية على خلفية الثغرات التي وجدت ومسايرة قضايا التكامل المالي للأسواق الدولية التي تتسم بديناميكية العوائد والأسعار عبر الزمن وبغياب القيود والحواجز، خضعت صيغة Medaf أو Capm الكلاسيكية لعدد من التعديلات أطلق عليها النماذج التوسعية والبديلة<sup>1</sup>، وهي:

▪ **نظرية تسعير المراجعة APT:** وهي نظرية بديلة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، قدمها Steveen Ross عام 1976، تعتمد بشكل أساسي في صياغتها على منطق المراجعة، وتتطلب من نموذج السوق الذي يفترض أن عائد السهم يرتبط بالمخاطر الخاصة بالشركة وبتغيرات عائد محفظة السوق، وبالتالي فإن هذه النظرية تتماشى مع التقسيم الأساسي للمخاطر إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، وبما أن المخاطر غير المنتظمة يمكن تجنبها عن طريق التنويع، فإن هذه النظرية تتعامل فقط مع المخاطر المنتظمة، لكنها تتوجه إلى المصدر الرئيسي للخطر وليس مجرد مصدر وسيط يتمثل في عائد محفظة السوق أو عائد مؤشر السوق كوكيل عن عائد محفظة السوق كما هو الحال في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

تقوم هذه النظرية على أساس أن المحفظ المتنوعة بشكل جيد سوف تختفي فيها المخاطر المنتظمة وتصبح جميع محافظ المراجعة ( المتساوية في القيمة) معرضة لنفس العوامل، وبالتالي يجب أن يكون لها نفس السعر فعند التوازن لا توجد محافظ مراجعة جديدة يمكن للمستثمر التحول إليها دون تحمل مخاطر أكبر<sup>2</sup>.

▪ **نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الدولي ICAPM:** وهو نموذج يفترض أن المستثمرين يحتجزون مواقع محفوفة بالمخاطر، وقدمه الفائز بجائزة نوبل (Robert Merton) في عام 1973 كتمديد لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، حيث يوسع ICAPM هذه النظرية عن طريق السماح بسلوك المستثمر الأكثر واقعية خاصة فيما يتعلق برغبة معظم المستثمرين في

<sup>1</sup> رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص 127.

<sup>2</sup> سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية -دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس 1، سطيف، 2018، ص 64.

حماية استثماراتهم ضد عدم اليقين في السوق وبناء محافظ ديناميكية تحتوي على عناصر التحوط ضد المخاطر<sup>1</sup>.

▪ نموذج تحليل المخاطرة الدولية **international risk decomposition model**: تعزى فكرة هذا النموذج إلى Haluk Akdogan، حيث يركز على فرضية التكامل التام للأسواق في بناء النموذج القائم على تقدير مدى حساسية عوائد السوق المحلية لبلد ما بالنسبة للسوق العالمية، فهو بذلك يطبق علاقة انحدارية ذات معامل الحساسية  $B$  التي تقيس مدى ارتباط عوائد السوق المحلية مع عوائد السوق العالمية<sup>2</sup>.

▪ نموذج **Fama-French متعدد العوامل**: خضع CAPM لمراجعة جوهرية من طرف

Fama & French اللذان قاما بإدراج بعد جديد، وهو تفسير علاوة المخاطرة المتوقعة لمحفظه أو سهم ما بدراسة حساسية عائدها إزاء ثلاث عوامل للمخاطرة غير القابلة للتوزيع وهي:

- (RM-RF): علاوة مخاطرة محفظة السوق (العائد الإضافي)، وتكافئ علاوة مخاطر السوق من منظور CAPM؛

- SMB: علاوة مخاطرة الحجم أو أثر حجم الشركة، وتقاس بالفرق بين عائد محفظة أسهم الشركات الصغيرة (على أساس الرسملة السوقية) والعائد على محفظة أسهم الشركات الكبيرة؛

- HML: علاوة مخاطرة أثر نسبة القيمة الدفترية للسهم إلى قيمته السوقية (book - to - market)، وتقاس بالفرق بين عائد محفظة أسهم الشركات ذات النسبة المنخفضة أو أسهم القيمة وعائد محفظة أسهم الشركات ذات النسبة العالية أو أسهم النمو<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Will Kenton, **Internationam capital asset pricing model (ICAPM)**: overview, sur le site : <https://www.investopedia.com/terms/i/intertemporal-capital-asset-pricing-model-icapm.asp>

<sup>2</sup> العربي سعدي، صاطوري الجودي، نحو بناء محفظة مالية دولية مثلى باستعمال نموذج تفكيك المخاطرة الدولية - دراسة حالة السوق المالي القطري -، مجلة أبحاث ودراسات التنمية، المجلد 10، العدد 2، 2023، ص 152.

<sup>3</sup> رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص 130-131.

## خاتمة الفصل

من خلال هذا الفصل تم عرض مختلف المفاهيم النظرية حول قيمة المؤسسة وأهميتها، حيث تعتبر أداة رئيسية مهمة جدا للمستثمرين لاتخاذ القرارات الإستراتيجية وتحديد الأولويات المالية، فهي تعكس قوة وأداء المؤسسة في السوق وقدرتها على تحقيق العائد للمساهمين والمستثمرين، وتشمل قيمة المؤسسة أنواع مختلفة بدءاً من القيمة السوقية التي تعكس تقييم السوق للمؤسسة، إلى القيمة المحاسبية التي تستند إلى البيانات المالية، وصولاً إلى القيمة الاقتصادية التي تحاكي القيمة المستقبلية للتدفقات النقدية، إضافة إلى ذلك فإن قيمة المؤسسة يمكن أن تتأثر بعدة عوامل كحجم المؤسسة، ربحيتها ومكانتها في السوق.

كما تم التركيز أيضاً على مختلف النماذج المستخدمة في تقييم المؤسسة، مثل طريقة الأصول الصافية المحاسبية والمصححة، طريقة التدفقات النقدية، نماذج التقييم باستخدام مضاعف الربحية، تقييم الأصول الرأسمالية وتقييم كفاءة الأسواق المالية وأثرها على قيمة المؤسسة.

# الفصل الثاني:

الإطار المفاهيمي للضريبة على أرباح  
الشركات

## مقدمة الفصل

تعتبر الضرائب من أبرز الجوانب التي تؤثر على قيمة المؤسسة بشكل مباشر، فهي ليست مجرد تكاليف إضافية، بل تمثل جزءاً أساسياً من البيئة التشغيلية لأي مؤسسة، ويعتبر فهم هذا التأثير والتعامل معه بشكل فعال من أهم مهام الإدارة المالية، وذلك نظراً للدور الحيوي الذي تلعبه في عمليات اتخاذ القرارات المالية والاستثمارية، وتحديد مدى جاذبية الاستثمار في المؤسسة، فالتغييرات في التشريعات الضريبية والسياسات الحكومية يمكن أن تؤثر كذلك على استراتيجيات المؤسسة وتخطيطاتها المستقبلية.

كما تلعب الضريبة على أرباح الشركات دوراً حاسماً في تشكيل الهيكل المالي للمؤسسة، وتتنوع النظريات المفسرة للعلاقة بين الضريبة والهيكل المالي، حيث تقدم بعضها وجهات نظر تؤكد على حيادية الضريبة، بينما تؤكد أخرى على عدم حياديتها وتأثيرها الفعّال، وسنستعرض بعمق في هذا الفصل مختلف المفاهيم حول كل من الضريبة والضريبة على أرباح الشركات والنظريات المختلفة التي تفسر العلاقة بين الضريبة على أرباح الشركات والهيكل المالي، وذلك من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول: عموميات حول الضريبة.
- المبحث الثاني: ماهية الضريبة على أرباح الشركات والتنظيم الفني لها.
- المبحث الثالث: النظريات المفسرة لحيادية أو عدم حيادية الضريبة على الهيكل المالي للمؤسسة.

## المبحث الأول: عموميات حول الضريبة

تعتبر الضريبة مصدرا رئيسيا يعتمد عليه في تحقيق أهداف المجتمع السياسية والاجتماعية والاقتصادية، وذلك باعتبارها أقدم وأهم مورد للإيرادات العامة للدولة.

### المطلب الأول: مفهوم الضريبة

تحتل الضرائب مكانة مهمة في الاقتصاديات المعاصرة لكونها أهم مورد تستخدمه الحكومات في تغطية نفقاتها وتحويل موازنتها، وسنحاول من خلال هذا المطلب التعرف على الضرائب بصفة عامة وأهم خصائصها.

#### 1. تعريف الضريبة

تعد الضرائب من أهم القضايا في حياة الإنسان، سواء من حيث أدائه لها، أو من حيث انتقاعه بمواردها في إطار الخدمات العامة المقدمة من طرف الدولة.

مصطلح "الضريبة" حسب منظمة البيئة التعاون الاقتصادي والتنمية يعني الدفع بلا مقابل للحكومة، ويتم فرضها على شخص ما أو كيان أو أصول وما إلى ذلك، وقد تكون قي شكل ضريبة على الدخل، ضريبة عقارية، ضريبة المبيعات، ضريبة الأرباح... وغيرها<sup>1</sup>.

ويمكن تعريفها على أنها خصم مالي تفرضه الدولة إجباريا على دافعي الضرائب دون تعويض مع مراعاة قدرتهم على الدفع لتغطية النفقات العامة<sup>2</sup>.

"الضريبة هي مبلغ من المال تفرضه الدولة من المكلفين بصورة جبرية ونهائية ودون مقابل في سبيل تغطية النفقات العمومية أو في سبيل تدخل الدولة فقط"<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Gitte Heij, **The definition of tax, asia-pacific bulletin**, vol 1, 2001, p 74.

<sup>2</sup> Abdelkader Souna, **The impact of indirect taxes on economic development in Algeria during the period 2000-2001**, review of tax studies, vol 12, n° 23, 2024, P56.

<sup>3</sup> حسن عوضة، عبد الرزاق قطيش، **المالية العامة**، دار الخلود، الطبعة الأولى، لبنان، 1995، ص 347.

" اقتطاع نقدي جبري نهائي يتحمله الممول ويقوم بدفعه بلا مقابل وفقا لمقدرته التكليفية مساهمة في الأعباء العامة أو لتدخل السلطة لتحقيق أهداف معينة<sup>1</sup>."

" اقتطاع مالي في شكل مساهمة نقدية إجبارية من الأفراد للمشاركة في تحمل أعباء الخدمات العامة والإنفاق العام، تبعا لمقدرتهم على الدفع ودون النظر إلى تحقيق نفع خاص يعود عليهم من هذه الخدمات، وتستخدم حصيلتها في تحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية ومالية وغيرها، وتقوم الدولة بتحصيلها لذلك<sup>2</sup>."

"فريضة مالية نقدية الدولة جبرا من الأفراد بدون مقابل، بهدف تمويل نفقاتها العامة وتحقيق الأهداف النابعة من مضمون فلسفتها السياسية<sup>3</sup>."

## 2. خصائص الضريبة

للضريبة عدة خصائص أهمها:

### ▪ الضريبة المعاصرة هي أداء نقدي

الأصل أن تدفع الضريبة في العصر الحديث في صورة نقود، تماشيا مع مقتضيات النظام الاقتصادي ككل، وما دامت النفقات العامة تتم في صورة نقدية فإن الإيرادات العامة للدولة بما فيها الضرائب لا بد وأن تحصل كذلك بالنقود<sup>4</sup>.

### ▪ الضريبة تفرض و بصورة جبرية

<sup>1</sup> منصور ميلاد يونس، مبادئ المالية العامة، الشركة المالية للوراقة الطباعة، ليبيا، 1991، ص101.

<sup>2</sup> عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات المالية العامة، الدار الجامعية، بدون رقم الطبعة، مصر، 2004، ص 239-240.

<sup>3</sup> عادل فليح العلي، المالية العامة والتشريع المالي الضريبي، دار حامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2007، ص91.

<sup>4</sup> سالم محمد الشوابكة، المالية العامة والتشريع المالي الضريبي، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص68.

بمعنى ليس للفرد خيار في دفع الضريبة وإنما هو مجبر على دفعها حيث يتم تحديد مقدارها وموعد دفعها<sup>1</sup>.

يعد فرض الضريبة وجبايتها عملاً من أعمال السلطة العامة، بمعنى أن فرض الضريبة أو جبايتها يستند إلى الجبر، ويعني ذلك أن النظام القانوني للضريبة هو اختصاص أصيل للدولة لا يجوز أن يكون محلاً للاتفاق بين الأفراد والدولة<sup>2</sup>.

#### ▪ الضريبة تدفع دون مقابل

فالمكلف بها يدفعها دون أن ينتفع بها فهي مساهمة منه كعضو داخل المجتمع في تحمل الأعباء والتكاليف العامة، وهذا لا ينفي أنه لا ينتفع بالخدمات التي تقدمها الدولة، ولكن بصفته عضواً في المجتمع وليس بصفته دافعاً للضريبة<sup>3</sup>.

#### ▪ الضريبة بهدف تحقيق النفع العام

تعتبر الضرائب المصدر الرئيسي لتحصيل الإيرادات العامة التي تلبى بها الدولة النفقات العامة التي تدخل في نطاق اختصاصاتها<sup>4</sup>، حيث عرفت الضريبة في بادئ الأمر كوسيلة لتوفير الأموال اللازمة لتغطية النفقات العامة، وضماناً لتحقيق هذا الهدف المالي وحماية المجتمع من أن يساء استخدام الضريبة حيث ينادي الفكر الكلاسيكي بضرورة توافر شرطين أساسيين في فرض الضريبة وهما وفرة الحصيلة وحيادها<sup>5</sup>.

فلا تجبر الضريبة بقصد تغطية نفقات وخدمات معينة وإنما بقصد توزيع مجمل النفقات العامة على المواطنين، فقد أصبحت الضريبة تستخدم في الوقت الحاضر حيث تزداد درجات التدخل الاقتصادي والاجتماعي للدولة في تحقيق أغراض اقتصادية واجتماعية<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> وليد زكريا صيام و آخرون، الضرائب و محاسبتها، دار صفاء للنشر و التوزيع، الأردن، ص16.

<sup>2</sup> عادل فليح العلي، المالية العامة و التشريع المالي والضريبي، مرجع سبق ذكره، ص92.

<sup>3</sup> عبد الله خبابة، أساسيات في اقتصاد المالية العامة، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2009، ص133.

<sup>4</sup> Valbona Zeqiraj, Artan Nimani, **Taxes and their effects on business environment**, academic journal of interdisciplinary studies, vol 4, n°1, 2015, p 91.

<sup>5</sup> حامد عبد المجيد دراز، مبادئ المالية العامة، الدار الجامعية، 2003، ص21.

<sup>6</sup> سالم محمد الشوابكة، مرجع سبق ذكره، ص69.

▪ الضريبة تدفع بصفة نهائية

إن الأفراد يدفعون الضريبة إلى الدولة بصورة نهائية، بمعنى أن الدولة لا تلتزم برد قيمتها لهم أو بدفع أية فوائد عنها، وبذلك تختلف الضريبة عن القرض العام الذي تلتزم الدولة برده إلى المكتتبين فيه كما تلتزم بدفع فوائد عن قيمة القرض<sup>1</sup>.

▪ الضريبة تفرض تعبيراً عن سياسة الدولة المتدخلة

وهذا يعني أن الضريبة تقوم بها الدولة وهي الوحيدة المكلفة بفرضها وتحصيلها وهي التي تحدد معدلها أو سعرها أو مقدارها وتحدد وعائها<sup>2</sup>.

▪ الضريبة تدفع وفقاً لمقدرة المكلفين بها

إن الضريبة تطرح على كل شخص قادر على الدفع تبعاً لمقدرته المالية، فالضريبة هي الطريقة لتقسيم الأعباء العامة بين الأفراد وفق قدرتهم التكليفية<sup>3</sup>.

المطلب الثاني: أهداف الضريبة و قواعدها

تهدف الدولة من خلال فرضها للضريبة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، ولكي تفرض الضريبة لتحقيق أهدافها المرسومة لابد من وضع قواعد أساسية تتبعها لأجل تحقيق أهدافها.

1. أهداف الضريبة

لم تعد الضرائب تشجع لتحقيق أهداف مالية فحسب، بل أصبحت تستخدم لتحقيق أهداف متعددة، اقتصادية، اجتماعية، وفيما يلي نوضح أهم أهدافها:

▪ **الهدف المالي:** ترمي الضرائب إلى تحقيق غاية مالية، وهي تغطية النفقات العامة للدولة التي تحتاج إليها لتيسير مرافقها العامة وتعد الغاية المالية من الغايات التقليدية للضرائب ولذا كانت

<sup>1</sup> سوزي عدلي ناشد، أساسيات المالية العامة، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، مصر، 2008، ص120.

<sup>2</sup> عبد الله خبابة، مرجع سبق ذكره، ص133.

<sup>3</sup> أحمد الجبير، المالية العامة والتشريع المالي، الأفاق المشرقة للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2011، ص90.

الضريبة لدى الفكر التقليدي مسوغة بغايتها المالية فحسب، أو بعبارة أخرى فإن النفقات العامة هي التي تسوغ عندهم الالتجاء إلى الضريبة وهي التي تحدد في نفس الوقت نطاقها، وعليه يمكن القول بأن الاتفاق من أجل الإصلاح العام هو أساس الضريبة والمحدد لها<sup>1</sup>.

▪ **الهدف الاقتصادي:** وهو الوصول إلى حالة استقرار اقتصادي غير منسوب بالتضخم أو الانكماش، حيث تهدف الضريبتين إلى:

- التقليل من حدة الضغوط التضخمية ومحاربتها والمحافظة على قيمة النقد الوطني نتيجة لازدياد العرض النقدي على العرض السلعي؛

- حماية الصناعات والمنتجات الوطنية وتغطية العجز في ميزان المدفوعات؛

- الحد من استهلاك بعض المواد الكمالية المستوردة من الخارج ومن فرض نمط استهلاك معين؛

- تشجيع بعض أنواع المشروعات بإعفاؤها من الضرائب كلياً أو جزئياً؛

- تحقيق التنمية الاقتصادية وذلك بتعبئة الموارد المالية باستخدام الضرائب كتشجيع للاذخار بإعفاء المداخل الناتجة عن الأموال المودعة لدى البنوك؛

- توجيه عناصر الإنتاج نحو الفروع والقطاعات الإنتاجية التي ترغب الدولة في تطويرها ويكون ذلك بالإعفاء الكلي للضرائب أو بفرض ضرائب مخفضة<sup>2</sup>.

▪ **الهدف الاجتماعي:** ويتمثل في استخدام الضريبة لإعادة توزيع الدخل القومي لصالح الطبقات الفقيرة، مثال ذلك أن يقرر المشرع الضريبي تخفيف الأعباء الضريبية على ذوي الأعباء العائلية الكبيرة. كما تستخدم الضريبة أيضاً في تطوير بعض الأنشطة الاجتماعية، كإعفاء بعض الهيئات والجمعيات التي تقوم بخدمات اجتماعية معينة ( دينية أو أسرية... ) من الضرائب، أو قد تساهم الضريبة في المحافظة على الصحة العامة بفرض ضرائب منخفضة السعر على سلع

<sup>1</sup> عادل علي، المالية العامة و القانون المالي و الضريبي، مرجع سبق ذكره، ص 125.

<sup>2</sup> عبدالله خبابة، مرجع سبق ذكره، ص 135-136.

الاستهلاك الضروري كالبخبز، وفرض ضرائب مرتفعة السعر على بعض السلع التي ينتج عنها أضرار صحية مثل المشروبات الكحولية والسجائر<sup>1</sup>.

▪ **الهدف السياسي:** أي أن الضريبة أصبحت مرتبطة بشكل مباشر بمخططات التنمية الاقتصادية والاجتماعية العامة، ويعتبر استعمال الضريبة للأهداف السياسية كما هو الحال في الحروب التجارية بين الدول المتقدمة، كما تستخدم الضريبة في محاربة الطبقة الاجتماعية. كما تستعمل الضريبة من أجل تحقيق سياسة التوازن الجهوي، فإن قانون المالية لسنة ومن أجل إنعاش المناطق الصحراوية المعزولة، ومنح امتيازات الاستثمار والعمل بهذه المناطق، وبالتالي جلب رؤوس الأموال واليد العاملة لتشجيع النشاطات الاقتصادية في إطار التنمية الوطنية الشاملة<sup>2</sup>.

## 2. قواعد الضريبة

حتى يكون النظام الضريبي نظاما عادلا وسليما لا بد أن يأخذ بعين الاعتبار مجموعة من المبادئ والقواعد الأساسية التي قد وضعها العالم الاقتصادي ادم سميث في مؤلفه الشهير (نزوة الأمم) أهم القواعد التي يجب أن يقوم عليها نظام الضرائب المثالي، وتتمثل هذه القواعد فيما يلي:

✓ **قاعدة العدالة الضريبية:** بمعنى وجوب أن تكون الضرائب عادلة من حيث المساهمة بها كل حسب قدرته التكاليفية وبما يتناسب والدخل الذي يحصل عليه الفرد، والمعروف أن المكلف بها يقبل بدفع الضريبة متى شعر بعدالتها، أما إذا شعر بنوع من الظلم في دفعها فإنه يجتهد في التهرب من دفعها.

والعدالة التي أشار إليها ادم سميث في دفع الضريبة تعني أن على أفراد المجتمع المساهمة في نفقات الدولة بحسب قدرتهم النسبية، أي على الجميع أن يساهموا بنسبة وحدة مهما كانت دخولهم أو ثروتهم، أما الفكر الحديث والذي يرى في الضريبة التصاعدية مجالا أكبر في تحقيق العدالة، لأنها هي التي تسمح بأن يسهم المكلفون في الأعباء العامة كل تبعا لمقدرته المالية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> سوزي عدلي ناشد، مرجع سبق ذكره، ص 132.

<sup>2</sup> عبدالله خبايا، مرجع سبق ذكره، ص 137.

<sup>3</sup> أحمد الجبير، مرجع سبق ذكره، ص 94-95.

✓ **قاعدة اليقين:** ويقصد بهذه القاعدة أن تكون الضريبة معلومة وواضحة بشكل يقيني لا غموض فيها ولا حكم، فمن الأهمية أن يعرف المكلف بالقاعدة الضريبية، مدى التزامه فيها على وجه التحديد وبصورة واضحة حتى يحدد موقفه ويعرف مدى ما يلتزم به من ضرائب، سواء من حيث أهميتها أو سعرها أو كافة الأحكام القانونية المتعلقة بها: من تحديد للوعاء إلى بيان كيفية الربط والتحصيل وغير ذلك من المسائل الفنية الخاصة بالتنظيم الفني للضرائب<sup>1</sup>.

✓ **قاعدة الملائمة:** بمعنى أن تكون الضرائب المفروضة ملائمة للمولين، بأن تفرض بشكل يراعي ظروفهم وأحوالهم مما يجعل عملية دفع الضريبة سهلة ومقبولة، فعلاقة هذه القاعدة بطريقة تقويم الوعاء واضحة من حيث وجود اختيار الأوعية الممكن تقويمها بشكل يسير وكذلك بتوقيت التحصيل وطريقته كخصم الضرائب من الدخل المباشر والمطالبة بدفع الضرائب في الوقت المناسب لدفعها و بدون زيادة أعباء المكلفين، ولا شك أن تطبيق هذه القاعدة يؤدي إلى تسهيل مهمة جهات التحصيل وعدم التهرب من الضرائب بشكل يؤثر على الحصيلة من هذه الضرائب<sup>2</sup>.

✓ **قاعدة الاقتصاد في نفقات التحصيل:** وتعني هذه القاعدة بأن الفارق بين ما يدخل الخزنة العامة من حصيلة الضرائب وبين ما يدفعه المكلفون فعلا يجب أن يكون ضئيلا إلى أقصى حد ممكن، بمعنى آخر ينبغي أن تكون نفقات تحصيل الضريبة ضئيلة بالمقارنة مع تحصيلها، فلا خير في ضريبة تتكلف جبايتها الجزء الأكبر من حصيلتها<sup>3</sup>.

### المطلب الثالث: تصنيفات الضريبة

تنقسم الضرائب إلى عدة أنواع وتصنيفات، نذكر بعضها في النقاط التالية:

#### أولاً: الضريبة على الأشخاص و الضريبة على الأموال

ويقصد بالضرائب على الأفراد، تلك الضرائب التي تتخذ من الشخص نفسه وعاء للضريبة، بغض النظر عما في حوزته من أموال. أما الضرائب على الأموال فتفرض على رأس المال سواء كان عاملا من

<sup>1</sup> عادل أحمد حشيش، مصطفى رشدي شيحة، مقدمة في الاقتصاد العام، مرجع سبق ذكره، ص 202-203.

<sup>2</sup> عزمي أحمد يوسف خطاب، الضرائب و محاسبته، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2010، ص38.

<sup>3</sup> مجدي محمود شهاب، الاقتصاد المالي، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 1999، ص170.

عوامل الإنتاج أو عائدا من عوائده عقارا أو منقولا: سلعة استثمارية أو سلعة استهلاكية متخذة صورة دخل أو ثروة أو إنفاق<sup>1</sup>.

#### ثانيا: الضريبة الوحيدة والضريبة المتعددة

يقصد بنظام الضريبة الواحدة ذلك النظام الضريبي الذي تعتمد فيه الدولة على ضريبة واحدة للحصول على كل ما تحتاجه من المكلفين، أو على ضريبة أساسية واحدة مع وجود بعض الضرائب الأخرى قليلة الأهمية.

أما نظام الضرائب المتعددة فهو يقوم على أساس فرض الدولة لعدد من الضرائب الأساسية والتي يكمل بعضها بعضا كغرض الضرائب على الدخل أو على تملك الأموال أو على تداولها واستهلاكها، والحقيقة أن أغلب دول العالم اليوم تأخذ بنظام تعدد الضرائب<sup>2</sup>.

#### ثالثا: الضريبة العينية والضريبة الشخصية

يمكن تقسيم الضرائب تبعا لمراعاتها ظروف الممول ومقدرته التكلفة إلى الضرائب إلى ضرائب عينية وضرائب شخصية. ويكتسب هذا التقسيم أهمية فيما يتعلق بعدالة النظام الضريبي، حيث يقصد بالضريبة العينية تلك الضرائب التي لا تأخذ في حسابها شخص المكلف وظروفه الشخصية والعائلية، إذ ينصب اهتمامها فقط على الوعاء والمادة الخاضعة دون أدنى اعتبار لظروف الممول الشخصية التي تؤثر بشكل كبير على مقدرته التكلفة.

تعد الضرائب العينية مجافية لمبدأ العدالة الضريبية، وتحاول الدول التي تطبق الضرائب العينية التخفيف من حدة تأثير الضريبة السلبية على العدالة من خلال إعفاء بعض ملامح التشخيص عليها عن طريق تقرير إعفاء حد أدنى لا يخضع للضريبة.

<sup>1</sup> صبرينة كردودي، تمويل عجز الموازنة العامة للدولة في الاقتصاد الإسلامي، دار الخلدونية للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الجزائر، 2007، ص 79-80.

<sup>2</sup> منصور ميلاد يونس، مرجع سبق ذكره، ص 121.

من ناحية أخرى، يقصد بالضرائب الشخصية تلك الضرائب التي تأخذ في الاعتبار عند فرضها على المال الخاضع لها، الظروف الشخصية للممول، حجم المال ومصدره. بمعنى أنها تراعي قدرة الممول على الدفع، وبالتالي هي أكثر قدرة على تحقيق العدالة الضريبية مقارنة بالضرائب العينية.

تعتبر الضريبة الموحدة على دخول الأشخاص أبرز صور الضرائب الشخصية حيث تراعي الظروف الشخصية للممول ومقدرته التكلفة<sup>1</sup>.

#### رابعاً: الضريبة المباشرة و الضريبة غير المباشرة

يمكن التفريق بين هذين النوعين من الضرائب وفقاً للطريقة التي يتم بها تحصيل الضريبة. فالضرائب المباشرة يتم تحصيلها بناءً على أوراق وقوائم اسمية ومن المستحيل نقل عبئها و دافعها هو الذي يتحملها (ضرائب الدخل)، تفرض دورياً (سنوياً) على المركز المالي الممول الذي يتكون من عناصر ثابتة ودائمة لفترة طويلة. أما الضرائب غير المباشرة فيمكن نقل عبئها ودافع الضريبة هو الذي يتحملها (الضرائب الجمركية، ضريبة المبيعات) وتتوقف على درجة مرونة العرض والطلب على السلعة محل الضريبة، ونوع العنصر الخاضع ومدى توفر أو انعدام المنافسة، ويتم تحصيلها دون إصدار قوائم<sup>2</sup>.

وبالتالي الضريبة المباشرة تفرض على الربح أو الدخل أو الثروات، في حين يتم فرض الضريبة غير المباشرة على أسعار السلع والخدمات<sup>3</sup>.

#### خامساً: الضريبة التوزيعية و الفردية القياسية

يقصد بالضرائب التوزيعية الضرائب التي تحدد السلطات المالية مقدارها الكلي، على أن يوزع على الممولين تبعاً لمقدرتهم على الدفع دون تحديد سعر الضريبة وقد تم العدول عنها لأنها لا تتفق ومبادئ العدالة الضريبية، أما الضرائب القياسية فهي الضرائب التي تحدد السلطات المالية سعرها دون تحديد مقدارها الكلي، وهي الشائعة الاستعمال عند كل الدول.

<sup>1</sup> عاطف وليم اندراوس، الاقتصاد المالي العام في ظل التحولات الاقتصادية المعاصرة، دار الفكر الجامعي، مصر، ص 179-180.

<sup>2</sup> صبرينة كردودي، مرجع سبق ذكره، ص 80-81.

<sup>3</sup> Florentin Gabriel Nanu, **Direct taxation of the digital economy**, International conference legal perspectives on the internet, SHS web conf, vol 177, 2023, p1.

سادسا: الضريبة النسبية و الضريبة التقاعدية

تعتبر الضريبة نسبية حينما يكون سعرها ثابتا (محددا بنسبة مئوية) لا يتغير بتغير المادة الخاضعة كأن تفرض ضريبة على الدخل بنسبة مثلا، فإن هذا السعر يسري على جميع الدخل بغض النظر على تفاوت أصحابها وتتصف ببساطتها كونها تفرض بسعر واحد، كما تتصف بعدالتها إذ تعامل الجميع معاملة واحدة، أما الضريبة التصاعدية فهي تفرض بأسعار مختلفة باختلاف المادة الخاضعة للضريبة، بحيث يرتفع سعر الضريبة بارتفاع قيمة المادة الخاضعة لها والعكس صحيح، كأن تفرض ضريبة دخل بنسبة على أول دينار، على العشرة آلاف الثانية وعلى العشرة آلاف الثالثة وهكذا....، وهناك أساليب مختلفة لحساب الضريبة التصاعدية<sup>1</sup>.

لقد قمنا من خلال هذا المبحث بتقديم المفاهيم العامة للضريبة، حيث تم تعريفها على أنها عبارة عن مبلغ من المال تفرضه الدولة على المكلفين بصورة جبرية ونهائية ودون مقابل في سبيل تغطية النفقات العامة.

هذا لغرض تحقيق أهداف الدولة المالية، الاقتصادية، السياسية وكذا الاجتماعية كما قمنا بعرض أهم الخصائص والقواعد التي تحكم هذه الضريبة وأهم أنواعها.

<sup>1</sup> أحمد الجبير، المالية العامة و التشريع المالي، الأفق المشرقة، الطبعة الأولى، الإمارات، 2011، ص 134-135.

## المبحث الثاني: ماهية الضريبة على أرباح الشركات و التنظيم الفني لها

أصبحت المؤسسات الجزائرية ملزمة بتطبيق الطرق والأدوات الضرورية في وضع وتنفيذ الاستراتيجيات الملائمة ضمن قطاع نشاطها، وعليه تحقيق التأقلم السريع مع متغيرات المحيط من جهة واغتنام الفرص المتاحة واستغلال مواردها بصفة أفضل، وذلك لكي تتمكن من الاستمرار والبقاء، حيث تعتبر الضرائب من أهم المصادر والموارد التمويلية للخزينة العامة للدولة، ووسيلة حالية مهمة في يد الدولة تستخدمها لتحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية كإعادة توزيع الدخل وتحقيق العدالة الاجتماعية بين طبقات المجتمع، حيث لجأت السلطات الجزائرية في السنوات الأخيرة إلى إصلاح النظام الجبائي، أين أنشأت ضرائب جديدة من بينها الضريبة على أرباح الشركات التي تفرض على مجمل الأرباح والمداخيل المحققة من طرف المؤسسات، وقد جاءت هذه الضريبة لإلغاء ازدواجية النظام عن طريق إدماج المؤسسات الجزائرية والأجنبية وكذلك عقلنة الجباية الخاصة بالشركات وجعلها أداة للانتعاش الاقتصادي.

تعد الضريبة على أرباح الشركات من أهم الضرائب في العصر الحالي التي تعتمد عليها الدولة الجزائرية في تمويل ميزانيتها العامة.

## المطلب الأول: مفهوم الضريبة على أرباح الشركات و مجال تطبيقها

لقد تطرقنا من خلال هذا المطلب إلى مفهوم الضريبة على أرباح الشركات وأهم خصائصها ومجال تطبيقها.

## 1. تعريف الضريبة على أرباح الشركات

تعرف الضريبة على أرباح الشركات بأنها الضريبة المفروضة على الدخل الذي تحققه الكيانات التجارية في عام واحد، ويمكن أن تتأثر بالعديد من العوامل<sup>1</sup>.

حسب المادة 135 من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة تعرف الضريبة على أرباح الشركات كما يلي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> Ninda Setianil, Any Eliza M.Ak, Rosydalina Putri, M.S.Ak Akt, **effect of capital intensity on corporate income tax payable**, advances in business research international journal, vol 9, n°2, 2023, p43.

- تؤسس ضريبة سنوية على مجمل الأرباح أو المداخل التي تحققها الشركات وغيرها من الأشخاص المعنويين المسار إليهم في المادة 136، وتسمى هذه الضريبة، الضريبة على أرباح الشركات.

ويتم فرض الضريبة على أرباح الشركات على صافي الأرباح، ويتم حسابها على أنها الزيادة في الإيرادات مقابل التكاليف المسموح بها<sup>2</sup>.

- جاءت الضريبة على أرباح الشركات لتعوض وتراجع نقائص الضريبة على الأرباح الصناعية والتجارية السابقة، وذلك من خلال أنها<sup>3</sup>:

✓ تطبق دون استثناء على الأشخاص المعنويين على عكس الضريبة على الأرباح الصناعية والتجارية التي تفرض على الأشخاص المعنويين في شكل معدل نسبي، وعلى الأشخاص الطبيعيين في شكل معدل تصاعدي؛

✓ تطبق دون التمييز بين المؤسسات الأجنبية والجزائرية؛

✓ تطبق وجوبا على الأشخاص الخاضعين لنظام فرض الضريبة حسب الربح الحقيقي مهما كان رقم الأعمال المحقق، وأن هذا الربح يحدد على أساس محاسبة تمسك طبقا للقوانين والأنظمة المعمول بها.

إن إحداث الضريبة على أرباح الشركات يستجيب لانشغالات المتعلقة بوضع نظام جبائي خاص بالشركات يكون متميزا عن النظام المتعلق بالأشخاص الطبيعيين، والضريبة على أرباح الشركات جاءت لإلغاء ازدواجية النظام الجبائي الجزائري عن طريق إدماج المؤسسات الجزائرية والمؤسسات الأجنبية في مجال تطبيقها، وهذا شيء إيجابي يزيح الكثير من الغموض التعقيد وفيه احترام وتكريم لمبدأ شمولية

<sup>1</sup> الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، وزارة المالية، المديرية العامة للضرائب، المادة 135 من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة لسنة 2024، ص 43.

<sup>2</sup> Richard Zadocky Jacob, **Rayyan Bakar Omar, Impact of corporate income tax on economic growth in Zanzibar**, rural planning journal, vol 25, n° 2, 2023, p 30.

<sup>3</sup> حميد بوزيدة، التقنيات الجبائية ( مع تمارين محلولة ) ، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص 71.

القواعد الجبائية، كما تعتبر هذه الضريبة النوع الثاني من الضرائب المباشرة التي جاء بها التشريع الجبائي لسنة 1992<sup>1</sup>.

## 2. خصائص الضريبة على أرباح الشركات

تتميز الضريبة على أرباح الشركات بعدة خصائص يمكن إنجازها فيما يلي:

- **ضريبة سنوية:** أي أنها لا تفرض على ربح كل عملية قامت بها لشركة على حدا، وإنما تسري على النتيجة النهائية الصافية لكل العمليات التي تقوم بها الشركة خلال فترة زمنية معينة قدرها المشرع بسنة كاملة<sup>2</sup>.

- **ضريبة وحيدة:** وذلك لأنها تتعلق بضريبة واحدة تفرض على الأشخاص المعنويين<sup>3</sup>.

- **ضريبة عامة:** لكونها تفرض على مجمل الأرباح دون تمييز لطبيعتها<sup>4</sup>.

- **ضريبة نسبية:** لكونها تعتمد على معدل واحد يفرض على الربح الضريبي<sup>5</sup>، وتفرض على صافي أرباح الشركة بنسبة ثابتة واحدة وهذا السعر لا يتغير مهما تغير مقدار الربح<sup>6</sup>، أي أن الربح الضريبي يخضع لمعدل واحد وليس إلى جدول تصاعدي<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> منصور بن اعمارة، الضريبة على أرباح الشركات، الطبعة الثانية، دار هومة للطباعة و النشر و التوزيع، الجزائر، 2011، ص 15.

<sup>2</sup> منصور أحمد البديوي، محمد رشيد الجمال، دراسات في المحاسبة الضريبية، دار المعرفة الجامعية، دون ذكر رقم الطبعة، مصر، 1999، ص 21.

<sup>3</sup> حميد بوزيدة، التقنيات الجبائية، مرجع سبق ذكره، ص 21.

<sup>4</sup> عبد الهادي مختار، دراسة لدور الضريبة على أرباح الشركات في تحويل الانفاق العام في الجزائر الفترة 1993-2015، مجلة البديل الاقتصادي، المجلد 8، العدد 2، 2017، ص 185.

<sup>5</sup> رضا خلاصي، النظام الجبائي الجزائري الحديث، الطبعة الثانية، دار هومة للطباعة و النشر و التوزيع، الجزائر، 2006، ص 29.

<sup>6</sup> منصور أحمد البديوي، محمد رشيد الجمال، مرجع سبق ذكره، ص 24.

<sup>7</sup> منصور بن اعمارة، مرجع سبق ذكره، ص 16.

- ضريبة تصريحية: أي أنها ضريبة تعتمد على التصريح الإجمالي للمكلف من خلال التزامه بإيداعه تصريحه السنوي المتمثل في الميزانية الجبائية ولواحقها في أجل أقصاه 30 أفريل من السنة التي تلي تحقيق الربح<sup>1</sup>.

### 3. مجال تطبيق الضريبة على أرباح الشركات

تطبق الضريبة على أرباح الشركات على مختلف الشركات إلا في وجود استثناءات محددة، تفرض هذه الضريبة على أرباح الشركات سواء وطنية أو أجنبية عن الأرباح المحققة بالجزائر.

#### • الشركات الخاضعة للضريبة على أرباح الشركات:

حسب المادة 136 من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة، تخضع للضريبة على أرباح

الشركات:

#### أ. الشركات مهما كان شكلها و غرضها، باستثناء:

- شركات الأشخاص و الشركات المساهمة بمفهوم القانون التجاري إلا إذا اختارت هذه الشركات الخضوع للضريبة على أرباح الشركات، وفي هذه الحالة، يجب أن يرفق طلب الاختيار بالتصريح المنصوص عليه في المادة 151، ولا رجعة في هذا الاختيار مدى حياة الشركة.
- الشركات المدنية التي لم تتكون على شكل شركة بالأسهم، باستثناء الشركات التي اختارت الخضوع للضريبة على أرباح الشركات، وفي هذه الحالة يجب أن يرفق طلب الاختيار بالتصريح المنصوص عليه في المادة 151، ولا رجعة في هذا الاختيار مدى حياة الشركة.
- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المكونة والمعتمدة حسب الأشكال والشروط المنصوص عليها في التشريع والتنظيم الجاري بهذا العمل.

<sup>1</sup> عبد الرحيم لواج ، منير لواج، الفروقات المهمة بين القواعد المحاسبية و القواعد الضريبية في تحديد وعاء الضريبة على أرباح الشركات، revue d'économie et de management، المجلد 20، العدد 2، 2021، ص 4.

ب. المؤسسات و الهيئات العمومية ذات الطابع الصناعي و التجاري كما تخضع لهذه الضريبة

- الشركات التي تنجز العمليات والمنتجات المذكورة في المادة 12 من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة.
- الشركات التعاونية والاتحاديات التابعة لها باستثناء الشركات المشار إليها في المادة 138 من قانون الضرائب المباشرة<sup>1</sup>.

• المجال الإقليمي للضريبة على أرباح الشركات

حسب المادة 137 من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة، تستحق الضريبة على الأرباح المحققة بالجزائر، تعتبر أرباحا محققة بالجزائر على الخصوص:

- الأرباح المحققة في شكل شركات، والعائدة من الممارسة العادية لنشاط ذي طابع صناعي أو تجاري أو فلاحي عند عدم وجود منشأة دائمة حسب ما تنص عليه أحكام الاتفاقيات الجبائية.
- أرباح المؤسسات التي تستعين في الجزائر بممثلين ليس لهم شخصية مهنية متميزة عن هذه المؤسسات.
- أرباح المؤسسات التي وإن كانت تملك إقامة أو ممثلين معينين، إلا أنها تمارس بصفة مباشرة أو غير مباشرة نشاطا يتمثل في انجاز حلقة كاملة من العمليات التجارية<sup>2</sup>.

المطلب الثاني: الأرباح الخاضعة للضريبة على أرباح الشركات و الإعفاءات الخاصة بها

لقد تطرقنا من خلال هذا المطلب إلى تحديد الأرباح الخاضعة للضريبة على أرباح الشركات وكذا مختلف الإعفاءات سواء المؤقتة أو الدائمة.

<sup>1</sup> الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، وزارة المالية، المديرية العامة للضرائب، المادة 136 من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة لسنة 2024، ص 43-44.

<sup>2</sup> منصور بن اعمارة ، مرجع سبق ذكره، ص 17.

### 1. تحديد الأرباح الخاضعة للضريبة على أرباح الشركات

يتشكل الربح الصافي من الفرق في قيم الأصول الصافية لدى اختتام وافتتاح الفترة التي يجب استخدام النتائج المحققة فيها كأساس للضريبة المحسومة من الزيادات المالية، وتضاف إليها الاقتطاعات التي يقوم بها صاحب الاستغلال أو الشركاء خلال هذه الفترة.

ويقصد بالأصول الصافية، الفائض في قيم الأصول من مجموع الخصوم المتكونة من ديون الغير والاهتلاكات المالية والأرصدة المثبتة، ويتحدد انطلاقاً من النتيجة الإجمالية المحققة في الدورة بالإضافة إلى إدماج تكاليف غير قابلة للخصم وخصم عناصر أخرى، وهذا من أجل الوصول إلى النتيجة الجبائية التي تقتطع منها الضريبة، وتحسب النتيجة الجبائية وفق العلاقة التالية:

$$\text{النتيجة الجبائية} = \text{النتيجة الإجمالية للدورة} - \text{التخفيضات} + \text{الاستردادات}$$

وتتحدد النتيجة الإجمالية للدورة بالفرق الناتج بين النتائج المحققة من طرف المؤسسة (مبيعات، عائدات استثنائية) ناقص الأعباء المحتملة في إطار ممارسة النشاط (تكاليف عامة، تكاليف مالية، إهلاكات، مؤونات، ضرائب، رسوم مهنية...)، وحتى يمكن خصم الأعباء المختلفة من إيرادات الشركة، يجب أن تتوفر فيها الشروط التالية:

- ✓ أن تكون هذه الأعباء مرتبطة أساساً بنشاط المؤسسة.
- ✓ أن تكون مبررة ومرتبطة بنفس السنة.
- ✓ أن يكون خصمها مسموح به قانونياً<sup>1</sup>.

وحسب المادة 140 من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة، تحدد النتيجة الجبائية انطلاقاً من النتيجة المحاسبية لمختلف العمليات أياً كانت طبيعتها، أخذاً بعين الاعتبار التشريع والتنظيم الجبائين الساري المفعول، المحققة من طرف كل مؤسسة أو وحدة أو مستثمرة تابعة لنفس المؤسسة، بما في ذلك على وجه الخصوص التنازل عن عناصر الأصول سواء خلال فترة الاستغلال أو في نهايتها.

<sup>1</sup> زهرة العقون، سفيان فكارشة، تأثير الضريبة على أرباح الشركات على نمو الصناعة خارج المحروقات في الجزائر باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفترة 1992-2018، المجلد 7، العدد 3، الجزائر، 2021، ص 132.

إن الربح الخاضع للضريبة بالنسبة للعقود طويلة المدة المتعلقة بإنجاز المواد أو الخدمات أو مجموعة من المواد أو الخدمات والتي يتم تنفيذها على الأقل بمرحلتين محاسبتين أو سنوات مالية والمقتناة بصورة حصرية تبعا لطريقة المحاسبة بالتنسيق مع الطريقة المعتمدة من طرف المؤسسة في هذا المجال، وذلك بغض النظر عن صنف العقود سواء كانت جزائية أو عقود مسيرة<sup>1</sup>.

## 2. الإعفاءات الخاصة بالضريبة على أرباح الشركات

لقد منح المشرع الجبائي بعض الإعفاءات من الضريبة على أرباح الشركات، بعضها بصفة مؤقتة والأخرى بصفة دائمة، وهذه الإعفاءات بموجب قوانين المالية، الغرض منها تشجيع المؤسسات على الاستثمار في أنشطة معينة أو يكون ذلك وفق سياسة خاصة، وتتمثل هذه الإعفاءات في:

### أ. الإعفاءات المؤقتة

تستفيد من الإعفاءات المؤقتة كل من:

- إعفاء كلي و لمدة 3 سنوات بالنسبة للأنشطة والمشاريع المستفيدة من إعانات الصندوق الوطني لدعم الشباب أو الصندوق الوطني لدعم القرض المصغر أو الصندوق الوطني للتأمين على البطالة، ابتداء من تاريخ بداية النشاط بالنسبة للأنشطة ذات الأولوية المحددة في إطار المخططات التنموية السنوية، كما يمكن أن ترفع مدة الإعفاء إلى 6 سنوات بالنسبة للأنشطة المراد توقيتها.
- إعفاء لمدة 10 سنوات بالنسبة للمؤسسات السياحية الوطنية باستثناء وكالات السفر.
- تستفيد من الإعفاء لمدة ثلاث سنوات ابتداء من تاريخ بداية ممارسة النشاط، وكالات السياحة والأسفار، وكذا المؤسسات الفندقية حسب حصة رقم أعمالها المحقق بالعملة الصعبة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، وزارة المالية، المديرية العامة للضرائب، المادة 140 من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة لسنة 2024، ص ص 46-47.

<sup>2</sup> زهرة العقون، سفيان فكارشة، مرجع سبق ذكره، ص 131.

## 2. الإعفاءات الدائمة

لقد نصت في هذا المجال المادة 138 من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة على ما

يلي:

- التعاونيات الاستهلاكية التابعة للمؤسسات والهيئات العمومية.
- المؤسسات التابعة لجمعيات الأشخاص ذوي الاحتياجات الخاصة المعتمدة وكذا الهياكل التابعة لها.
- صناديق التعاون الفلاحية بعنوان العمليات البنكية والتأمين والمحققة مع شركائها فقط.
- التعاونيات الفلاحية للتمويل والشراء وكذا اتحاداتها المستفيدة من اعتماد تسلمه المصالح المؤهلة التابعة للوزارة المكلفة بالفلاحة.
- الشركات التعاونية لإنتاج وتحويل وحفظ وبيع المنتجات الفلاحية، وكذا اتحاداتها المعتمدة حسب نفس الشروط المنصوص عليها، والمسيرة طبقا للأحكام القانونية أو التنظيمية التي تسيروها.
- المداخل الناتجة عن أنشطة جمع وبيع الحليب الطازج.
- عمليات تصدير السلع والخدمات باستثناء تلك المنجزة من طرف مؤسسات النقل البري والبحري وعمليات إعادة التأمين والبنوك.
- تعاونيات الصيد البحري وتربية المائيات<sup>1</sup>.

**المطلب الثالث: التزامات الشركات الخاصة بالضريبة على أرباح الشركات و النسب الخاصة بها**

حسب القانون الجبائي، هناك التزامات يجب على الشركات الخاضعة للضريبة على أرباح الشركات

إتباعها:

### 1. التزامات الشركات الخاصة بالضريبة على أرباح الشركات

تتمثل هذه الالتزامات في:

<sup>1</sup> الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، وزارة المالية، المديرية العامة للضرائب، المادة 138 من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة لسنة 2024، ص 44-45.

- يتعين على الأشخاص المعنويين المذكورين في المادة 136 أن يكتتبوا قبل 30 أبريل على الأكثر من كل سنة لدى مفتش الضرائب الذي يتبع له مكان تواجد مقر الشركة أو الإقامة الرئيسية لها، تصريحاً بمبلغ الربح الخاضع للضريبة الخاص بالنسبة المالية السابقة<sup>1</sup>؛
  - يتعين على الأشخاص المعنوية المذكورة في المادة 136 من هذا القانون، اكتتاب التصريح عن بعد وقتل الثلاثين سبتمبر (30) كحد أقصى من كل سنة، كشفاً تلخيصياً سنوياً يتضمن المعلومات التي يجب أن تستقى من التصريح السنوي للنتائج والكشوف المرفقة<sup>2</sup>؛
  - يجب على المؤسسات المستقرة في الجزائر التابعة لمؤسسات موجودة في الجزائر أو خارجها ، أو تمارس عليها رقابة، بمفهوم الفترة 2 من المادة 189 من هذا القانون، المستوفية لأحد الشروط المحددة أن تكتب عن طريق التصريح من بعد، وفقاً للنموذج المعد من طرف الإدارة الجبائية، تصريحاً سنوياً لأسعار التحويل في الأجل المنصوص عليه في الفقرة الأولى من المادة 151 من هذا القانون<sup>3</sup>؛
  - يجب على المكلفين بالضريبة أن يذكروا في التصريح المنصوص عليه في المادة 151 مبلغ رقم الأعمال ورقم تسجيلهم في السجل التجاري، وكذا لقب المحاسب أو المحاسبين أو الخبراء المكلفين بمسك محاسبتهم وعناوينهم أو تحديد أو مراقبة النتائج العامة لمحاسبتهم<sup>4</sup>.
  - يتعين على الشركات الأعضاء التجمع، المنشأ وفقاً لأحكام القانون التجاري ، تقديم إلى المصالح الجبائية التابع لها مقرها الرئيسي:
- ✓ نسخة من عقد التجمع، خلال مدة ثلاثين يوماً (30)، ابتداءً من تاريخ إنشاء التجمع، وفي حالة فسخ العقد، يتم إبلاغ المصالح الجبائية وفقاً لنفس هذه الشروط؛
  - ✓ نسخ من عقود الأشغال أو التوريد أو الخدمات، وكذا الملاحق المعدلة لهذه العقود المبرمة من قبل التجمع، خلال ثلاثين (30) يوماً التي تلي من تاريخ توقيفها<sup>5</sup>؛

<sup>1</sup> المديرية العامة للضرائب، المادة 151 من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة لسنة 2024، ص 54.

<sup>2</sup> المديرية العامة للضرائب، المادة 151 مكرر من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة لسنة 2024، ص 54.

<sup>3</sup> المديرية العامة للضرائب، المادة 151 مكرر 2 من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة لسنة 2024، ص 54.

<sup>4</sup> المديرية العامة للضرائب، المادة 152 مكرر من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة لسنة 2024، ص 55.

<sup>5</sup> المديرية العامة للضرائب، المادة 153 مكرر من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة لسنة 2024، ص 56.

2. النسب الخاصة بالضريبة على أرباح الشركات

لقد مرت الضريبة على أرباح الشركات بعدة مراحل تخللتها إجراءات تدخلية غيرت من المعدلات المفروضة، وذلك عبر الفترة الفاصلة من الإصلاح إلى يومنا هذا.

أ. معدلات الضريبة على أرباح الشركات

لقد شهدت هذه المعدلات العديد من التعديلات بعد إصلاح سنة 1992، وكان الهدف منها مواكبة التغيرات الحاصلة والنهوض بالاقتصاد الجزائري، مما يؤدي إلى خلق معدلات نمو مرتفعة في الاقتصاد من خلال تشجيع الاستثمار وتوفير المناخ الملائم لها بما يسمح بتوفير مناصب الشغل وبالتالي التقليل من البطالة، وبعد تخفيض معدلات الضرائب والإعفاءات منها وتبسيط قواعدها أحيانا من بوادر الإصلاحات التي ينتهجها صناع القرار وواضعوا الأنظمة الضريبية إذا ما رأوا ضرورة لذلك<sup>1</sup>.

وعليه سنتطرق لأهم التعديلات التي مست الضريبة على أرباح الشركات وسنتعرض تحديدا إلى التعديلات التي مست على وجه الخصوص المعدل العادي والمعدل المخفض من خلال الجدول التالي:

**الجدول (01): تعديلات الضريبة على أرباح الشركات (المعدل العادي و المخفض) من سنة 1992 إلى 2015**

|  |   |  |
|--|---|--|
| تعديل قانون المالية لسنة 1992          | _ 42% تفرض على أرباح الشركات.                       | 5% يفرض على الأرباح المعاد استثمارها.  |
| تعديل قانون المالية 1994               | _ 38% تفرض على أرباح الشركات.                       | 5% يفرض على الأرباح المعاد استثمارها.  |
| تعديل قانون المالية 1999               | _ 30% تفرض على أرباح الشركات.                       | 15% يفرض على الأرباح المعاد استثمارها. |
| تعديل قانون المالية التكميلي لسنة 2006 | _ 25% تفرض على أرباح الشركات.                       | 25% يفرض على الأرباح المعاد استثمارها. |
| تعديل قانون المالية التكميلي لسنة 2008 | _ 19% بالنسبة للأنشطة المنتجة لمواد البناء والأشغال |  |

<sup>1</sup> عبد الهادي مختار، مرجع سبق ذكره، ص 187.

|  |  |   |
|--|--|---|
|  | <p>العمومية وكذا الأنشطة السياحية.</p> <p>_ 25% بالنسبة للأنشطة التجارية والخدمات.</p> <p>_ 25% بالنسبة للأنشطة المختلفة عندما يتجاوز رقم الأعمال المحقق في التجارة والخدمات 50% من رقم الأعمال.</p>   |   |
|  | <p>_ 19% بالنسبة للأنشطة المنتجة لمواد البناء والأشغال العمومية وكذا الأنشطة السياحية.</p> <p>_ 19% بالنسبة للأنشطة المختلفة في حالة ما إذا كان رقم أعمال الأنشطة المنتجة لمواد البناء والأشغال العمومية والأنشطة السياحية يساوي 50% من رقم الأعمال الإجمالي أو يفوقه.</p> <p>_ 25% بالنسبة للأنشطة التجارية والخدمات.</p> <p>_ 25% بالنسبة للأنشطة المختلفة عندما يتجاوز رقم الأعمال المحقق في التجارة والخدمات 50% من رقم الأعمال.</p> | <p>تعديل قانون المالية التكميلي لسنة 2009</p> |
|  | <p>_ 23% تفرض على أرباح الشركات.</p>   | <p>تعديل قانون المالية 2015</p>               |

|   |   |
|---|---|
| تعديل قانون المالية التكميلي<br>لسنة 2015 | <p>_19% بالنسبة لأنشطة إنتاج السلع.</p> <p>_23% بالنسبة لأنشطة البناء والأشغال العمومية والري وكذا الأنشطة السياحية والحمامات باستثناء وكالات السفر الأخرى.</p> <p>_26% بالنسبة للأنشطة الأخرى.</p> |
|---|---|

المصدر: عبد الهادي مختار، مرجع سبق ذكره، ص 187.

### الجدول (02): معدلات الضريبة على أرباح الشركات لسنة 2024

| النشاط  | النسبة |
|---|--------|
| بالنسبة لأنشطة إنتاج السلع  | 19%    |
| بالنسبة لأنشطة البناء والأشغال العمومية والري وكذا الأنشطة السياحية والحمامات باستثناء وكالات السفر . | 23%    |
| بالنسبة للأنشطة الأخرى.   | 26%    |

المصدر: الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، وزارة المالية، المديرية العامة للضرائب، المادة 150 من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة، قوانين جبائية لسنة 2024، ص 53.

نلاحظ من خلال الجدول رقم 02 أن الضريبة على أرباح الشركات تحدد من خلال ثلاث معدلات على حسب طبيعة الأنشطة المتبعة، حيث أنه يقصد بأنشطة إنتاج السلع تلك المتمثلة في استخراج أو صنع أو تشكيل أو تعديل المواد باستثناء أنشطة أو العرض التجاري بغرض إعادة بيعها، لا تشمل عبارة " أنشطة الإنتاج" المستعملة كذلك الأنشطة المنجمية والمحروقات.

ويقصد بأنشطة البناء والأشغال العمومية والري المؤهلة لمعدل 23%، الأنشطة المسجلة بتلك الصفة في السجل التجاري والتي يترتب عليها دفع الاشتراكات الاجتماعية الخاصة بالقطاع.

ب. معدلات الاقتطاع من المصدر الخاصة بالضريبة على أرباح الشركات

تطبق معدلات خاصة على بعض المداخل عن طريق الاقتطاع من المصدر على أرباح الشركات وذلك على عائدات رؤوس الأموال المنقولة، وكذلك على مداخل المؤسسات الأجنبية التي ليست لها إقامة مهنية دائمة بالجزائر، وتحدد نسب هذه الاقتطاعات كما هو موضح في الجدول رقم 03:

الجدول (03): نسب الاقتطاع من المصدر للضريبة على أرباح الشركات

| شكل الاقتطاع        | معدل الاقتطاع | الدخل الخاضع للاقتطاع من المصدر  |
|---------------------|---------------|--|
| - فرض ضريبي.        | - 10%.        | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ مداخل رؤوس الأموال المنقولة:</li> <li>_ مداخل الديون، الودائع والكفالات.</li> </ul>   |
| - محررة من الضريبة. | - 40%.        | <ul style="list-style-type: none"> <li>_ مداخل سندات الصناديق غير الاسمية أو لحاملها.</li> </ul>   |
| - محررة من الضريبة. | - 20%.        | <ul style="list-style-type: none"> <li>_ المبالغ المحصلة من قبل المؤسسات في عقد التسيير.</li> </ul>  |
| - محررة من الضريبة. | - 30%.        | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ مداخل المؤسسات الأجنبية التي ليست لها إقامة مهنية دائمة بالجزائر:</li> <li>_ المبالغ المالية المدفوعة للمؤسسات الأجنبية في إطار تأدية الخدمات.</li> </ul> |
| - محررة من الضريبة. | - 30%.        | <ul style="list-style-type: none"> <li>_ المبالغ المدفوعة مقابل خدمات من كل نوع تؤدي أو تستعمل في الجزائر.</li> </ul>  |

|                            |               |  |
|----------------------------|---------------|--|
| <p>- محررة من الضريبة.</p> | <p>- 10%.</p> | <p>_المبالغ المدفوعة للمخترعين المقيمين بالجزائر.</p>  |
| <p>- محررة من الضريبة.</p> | <p>- 15%.</p> | <p>_المبالغ المدفوعة لشركات النقل البحري الأجنبية.</p>   |
| <p>- محررة من الضريبة.</p> | <p>- 5%.</p>  | <p>_عائدات الأسهم أو الحصص الاجتماعية المحققة من طرف الأشخاص المعنويين الذين لا يملكون منشأة مهنية دائمة بالجزائر.</p> <p>▪ المداخل المتأتية من توزيع الأرباح التي تم إخضاعها للضريبة على أرباح الشركات.</p> |

المصدر: الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، وزارة المالية، المديرية العامة للضرائب، المادة 150 من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة، قوانين جبائية لسنة 2024، ص 51.

نلاحظ من خلال الجدول رقم 03 أن هناك تعدد في المعدلات الخاصة بالاقطاع من المصدر للضريبة على أرباح الشركات وذلك حسب الأنشطة الخاضعة لها، وأنه كل صنف من الأنشطة يعامل معاملة خاصة، وهذا يعود إلى ضعف النظام الضريبي في محاربة التهرب الضريبي.

بعدما تعرفنا على مختلف معدلات الضريبة على أرباح الشركات، حيث أن هذه الضريبة تحسب

بتطبيق العلاقة التالية:

$$\text{الضريبة على أرباح الشركات} = \text{الربح الجبائي} \times \text{معدل الضريبة}$$

- يترتب على الضريبة على أرباح الشركات أداء ثلاثة (3) تسبيقات يجب أدائها على التوالي:

✓ دون تجاوز 20 مارس و20 يونيو و20 نوفمبر من السنة التي تلي تلك التي تم فيها تحقيق

الأرباح المعتمدة كأساس لحساب الضريبة<sup>1</sup>؛

✓ يساوي مبلغ كل تسبقة 30 من الضريبة المتعلقة بالربح المحقق في آخر السنة المالية

المختتمة عند تاريخ استحقاقها، أو بالربح المحقق في الفترة الأخيرة لفرض الضريبة إذا لم

يحصل ختم لأي سنة مالية<sup>2</sup>؛

✓ يتم تصفية الرصيد المتبقي من الضريبة من طرف المكلفين بالضريبة، الذين يقومون بأنفسهم

بدفعه، بعد خصم الأقساط المدفوعة عن طريق جدول إشعار بالدفع في أجل أقصاه العشرين

(20) من الشهر الذي يلي الأجل المحدد لإيداع التصريح المنصوص عليه<sup>3</sup>؛

<sup>1</sup> الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، وزارة المالية، المديرية العامة للضرائب\_قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة لسنة 2024، المادة 356 \_الفقرة 02، ص 109.

<sup>2</sup> المرجع السابق، المادة 356، الفقرة 04، ص 109.

<sup>3</sup> المرجع السابق، المادة 356، الفقرة 06، ص 110.

المبحث الثالث: النظريات المفسرة لحيادية أو عدم حيادية الضريبة على الهيكل المالي للمؤسسة

تتنوع النظريات في عالم الاقتصاد المالي والضريبي حول مدى تأثير الضرائب على الهيكل المالي والتمويل للمؤسسات، ومن أهم هذه النظريات نظرية مودكلياني وميلر، النظرية التقليدية والنظرية متعددة الأشكال وغيرها.

المطلب الأول: العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة

ترتبط العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة بتطور الوظيفة المالية، كما موضح في الجدول

الموالي:

الجدول (04): تطور الوظيفة المالية

| التوجه الفكري لعلم الإدارة المالية  | مهام الوظيفة المالية في المؤسسة  |                              |
|---|--|------------------------------|
| محاور اهتمام المفكرين: عمليات إنشاء المؤسسات الجديدة، عمليات الإدماج وطرق التمويل.                          | اهتمت الوظيفة المالية بطرق وإجراءات الحصول على الموارد المالية من أجل تمويل الاستثمارات.                     | العشرينيات للقرن الماضي      |
| محاور اهتمام المفكرين: فتح مجالات جديدة للاهتمام كالتحليل المالي، تقييم كفاءة الأداء، واستمرارية المؤسسة.   | محاور اهتمام الوظيفة المالية: إدارة السيولة، الملاءة المالية، تجنب المشاكل المالية، إجراءات الإفلاس التجاري. | فترة الكساد العظيم 1933-1929 |
| التركيز على المسائل الكمية كالتحليل المالي، التخطيط لاستخدام الموارد المالية، تخطيط الاستثمارات الرأسمالية. | معالجة آثار الكساد العظيم، إعادة تنظيم المؤسسات، الإفلاس والاندماج.  | الأربعينات والخمسينات        |
| تكلفة رأس المال، نظرية Modigliani & Miller، نظرية المحفظة ل Markowitz، نموذج تسعير الأصول المالية CAPM.     | الاهتمام بالاستثمار، دراسة هيكل رأس المال، الاستثمار في محفظة الأصول المالية.                                | الستينات                     |

|            |  |   |
|------------|--|---|
| السبعينات  | استمرار الاهتمام بالاستثمار، تسيير محفظة الأصول المالية، الاستراتيجية المالية.   | نظرية التسعير بالمراجعة APT، نموذج Black & Scholes.                                   |
| الثمانينات | توسع الإستراتيجية المالية، السياسات المالية للمؤسسة والعلاقة بينهم: سياسة الاستثمار، سياسة التمويل، سياسة توزيع الأرباح. | تأثير الضرائب Miller، تأثير تكاليف الوكالة والإفلاس، تأثير التضخم على قرار الاستثمار. |

المصدر: نبيل خوري، محاضرات في مقياس مالية المؤسسة، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثانية ليسانس، شعبة المالية والمحاسبة، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2021، ص10.

يظهر من خلال الجدول أن في مستهل القرن الماضي كانت عملية الإنتاج وإنشاء المؤسسات الجديدة وإجراءات تدبير الأموال اللازمة للمشروعات هي محور اهتمام المفكرين، وفي العشرينات أصبح الاهتمام مركزا تقريبا على طرق وإجراءات تدبير للموارد المالية لتمويل الاستثمارات.

وبحلول فترة الكساد العظيم بين 1929-1933 أصبحت إجراءات الإفلاس التجاري وإدارة السيولة وتجنب المشكلات المالية من أهم الموضوعات التي حازت على الاهتمام، ولقد صاحب هذه الفترة ازدياد التدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي، وصدرت التشريعات التي تقضي بضرورة نشر البيانات المالية، وفتحت تلك التشريعات مجالات جديدة للاهتمام تمثلت في التحليل المالي وتقييم كفاءة الأداء، غير أن هذه المجالات لم تتبلور إلا قبيل نهاية الخمسينات، وهكذا أدى الكساد العظيم إلى تراجع التوسع والنمو من مقدمة إلى آخر قائمة الاهتمامات، بينما أصبح استمرار المؤسسة في السوق هو المشكلة التي تتصدر هذه القائمة<sup>1</sup>.

وفي الأربعينات والخمسينات تركز الاهتمام على معالجة آثار الكساد العظيم، حيث أصبحت موضوعات الإفلاس والاندماج، وإعادة تنظيم المنشآت، وتوفير الأموال اللازمة للتوسع موضوعات ذات أهمية خاصة، وقبيل نهاية الخمسينات حدث تطور جوهري تمثل في البعد عن المسائل الوصفية التي صاحبت الإدارة المالية منذ نشأتها، وبدأ التركيز على المسائل الكمية كالتحليل المالي، والتخطيط

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1996، ص 5.

لاستخدام الموارد المالية بما فيها عملية التخطيط للاستثمارات الرأسمالية، ويعتبر هذا التطور أمراً ذا مغزى بحيث أنه عمل على معالجة الإدارة المالية من وجهة النظر الخارجية إلى معالجتها من وجهة نظر إدارة المشروع<sup>1</sup>.

شهدت الستينات اهتمامات كبيرة بدراسة تكلفة رأس المال نتيجة للأعمال الرائدة لقطبي الإدارة المالية موديكلياني وميلر، كما شهدت تلك الحقبة أيضاً اهتماماً بالاستثمار بفضل نظرية المحفظة التي وضع أساسها هاري ماروكونز في بداية الخمسينات، والتي قام بشرحها نموذج تسعير الأصول المالية .CAPM.

وفي السبعينات استمر الاهتمام بالاستثمار وتعرض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لتحديات نتيجة لظهور نموذج منافس هو نموذج تسعير المراجعة، كما ظهر نموذج تسعير الاختيار.

وفي الثمانينات ازداد الاهتمام بالتضخم وتأثيره على أسعار الفائدة وعلى قرارات الاستثمار بالتبعية، كما حظي بالاهتمام أيضاً بتأثير كل من الضرائب الشخصية على الدخل وتكلفة الوكالة والإفلاس على هيكل رأس المال، يضاف إلى ذلك الاهتمام بظاهرة تحول شركات المساهمة إلى شركات يملكها عدد محدود من الأفراد من خلال قيام إدارة المؤسسة باستهلاك الأسهم وإحلالها بسندات، أو من خلال إجراء توزيعات نقدية على المساهمين في مقابل حصول أعضاء مجلس الإدارة (المساهمين) على نصيبهم من التوزيعات على شكل أسهم<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: النظريات المفسرة للهيكال المالي

لقد أصبحت دراسة العلاقة بين هيكل المؤسسة المالي وقيمتها موضوعاً محورياً للباحثين، حيث يهدفون إلى فهم تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، وتتنوع الافتراضات والمقاربات في هذه الدراسات بين مجموعين رئيسيين وتتمثل في:

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص 6.

<sup>2</sup> مؤيد عبد الرحمان الدوري، حسين محمد سلامة، أساسيات الإدارة المالية، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 19.

## 1. النظريات المفسرة في ظل افتراض الأسواق الكاملة

في ظل الأسواق الكاملة ظهرت أربعة مداخل أساسية درست العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة:

أ. **مدخل صافي الربح:** يرى مؤيدي نظرية الربح الصافي أن الاختلاف في تكلفة مصادر الأموال التي تشكل هيكل رأس المال سوف تتيح الفرصة للإدارة المالية من خلال تغيير نسبة الرفع إلى زيادة مساهمة التمويل المقترض ذات التكلفة الأقل على حساب مساهمة التمويل الممتمك ذات التكلفة الأكبر، أي أن مؤيدي هذه النظرية يؤكدون على إمكانية التأثير في القيمة السوقية للمؤسسة وفي تكلفة الأموال المرجحة من خلال التغيير في نسبة الرفع المالي، فزيادة الرفع المالي تؤدي إلى انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة مما يؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة<sup>1</sup>.

ب. **مدخل صافي ربح العمليات:** يهدف أصحاب هذا المدخل إلى إظهار أنه لا أثر للرفع المالي على معدل تكلفة القروض بينما يرتفع معدل تكلفة الأموال الخاصة كلما زادت نسبة القروض في الهيكل المالي، وذلك لأن حملة الأسهم سيكونون حذرين من المخاطر المالية، وبالتالي فإن أثر زيادة القروض منخفضة التكلفة على معدل التكلفة الكلية سيلغيه أثر ارتفاع معدل تكلفة الأموال الخاصة، مما يعني ثبات معدل التكلفة الكلية مهما زادت القروض، ومنه وفقا لهذا المدخل فالهيكل المالي لا يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة ومن ثم فغن فكرة الهيكل المالي الأمثل غير مقبولة<sup>2</sup>.

ج. **المدخل التقليدي:** تعكس هذه النظرية وجهة نظر وسيطة بين كل من مدخل النتيجة الصافية ومدخل نتيجة الاستغلال، ووفقا لوجهة النظر التقليدية فإن قيمة المؤسسة يمكن أن ترتفع وتنخفض تكلفة الأموال عن طريق تشكيلة مميزة من الأموال الخاصة وأموال الاقتراض، وهو ما يعني أن هذا المدخل يقر بوجود هيكل مالي أمثل يمكن الوصول إليه عن طريق الاستخدام العقلاني للرافعة المالية.

<sup>1</sup> غنية بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة - الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، رسالة ماجستير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012، ص 55.

<sup>2</sup> حمزة طيبي، محمد الأمين بخاوة، دراسة تحليلية للعلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة (دليل من الشركات الصناعية المدرجة بالبورصة المصرية)، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد 7، العدد 1، 2023، ص 226.

تفترض هذه النظرية وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى أدنى حد لها، وعندها تصل قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى، كما يفترض أيضا أن سعر الفائدة (تكلفة الاقتراض) يظل ثابتا إلى حد معين من الرافعة المالية، بعده تزيد المخاطر المالية مما يستوجب ارتفاع سعر الفائدة، ومن ناحية أخرى فإن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك (تكلفة الأموال الخاصة)، سيزداد مع ازدياد نسبة الاقتراض، وهذا يعني أن هناك علاقة طردية بين نسبة الاقتراض وتكلفة كل من الأموال الخاصة والاقتراض<sup>1</sup>.

**د. المدخل الاقتصادي لمودكلياني وميلر:** تشكل نظرية مودكلياني وميلر اتجاها فلسفيا غاية في الأهمية في النظرية المالية المعاصرة منذ عام 1958، وأثبتت النظرية أنه في ظل غياب الضريبة وتكاليف التبادل وتكاليف الإفلاس، فإن تغيرات نسبة الاستدانة داخل الهيكل المالي لا تؤثر على تكلفة الأموال، وبالتالي لا وجود لهيكل مالي أمثل يحقق أقصى قيمة سوقية للمؤسسة، وهو ما تتفق فيه مع نظرية صافي ربح العمليات فيما يخص عدم وجود هيكل مالي أمثل، حيث أكدنا على القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بالرفع المالي، وبالتالي مستقلة تماما عن هيكلتها المالية<sup>2</sup>.

## 2. النظريات المفسرة في ظل افتراض الأسواق غير الكاملة

وتتمثل في:

**أ. مدخل الوفر الضريبي:** في عام 1962، قدم مودجلياني وميلر نموذج جديد، والذي يأخذ بعين الاعتبار عامل الضرائب، فقد تم إثبات أنه في حالة خضوع مؤسسة للضريبة فإن القيمة السوقية لمؤسسة مستدينة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد كليا في تمويل استثماراتها على الأموال الخاصة، بالإضافة إلى القيمة الحالية للوفرات الضريبية الناتجة عن الاقتراض، وبذلك يصبح الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة

<sup>1</sup> حفيظة العلوي، محاولة تحليل أثر الاختيار الأمثل للتمويل على الهيكلة المالية للمؤسسة دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة (2010-2013)، رسالة ماجستير، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016، ص 59-60.

<sup>2</sup> أحمد شرحبيل، محاولة اختيار محددات الهيكل المالي وأثره على مؤشرات الأداء دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر، رسالة ماجستير، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2014، ص 52.

التي تعتمد بشكل مطلق على الديون لكونه يخفض تكلفة رأس المال إلى أدنى حد ويعظم قيمة المؤسسة بشكل كبير<sup>1</sup>.

ب. مدخل نظرية التوازن: تنطلق نظرية التوازن من أعمال (S.Myers) سنة 1984، حيث ظهرت استجابة للانتقادات الشهيرة التي وجهت لنظرية (M&M)، وتعرضت بذلك إلى إجراء مجموعة من التعديلات على نموذج (M&M) وذلك من خلال مرحلتين:

في المرحلة الأولى، انتهى تحليل (M&M 1963) في حالة وجود الضرائب على أرباح المؤسسات إلى أن الاقتراض يصاحبه اقتصاد ضريبي يزيد من القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة، إلا أنهما استبعدا من تحليلهما مخاطر الإفلاس المترتبة عن الاقتراض، حيث تتعرض المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة وقروض لمخاطر الإفلاس، وهي مخاطر لا تتعرض لها مؤسسة مماثلة غير أن هيكلها المالي يتكون من أموال خاصة فقط (غير مستدينة)، ويرجع هذا إلى عدم قدرة المؤسسة في تسديد قيمة القروض والفوائد في تواريخ الاستحقاق مما يعطي الحق للمقرضين لاتخاذ إجراءات قانونية قد تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة<sup>2</sup>.

ومن خلال هذا، يتبين أن المؤسسة كلما زادت من الاستدانة حققت وفر ضريبي، وبالتالي ارتفاع في قيمة المؤسسة، إلا أن الرفع من الاستدانة يرفع من مخاطر الإفلاس، وبالتالي الزيادة من معدل العائد المطلوب على الاستثمار من طرف أصحاب الأسهم والسندات، وهو ما يعني ارتفاع تكلفة الأموال وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> حمزة طيبي، محمد الأمين بخاوة، مرجع سبق ذكره، ص 227.

<sup>2</sup> باية كنزة شرابي، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة - حالة عينة من المؤسسات الجزائرية -، رسالة ماجستير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2014، ص 116.

<sup>3</sup> يونس مونة، نذير نجموي، أهمية كفاءة المؤسسة الاقتصادية في تحديد الهيكل المالي الأمثل دراسة تطبيقية على عينة من مؤسسات قطاع إنتاج الأغذية في السعودية، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 5، العدد 2، 2021، ص 29.

أما في المرحلة الثانية لنظرية التوازن، تم تعديل نظرية (M&M)، وهذا بأخذ تكلفة الوكالة في عين الاعتبار، وهذا كرد على الانتقادات الموجهة لنموذج (M&M) في المرحلة السابقة (تكلفة الإفلاس).

وتعد نظرية الوكالة المبنية على أعمال (Jensen et Meckling 1976) جزءا من النظرية التعاقدية للشركات، وتنص على أن المؤسسة عبارة عن مجموعة من الأفراد الذين يسعون إلى تحقيق أقصى قدر من الرفاهية بطريقة أنانية، حيث لكل صاحب مصلحة مصالحه الخاصة اعتمادا على دوره داخل المؤسسة<sup>1</sup>.

وتفسر علاقة الوكالة على أنها عقد لشخص أو عدة أشخاص يسمى الموكل (le mandan) يلزم فيه شخص آخر أو عدة أشخاص يسمى بالمفوض أو الوكيل (le mandataire) للقيام تحت اسمه ولحسابه ببعض الأنشطة التي تدل على أنه مفوض من الموكل في مستوى معين من سلطة القرار، وتوجد علاقة الوكالة بين المساهمين والمسيرين، ويقصد بالموكلين المساهمين وأصحاب رأس المال أما الوكلاء فهم المدراء الموظفون أو الموكلون من جهة المساهمين لإدارة المؤسسة لصالحهم ولتغطية ثروتهم فهم يفوضون لهم جزءا من سلطتهم، إلا أنه في بعض الحالات ما يكون تفاوت بين أهداف الوكيل والموكل التي من شأنها أن تخلق صراعات مكلفة، ولتفادي هذه الصراعات يستطيع الموكل أن يأخذ قرارات تجبر الوكيل على التصرف بالمطابقة مع مصالح الموكل، وهذا لأن كل منهما يحاول تعظيم منفعته على حساب الآخر ما يجعل علاقتهما متناقضة<sup>2</sup>.

ولهذا جاءت نظرية الوكالة (la théorie de l'agence) من قبل (Meckling) و (Jensen) سنة 1976، كحل لفض التضارب بين المساهمين والمسير، إلا أن هذا الآن يولد تضاربا آخر في المصالح بين المساهمين والمقرضين ما يولد تكاليف أخرى للوكالة، وعليه فإننا نتوصل إلى أن هيكل التمويل الأمثل حسب نظرية الوكالة يتحدد بالمراجعة بين ميزات الاستدانة (تخفيض تكاليف الوكالة

<sup>1</sup> Hanane Aamoum, Soufiane Nakri, L'étude de la divulgation volontaire d'informations à propos du capital immatériel à la lumière de la théorie de l'agence et la théorie du signal : Quels déterminants pour quels objectifs ?, international journal of accounting, finance, auditing, management & economics, vol 2, n°6, 2021, p 218.

<sup>2</sup> فضيلة زمضاني، المزيج التمويلي للمؤسسة ومحددات اختيار التمويل الأمثل (دراسة حالة المؤسسة الوطنية لتسويق وتوزيع المواد البترولية "تفطال")، رسالة ماجستير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة الجزائر 3، 2014، ص 75.

بين المساهمين والمسييرين وتكاليف الوكالة بين المساهمين والمقرضين)، أي أن الهيكل المالي الأمثل هو نتيجة مزج لمختلف مصادر التمويل التي تسمح بجل تضارب المصالح معتبرة أن الاستدانة والأموال الخاصة هي ترجح مصالح وتؤخر مصالح أخرى<sup>1</sup>.

**ج. مدخل توقيت السوق:** هي النظرية التي جاء بها كل من بايكر ويرجلر عام 2002، وتشرح كيف لمسييري المؤسسة أن يتخذوا قرارات التمويل عن طريق الملكية أو الاستدانة وهي تتناقض والنظريات السابقة في أن توقيت السوق هو المحدد الأول للهيكل المالي في المؤسسة، فبعض المؤسسات تعتمد على هيكل مالي محدد في فترة ما قد يختلف عن الهيكل المالي المعتمد في فترات لاحقة<sup>2</sup>.

**3. النظرية التقليدية:** تعتبر هذه النظرية وسط بين نظريتي صافي الدخل وصافي دخل العمليات<sup>3</sup>، وحسب هذه النظرية، فإن تكلفة رأس المال تتخفض كلما زادت قيمة الاستدانة وانخفضت قيمة الأموال الخاصة، أي كلما زادت نسبة الديون إلى الأموال الخاصة، وكلما كان انخفاض تكلفة رأس المال يعني ارتفاع قيمة المؤسسة، فإن أفضل هيكل مالي في ظل هذه النظرية هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة من الديون، ولعل من الواضح أن نقطة الضعف الأساسية التي يعاني منها هذه النظرية كذلك هي أنها تقوم على افتراض عدم وجود تكلفة الإفلاس، كما يعاب عليها أيضا تجاهلها للمخاطر المالية المرتبطة بأثر الرافعة المالية التي كان من المفترض أن تؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة نتيجة لتعرض مردودية السهم (المردودية المالية) لتقلبات أكبر مع زيادة نسبة الاستدانة، ويحدث هذا في ظل افتراض عدم وجود تكلفة الإفلاس<sup>4</sup>.

**4. النظرية متعددة الأشكال:** وهي المجموعة الرابعة من النظريات التي اهتمت بدراسة إشكالية الهياكل المالية تدخل تحت إطار ما يعرف بالمنظور المتعدد الأشكال، والذي يعرف حاليا بالنظريات الحديثة

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص 77.

<sup>2</sup> محمد أكلي، محمد بولصنام، تطور الهيكل المالي في ظل اقتصاد الأسواق المالية واقتصاد الاستدانة دراسة تحليلية للشركة الجزائرية لتوزيع الكهرباء والغاز وسط، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، المجلد 6، العدد 2، 2023، ص 654-655.

<sup>3</sup> ليث حليم مالك الحجيبي، الوجيز في العلوم المالية والمصرفية ملخص شامل للمفاهيم الأساسية، الطبعة الأولى، مكتبة الإدارة والاقتصاد، العراق، 2024، ص 21.

<sup>4</sup> إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) أجوبة. تمارين وحلول، الجزء الثاني، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 285.

للهيكل المالي والتي ظهرت في منتصف السبعينات نتيجة الانتقادات التي وجهت لفكرة اللجنة الاقتصادية والمالية (انعدام الضرائب)، ولفكرة توافر السوق الكاملة أين تتاح المعلومة لكل الأعوان الاقتصاديين، حيث يتمثل سلوك هؤلاء الأعوان بالرشادة<sup>1</sup>.

ومن أهم التيارات التي تنطوي تحت هذا المنظور ما يلي:

- **نظرية الإشارة:** تعود هذه النظرية إلى الكاتب ووس (Ross 1977)، وتعتبر كحالة خاصة لعدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية للمؤسسة وأطرافها الخارجية، أي بين الإدارة والمستثمرين (مساهمين ومقرضين) على افتراض أن الإدارة هي أعلم من الأطراف الأخرى بوضعية المؤسسة، مما يفرض عليها إنتاج وتبليغ المعلومة لفائدتهم، وهو ما يؤدي إلى نشأة تكاليف ناتجة عن تلك الإشارات المقدمة من طرف الإدارة للأطراف الأخرى<sup>2</sup>.
- **نظرية الانتقال التدريجي للتمويل:** في سنة 1961، وضع جورد دونالدسون نظرية (G. Donaldson) نظرية مصادر التمويل حسب الأفضلية Pechking order theory حيث تتلخص أبعاد هذه النظرية في النقاط التالية: تفضل المؤسسة الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي؛ تضع المؤسسة نسب مستهدفة لتوزيعات الأرباح، وهذا من خلال مقارنتها مع احتياجاتها الاستثمارية وكذلك توقعاتها بشأن التدفقات النقدية المستقبلية وهذا في الظروف العادية؛ تتبع المؤسسة سياسة ثابتة بشأن توزيعاتها، بمعنى أنها تتجنب أي تغيرات مفاجئة خاصة تلك التي تنطوي على النقص في الأرباح الموزعة، فإذا كانت قيمة الأرباح المحتجزة تفوق الاحتياجات الاستثمارية، فالمؤسسة تقوم بتوجيه جزء منها لسداد الديون أو باستثمارها في أوراق مالية سهلة التسويق، وأما في حالة حدوث العجز في حجم الموارد المالية اللازمة لتمويل الاستثمارات فيصعب تأجيلها في هذه الحالة تلجأ المؤسسة لاستخدام جزء من الرصيد النقدي أو بيع جزء من الأوراق المالية سهلة التسويق، إذا لم تتمكن المؤسسة من توفير الموارد المالية اللازمة من

<sup>1</sup> إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 429.

<sup>2</sup> حفيظة العلوي، مرجع سبق ذكره، ص 88-89.

المصادر الداخلية فإنها تلجأ أولاً نحو الاقتراض مباشرة أو بإصدار سندات تقليدية لتأتي بعد ذلك إمكانية إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم ثم في الأخير يأتي دور إصدار الأسهم العادية<sup>1</sup>.

ومنه نستنتج وفقاً لهذه النظرية أن المؤسسة تحاول الاستفادة من مصادر التمويل الداخلية الخاصة بها أولاً، الأرباح المحتجزة، ثم إصدار الديون ثم إصدار الأسهم كمالأخيراً<sup>2</sup>.

### المطلب الثالث: نظرية مودكلياني وميلر M&M

يشار إلى مودكلياني وميلر (Modigoianni & Miller) على أنهما مؤسسا الإدارة المالية بمفهومها الحديث، حيث تناولا في بحثهما الأول عام 1958 تأثير الرافعة المالية على المؤشرات المالية الرئيسية للشركات الدائمة دون أي ضرائب، ثم قاما بفرض الضرائب على أرباح الشركات، لكنهما لم يأخذا في الاعتبار الضرائب الفردية للمستثمرين.

وفي سنة 1977 طور ميلر نموذجاً يوضح تأثير الرافعة المالية على رأس مال الشركة مع مراعاة الضرائب على أرباح الشركات والضرائب الفردية<sup>3</sup>.

وقد جاءت نظرية (M&M) على مرحلتين:

#### 1. المرحلة الأولى (1958): الهيكل المالي للمؤسسة في غياب الضرائب

في هذه المرحلة، يؤكد مودكلياني وميلر على أن القيمة السوقية لأية مؤسسة سواء كانت مقرصة أو مقترضة مستقلة تماماً عن هيكلتها المالية، وأن هذه القيمة تتحدد من خلال خصم صافي ربح العمليات الذي تحدته المؤسسة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار يناسب

<sup>1</sup> مسعود مير معيزة، فارس هباش، نظرية ترتيب اختيار مصادر التمويل كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثنائية للم ص م في ظل اقتصاد الاستدانة - دراسة حالة الم ص م في الجزائر، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، المجلد 5، العدد 10، 2016، ص 127.

<sup>2</sup> Agha Jhanzeb , Saif Ur Rehman, Norkhairul Hafiz Bajuri, Meisam Karami, Aiyoub Ahmadmoussaabad, **Trade-off theory, pecking order theory and market timing theory : a comprehensive review of capital structure theories**, international journal of management and commerce innovations, vol 1, n° 1, p 13.

<sup>3</sup> Peter Brusov, Tatiana Filatova, **The Modigliani-Miller theory with arbitrary frequency of payment of tax on profit**, mathematics, vol 9, 2021, p 1.

خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة، كما أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا انعكاس لقرارات الاستثمار فيها وبفعالية تلك القرارات وقوتها الإيرادية<sup>1</sup>.

وتقوم على مجموعة من الفرضيات تتمثل في<sup>2</sup>:

- لا توجد ضرائب؛
- لا توجد تكاليف معاملات؛
- لا توجد تكاليف إفلاس؛
- تماثل المعلومات السوقية، مما يعني أن الشركات والمستثمرين لديهم نفس المعلومات.

وقد عبر موديكلياني زميلر عن مضمون اقتراحهما الأول بالمعادلة التالية<sup>3</sup>:

من أجل كل مؤسسة  $j$ ، من شريحة الخطر  $k$  فإن:

$$V_j = (CP_j + D_j) = \frac{RE_j}{K_0}$$

حيث:  $K_0$  تمثل معدل الخصم الذي يتم من خلاله رسملة نتيجة الاستغلال  $RE$ .

كما يمكن التعبير عن الرأي السابق بمعادلة أخرى لاشتقاق متوسط تكلفة الأموال  $K_0$ ، والذي

يمثل معدل الإيرادات المتوقعة:

$$K_0 = \frac{RE}{v} = \frac{RE}{(CP+D)}$$

<sup>1</sup> حمزة غربي، مصطفى قمان، مكانة الضرائب في أمثلية الهيكلية المالية حسب موديكلياني وميلر - اختبار تجريبي على عينة من المؤسسات الجزائرية، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، المجلد 22، العدد 2، 2021، ص 107.

<sup>2</sup> Galuh Adika Alifani, Anggoro Budi Nugroho, **Proving Modigliani and Miller theories of capital structure : the research of Indonesia's cigarette companies**, International journal of economic sciences, vol 2, n° 3, 2013, P 3.

<sup>3</sup> حفيظة العلوي، مرجع سبق ذكره، ص 66-67.

فإذا كان  $K_d$  كعائد متوقع على قروض المؤسسة، و  $K_{cp}$  كعائد متوقع على الأموال الخاصة فإن:

$$RE = K_0 \cdot V = K_{cp} (CP) + K_d (D)$$

$$K_0 = K_{cp} \left( \frac{cp}{cp+D} \right) + K_d \left( \frac{D}{cp+D} \right) \quad \text{فإن } K_0 = RE/V$$

وتؤكد هذه المعادلة على أن القيمة السوقية للمؤسسة تتوقف على نتيجة الاستغلال المتوقعة من الأصول، وليس على تشكيلة هيكل التمويل، وبمعنى آخر فإن هيكل التمويل لا يؤثر على نتيجة الاستغلال، ومن ثم لا يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، بمعنى تكلفة الأموال  $K_0$  تصبح غير مرتبطة بالهيكل المالي، وتكون مساوية لتكلفة الأموال الخاصة  $K_{cp}$  لمؤسسة أخرى تنتمي لنفس شريحة الخطر ولا تعتمد على القروض في التمويل.

## 2. المرحلة الثانية (1963): الهيكل المالي للمؤسسة في وجود الضرائب

لقد تم إعادة صياغة نموذج موديكلياني وميلر بإدخال الضريبة على أرباح الشركات، وكان ذلك سنة 1963، حيث أن فوائد القروض من بين المصروفات التي تدخل ضمن بنود قائمة الدخل، ومن ثم فإن خضوع دخل المؤسسة للضريبة (Corporate income tax) يعني أن المؤسسة التي يتكون هيكل رأسمالها من قروض إلى جانب حقوق الملكية تستطيع تحقيق وفورات ضريبية تقدر بقيمة الفوائد مضروبة في معدل الضريبة، ومن هذا المنطلق لا يرفض موديكلياني وميلر الادعاء بأنه في حالة وجود ضريبة على أرباح الشركات، فإن القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكلها من قروض وحقوق ملكية تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة غير أن هيكلها المالي يتكون من حقوق ملكية فقط<sup>1</sup>.

وبالتالي فإن النتيجة الأساسية التي توصل إليها كل من موديكلياني وميلر هي أن القيمة السوقية للمؤسسة المستدنة تتمثل في قيمة مؤسسة مشابهة لها ولكنها لا تستخدم الديون مضافاً إليها القيمة الحالية لاقتصاد الضريبة الناتج عن إدراج التكاليف المالية في الأساس الخاضع للضريبة، وبالتالي يجب على المؤسسة اللجوء إلى الاستدانة إلى أكبر قدر ممكن، ومن هذا المنطلق لا يرفض موديكلياني وميلر بأنه في حالة وجود الضريبة على أرباح الشركات فإن القيمة السوقية للمؤسسة المستدنة سوف تفوق

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، 2003، ص

القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة لها لكنها لا تستعمل الديون في هيكلها المالي بل تكتفي فقط بالأموال الخاصة إلا أنهما يؤكدان على أن هذا الفرق بين القيمة السوقية للمؤسستين لا ينبغي أن يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة، أما إذا زاد أو نقص الفرق عن ذلك فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة المؤسستين<sup>1</sup>.

ففي حالة وجود الضريبة على أرباح الشركات، قام موديكلياني وميلر بإعادة صياغة نظريتهما من خلال التحليل التالي<sup>2</sup>:

$$V = X(1-T) / K_c + (F/K_d)$$

\* القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة:

$$V = X (1-T) / K_c$$

\* القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة:

حيث:

X : أرباح المؤسسة قبل الضريبة؛

T: معدل الفائدة؛

K<sub>c</sub>: تكلفة الأموال الخاصة؛

K<sub>d</sub>: تكلفة الاستدانة.

<sup>1</sup> محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016، ص 197.

<sup>2</sup> حسين بن العاربية، أحمد بين العاربية، أمثلية هيكل رأس المال في المؤسسة بين النظري وواقع التطبيق، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 1، العدد 1، 2017، ص 128.

## خاتمة الفصل

من خلال هذا الفصل، يظهر أن الضريبة تمثل جزءاً أساسياً في صياغة الهيكل المالي للشركات واختيار تمويلها، حيث أن مستوى الضريبة يؤثر على قرارات الشركات بشأن استخدام الديون أو رأس المال الخاص بها، وقد تدفع الضرائب الشركات إلى التفضيل لتمويلها بالديون لتقليل الضريبة المستحقة على الأرباح، ومن خلال هذا التحول في الهيكل المالي تتأثر أرباح الشركة وقيمتها.

إضافة إلى ذلك، فإن هناك علاقة متبادلة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، حيث يمكن للهيكل المالي الأمثل أن يزيد من قيمة الشركة من خلال تقليل تكلفة رأس المال وزيادة العائد على المساهمين، وقد تكون هذه العلاقة معقدة وتعتمد على عوامل متعددة، وقد اختلفت النظريات المفسرة للهيكل المالي في محاولتها لتفسير العلاقة بين هيكل الرأسمال وقيمة المؤسسة، ومن أهم هذه النظريات نظرية موديكلياني وميلر، نظرية التوازن، نظرية الإشارة وغيرها.

وبالتالي، فإن فهم العلاقة بين الضريبة والهيكل المالي وقيمة المؤسسة يتطلب تحليلاً شاملاً للتفاعلات بين هذه العوامل بشكل يمكن المؤسسات من تحسين استراتيجياتها المالية بما يتناسب مع أهدافها.

# الفصل الثالث:

أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة:  
دراسة حالة المجمع الصناعي "Saidal"  
للفترة الزمنية (2005-2022)

## الفصل الثالث أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة: دراسة حالة المجمع الصناعي "Saidal" للفترة (2005-2022)

### مقدمة الفصل

يلعب مجمع "صيدال" دورا بارزا في تعزيز الاقتصاد وتطوير الصناعة الدوائية المحلية، ومن الجوانب التي تؤثر بشكل كبير على أداء هذا المجمع وقيمه في السوق، الضرائب، لذلك يعتبر تقدير تأثير الضريبة على أرباح الشركات على قيمة مجمع "صيدال" مهما لفهم وتقييم أدائه واستدامته في السوق.

وبهدف إثراء دراستنا النظرية، سنقوم في هذا الفصل بدراسة تطبيقية لواقع تأثير الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المجمع الصناعي "صيدال" من خلال تبني نموذج يهدف إلى تحديد وتحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة للفترة (2005-2022) اعتمادا على بيانات القوائم المالية السنوية للمجمع وبالاعتماد على برمجية Eviews.12.

وينقسم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كالتالي:

- المبحث الأول: تقديم عام للمجمع الصناعي "Saidal"
- المبحث الثاني: منهجية الدراسة
- المبحث الثالث: قياس وتحليل أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة مجمع "صيدال"

"Saidal"

### المبحث الأول: تقديم عام للمجمع الصناعي صيدال "Saidal"

يعتبر المجمع الصناعي "صيدال" أحد أبرز المجمعات الصناعية في الجزائر، ويعد رائداً في مجال صناعة الأدوية والمستحضرات الطبية، حيث تأسس لتلبية احتياجات السوق المحلية من الأدوية وتحقيق الاكتفاء الذاتي في هذا القطاع الحيوي، وذلك بفضل جهوده المستمرة في البحث والتطوير، وسعيه إلى تعزيز تواجدته في السوق المحلية والإقليمية والدولية، وتحقيق التميز في مجال صناعة الأدوية.

#### المطلب الأول: لمحة تاريخية عن مجمع "صيدال"

لقد مر مجمع صيدال منذ تأسيسه إلى يومنا هذا بالعديد من المراحل سنوجزها فيما يلي:

#### 1. نشأة المجمع الصناعي "صيدال"

أنشأت الصيدلية المركزية الجزائرية (P.C.A) (Pharmacie Centrale Algérienne) في 10 أبريل 1963م، حيث كانت مكلفة بالتموين والتوزيع للمنتجات الصيدلانية والكيميائية وضروريات المستشفيات من معدات وتجهيزات، كونها كانت المحرك الوحيد لمجال استيراد الأدوية، الأدوات الصحية، الوسائل العلمية وأدوات أخرى ضرورية للطب الإنساني والبيطري، أما النشاط الإنتاجي لهذه المؤسسة العمومية فقد كان يقتصر على إنتاج بعض الأدوية بسيطة التركيب، وهذا بعد قيامها باسترجاع تدريجي، ثم تأميم وحدتي الإنتاج ببيوتيك وفارمال بنسبة 51% عام 1971م، ثم 100% عام 1977م الموروثتين عن المستعمر الفرنسي.

بعد إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية (P.C.A) تكونت المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني، حيث تم قرار تنظيمها بالمرسوم رقم 77/06 المؤرخ في 23 جانفي 1977م، والمعدل بالمرسوم رقم 161/82 المؤرخ في أبريل 1982م، وحتى جوان 1986م كانت صيدال تمارس نشاطها تحت وصاية وزارة الصحة العمومية، وطبقا للمرسوم رقم 84-151 المؤرخ في جوان 1984م تم نقل المؤسسة تحت وصاية وزارة الطاقة والصناعات الكيماوية والبتروكيماوية، ووفقا للمرسوم رقم 77/06

## المجمع الصناعي "صيدال SAIDAL" للفترة (2005-2022)

المؤرخ في أفريل 1985م، عدل تسمية المؤسسة وأصبحت تسمى المؤسسة الوطنية للمواد الصيدلانية "SAIDAL"<sup>1</sup>.

وأصبحت صيدال مؤسسة اقتصادية عمومية تتمتع بالاستقلالية في التسيير في فيفري 1989م، وذلك تطبيقا لسياسة استقلالية المؤسسات، وتم بموجب ذلك تحويل رأسمالها إلى أسهم، وأصبحت مؤسسة وطنية ذات أسهم، وفي إطار الإصلاح المالي لمؤسسات القطاع العمومي سنة 1993م تحملت الدولة جميع ديون وخسائر صيدال من جهة، ومن جهة أخرى سمحت لها بإنشاء مؤسسات أو فروع جديدة تابعة لها، واستنادا لمخطط إعادة الهيكلة الصناعية في بداية سنة 1997/ والذي تم بموجبه تقييم المؤسسة بتشخيصها داخليا وخارجيا وتحولت المؤسسة في فيفري 1998 بموجب عقد رقم 97/085 إلى "المجمع الصناعي صيدال"<sup>2</sup>.

### 2. تعريف مجمع "صيدال SAIDAL"

يعتبر مجمع "صيدال" أول مختبر صناعي للأدوية العامة في الجزائر، حيث تأسس في عام 1982 لتلبية الحاجة إلى صناعة أدوية محلية وتحسين إمكانية الوصول إليها للمواطنين، ويتمتع المجمع بتنظيمه كمجموعة صناعية متخصصة في تطوير وإنتاج وتسويق المنتجات الدوائية للاستخدام البشري.

مؤسسة "صيدال" هي شركة مساهمة، برأسمال قدره 2.500.000.000 دينار جزائري، تم تداول أسهمها في البورصة منذ عام 1999، وتمتلك الدولة 80% من رأس المال والـ 20% المتبقية مملوكة لمستثمرين مؤسسين وأشخاص طبيعيين<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> رحمة مجدة حصباية، مساهمة إستراتيجية التمكين الوظيفي في تحقيق متطلبات المنظمة المتعلمة -دراسة ميدانية-، أطروحة دكتوراه، تخصص إدارة موارد بشرية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة زيان عاشور، الجلفة، 2022، ص 106-107.

<sup>2</sup> حسن بوزناق، التسيير الحديث للكفاءات في المؤسسة كمدخل لتحقيق الميزة التنافسية -دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال-، أطروحة دكتوراه، تخصص الاقتصاد التطبيقي وإدارة المنظمات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة 1 الحاج لخضر، باتنة، 2020، ص 221.

<sup>3</sup> الموقع الرسمي لمجمع صيدال، <https://saidalgroup.dz/public/page/SAIDAL>

## الفصل الثالث أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة: دراسة حالة المجمع الصناعي "صيدال Sidal" للفترة (2005-2022)

ويقوم المجمع بمجموعة من المهام تتمثل في<sup>1</sup>:

- تصنيع أدوية العلامة التجارية الخاصة بها بشكل عام؛
- تصنيع الأدوية بترخيص من شركات عالمية؛
- توسيع نطاق منتجاتها (صيدال تباع حاليا مجموعة من الأدوية تضم 215 دواء بجميع الأشكال والجرعات المختلفة ممثلة في 21 فئة علاجية)؛
- تقديم أدوية ومنتجات مماثلة ذات جودة أفضل وبأسعار تنافسية؛
- تطوير اتفاقيات شراكة مع شركات أجنبية، وزيادة الجهد التسويقي والمبيعات.

كما يهدف المجمع إلى تحقيق موقع ريادي في صناعة الأدوية في الجزائر، ويسعى ليكون لاعبا رئيسيا في بيئة تنافسية مفتوحة على التكنولوجيا الجديدة والابتكار مع الحفاظ على علامته التجارية واستدامتها.

### 3. دخول مجمع "صيدال" للبورصة

يعتبر مجمع صيدال ثاني مؤسسة دخلت البورصة في سبتمبر 1999 طبقا لقرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة (CNPE) في إطار عملية الخصخصة، وطبقا للأمر رقم 95/22 بتاريخ 1995/08/26 المتعلق بخصخصة المؤسسات العمومية المؤهلة لبرنامج الخصخصة المقرر من طرف الحكومة، أيدت الدورة العامة غير العادية لمجمع صيدال في 98/06/22 القرار رقم 04 لاقتراح مجلس الإدارة الذي يسمح للمجمع بإدخال حصة من رأسماله في البورصة، إذ أن حصة رأسمال المتنازل عنها هي 20% من رأس المال المجمع، وتمثل 20000000 سهم بسعر محدد ب 800 دج.

بعد أن قامت لجنة التنظيم والمراقبة لعمليات البورصة (COSOB) بدراسة المذكرة الإعلامية المقدمة من طرف صيدال ووجودها تستوفي كل الشروط المطلوبة قامت بمنحها تأشيرة الدخول إلى البورصة، وذلك بتاريخ 1998/12/24 تحت رقم 98/04، وتمثل قيمة العرض 20 % من رأس المال

<sup>1</sup> Ikram Gomri, Laid Korichi, **The importance of foreign strategic partnerships for pharma companies : Sidal groupe case study**, Recherches économiques et managériales, vol 16, n° 1, 2022, p 85-86.

## الفصل الثالث أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة: دراسة حالة المجمع الصناعي "صيدال S Vidal" للفترة (2005-2022)

الاجتماعي، أما بقية رأس المال المقدر ب 80 % فهي امتلاك للشركة العمومية القابضة للكيمياء والصيدلة<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمجمع "صيدال"

قام مجمع صيدال سنة 2014 بإدخال مجموعة من التعديلات الأساسية على هيكله التنظيمي، وذلك في سبيل الاستجابة لتغيرات محيطه والتكيف معها بالإضافة إلى التماشي مع أهدافه وتطلعاته، وتتخلص أبرز هذه الإصلاحات في امتصاص المجمع لثلاثة فروع يمتلكها بنسبة 100% (بيوتيك، فارمال وأنتيبوتيكال)، وتم تحويل الوحدات الإنتاجية التي كانت تابعة لهذه الفروع إلى مصانع مستقلة بذاتها تابعة مباشرة للمؤسسة الأم عن طريق علاقات إضافية، بالإضافة إلى إحداث تغييرات جذرية على مستوى مراكز المسؤولية وصنع القرار سعيا إلى التقليل من مركزية الإدارة<sup>2</sup>.

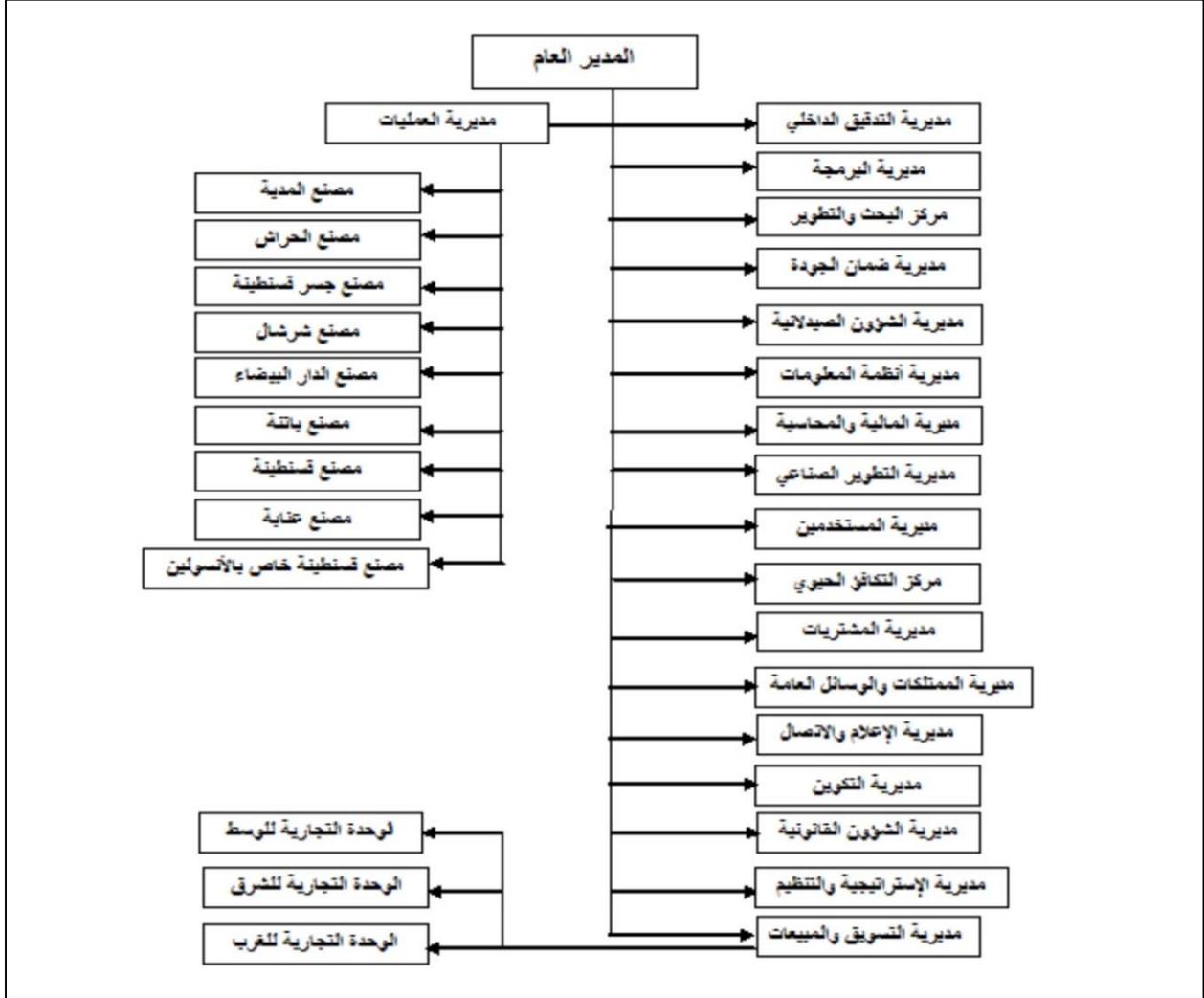
ويوضح الشكل التالي الهيكل التنظيمي الجديد للمجمع:

<sup>1</sup> عبد الحكيم سليمان، دور جودة المعلومات المحاسبية في ترشيد قرار الاستثمار في ظل النظام المحاسبي والمالي الجديد دراسة حالة مؤسسة إقتصادية - الجزائر، أطروحة دكتوراه، تخصص محاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2020، ص 264-265.

<sup>2</sup> حمزة بلعزوقي، إنشاء القيمة من خلال أداء إدارة الموارد البشرية "مدخل إدارة المعرفة" دراسة حالة مجمع صيدال للصناعة الدوائية، أطروحة دكتوراه، تخصص إدارة الموارد البشرية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2022، ص 226.

الفصل الثالث أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة: دراسة حالة  
المجمع الصناعي "صيدال Sidal" للفترة (2005-2022)

الشكل (02): الهيكل التنظيمي لمجمع "صيدال"



المصدر: دنيا ساكر، دور التخطيط الإستراتيجي في تحسين أداء المجموعات الصناعية دراسة حالة مجمع صيدال، أطروحة دكتوراه، تخصص إدارة أعمال المجموعات الصناعية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2019، ص149.

من خلال الشكل الموضح أعلاه، ينقسم مجمع صيدال إلى<sup>1</sup>:

أولاً: الرئيس المدير العام: وهو المسؤول الأول على تسيير المجمع وتوجيه القرارات إلى المديرين المركزيين، كما يعتبر الممثل للمجمع داخليا وخارجيا.

<sup>1</sup> دنيا ساكر، مرجع سبق ذكره، ص ص 150-154.

## الفصل الثالث أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة: دراسة حالة المجمع الصناعي "صيدال S Vidal" للفترة (2005-2022)

ثانياً: المديرية العامة للمجمع: يضم مجمع صيدال مجموعة من المديريات إضافة لمركز البحث والتطوير والمراكز التجارية لتوزيع الأدوية، وتشمل:

1. مديرية التدقيق الداخلي: حيث تعمل على المراجعة الداخلية لحسابات المجمع، ومراقبة التسيير والحسابات.

2. مديرية البرمجة: تعمل على وضع الخطط والبرامج لتأهيل الوحدات الإنتاجية وإعداد دفاتر الشروط للمشاريع.

3. مديرية البحث والتطوير: يختص هذا المركز في تطوير الأدوية الجينية، واقتراح الأدوية الواجب تطويرها وتقديم النوعية العلمية للأدوية المطورة، والمشاركة في دراسات التكافؤ الحيوي، بالإضافة لتقديم المساعدة الفنية لمختلف المصانع والمساهمة في تكوين الإطارات الفنية لصيدال.

4. مديرية ضمان الجودة: هي مديرية تقنية مكلفة بمراجعة ملفات صنع الدواء ومراقبة وحدة البحث والتطوير وتوجيهها بخصوص تشكيل المنتجات المطابقة للأصل.

5. مديرية الشؤون الصيدلانية: تتمثل مهامها في الإعلام الطبي ومراجعة ملفات الدواء، تمتلك فريق مختص في التسويق الطبي وشبكة من المندوبين الطبيين تغطي معظم التراب الوطني، إضافة إلى تقديم ونشر مختلف ركائز التكوين والإعلام الطبي، ووضع خطوط مراقبة الجودة والنوعية.

6. مديرية أنظمة المعلومات: تهتم هذه المديرية بوضع مخطط إدارة نظام المعلومات، تحديد السياسات المعلوماتية للمجمع وضمان كفاءة مخطط التسيير.

7. مديرية المالية والمحاسبة: تختص بالاستراتيجيات المالية ومتابعة العمليات التمويلية التي تنفذها صيدال، إضافة إلى تحليل ومراجعة الحسابات والتحليل المالي وتسيير الموازنة.

8. مديرية التطوير الصناعي: تعمل على تطوير أساليب الإنتاج ودعم النشاط وترقية المنتجات وكل ما يخص التطوير الصناعي.

## الفصل الثالث أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة: دراسة حالة المجمع الصناعي "صيدال S Vidal" للفترة (2005-2022)

9. **مديرية المستخدمين:** تتولى وضع سياسة الموارد البشرية للمجمع وفروعه، وإدارة شؤونهم وخلق روح العمل والبحث عن الكفاءات.

10. **مديرية المشتريات:** تعمل على توفير مستلزمات العمليات الإنتاجية ومختلف احتياجات المجمع.

11. **مديرية الممتلكات والوسائل العامة:** تعمل على تسيير الوسائل المالية والمادية، وإعداد تقديرات الميزانية وتطبيق الميزانيات الممنوحة للمصالح الخارجية وضمان متابعتها وتقييمها وضمان تسيير وصيانة العتاد والممتلكات.

12. **مديرية الإعلام والاتصال:** تعمل على تطوير التقنيات الجديدة للإعلام والاتصال، إضافة إلى مجلة صيدال والنشرية الداخلية.

13. **مديرية التكوين:** تعمل على إعداد برامج التكوين والتكوين المتخصص لمستخدمي صيدال لتحسين مستواهم.

14. **مديرية الشؤون القانونية:** تضمن المساعدة القانونية لهياكل المجمع وإعداد النصوص والتشريعات التنظيمية.

15. **مديرية الإستراتيجية والتنظيم:** تهتم بإعداد الدراسات المرتبطة بتحديد الأهداف الإستراتيجية لصيدال وتتبعها وتنفيذها وتأمين دخول صيدال في السوق المحلي والدولي، وذلك من خلال وضع إستراتيجية تركز أساسا على اتفاقية الشراكة باستحداث وحدات إنتاجية أو بالحصول على رخص الإنتاج.

16. **مديرية التسويق والمبيعات:** تهتم بدراسة السوق وتحسين منتجات صيدال وكذا إعلام الصيادلة والأطباء بمنتجات صيدال والترويج لها، وتتضمن مجموعة من الوحدات حيث تختص كل وحدة بتسويق وتوزيع منتجات صيدال وضمان تغطية الاحتياجات من الأدوية والمنتجات الصيدلانية سواء في الشرق أو الغرب أو الوسط.

17. **مديرية العمليات:** تعمل على التنسيق بين مختلف المصانع الإنتاجية لمجمع صيدال، وتتكفل بالسلسلة اللوجستية من استقبال المواد الأولية والإنتاج وكذا التوزيع بكل مصانع صيدال وهذا على أساس العلاقة بين مديرية المشتريات ومديرية التسويق والمبيعات.

ثالثا: مصانع الإنتاج

تمتلك صيدال تسعة مصانع للإنتاج بقدرة إنتاج إجمالية قدرها 200 مليون وحدة بيع سنويا، وتنقسم إلى:

- **مصنع المدية:** متخصص في إنتاج المضادات الحيوية البنيسيلينية وغير البنيسيلينية، ويتوفر على وحدتين خاصتين لإنتاج الأدوية التي يتم تناولها عن طريق الفم وعن طريق الحقن، ووحدة لإنتاج الاختصاصات الصيدلانية.
- **مصنع الدار البيضاء:** يقع في المنطقة الصناعية بالجزائر العاصمة، وينتج تشكيلة من الأدوية في مختلف الأشكال (شراب، مرهم، أقراص...).
- **مصنع جسر قسنطينة:** يضم قسمين منفصلين الأول لصناعة الأدوية على مختلف الأشكال، والثاني مزود بتكنولوجيا حديثة متخصصة في إنتاج المحاليل المكثفة (أكياس وزجاجات)، ويحتوي هذا المصنع على مخبر مراقبة الجودة.
- **مصنع الحراش:** يتكون من ثلاث ورشات إنتاج وهي شراب ومحاليل، مرهم وأقراص.
- **مصنع شرشال:** يتكون من ثلاث ورشات لإنتاج الشراب، الأشكال الجافة (أقراص، كيس مسحوق، كبسولات).
- **مصنع قسنطينة:** يقع في المنطقة الشرقية لمدينة قسنطينة، ويتوفر على ورشتين مختصتين في إنتاج الشراب.
- **مصنع قسنطينة خاص بالأنسولين:** متخصص في إنتاج الأنسولين من ثلاثة أنواع (السرّيع، القاعدي، والمركب 25 على شكل قارورات).
- **مصنع عنابة:** متخصص في تصنيع الأشكال الصلبة.
- **مصنع باتنة:** متخصص في إنتاج التحاميل.

المطلب الثالث: واقع المجمع الصناعي "صيدال" في مؤشرات

يتميز مجمع "صيدال" بمؤشرات مالية قوية تعكس استقراره وقوته في السوق، مثل الزيادة المستمرة في الإيرادات ورقم الأعمال، كما يتمتع بقيمة سوقية مناسبة تدل على توازنه بين استخدام رأس المال

المجمع الصناعي "صيدال S Vidal" للفترة (2005-2022)

الخارجي والقيمة السوقية للشركة، وسنقوم في هذا المطلب بعرض لمختلف المؤشرات الخاصة بهذا المجمع كالتالي:

1. رقم أعمال المجمع

يلخص الجدول التالي رقم أعمال مجمع "صيدال" للفترة الزمنية (2005-2021) كالتالي:

الجدول (05): رقم أعمال المجمع الصناعي "صيدال" للفترة الزمنية (2005-2021)

| رقم الأعمال (بالدينار) | السنوات |
|------------------------|---------|
| 6 720 842 689          | 2005    |
| 7 222 361 143          | 2006    |
| 8 022 396 286          | 2007    |
| 9 882 486 205          | 2008    |
| 12 190 945 854         | 2009    |
| 12 510 199 865         | 2010    |
| 13 504 270 701         | 2011    |
| 13 895 054 473         | 2012    |
| 11 461 847 581         | 2013    |
| 9 789 025 905          | 2014    |
| 9 984 043 757          | 2015    |
| 10 223 411 484         | 2016    |
| 10 265 897 771         | 2017    |
| 10 317 577 775         | 2018    |
| 9 392 750 935          | 2019    |
| 9 124 250              | 2020    |
| 10 211 440             | 2021    |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع

[/https://www.cosob.org/ar/rappports-annuels](https://www.cosob.org/ar/rappports-annuels)

المجمع الصناعي "صيدال" للفترة (2005-2022)

تظهر البيانات المقدمة تطور رقم الأعمال لمجمع "صيدال" خلال الفترة الزمنية (2005-2021)، حيث يظهر الجدول زيادة مستمرة في الرقم الأعمال منذ سنة 2005 حتى سنة 2012، حيث ارتفع الرقم الأعمال بشكل ملحوظ خلال هذه الفترة من 6 720 842 689 دينار جزائري إلى 13 895 054 473.

بعد عام 2012، يظهر تراجع طفيف في رقم الأعمال إلى 11 461 847 581 دينار جزائري خلال سنة 2013، ثم تبعه استقرار نسبي منذ سنة 2014 حتى سنة 2019 حيث بلغ رقم أعمال المجمع 9 392 750 935 دينار جزائري، وتشير هذه الزيادة المستمرة في رقم الأعمال إلى نمو مستدام للشركة على المدى الطويل.

بينما انخفض رقم أعمال المجمع خلال سنة 2020 إلى 9 124 250 دينار جزائري، ثم عرف ارتفاعا طفيفا ليصبح 10 211 440 دينار جزائري وذلك خلال سنة 2022.

2. القيمة المضافة للمجمع

يوضح الجدول التالي القيمة المضافة لمجمع "صيدال" خلال الفترة الزمنية (2006-2021):

الجدول (06): القيمة المضافة لمجمع "صيدال" خلال الفترة الزمنية (2006-2021)

| السنوات | القيمة المضافة (بالدينار) |
|---------|---------------------------|
| 2006    | 4 436 978,23              |
| 2007    | 4 871 616 363             |
| 2008    | 6 220 523 631             |
| 2009    | 8 497 558 062             |
| 2010    | 5 684 351 133             |
| 2011    | 7 084 738 682             |
| 2012    | 7 963 460 029             |
| 2013    | 7 947 147 148             |
| 2014    | 6 003 372 362             |

المجمع الصناعي "صيدال" للفترة (2005-2022)

|                   |      |
|-------------------|------|
| 5 505 373 029     | 2015 |
| 5 896 517 543     | 2016 |
| 4 949 152 809     | 2017 |
| 4 898 058 445     | 2018 |
| 4 787 033 868     | 2019 |
| 4 625 504 105, 11 | 2020 |
| 5 142 300         | 2021 |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع

<https://www.cosob.org/ar/rapports-annuels>

يظهر الجدول أعلاه تطور القيمة المضافة لمجمع "صيدال" خلال الفترة الزمنية ، حيث عرفت القيمة زيادة تدريجية منذ سنة 2006 حتى سنة 2013 من 4 436 978,23 إلى 7 947 147 148 ثم انخفضت تدريجيا خلال السنوات (2014 - 2015 - 2016 - 2017 - 2018 - 2019 - 2020) على التوالي بقيم تتراوح بين 6 003 372 362 و 4 625 504 105, 11 إلى أن وصلت إلى قيمتها الدنيا خلال سنة 2022 والتي بلغت 5 142 300، وهذا راجع إلى وجود عوامل متعددة قد تأثر بها المجمع، مثل التغيرات في السوق، الأحداث الاقتصادية العالمية أو حتى التطورات الداخلية للمجمع.

3. واقع القيمة السوقية لمجمع "صيدال"

يوضح الجدول التالي القيمة السوقية لمجمع "صيدال" لسنة 2024:

الفصل الثالث أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة: دراسة حالة  
المجمع الصناعي "صيدال Sidal" للفترة (2005-2022)

الجدول (07): القيمة السوقية لمجمع "صيدال" لسنة 2024

| القيمة السوقية   | الأشهر |
|------------------|--------|
| 5 000 000 000 دج | جانفي  |
| 4990 000 000 دج  | فيفري  |
| 4990 000 000 دج  | مارس   |
| 4990 000 000 دج  | أفريل  |
| 4990 000 000 دج  | ماي    |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات موقع بورصة الجزائر SGBV بورصة الجزائر

نلاحظ أن القيمة السوقية لمجمع صيدال انخفضت في الأربعة أشهر الأخيرة (فيفري-مارس-أفريل وماي) حيث بلغت 4990 000 000 دج، وذلك مقارنة بشهر جانفي الذي بلغت قيمة المجمع خلاله 5 000 000 000 دج، وهذا يرجع إلى العديد من العوامل.

## الفصل الثالث أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة: دراسة حالة المجمع الصناعي "صيدال" للفترة (2005-2022)

### المبحث الثاني: منهجية الدراسة

سنقوم في هذا المبحث بالتعريف بالمنهج المتبع في الدراسة وتوضيح حدوده، وكذا تحديد معطيات الدراسة ووصفها.

### المطلب الأول: تقديم نموذج الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة، باعتبار أن الضريبة على أرباح الشركات متغيراً مستقلاً، وقيمة المؤسسة متغير تابع لكونه يتأثر بتغير المتغير المستقل، وتم ذلك من خلال تحديد العلاقة بين هذين المتغيرين بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي البسيط.

#### 1. الحدود المكانية والزمنية

بناء على أهداف الدراسة ومتغيراتها والإمكانات المتاحة لدينا، فإن حدود الدراسة كانت كالتالي:

- **الحدود المكانية:** أجريت دراستنا على المجمع الصناعي "صيدال"، حيث تم جمع مختلف المعلومات الخاصة بالمؤسسة.

- **الحدود الزمنية:** تقوم دراستنا على تحليل القوائم المالية للمجمع الصناعي "صيدال" للفترة الزمنية الممتدة من 2005-2022.

- **الحدود الموضوعية:** تركز دراستنا الميدانية على تحليل أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة.

#### 2. تقديم النموذج المالي

##### أ. نموذج الانحدار الخطي

يعتبر نموذج الانحدار الخطي من أكثر النماذج شيوعاً في الممارسة القياسية، وذلك لسهولة استخدامه وحساب معلماته وتطبيقاته.

## الفصل الثالث أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة: دراسة حالة المجمع الصناعي "Saidal" للفترة (2005-2022)

ويعد نموذج الانحدار البسيط نموذج قياسي يعبر عن وجود علاقة خطية بين متغيرين أحدهما المتغير التابع (Y) والثاني المتغير المستقل (X)<sup>1</sup>، وقد تكون تلك العلاقة قوية موجبة، أو قوية سالبة، كما وقد يظهر النموذج عدم وجود علاقة ارتباط بين المتغيرين<sup>2</sup>.

ينقسم نموذج الانحدار الخطي البسيط إلى أربعة أنواع هي<sup>3</sup>:

- نموذج الانحدار الخطي البسيط.
- نموذج الانحدار الخطي المتعدد.
- نموذج الانحدار غير الخطي البسيط.
- نموذج الانحدار غير الخطي المتعدد.

يأخذ النموذج الصيغة الرياضية التالية<sup>4</sup>:

$$Y_i = B_0 + B_1 X_i + \epsilon_i$$

حيث:

$Y_i$ : يمثل المتغير التابع؛

$X_i$ : يمثل المتغير المستقل؛

<sup>1</sup> وليد إسماعيل السيفو، فيصل مفتاح الشلوف، صائب جواد إبراهيم جواد، أساسيات الاقتصاد القياسي التحليلي نظرية الاقتصاد القياسي والاختبارات القياسية من الدرجة الأولى، الطبعة الأولى، الأهلية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 89.

<sup>2</sup> سعد عجيل شهاب، الإحصاء الاقتصادي، الطبعة الأولى، الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018، ص 220.

<sup>3</sup> محمود حامد محمود عبد الرزاق، الاقتصاد القياسي الأسس النظرية وتطبيقات SPSS، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2015، ص 71.

<sup>4</sup> فاطمة محمد علي الصمدي، المفاضلة بين نموذج الانحدار الخطي البسيط ونموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة في تحليل أثر الأمية على الفقر في الجمهورية اليمنية، مجلة جامعة سما للعلوم البحثية والتطبيقية، المجلد 20، العدد 4، 2021، ص 165.

## الفصل الثالث أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة: دراسة حالة المجمع الصناعي "Saidal" للفترة (2005-2022)

$B_1$ : معامل الانحدار  $Y$  على  $X$  أو ما يسمى الميل (Slope)؛

$B_0$ : نقطة تقاطع خط الانحدار بالمحور  $Y$ ، ويشير إلى قيمة المتغير التابع ما إذا كان المتغير المستقل معدوماً؛

$\epsilon_i$ : الخطأ العشوائي.

ويمكن حساب هذا الأخير بالمعادلة التالية:<sup>1</sup>

$$\epsilon_i = Y_i - B_0 - B_1 X_i$$

ويوضح حد الخطأ في النموذج إهمال بعض المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تؤثر على المتغير التابع في النموذج وحدوث خطأ في كل من تجميع البيانات وقياس المتغيرات الاقتصادية.

### ب. النموذج المالي

وبناء على ما سبق وللتأكد من صحة فرضيات الدراسة، قمنا بصياغة نموذج عام يعبر عن العلاقة بين متغيرات الدراسة بالاعتماد على أسلوب الانحدار الخطي البسيط، وقد تم تحديد متغيرات الدراسة كما يلي:

- المتغير التابع: يتمثل في قيمة مؤسسة "صيدال" للفترة الزمنية (2005-2022)، ويرمز له  $(Y)$ .

- المتغير المستقل: ويتمثل في الضريبة على أرباح الشركة، ويرمز له  $(X)$ .

وعليه تكون الصيغة الرياضية لنموذج الدراسة كما يلي:

$$Y = B_0 + B_1 X + \epsilon_i$$

<sup>1</sup> أحمد عبد الرزاق محمد الانصاري، أحمد غالب الرباضي، فهمي محمد أحمد الصلوي، الياس عبدالله عقلان السامعي، مداخلة بعنوان استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط **Simple Linear Regression** ونموذج انحدار بوكس كوكس **BOX-COX Regression** في تحليل أثر الصادرات على الناتج المحلي الإجمالي في الجمهورية اليمنية للفترة (1990-2015)، المؤتمر الدولي للتكنولوجيا والعلوم والإدارة، جامعة تعز، اليمن، 2021، ص 183.

## الفصل الثالث أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة: دراسة حالة المجمع الصناعي "صيدال" للفترة (2005-2022)

حيث:

$Y$ : قيمة المؤسسة محل الدراسة؛

$X$ : الضريبة على أرباح الشركة محل الدراسة؛

$B_0$ : ثابت النموذج، ويعبر عن قيمة المؤسسة إذا كانت الضريبة على أرباح الشركة معدومة؛

$B_1$ : معامل الانحدار  $Y$  على  $X$ ؛

$E_i$ : الخطأ العشوائي.

المطلب الثاني: تحديد معطيات الدراسة

تم في هذا المطلب حساب قيمة المجمع الصناعي "صيدال" للفترة الزمنية (2005-2022)، وذلك بالاعتماد على طريقة الأصل الصافي المحاسبي المصحح (ANCC) التي تعتمد أساساً على تقييم الأصول والديون المصححة كالتالي:

قيمة المؤسسة = الأصل المصحح - الديون المصححة.

والأصل المصحح = الأصل - الخصم المستحق المصحح.

فعلى سبيل المثال واعتماداً على القوائم السنوية للمجمع وجدول النتائج المعروضة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) توصلنا إلى:

قيمة مجمع "صيدال" لسنة 2005 = 188467262,42 - 2125904,18 =

186341358,24، وهكذا بالنسبة لباقي السنوات، وكانت النتائج ملخصة في الجدول التالي:

الفصل الثالث أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة: دراسة حالة  
المجمع الصناعي "صيدال S Vidal" للفترة (2005-2022)

الجدول (08): قيمة مجمع "صيدال" الصناعي

| السنوات | الأصول       | الديون      | قيمة المؤسسة | الضريبة  |
|---------|--------------|-------------|--------------|----------|
| 2005    | 188467262,42 | 2125904,18  | 186341358,24 | 5000,00  |
| 2006    | 190455898,43 | 1575661,56  | 188880236,87 | 5000,00  |
| 2007    | 170415975,50 | 923026,39   | 169492949,11 | 5000,00  |
| 2008    | 170187653,95 | 3719954,93  | 166467699,02 | 5000,00  |
| 2009    | 150421380,66 | 3862066,08  | 146559314,58 | 5000,00  |
| 2010    | 237524342,01 | 66439736,14 | 171084605,87 | 5000,00  |
| 2011    | 155088888,23 | 25091971,50 | 129996916,73 | 5000,00  |
| 2012    | 127973706,60 | 9545777,17  | 118427929,43 | 5000,00  |
| 2013    | 164990600,30 | 9852688,17  | 155137912,13 | 5000,00  |
| 2014    | 164236851,65 | 6990803,20  | 157246048,45 | 5000,00  |
| 2015    | 184125656,36 | 9576310,01  | 174549346,35 | 10000,00 |
| 2016    | 193083737,30 | 9317083,92  | 183766653,38 | 10000,00 |
| 2017    | 205330329,93 | 3388819,65  | 201941510,28 | 10000,00 |
| 2018    | 213478349,72 | 5604565,43  | 207873784,29 | 10000,00 |
| 2019    | 219716217,59 | 5008349,75  | 214707867,84 | 10000,00 |
| 2020    | 230779871,14 | 5259492,27  | 225520378,87 | 10000,00 |
| 2021    | 240197331,10 | 5257172,66  | 234940158,44 | 10000,00 |
| 2022    | 247125000,00 | 14819000    | 232306000,00 | 10000,00 |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية السنوية للمجمع - <https://www.cosob.org/ar/rappports-annuels/>

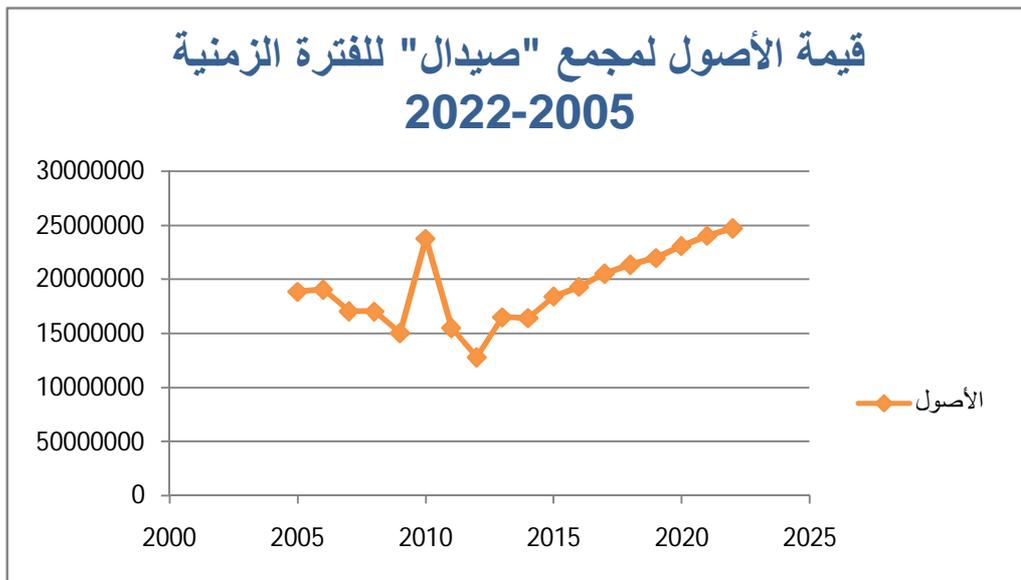
نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيمة مجمع "صيدال" الصناعي تختلف من سنة إلى أخرى، وذلك راجع للعديد من العوامل، حيث بلغ المجمع قيمته القصوى خلال السنوات (2020-2021-2022) على التوالي والتي تمثلت في (225520378,87، 234940158,44، 232306000,00 دينار جزائري بالترتيب)، وأن القيمة الدنيا للمجمع بلغت (118427929,43 دينار جزائري) وذلك خلال

المجمع الصناعي "صيدال" للفترة (2005-2022)

سنة 2012، وكانت القيمة بين الانخفاض والارتفاع خلال السنوات الأخرى المتبقية، حيث ارتفعت لتصبح (30,164990600 دينار جزائري) في سنة 2013، ثم استمرت بالارتفاع بشكل تدريجي خلال السنوات (2014-2015-2016-2017-2018-2020-2021) لتستقر في الأخير عند القيمة (247125000,00 دينار جزائري) في سنة 2022.

ويمكن توضيح أثر التغيرات في قيمة المؤسسة من خلال التغير في عناصر حسابها أي الأصول ومجموع الديون المصححة كما هي مبينة الشكلين الموالين الذين يوضحان تطور كلا من الأصول و الديون المصححة للمجمع خلال فترة الدراسة:

الشكل (03): منحنى تغير قيمة الأصول لمجمع "صيدال" خلال الفترة الزمنية 2005-2022



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Excel

يمثل المنحنى أعلاه تطور قيمة الأصول لمجمع "صيدال" خلال الفترة الزمنية (2005-2022) حيث نلاحظ أن قيمة الأصول للمجمع كانت خلال سنة 2005 تساوي 188467262,42 دينار جزائري، ثم انخفضت من سنة 2006 إلى 2009 لتصبح تساوي القيمة 150421380,66 دينار جزائري، ثم ارتفعت لتبلغ القيمة القصوى خلال سنة 2010 والتي قدرت بـ 237524342,01 دينار جزائري، ثم انخفضت مجدداً خلال السنوات (2011-2012-2013-2014) لتصبح 164236851,65 دينار جزائري، وفي الأخير استمرت في الارتفاع تدريجياً خلال الثمانية سنوات

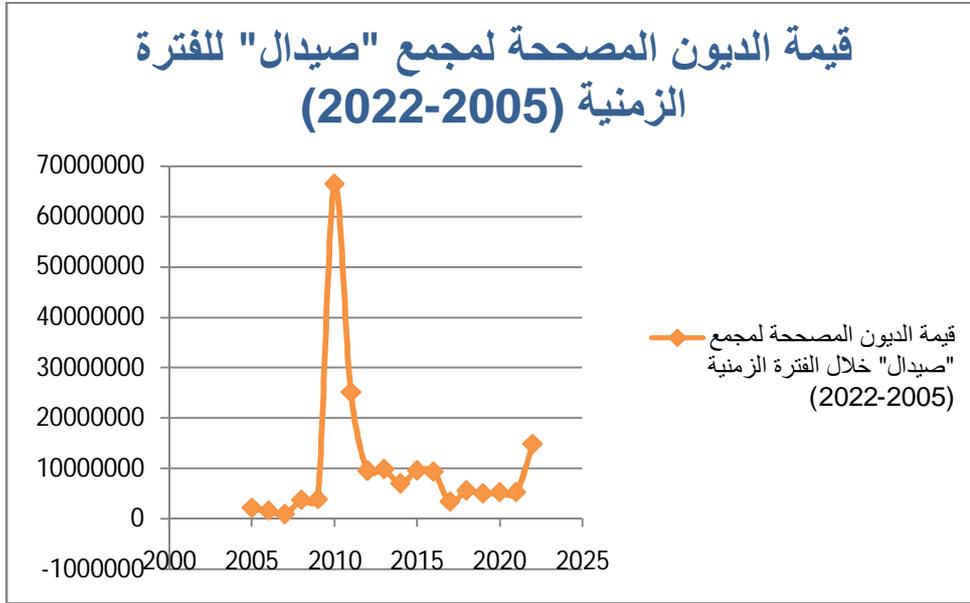
المجمع الصناعي "صيدال" للفترة (2005-2022)

الأخيرة (2015-2016-2017-2018-2019-2020-2021-2022) لتبلغ القيمة  
247125000,00 دينار جزائري.

أما الشكل (04) فيوضح تطور قيمة الديون المصححة للمجمع خلال الفترة الزمنية (2005-2022):

الشكل (04): منحنى تغير قيمة الديون المصححة لمجمع "صيدال" خلال الفترة الزمنية

2022-2005



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Excel

يظهر المنحنى تغير قيمة الديون المصححة لمجمع "صيدال" خلال الفترة الزمنية (2005-2022)، بداية خلال سنة 2005، كانت قيمة الديون 2125904,18 دينار جزائري، ثم عرفت انخفاضا طفيفا حتى سنة 2009 لتصبح تساوي القيمة 3862066,08 دينار جزائري .

ثم عرفت قيمة الديون قفزة كبيرة خلال سنة 2010 لتبلغ ذروتها بقيمة 66439736,14 دينار جزائري، ويشير هذا الارتفاع الحاد حسب وجهة نظر الطالبتين إلى احتمالية حدوث أزمة مالية أو استثمارات كبيرة تتطلب تمويلاً ضخماً في تلك الفترة.

وبعد هذا الارتفاع الكبير، شهدت الديون انخفاضا سريعا وحادا في قيمة الديون ليصل إلى حوالي 500,000,000 دينار جزائري في سنة 2012، مما قد يعكس جهوداً كبيرة لإعادة هيكلة الديون أو سداد جزء كبير منها.

من سنة 2012 إلى غاية سنة 2015، ظلت قيمة الديون منخفضة ومستقرة مع بعض التقلبات البسيطة لتبلغ القيمة 9317083,92 دينار جزائري في سنة 2016، ثم انخفضت بشكل تدريجي خلال السنوات الأخيرة لتصبح بقيمة 14819000 دينار جزائري خلال سنة 2022.

ومما سبق نستنتج أن قيمة المؤسسة تتغير بتغير عناصر حسابها والمتمثلة في الأصول والديون المصححة، فعلى سبيل المثال، إذا قامت المؤسسة بزيادة استثماراتها في أصول توليد الدخل، مثل التكنولوجيا الحديثة أو البنية التحتية، فقد ترتفع قيمة المؤسسة نتيجة لزيادة قدرتها على تحقيق أرباح مستقبلية. وعلى الجانب الآخر، إذا زادت ديون المؤسسة بشكل كبير، فقد يزداد خطر التمويل والتشغيل، مما يؤثر سلباً على تقدير المستثمرين لقيمة المؤسسة.

الفصل الثالث أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة: دراسة حالة  
المجمع الصناعي "صيدال Soidal" للفترة (2005-2022)

المبحث الثالث: تقدير نموذج الدراسة

سنحاول في هذا المبحث تحليل أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المجمع الصناعي "صيدال" خلال الفترة الزمنية (2005-2022) من خلال صياغة نموذج رياضي يفسر العلاقة بين متغيرات الدراسة، وذلك باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews.12.

المطلب الأول: الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة

الجدول (09): الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة

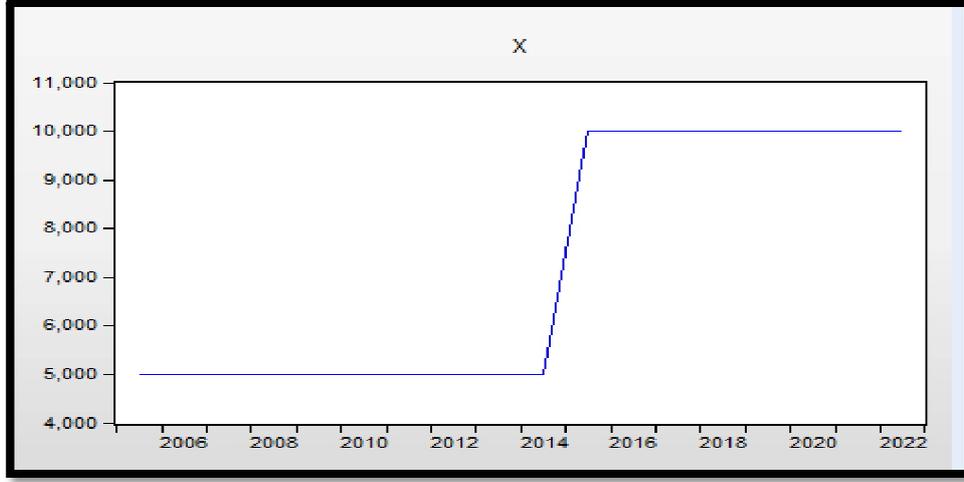
| Y         | X         |                           |
|-----------|-----------|---------------------------|
| 1.85 E+08 | 7222.222  | المتوسط Mean              |
| 1.84E +08 | 5000.0000 | المنوال Median            |
| 2.35E+08  | 10000.00  | أقصى قيمة Maximum         |
| 1.30E+08  | 5000.000  | أدنى قيمة Minimum         |
| 30757686  | 2556.550  | الانحراف المعياري Std.Dev |
| 0.110853  | 0.223607  | معامل الالتواء Skewness   |
| 2.076577  | 1.050000  | معامل التسطح Kurtosis     |
| 0.638820  | 3.001875  | اختبار Jarque-Bera        |
| 0.726578  | 0.222921  | الاحتمال Probability      |
| 3.15E+09  | 130000.0  | المجموع Sum               |
| 17        | 18        | الملاحظات Observation     |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews.12

نلاحظ من خلال الجدول أن متوسط متغير الضريبة على أرباح الشركات بلغ القيمة (7222.222)، بينما متوسط متغير قيمة المؤسسة بلغ (1.85E+08)، وتظهر النتائج من خلال الشكلين التاليين:

الفصل الثالث أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة: دراسة حالة  
المجمع الصناعي "صيدال Saidal" للفترة (2005-2022)

الشكل (05): متوسط الضريبة على أرباح الشركات

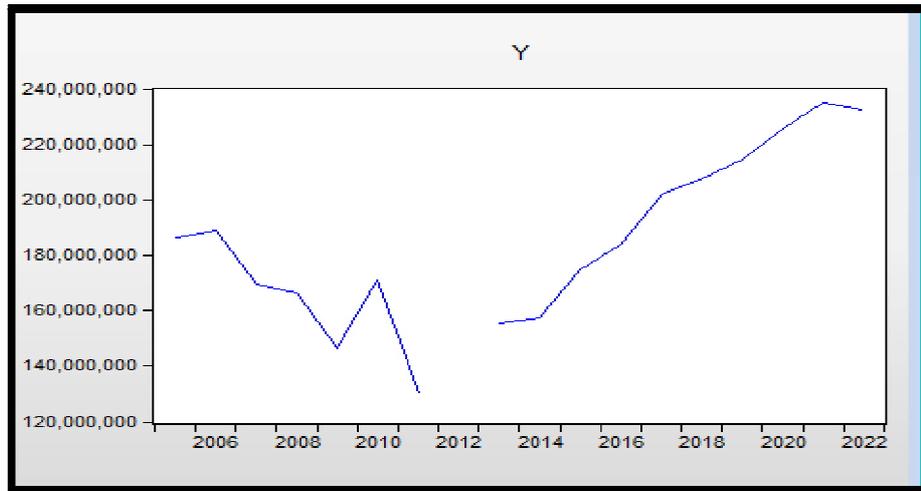


المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews.12

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن متوسط متغير الضريبة على أرباح الشركات كان ثابتا عند القيمة (5000) خلال الفترة (2005-2014)، ثم عرفت ارتفاعا خلال سنة 2015 إلى القيمة (10000)، ثم ثباتا عند نفس القيمة من سنة (2015-2022).

ويوضح الشكل الموالي متوسط متغير قيمة المؤسسة كالتالي:

الشكل (06): متوسط قيمة المؤسسة



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews.12

## الفصل الثالث أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة: دراسة حالة المجمع الصناعي "صيدال Sidal" للفترة (2005-2022)

يظهر الشكل أن متوسط قيمة المؤسسة عرف انخفاضا خلال الفترة (2005-2008) إلى حوالي 150000000، ثم ارتفع عند 170000000 خلال سنتي 2010، 2011، بعدها انخفض انخفاضا حادا ليصل إلى 130000000.

- من (2013-2022)، عرف المتوسط ارتفاعا تدريجيا من حوالي 160000000 إلى 230000000.

كما يوضح الجدول التالي قيم معامل الالتواء ومعامل التفلطح واختبار التوزيع الطبيعي للبيانات Jarque Bera:

بلغ معامل الالتواء (Skewness) لمتغير الضريبة على أرباح الشركات القيمة (0.223607)، أما متغير قيمة المؤسسة بلغ معامل الالتواء القيمة (0.110853)، وهي قيم موجبة قريبة من الصفر، ما يعني أن الالتواء نحو اليمين حاد.

بينما كانت قيمة معامل التفلطح (Kurtosis) لمتغير الضريبة على أرباح الشركات تساوي (1.050000) ومتغير قيمة المؤسسة تساوي (2.076577)، وتكون بيانات السلسلة مركزة حول قمة التوزيع وعلى إثره تأخذ السلسلة شكل توزيع حاد.

أما بالنسبة لاختبار التوزيع الطبيعي (Jarque-Bera)، يظهر الجدول أن مستوى المعنوية لمعامل Jarque-Bera لمتغير الضريبة على أرباح الشركات وقيمة المؤسسة بلغت (0.222921)، (0.726578 بالترتيب) وهي قيمة أكبر من 0.05، ما يدل على أن السلسلة تتبع التوزيع الطبيعي.

### المطلب الثاني: نتائج الدراسة

ولأجل تقدير نموذج الدراسة وتحديد العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، لابد أولا من فحص استقرارية البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة

الفصل الثالث أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة: دراسة حالة  
المجمع الصناعي "صيدال Sidal" للفترة (2005-2022)

1. دراسة الاستقرارية

لدراسة استقرارية النموذج، لابد من دراسة استقرارية كل متغيرة على حدى، وكانت النتائج كالتالي:

أ. دراسة استقرارية المتغيرة X: يظهر الشكل التالي نتائج اختبار استقرارية المتغيرة X كما يلي:

الشكل (07): استقرارية المتغيرة X عند المستوى

| Autocorrelation |  | Partial Correlation |  | AC | PAC    | Q-Stat | Prob   |       |
|-----------------|--|---------------------|--|----|--------|--------|--------|-------|
|                 |  |                     |  | 1  | 0.831  | 0.831  | 14.608 | 0.000 |
|                 |  |                     |  | 2  | 0.661  | -0.093 | 24.442 | 0.000 |
|                 |  |                     |  | 3  | 0.492  | -0.102 | 30.244 | 0.000 |
|                 |  |                     |  | 4  | 0.322  | -0.114 | 32.914 | 0.000 |
|                 |  |                     |  | 5  | 0.153  | -0.128 | 33.560 | 0.000 |
|                 |  |                     |  | 6  | -0.017 | -0.147 | 33.568 | 0.000 |
|                 |  |                     |  | 7  | -0.186 | -0.172 | 34.702 | 0.000 |
|                 |  |                     |  | 8  | -0.356 | -0.208 | 39.253 | 0.000 |
|                 |  |                     |  | 9  | -0.400 | 0.203  | 45.653 | 0.000 |
|                 |  |                     |  | 10 | -0.444 | -0.138 | 54.542 | 0.000 |
|                 |  |                     |  | 11 | -0.389 | 0.236  | 62.320 | 0.000 |
|                 |  |                     |  | 12 | -0.333 | -0.085 | 68.986 | 0.000 |

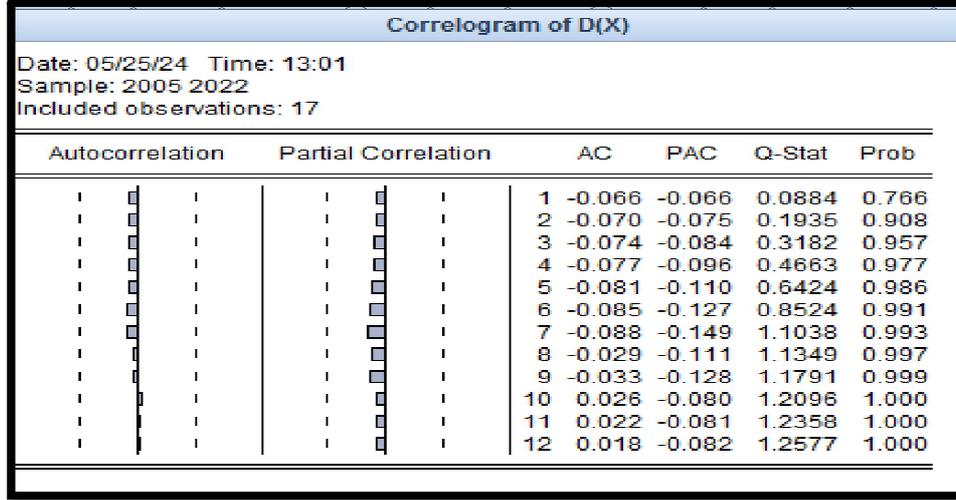
المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews.12

من خلال الشكل (07) لفحص استقرارية المتغيرة X، نرفض الفرضية القائلة على عدم وجود ارتباط ذاتي للمتغيرة X عند المستوى لأن الاحتمال الموافق بلغ القيمة (0.000)، وهي أقل من مستوى المعنوية 1%، 5%، 10%.

وبالتالي وجب فحص الاستقرارية عند الفرق الأول وكانت النتائج موضحة في الشكل الموالي:

الفصل الثالث أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة: دراسة حالة  
المجمع الصناعي "صيدال Soidal" للفترة (2005-2022)

الشكل (08): استقرارية المتغيرة X عند الفرق الأول

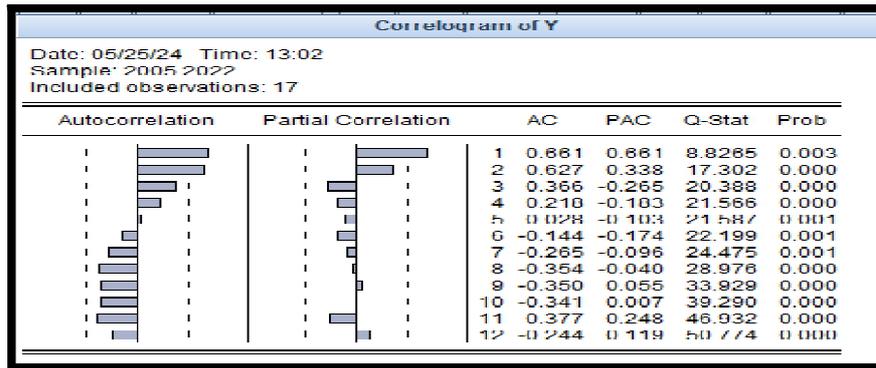


المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews.12

بناء على الشكل (08)، نقبل الفرضية القائلة بعدم وجود ارتباط ذاتي عند الفرق الأول، لأن الاحتمال الموافق أكبر من مستوى المعنوية 1%، 5%، 10%.

ب. دراسة استقرارية المتغيرة Y: يظهر الشكل التالي نتائج اختبار استقرارية المتغيرة Y كما يلي:

الشكل (09): استقرارية المتغيرة Y عند المستوى



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews.12

من خلال الشكل أعلاه، نرفض الفرضية القائلة بعدم وجود ارتباط ذاتي للمتغيرة Y عند المستوى، لأن الاحتمال الموافق أقل من مستوى المعنوية 1%، 5%، 10%، حيث تراوحت قيم الاحتمال بين [0.003 - 0.000].

الفصل الثالث أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة: دراسة حالة  
المجمع الصناعي "صيدال Sidal" للفترة (2005-2022)

وعليه، وجب فحص الاستقرارية عند الفرق الأول من خلال الشكل الموالي:

الشكل (10): استقرارية المتغيرة Y عند الفرق الأول

| Correlogram of D(Y)        |                     |    |        |        |        |       |
|----------------------------|---------------------|----|--------|--------|--------|-------|
| Date: 05/25/24 Time: 13:03 |                     |    |        |        |        |       |
| Sample: 2005 2022          |                     |    |        |        |        |       |
| Included observations: 15  |                     |    |        |        |        |       |
| Autocorrelation            | Partial Correlation | AC | PAC    | Q-Stat | Prob   |       |
|                            |                     | 1  | -0.209 | -0.209 | 0.7985 | 0.372 |
|                            |                     | 2  | 0.416  | 0.389  | 4.1867 | 0.123 |
|                            |                     | 3  | -0.012 | 0.151  | 4.1897 | 0.242 |
|                            |                     | 4  | 0.130  | -0.012 | 4.5843 | 0.333 |
|                            |                     | 5  | 0.030  | -0.007 | 4.6068 | 0.466 |
|                            |                     | 6  | -0.190 | -0.293 | 5.6272 | 0.466 |
|                            |                     | 7  | -0.028 | -0.188 | 5.6527 | 0.581 |
|                            |                     | 8  | -0.209 | -0.098 | 7.2512 | 0.510 |
|                            |                     | 9  | -0.145 | -0.135 | 8.1462 | 0.519 |
|                            |                     | 10 | -0.147 | -0.034 | 9.2547 | 0.508 |
|                            |                     | 11 | 0.014  | 0.225  | 9.2672 | 0.597 |
|                            |                     | 12 | -0.102 | 0.057  | 10.148 | 0.603 |

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews.12

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن قيم الاحتمال الموافق كانت أكبر من مستوى المعنوية 1%، 5%، و10%، وبالتالي نقبل الفرضية القائلة بعدم وجود ارتباط ذاتي للمتغيرة Y عند الفرق الأول.

## 2. دراسة علاقة الارتباط بين المتغيرين

من الواجب لبناء نموذج اقتصادي أن تكون العلاقة بين متغيرات النموذج علاقة ضعيفة حتى يمكن تقديم عرض نموذج صحيح بمعنى أن النموذج غير زائف.

فبالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews.12 اتضح أن معامل الارتباط بين المتغيرين X و Y يقدر (0.079)، وهي قيمة ضعيفة تمكن من بناء نموذج اقتصادي صحيح بين المتغيرين X و Y.

## 3. تقدير النموذج

بعد التحقق من استقرارية المتغيرات المدروسة، ووجود علاقة ضعيفة بينهما، فإن نتائج التقدير مبينة في الجدول أدناه:

الجدول (10): نتائج تقدير النموذج

| Variable           | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.    |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|----------|
| C                  | 1.17E+08    | 15318510              | 7.669426    | 0.0000   |
| X                  | 9196.653    | 1972.782              | 4.661769    | 0.0003   |
| R-squared          | 0.591638    | Mean dependent var    |             | 1.85E+08 |
| Adjusted R-squared | 0.564414    | S.D. dependent var    |             | 30757686 |
| S.E. of regression | 20299757    | Akaike info criterion |             | 36.60025 |
| Sum squared resid  | 6.18E+15    | Schwarz criterion     |             | 36.69827 |
| Log likelihood     | -309.1021   | Hannan-Quinn criter.  |             | 36.60999 |
| F-statistic        | 21.73209    | Durbin-Watson stat    |             | 0.793152 |
| Prob(F-statistic)  | 0.000307    |                       |             |          |

المصدر: مخرجات برنامج Eviews.12

من خلال الجدول أعلاه، يمكن صياغة النموذج على النحو الآتي:

$$Y = 1,17 E+08 + 9196.653 X$$

**التفسير:** يظهر النموذج وجود علاقة بين الضريبة على أرباح الشركات وقيمة المؤسسة، حيث أن التغير في قيمة الضريبة على أرباح الشركة بوحدة واحدة يفسر مقدار 9195.65 من التغير في قيمة المجمع كما أن قيمة المجمع الصناعي "صيدال" تساوي (1,17 E+08) إذا كانت الضريبة على أرباح الشركة منعدمة.

وحتى يتم قبول النموذج، لابد من التحقق من بعض الشروط الإحصائية والاقتصادية، والمتمثلة في:

• **الشروط الإحصائية**

✓ الاحتمال الموافق لمعاملات النموذج يكون أقل من مستوى المعنوية 1%، 5%، 10%، حيث نلاحظ من الجدول أن قيم prob بلغت القيمة (0.000 و 0.003) وهي أقل من (0.05، 0.01، 0.1)، وعليه نقبل بأن المعاملات معنوية إحصائياً.

✓ معامل الارتباط  $R^2$  أو معامل الارتباط المصحح يجب أن يكون أكبر من 50%: من خلال قراءة الجدول أعلاه، نجد أن كل من معامل الارتباط  $R^2$  ومعامل الارتباط المصحح بلغا القيمة (59.16%) و(56.44%)، وهي قيم أكبر من 50%، وهذا يعني معنوية كذلك معامل الارتباط  $R^2$  إحصائياً.

✓ معنوية النموذج ككل، أي أن التغيرات التي تحدث في الضريبة على أرباح الشركات تفسر التغيير الذي يحدث في قيمة المؤسسة، وذلك من خلال احتمال إحصائية فيشر التي تقترب من الصفر، حيث بلغت القيمة (0.000307)، وهذا ما يدل على جودة النموذج ككل.

وبناء على ما سبق، فإن نموذج الدراسة مقبول إحصائياً.

#### • الشروط الاقتصادية

✓ النتائج المتحصل عليها تبين أنها تتوافق مع النظرية المالية التي تنص على وجود علاقة بين الضريبة وقيمة المؤسسة والتي أظهرت حيادية الضريبة أي أن أية زيادة أو انخفاض في نسبة الضرائب لا تؤثر في كل الأحوال على قيمة المؤسسة سواء بالزيادة أو الانخفاض، وبالتالي فإن النموذج ككل مقبول اقتصادياً.

ومن خلال ما سبق، يتضح لنا أن النموذج تتوفر فيه الشروط الإحصائية والاقتصادية، وعليه عموماً سوف يتم قبول هذا النموذج إلا بعد التحقق من استقرارية الأخطاء بعدما تم توليدها من نتائج التقدير والنتائج كانت موضحة كما يلي:

الفصل الثالث أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة: دراسة حالة  
المجمع الصناعي "صيدال" للفترة (2005-2022)

الشكل (11): نتائج استقرارية الأخطاء

| Autocorrelation |        | Partial Correlation |        | AC    | PAC | Q-Stat | Prob |
|-----------------|--------|---------------------|--------|-------|-----|--------|------|
| 1               | 0.446  | 0.446               | 4.0146 | 0.045 |     |        |      |
| 2               | 0.351  | 0.190               | 6.6668 | 0.036 |     |        |      |
| 3               | -0.021 | -0.301              | 6.6771 | 0.083 |     |        |      |
| 4               | 0.019  | 0.081               | 6.6858 | 0.153 |     |        |      |
| 5               | -0.228 | -0.214              | 8.0845 | 0.152 |     |        |      |
| 6               | -0.293 | -0.246              | 10.600 | 0.102 |     |        |      |
| 7               | -0.164 | 0.268               | 11.469 | 0.119 |     |        |      |
| 8               | -0.170 | -0.188              | 12.508 | 0.130 |     |        |      |
| 9               | -0.302 | -0.472              | 16.195 | 0.063 |     |        |      |
| 10              | -0.375 | -0.009              | 22.699 | 0.012 |     |        |      |
| 11              | -0.261 | -0.034              | 26.372 | 0.006 |     |        |      |
| 12              | -0.063 | 0.005               | 26.628 | 0.009 |     |        |      |

المصدر: من مخرجات Eviews.12

وجدنا من خلال الشكل السابق أن غالبية الاحتمالات الموافقة هي أقل من مستوى المعنوية 1%، 5%، 10%، وعليه فإن الأخطاء مستقرة عند المستوى، وبالتالي فالنموذج مقبول اقتصاديا وإحصائيا، أي أنه توجد علاقة ذات معنوية إحصائية بين المتغيرتين.

#### المطلب الثالث: اختبار الفرضيات ومناقشة نتائج الدراسة

يتمتع القطاع الدوائي في الجزائر بنشاط ديناميكي، ويشهد نموا مستمرا، ويعتبر مجمع "صيدال" جزءا مهما من هذا القطاع، وهو الرائد ومن أوائل المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، كما يساهم في تعزيز الصناعة الدوائية المحلية وتحقيق الاكتفاء الذاتي في الإنتاج الدوائي. فمن خلال ما سبق توصلنا إلى مجموعة من النتائج بينت وجود علاقة ذات معنوية إحصائية بين قيمة الضرائب وقيمة المؤسسة خلال الفترة 2005-2022، وأن أثر الضريبة على قيمة المؤسسة هو أثر حيادي، وهي نتيجة تؤكد قبول الفرضية.

كما وتتفق نتائج دراستنا مع نتائج دراسة خالد مسعد (2023)، "أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة الاقتصادية على أدوات تمويل إسلامية - دراسة قياسية على عينة من الشركات المالية للفترة 2010-2021". و تتعارض مع الدراسات التالية:

- دراسة Alexandra Fodor (2015)، "The Impact of Taxation on Company Value".

## الفصل الثالث أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة: دراسة حالة المجمع الصناعي "صيدال" للفترة (2005-2022)

- دراسة (دراسة) Khaoula Ftouhi, Amor Ayed, Ahmed Zemzem (2015)، " Tax Planning and Firm Value : Evidence from (؛
- دراسة نور الدين بعيليش ومحمد زرقون (2015)، "أهمية الإستراتيجية الجبائية في اتخاذ قرارات التمويل
- دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2013)؛
- دراسة حمزة طيبي ومحمد الأمين بخاوة (2023)، " دراسة تحليلية للعلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة (دليل من الشركات الصناعية المدرجة بالبورصة المصرية)؛
- دراسة إبراهيم بوجاجة ورشيد نادي (2023)، " أثر التسيير الجبائي على قيمة المؤسسة الاقتصادية: دراسة مقارنة بين عينة من المؤسسات الجزائرية والأجنبية ".  
وإن النتيجة المتوصل إليها يمكن تفسيرها على النحو الآتي:
- باعتبار أن مجمع "صيدال" يلعب دورا هاما في توفير الأدوية الضرورية للمجتمع، فإنه يستفيد من إعانات الدولة التي قد تشمل تخفيضات ضريبية أو دعم مالي مباشر، مما يقلل من تكاليف المجمع ويزيد من أرباحه، وهذا التأثير الإيجابي على الأرباح قد يؤدي إلى زيادة في قيمة المجمع.
- قد تساهم إعانات الدولة في تخفيف الضغط عن مؤسسة "صيدال"، مما يمكنها من تقليل الاقتراض أو الاستفادة من أنواع معينة من التمويل بشروط أفضل.
- يمكن أن تؤثر السياسات الحكومية والمبادرات التشريعية المتعلقة بالديون والرفع المالي وإعانات الدولة على توجهات الشركة واستراتيجياتها التمويلية.
- تؤثر قيمة مجمع "صيدال" على قيمة أسهم المساهمين، حيث إذا ارتفعت قيمة المؤسسة فإن قيمة الأسهم ستزيد أيضا، ما يعني زيادة في الثروة الشخصية للمساهمين.
- كما يمكن للمساهمين الاستفادة من التوزيعات النقدية التي يقوم بها المجمع عند تحقيقه للأرباح، حيث يمكن لتلك التوزيعات أن تسهم في زيادة رضا المساهمين وتعزيز تقديرهم وتقييمهم للمجمع.
- إضافة إلى ذلك فإن زيادة قيمة المجمع الصناعي "صيدال" يساهم في فتح آفاق جديدة للنمو والتوسع، مما يعزز الفرص المستقبلية للمؤسسة ويعود بالفائدة على المساهمين من خلال تحقيق عوائد إضافية واستقرار أكبر في استثماراتهم.

وفي الأخير ترتبط الضرائب والديون والرفع الضريبي والوفورات الضريبية بشكل كبير بقيمة المؤسسة، فالضرائب العالية قد تقلل من جاذبية التمويل عبر الديون، في حين تعزز الوفورات الضريبية الأرباح وتعزز قيمة الشركة. كما تتأثر استراتيجيات التمويل والإدارة المالية بالسياسات الضريبية، مما يؤثر بشكل مباشر على تقييم المستثمرين للمؤسسة وقيمتها النقدية.

## الفصل الثالث أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة: دراسة حالة المجمع الصناعي "صيدال" للفترة (2005-2022)

### خاتمة الفصل

تناول هذا الفصل التعريف بالمؤسسة محل الدراسة، والمتمثلة في المجمع الصناعي "صيدال"، نشأته، هيكله التنظيمي، ثم تحليل القوائم المالية الخاصة بالمجمع لمعرفة تطور قيمة المؤسسة خلال الفترة الزمنية (2005-2022) وكذا رقم أعماله وقيمه السوقية.

كما توصلنا من خلال هذا الفصل إلى وجود علاقة ذات معنوية إحصائية للضريبة على أرباح الشركات على قيمة المجمع الصناعي "صيدال"، وهذا ما يجعلها عامل مهم يجب مراعاته في عمليات التقييم واتخاذ القرارات المالية والاستثمارية، لذا وجب على مجمع "صيدال" وغيرها من الشركات اتخاذ استراتيجيات ضريبية مدروسة لتعزيز كفاءتها المالية وزيادة قيمتها في السوق.

## خاتمة عامة

إن تأثير الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة يعتمد بشكل كبير على هيكل الضرائب والسياسات الضريبية المعمول بها، فمثلاً، إذا كان هناك تفضيل للشركات ذات الأعمال المرتفعة أو للصناعات المحددة، فقد يكون للضريبة تأثير أكبر على قيمة المؤسسة وبالمقابل، إذا كان هناك استثمارات ضريبية أو إعفاءات ضريبية متاحة، فقد تقلل هذه العوامل من تأثير الضريبة على المؤسسة.

ويتم تحقيق الحيادية للضريبة على قيمة المؤسسة عندما يعتبر المستثمرون والمحللون الضريبة على أنها جزء من تكلفة رأس المال، وليس عامل مؤثر في تحديد قيمة الشركة، هذا يشير إلى أهمية توعية المستثمرين وتطوير السوق المالية بحيث يتمكنوا من تقييم الشركات بشكل شامل يأخذ في اعتباره جميع العوامل، بما في ذلك الضرائب.

وخلصت هذه الدراسة في الأخير إلى مجموعة من النتائج تفيد في فهم العلاقة بين الضريبة على أرباح الشركات وقيمة المؤسسة ما يساعد القادة وصناع السياسات والمستثمرين على اتخاذ القرارات الأمثل وتطوير استراتيجيات مالية مستدامة.

ويمكن أن نلخص النتائج المتحصل عليها فيما يلي:

- تعتبر قيمة المؤسسة مؤشراً شاملاً ومهماً لأداء المؤسسة وقدرتها على تحقيق الأهداف المالية والإستراتيجية على المدى الطويل، وهي تدعم مجموعة من النظريات المالية المؤيدة لأهميتها، وهو ما يثبت صحة الفرضية الأولى.
  - تأثير الضريبة على أرباح الشركات يمكن أن يكون حاسماً في تحديد قيمة المؤسسة، فعلى سبيل المثال، عندما تفرض الحكومة ضرائب على الأرباح يتأثر الدخل الصافي المتوقع للشركة بشكل سلبي، حيث يتناقص الدخل المتاح للاستثمارات المستقبلية وتوزيعات الأرباح على المساهمين، وهو ما يثبت صحة الفرضية الثانية، هذا يمكن أن يقلل من توقعات العائد على الاستثمارات ويزيد من تكلفة رأس المال للشركة. وبالتالي، قد تتأثر قيمة المؤسسة سلباً، إذا لم تستطع الشركة تعويض هذا النقص في الدخل بزيادة الإيرادات أو تخفيض التكاليف بشكل كاف.
- وبالعكس، قد تزيد تخفيضات الضرائب عن طريق التحفيز الضريبية من الدخل الصافي المتوقع وتحسن من توقعات العائد على الاستثمارات، مما يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة.

## خاتمة عامة

• توجد علاقة ذات إحصائية للضريبة على أرباح الشركات على قيمة المؤسسة محل الدراسة خلال الفترة الزمنية (2005-2022)، حيث حيث أن التغير في قيمة الضريبة على أرباح الشركة ب1% يفسر 91.95% من التغير في قيمة المجمع، وهو ما يثبت صحة الفرضيتين الثانية والثالثة.

وبالرغم من أن الدراسة أظهرت وجود علاقة بين الضريبة على أرباح الشركات وبين قيمة المؤسسة، إلا أنها أيضا أكدت على حيادية الضريبة على قيمة المجمع الصناعي " صيدال".

### التوصيات:

بناء على النتائج المتوصل إليها، تبين أن الشركات تتفاعل بشكل مختلف مع الضرائب على الأرباح وعلى القيمة، حيث قد تكون هذه العلاقة تعتمد على عوامل متعددة تتضمن سياسات الضرائب المحلية والدولية، وإدارة المؤسسة، ومخاطر السوق، وتوقعات النمو، بالإضافة إلى عوامل أخرى، لذلك يجب الأخذ بعين الاعتبار هذه العوامل، كما تم اقتراح مجموعة من التوصيات التي من الممكن أن تساعد المؤسسة في زيادة قيمتها تتمثل في:

- تحليل الخيارات الضريبية المتاحة وتخطيط الضرائب بشكل استراتيجي لتقليل اللوائح الضريبية وتحسين العائد على الاستثمار.

- تحسين جودة التقارير المالية والإفصاح المالي لتعزيز شفافية الشركة وزيادة ثقة المستثمرين.

- قليل المخاطر المتعلقة بالديون وتحسين هيكل رأس المال من خلال إدارة الديون بشكل فعال وتحديد الفوائد المناسبة.

- استخدام التحليل المالي لتقديم رؤى إستراتيجية حول كيفية تحسين الأداء المالي وزيادة الربحية.

- تخطيط الضرائب بشكل استراتيجي.

- الاستفادة من الحوافز الضريبية المتاحة في القوانين الضريبية المحلية والدولية، مثل الاعتمادات الضريبية للبحث والتطوير أو الاستثمارات في المناطق الاقتصادية الخاصة.

## خاتمة عامة

---

- قم بتوظيف الهندسة المالية بشكل مبتكر لتنفيذ هياكل تمويلية وصفقات تقنية ضريبية تقلل من الضرائب وتحسن هيكل رأس المال.

### آفاق البحث:

من المهم أن نستمر في البحث والتحليل لفهم أفضل لهذه العلاقة وتأثيرها على المؤسسات والاقتصاديات على المدى الطويل، وحسب نتائج هذه الدراسة نقدم الاقتراحات التالية فيما يخص البحوث المستقبلية:

- أثر التخطيط الضريبي على قيمة المؤسسة الاقتصادية.
- أثر الضريبة على أرباح الشركات على المردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية.
- أثر الضريبة على أرباح الشركات على الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.

### ■ المراجع باللغة العربية

#### أولاً: الكتب

1. أحمد الجبير، المالية العامة و التشريع المالي، الأفاق المشرقة، الطبعة الأولى، الإمارات، 2011.
2. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) أجوبة. تمارين وحلول، الجزء الثاني، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
3. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
4. حامد عبد المجيد دراز، مبادئ المالية العامة، الدار الجامعية، 2003.
5. حسن عواضة، عبد الرزاق قطيش، المالية العامة، دار الخلود، الطبعة الأولى، لبنان، 1995.
6. حميد بوزيدة، التقنيات الجبائية ( مع تمارين محلولة) ، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
7. رضا خلاصي، النظام الجبائي الجزائري الحديث، الطبعة الثانية، دار هومة للطباعة و النشر و التوزيع، الجزائر، 2006.
8. سالم محمد شوايكة، المالية العامة والتشريع المالي الضريبي، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن 2015.
9. سعد عجيل شهاب، الإحصاء الاقتصادي، الطبعة الأولى، الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018.
10. سوزي عدلي ناشد، أساسيات المالية العامة، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، مصر، 2008.
11. صبرينة كردودي، تمويل عجز الموازنة العامة للدولة في الاقتصاد الإسلامي، دار الخلدونية للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الجزائر، 2007.

## قائمة المراجع

12. طارق عبد العال حماد، التقييم و إعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
13. طارق عبد العال حماد، التقييم، تقدير قيمة بنك الأغراض من الإندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية.
14. طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، 2009.
15. عادل أحمد حشيش، مصطفى رشدي شيحة، مقدمة في الاقتصاد العام، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 1998.
16. عادل فليح العلي، المالية العامة والتشريع المالي الضريبي، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2007.
17. عاطف وليم اندراوس، الاقتصاد المالي العام في ظل التحولات الاقتصادية المعاصرة، دار الفكر الجامعي، مصر.
18. عبد الله خبابة، أساسيات في اقتصاد المالية العامة، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2009.
19. عبد المطلب عبد اميد، اقتصاديات المالية العامة، الدار الجامعية، بدون رقم الطبعة، مصر، 2004.
20. عزمي أحمد يوسف خطاب، الضرائب و محاسبتها، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2010.
21. فايز سليم حداد، الإدارة المالية الطبعة الثالثة، دار حامد للنشر و التوزيع، عمان، 2010.
22. ليث حليم مالك الحجيبي، الوجيز في العلوم المالية والمصرفية ملخص شامل للمفاهيم الأساسية، الطبعة الأولى، مكتبة الإدارة والاقتصاد، العراق، 2024.
23. محمود حامد محمود عبد الرزاق، الاقتصاد القياسي الأسس النظرية وتطبيقات SPSS، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2015.

## قائمة المراجع

24. محمود شهاب، الاقتصاد المالي، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 1999.
25. منصور أحمد البديوي، محمد رشيد الجمال، دراسات في المحاسبة الضريبية، دار المعرفة الجامعية، دون ذكر رقم الطبعة، مصر، 1999.
26. منصور بن اعمارة، الضريبة على أرباح الشركات، الطبعة الثانية، دار هومة للطباعة و النشر و التوزيع، الجزائر، 2011.
27. منصور ميلاد يونس، مبادئ المالية العامة، الشركة المالية للوراقة الطباعة، ليبيا، 1991.
28. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1996.
29. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، 2003.
30. مؤيد عبد الرحمان الدوري، حسين محمد سلامة، أساسيات الإدارة المالية، دار الرابطة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
31. وليد إسماعيل السيفو، فيصل مفتاح الشلوف، صائب جواد إبراهيم جواد، أساسيات الاقتصاد القياسي التحليلي نظرية الاقتصاد القياسي والاختبارات القياسية من الدرجة الأولى، الطبعة الأولى، الأهلية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
32. وليد زكريا صيام و آخرون، الضرائب و محاسبتها، دار صفاء للنشر و التوزيع، الأردن.

### ثانيا: الرسائل والأطروحات

1. أحمد شرحبيل، محاولة اختيار محددات الهيكل المالي وأثره على مؤشرات الأداء دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر، رسالة ماجستير، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2014.

## قائمة المراجع

2. باية كنزة شرابي، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة -حالة عينة من المؤسسات الجزائرية- ، رسالة ماجستير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2014.
3. بخته مفتاح، تقييم المؤسسات الاقتصادية في البورصة دراسة حالة:الجزائر، رسالة ماجستير، تخصص محاسبة وتدقيق، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2012.
4. بدر الدين قدوج، تكاليف التمويل و أثرها على قيمة المؤسسة، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير والعلوم التجارية، جامعة برج بوعرييج، الجزائر، 2021.
5. بلال كيموش، التقييم الدوري للعناصر المادية و دوره في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي، دراسة حالة المؤسسة الوطنية لأجهزة القياس و المراقبة العلمية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011.
6. حسن بوزناق، التسيير الحديث للكفاءات في المؤسسة كمدخل لتحقيق الميزة التنافسية -دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال-، أطروحة دكتوراه، تخصص الاقتصاد التطبيقي وإدارة المنظمات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة 1 الحاج لخضر، باتنة، 2020.
7. حفيظة العلوي، محاولة تحليل أثر الاختيار الأمثل للتمويل على الهيكل المالية للمؤسسة دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة (2010-2013)، رسالة ماجستير، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016.
8. حمزة بلعزوقي، إنشاء القيمة من خلال أداء إدارة الموارد البشرية "مدخل إدارة المعرفة" دراسة حالة مجمع صيدال للصناعة الدوائية، أطروحة دكتوراه، تخصص إدارة الموارد البشرية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2022.
9. حميدة زمضاني، دراسة تقييمية لاستراتيجية النمو الخارجي للمؤسسة الاقتصادية من منظور خلق القيمة دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2010-2015، أطروحة دكتوراه، تخصص دراسات مالية ومحاسبية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2018.

## قائمة المراجع

10. دنيا ساكر، دور التخطيط الإستراتيجي في تحسين أداء المجموعات الصناعية دراسة حالة مجمع صيدال، أطروحة دكتوراه، تخصص إدارة أعمال المجموعات الصناعية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2019.
11. رحمة مجدة حصباية، مساهمة إستراتيجية التمكين الوظيفي في تحقيق متطلبات المنظمة المتعلمة - دراسة ميدانية-، أطروحة دكتوراه، تخصص إدارة موارد بشرية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة زيان عاشور، الجلفة، 2022.
12. سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية -دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس 1، سطيف، 2018.
13. عبد الحق قنون، محاولة ارساء نموذج لتقييم مؤسسات الاتصال في الجزائر "دراسة حالة مؤسسة موبيليس خلال الفترة 2015-2018"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2018.
14. عبد الحكيم سليمان، دور جودة المعلومات المحاسبية في ترشيد قرار الاستثمار في ظل النظام المحاسبي والمالي الجديد دراسة حالة مؤسسة إقتصادية -الجزائر، أطروحة دكتوراه، تخصص محاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2020.
15. غنية بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة - الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، رسالة ماجستير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012.
16. فضيلة زمضاني، المزيج التمويلي للمؤسسة ومحددات اختيار التمويل الأمثل (دراسة حالة المؤسسة الوطنية لتسويق وتوزيع المواد البترولية "نفطال")، رسالة ماجستير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة الجزائر 3، 2014.
17. محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016.

## قائمة المراجع

18. محمد عبد مصطفى مشعل، دور مضاعف الربحية في تقييم أداء المحفظة الاستثمارية دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2016-2018)، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، تخصص العلوم المالية والمصرفية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الموصل، 2019.

19. مروة مويسي، دراسة تأثير تكامل التدقيق الداخلي والخارجي على قيمة المؤسسة الاقتصادية في ولاية غرداية (دراسة ميدانية) الفترة ما بين 2014-2017، أطروحة دكتوراه، تخصص دراسات محاسبية وجبائية متقدمة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، الجزائر، 2018.

20. نادية عيساوي، تقييم المؤسسة في إطار الخصوصية دراسة حالة المؤسسة العمومية لإنتاج الحليب ومشتقاته -ملبنة نوميديا، رسالة ماجستير، تخصص الاقتصاد المالي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2005.

21. نبيل حركاتي، تحليل قرارات التمويل واثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007-2015، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس 1، سطيف، 2018.

22. هوارى سويسي، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008.

23. وردة قريني، أثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة في ظل اختلاف فرص النمو -دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي، أطروحة دكتوراه، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2024.

24. وسيلة بن سعد، تقييم المؤسسة ودوره في تحقيق ميزة تنافسية، رسالة ماجستير، تخصص مالية ومراقبة، جامعة جيلاني ليابس، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، سيدي بلعباس، 2016.

### ثالثا: المقالات العلمية

1. إسلام بouden، عبد العزيز قتال، أثر المزيج التمويلي للمؤسسة على الرافعة المالية (حالة مؤسسة "الأوراسي" خلال الفترة 2015-2019)، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، المجلد 9، العدد 1، 2023.

## قائمة المراجع

2. أمال لعقون، أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسات الاقتصادية المعتمدة على التمويل الإسلامي - دراسة قياسية على عينة من المؤسسات السعودية خلال الفترة (2018-2022)، مجلة المقرزي للدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 7، العدد 2، 2023.
3. أيمن جدوع فيصل الشمري، شذى عبد الحسين جبر، عباس هاشم مهلهل، بدر شحدة سعيد حمدان، إمكانية استخدام نموذج مضاعف الربحية في تقييم الأسهم العادية: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، Journal of techniques، المجلد 5، العدد 4، 2023.
4. بكاري بلخير، أهمية مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة دراسة تطبيقية لإحدى المؤسسات العاملة في قطاع المحروقات، مجلة الباحث، المجلد 10، العدد 10، 2012.
5. بلال سباع سامية عمر عبدة، نمذجة علاقة الرافعة المالية وحجم المؤسسة بالقيمة الاقتصادية المضافة باستخدام بيانات البائل للفترة (2010-2019)، مجلة المؤسسة، المجلد 11، العدد 1، 2022.
6. حسين بن العاربية، أحمد بين العاربية، أمثلية هيكل رأس المال في المؤسسة بين النظري وواقع التطبيق، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 1، العدد 1، 2017.
7. حسين بن العاربية، عبد السلام بلبالي، قياس القيمة العادلة باستخدام نموذج مضاعف الربحية دراسة تطبيقية لأسهم المؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر للفترة 2013-2015، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 1، العدد 2، 2017.
8. حمزة طيبي، محمد الأمين بخاوة، دراسة تحليلية للعلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة (دليل من الشركات الصناعية المدرجة بالبورصة المصرية)، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد 7، العدد 1، 2023.
9. حمزة غربي، مصطفى قمان، مكانة الضرائب في أمثلية الهيكل المالية حسب موديقلياني وميلر - اختبار تجريبي على عينة من المؤسسات الجزائرية، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، المجلد 22، العدد 2، 2021.

## قائمة المراجع

10. حنان سعدي، دور قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية في اتخاذ القرار الاستثماري -دراسة تطبيقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر-، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 2، العدد 1، 2020.
11. خديجة بوزيد، العربي غريسي، التقييم المالي لأسهم الشركات القابضة باستخدام مضاعفات المقاربة السوقية، مجلة المنهل الجديد، المجلد 4، العدد 3، 2021.
12. رانية كوثر رابحي، إبراهيم بومزيد، مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 6، العدد 10، 2018.
13. رشا عيد الغول، نموذج مقترح للمعالجة المحاسبية للشهرة المولدة داخليا في ضوء قيود معيار المحاسبة المصري رقم (23): الأصول غير الملموسة دراسة حالة، المجلة العلمية للبحوث التجارية، المجلد 50، العدد 3، 2023.
14. رشيد حفصي، عبد الغفور دادن، صلاح الدين نعاس، العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الخدمائية المدرجة في بورصة الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2016، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 8، العدد 1، 2018.
15. رفيق مزاهدية، تقييم الأصول المالية: من مقاربات التسعير التقليدية إلى النماذج البديلة-دراسة تحليلية ونقدية-، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 16، العدد 23، 2020.
16. الزايد بلقاسمي، نعيمة شلابي، الرفع المالي وأثره على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (2010-2020)، مجلة أبحاث ودراسات التنمية، المجلد 9، العدد 1، 2022.
17. زهرة العقون، سفيان فكارشة، تأثير الضريبة على أرباح الشركات على نمو الصناعة خارج المحروقات في الجزائر باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفترة 1992-2018، المجلد 7، العدد 3، الجزائر، 2021.

## قائمة المراجع

18. سفيان بن بلفاسم، الطرق المحاسبية للتقييم المالي للمؤسسات، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، المجلد 12 ، العدد3، 2008.
19. ضياء إياد المصري، محمد سليم العيسى، أثر الرافعة التشغيلية والمالية على قيمة السهم دراسة تطبيقية على القطاع المالي المدرج في بورصة عمان، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 8، العدد 13، 2020.
20. عايدة توبي، رجم نصيب، أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40(2016-2020)، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 13، العدد 2، 2022.
21. عبد الحق قنون، عبد الغني دادن، محاولة إرساء نموذج لتقييم المؤسسات في الجزائر - دراسة تطبيقية لإحدى المؤسسات المتعاملة في قطاع الاتصالات-، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 3، العدد 1، 2017.
22. عبد الرحمان بركاني، تقدير واستعمال معدل الاستحداث في تقييم المؤسسات الاقتصادية في الجزائر، مجلة آفاق علوم الإدارة والاقتصاد، المجلد 5، العدد 1، 2021.
23. عبد الرحمان بن الدين، أهمية التحليل المالي عن طريق تقييم المؤسسات في إطار عمليات الاندماج، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 4، العدد 2، 2022.
24. عبد الرحيم لواج ، منير لواج، الفروقات المهمة بين القواعد المحاسبية و القواعد الضريبية في تحديد وعاء الضريبة على أرباح الشركات، revue d'économie et de management، المجلد 20، العدد 2، 2021.
25. عبد القادر قرادي، مقاربات ومعايير التقييم المالي للمؤسسة الاقتصادية، دراسة تحليلية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 7، العدد 1، 2021.

## قائمة المراجع

26. عبد الكريم بن ناصر، يوسف سائحي، أثر هيكل التمويل على معدلات نمو ونشاط المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة سونلغاز بقالة للفترة 2017-2020، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد 6، العدد 2، 2022.
27. عبد الهادي مختار، دراسة لدور الضريبة على أرباح الشركات في تحويل الانفاق العام في الجزائر الفترة 1993-2015، مجلة البديل الاقتصادي، المجلد 8، العدد 2، 2017.
28. العربي سعدي، صاطوري الجودي، نحو بناء محفظة مالية دولية مثلى باستعمال نموذج تفكيك المخاطرة الدولية - دراسة حالة السوق المالي القطري -، مجلة أبحاث ودراسات التنمية، المجلد 10، العدد 2، 2023.
29. علال بن ثابت، أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر، مجلة دراسات - العدد الاقتصادي، المجلد 5، العدد 1، 2014.
30. عيسى بدروني، حسين الأمين شريط، دراسة واقعية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في بورصة الجزائر "سهم أن سي أ روية كنموذج"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 10، العدد 18، 2017.
31. فاطمة محمد علي الصمدي، المفاضلة بين نموذج الانحدار الخطي البسيط ونموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة في تحليل أثر الأمية على الفقر في الجمهورية اليمنية، مجلة جامعة سما للعلوم البحثية والتطبيقية، المجلد 20، العدد 4، 2021.
32. فايزة حسن مسجت الجشعمي، تحليل نسب الربحية باستخدام (ROE-ROA) وأهم البنود المالية المؤثرة في الأرباح -دراسة مقارنة لعينة من المصارف الأهلية في العراق للمدة 2017-2020، مجلة أبحاث إقتصادية معاصرة، المجلد 5، العدد 2، 2022.
33. محفوظ بصيري، فريدة سليمان، تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة للمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية -دراسة حالة عينة من المؤسسات في سوق الأوراق المالية الجزائرية-، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 12، العدد 5، 2020.

## قائمة المراجع

34. محمد إيفي، حمزة بلعالم، تقييم السياسات الاستثمارية للمصارف الإسلامية الجزائرية من منظور نموذج تسعير الأصول الرأسمالية للفترة 2009-2017، مجلة دراسات في المالية الإسلامية والتنمية، المجلد 12، العدد 4، 2021.

35. مسعود مير معيزة، فارس هباش، نظرية ترتيب اختيار مصادر التمويل كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثنائية للم ص م في ظل اقتصاد الاستدانة- دراسة حالة الم ص م في الجزائر، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، المجلد 5، العدد 10، 2016.

36. وردة قريني، سعيدة بورديمة، تكلفة التمويل وأثرها في قيمة المؤسسة مع فرص نمو مختلفة -دراسة قياسية للمؤسسات المسعرة في بورصة عمان للأوراق المالية-، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة، المجلد 5، العدد 2، 2022.

37. يمينة مسراتي، أثر محددات الهيكل التمويلي على الأداء المالي المعبر عنه بالعائد على الأصول (ROA) للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية (2013-2017)، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، المجلد 10، العدد 2، 2021.

38. يونس مونة، نذير نجموي، أهمية كفاءة المؤسسة الاقتصادية في تحديد الهيكل المالي الأمثل دراسة تطبيقية على عينة من مؤسسات قطاع إنتاج الأغذية في السعودية، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 5، العدد 2، 2021.

### رابعاً: الملتقيات والمؤتمرات

1. أحمد عبد الرزاق محمد الانصاري، أحمد غالب الرباضي، فهمي محمد أحمد الصلوي، الياس عبدالله عقلان السامعي، مداخلة بعنوان استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط Simple Linear Regression ونموذج انحدار بوكس بوكس BOX-COX Regression في تحليل أثر الصادرات على الناتج المحلي الإجمالي في الجمهورية اليمنية للفترة (1990-2015)، المؤتمر الدولي للتكنولوجيا والعلوم والإدارة، جامعة تعز، اليمن، 2021.

### خامسا: المطبوعات

1. نبيل خوري، محاضرات في مقياس مالية المؤسسة، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثانية ليسانس، شعبة المالية والمحاسبة، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2021.

### سادسا: القوانين والتشريعات

1. الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، وزارة المالية، المديرية العامة للضرائب، المادة 138 من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة سنة 2024.

2. الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، وزارة المالية، المديرية العامة للضرائب، المادة 140 من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة سنة 2024.

3. الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، وزارة المالية، المديرية العامة للضرائب، المادة 136 من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة، سنة 2024.

4. الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، وزارة المالية، المديرية العامة للضرائب\_قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة لسنة 2024، المادة 356 \_الفقرة 02.

5. الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، وزارة المالية، المديرية العامة للضرائب، المادة 135 من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة لسنة 2024.

6. ، المديرية العامة للضرائب، المادة 150 من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة، قوانين جبائية لسنة 2024.

7. المديرية العامة للضرائب، المادة 151 مكرر من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة لسنة 2024.

8. المديرية العامة للضرائب، المادة 151 مكرر 2 من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة لسنة 2024.

9. المديرية العامة للضرائب، المادة 151 من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة لسنة 2024.

## قائمة المراجع

10. المديرية العامة للضرائب، المادة 152 مكرر من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة لسنة 2024.

11. المديرية العامة للضرائب، المادة 153 مكرر من قانون الضرائب المباشرة و الرسوم المماثلة لسنة 2024.

### سابعا: المواقع الالكترونية

1. تقييم الأسهم: دور مضاعف الأرباح في تقييم الأسهم، شوهده في: 2024/04/13 متاح على الموقع: <https://fastercapital.com/arabpreneur/%D8%AA%D9%82%D9%8A%D9%8A%D9%85-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B3%D9%87%D9%85--%D8%AF%D9%88%D8%B1-%D9%85%D8%B6%D8%A7%D8%B9%D9%81-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B1%D8%A8%D8%A7%D8%AD-%D9%81%D9%8A-%D8%AA%D9%82%D9%8A%D9%8A%D9%85-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B3%D9%87%D9%85.html>

2. الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، [/https://www.sgbv.dz/ar](https://www.sgbv.dz/ar)

3. الموقع الرسمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، <https://www.cosob.org/rapports-annuels>

4. الموقع الرسمي لمجمع صيدال، <https://saidalgroup.dz/public/page/SAIDAL>

### ▪ المراجع باللغة الأجنبية

### أولاً: الكتب

1. Patrick Piget, Gestion de portefeuille, economica, paris, France, 2004, p76.  
Gitte Heij, The definition of tax, asia-pacific bulletin, vol 1, 2001.

### ثانياً: المقالات العلمية

1. Abdelkader Souna, The impact of indirect taxes on economic development in Algeria during the period 2000-2001, review of tax studies, vol 12, n° 23, 2024.

2. Agha Jahanzeb , Saif Ur Rehman, Norkhairul Hafiz Bajuri, Meisam Karami, Aiyoub Ahmadmousaabad, Trade-off thepry, pecking order theory and market timing theory : a comprehensive review of capital structure theories, international journal of management and commerce innovations, vol 1, n° 1.
3. Florentin Gabriel Nanu, Direct taxation of the digital economy, International conference legal perspectives on the internet, SHS web conf, vol 177, 2023.
4. Galuh Adika Alifani, Anggoro Budi Nugroho, Proving Modigliani and Miller theories of capital structure : the research of Indonesia's cigarette companies, International journal of economic sciences, vol 2, n° 3, 2013.
5. Hanane Aamoum, Soufiane Nakri, L'étude de la divulgation volontaire d'informations à propos du capital immatériel à la lumière de la théorie de l'agence et la théorie du signal : Quels déterminants pour quels objectifs ?, international journal of accounting, finance, auditing, management & economics, vol 2, n°6, 2021.
6. Ikram Gomri, Laid Korichi, The importance of foreign strategic partnerships for pharma companies : Soidal groupe case study, Recherches économiques et managériales, vol 16, n° 1, 2022.
7. Peter Brusov, Tatiana Filatova, The Modigliani-Miller theory with arbitrary frequency of payement of tax on profit, mathematics, vol 9, 2021.
8. Richard Zadocky Jacob, Rayyan Bakar Omar, Impact of corporate income tax on economic growth in Zanzibar, rural planning journal, vol 25, n° 2, 2023.
9. Valbona Zeqiraj, Artan Nimani, Taxes and their effects on business environment, academic journal of interdisciplinary studies, vol 4, n°1, 2015.

### ثالثا: المواقع الالكترونية

1. Will Kenton, Internationam capital asset pricing model (ICAPM) : overview, sur le site : <https://www.investopedia.com/terms/i/intertemporal-capital-asset-pricing-model-icapm.asp>

## الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر الضريبة على أرباح الشركات على قيمة المجمع الصناعي "صيدال" خلال الفترة الزمنية (2005-2022). ولتحقيق هذا الهدف تم الاعتماد على بيانات القوائم المالية السنوية للمجمع للفترة لوصف وتحليل متغيرات الدراسة وتحليل العلاقة بينهما من خلال صياغة نموذج ملائم للدراسة.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات أثر إحصائي معنوي للضريبة على الشركات على قيمة المجمع الصناعي "صيدال"، في حين أكدت على حيادية الضريبة في التأثير على قيمة المؤسسة.

**الكلمات المفتاحية:** قيمة المؤسسة، الضريبة على أرباح الشركات، نموذج الانحدار البسيط.

## Abstract

This study aims to examine the impact of corporate taxes on the value of the industrial conglomerate "Saidal" during the period from 2005 to 2022. To achieve this goal, we have used the financial statements of the conglomerate for the period 2005-2022 to describe and analyze the study variables, as well as the relationship between them expressed in appropriate model.

The study results found a statistically significant relationship between corporate taxes and the value of the "Saidal" industrial conglomerate, while confirming the neutrality of taxation in its impact on enterprise value.

**Key Words:** The Enterprise Value, The Corporate Income Tax, Regession Simple Model.