

أثر الميزة الضريبية للرافعة المالية على مردودية الأموال الخاصة لمؤسسة تسيير فندق
الأوراسي دراسة قياسية للفترة 2011-2020

*The Impact of Tax Advantage for the Leverage of Private Funds for the
Orassi Hotel - A Standard Study of the Period 2011-2020-*

فراحتية رضوان¹

وحدة بحث تنمية الموارد البشرية

جامعة فرحات عباس سطيف 1-الجزائر-

redouane.ferahia@univ-setif.dz

تاريخ النشر: 2022/06/ 30

تاريخ القبول: 2022/06/ 13

تاريخ الاستلام: 2022 /03/ 13

الملخص:

هدفت هذه الدراسة الى قياس أثر الميزة الضريبية الناتجة عن تكاليف الاستدانة، إذ أن السبب الرئيسي للجوء المؤسسة الاقتصادية للرفع المالي هو الاستفادة من الوفر الضريبي وزيادة ثروة المساهمين، ومن أجل تحديد أثر الميزة الضريبية للرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي للفترة 2011-2020، أجرينا دراسة قياسية أظهرت عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، لذا اعتمدنا نموذج الانحدار الذاتي VAR الذي حقق شرط الاستقرار، فهو مقبول اقتصاديا وقياسيا.

وتشير نتائج النموذج المقدر الى وجود علاقة طردية بين الميزة الضريبية للرفع المالي ومردودية الأموال الخاصة، ما يؤكد أن الاستدانة رافعة لثروة المساهمين، في ظل التحكم الجيد للمخاطر المالية وتحقيق مردودية اقتصادية أعلى من كلفة الاقتراض.

الكلمات المفتاحية: الميزة الضريبية، الرافعة المالية، مردودية الأموال الخاصة، نموذج VAR.

تصنيف JEL: H21 ;G32 ;G35 ;C51

Abstract :

The aim of this study is to measure the impact of the tax advantage resulting from borrowing costs, as the main reason for the economic institution's use of fiscal raising is to take advantage of tax savings and increase shareholders' wealth, and in order to determine the impact of the fiscal raising tax advantage on the private funds of the Orassi Hotel Operating Corporation for the period 2011-2020, we conducted a standard study that showed the absence of a long-term balance relationship, so we adopted the VAR self-regression model that achieved the stability requirement, which is economically and standardly acceptable.

The most important results of the estimated model indicate a correlation between the tax advantage of fiscal raising and the return on private funds, which confirms that borrowing is a lever for the wealth of shareholders under good control of financial risks and higher economic returns than the cost of borrowing.

Keywords: Tax advantage, Leverage, private funds, Model VAR

JEL classification codes: H21 ;G32 ;G35 ;C51

¹ المؤلف المرسل: فراحتية رضوان.

لا يمكن للمؤسسات الاقتصادية الاستثمار في مختلف أنشطتها، ما لم تتوافر لها الأموال اللازمة لتمويل أصولها، كما تختلف المؤسسات عند تشكيل هيكلها المالي في درجة اعتمادها على مصادر التمويل الخارجي باختلاف طبيعة نشاطها، لذا تلجأ للمفاضلة بين مصادر التمويل من حيث التكلفة، العائد والمخاطر.

ومن الأهمية بمكان أن يشتمل الهيكل التمويلي على مزيج متناسق من الناحية المالية مع حجم الاستثمارات، لذا يرى بعض الباحثين أن الاعتماد على مصادر التمويل الذاتي بشكل كبير، وعلى الاستدانة المالية بشكل محدود يضمن الأمان المالي للمؤسسة الاقتصادية، غير أنه لا يساهم في رفع مستوى المردودية للأموال الخاصة.

لهذا لم يعد يقتصر دور المسير المالي على البحث عن الأموال والحصول عليها فحسب، بل أصبح وفق النظرية المالية الحديثة يهتم بكيفية الحصول على الأموال وبأقل تكلفة ممكنة لتجنب أكبر قدر من المخاطر، كما أنه يتوجب عليه أن يراعي مجموعة من المتغيرات التي تخص التحكم في عملية الرفع المالي بهدف تحقيق مستوى عالي من مردودية الأموال الخاصة، فاستخدام المؤسسة لأموال الاقتراض في هيكلها التمويلي يسمح لها بالاستفادة من العديد من المزايا المالية من أهمها الميزة الضريبية الناتجة عن الوفرة الضريبية الذي تحققه القروض المالية على اعتبار أن معظم التشريعات الجبائية في العالم تسمح بخصم المصاريف المالية الناتجة من عملية الاقتراض عند تحديد الوعاء الضريبي الخاضع لضريبة الدخل.

لذلك يعتبر العامل الجبائي من أهم المتغيرات الهامة التي يجب أخذها بعين الاعتبار، لما له من تأثير على اتخاذ القرار الاستثماري والتمويلي، وكذا التوازنات المالية للمؤسسة ومؤشرات أدائها.

1.1 إشكالية الدراسة:

في ظل ما سبق تتجلى معالم الإشكالية الأساسية للدراسة على النحو التالي:

كيف يمكن أن تؤثر الميزة الضريبية للرافعة المالية على مردودية الأموال الخاصة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي؟

2.1 فرضيات الدراسة:

انطلاقاً من الإشكالية المطروحة يمكن صياغة الفرضيات التالية:

❖ للميزة الضريبية تأثير مباشر وغير مباشر على مردودية الأموال الخاصة من خلال الوفرة الضريبية لتكاليف الاستدانة؛

- ❖ هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الميزة الضريبية للرفع المالي ومردودية الأموال الخاصة؛
- ❖ مؤسسة تسيير فندق الأوراسي تعتمد على الرفع المالي، ولها القدرة على التحكم الجيد في إدارة تكاليف الديون والقدرة على الوفاء بالتزاماتها اتجاه مصادر التمويل، ما يسمح لها بالاستفادة من التأثير الإيجابي للميزة الضريبية على مردودية الأموال الخاصة وزيادة ثروة المساهمين.

3.1 أهمية الدراسة

تستمد هذه الدراسة أهميتها كونها تبحث في موضوع يرتبط بشكل مباشر وغير مباشر بالمزايا والمنافع التي يمكن للرفع المالي أن يوفرها من خفض تكلفة التمويل بالاستدانة، والاستفادة من الميزة الضريبية وغيرها، ومن ثم أثره في تخفيض المصاريف وزيادة الأرباح، والرفع من مستوى المردودية.

4.1 أهداف الدراسة: نلخصها في النقاط التالية:

- ❖ توضيح أهمية الرافعة المالية في تحديد العلاقة بين المردودية المالية وهيكل رأس مال المؤسسة؛
- ❖ تسليط الضوء على دور الميزة الضريبية ومدى مساهمتها في إمكانية الرفع من مردودية الأموال الخاصة نتيجة استخدام الديون في هيكل رأس المال؛
- ❖ قياس أثر، ومعرفة طبيعة العلاقة بين الميزة الضريبية للرافعة المالية ومردودية الأموال الخاصة.

5.1 المنهج المتبع والأدوات المستخدمة:

للإجابة على إشكالية الدراسة اعتمدنا في الجانب النظري على المنهج الوصفي التحليلي لملائمته مع طبيعة الموضوع، من خلال عرض مختلف الجوانب النظرية ذات الصلة بمتغيرات الدراسة، بالإضافة إلى تحليل ووصف التغيرات على المؤسسة محل الدراسة.

أما الجانب التطبيقي من الدراسة تمت الاستعانة بالأساليب الكمية الإحصائية المعتمدة في الدراسات الاقتصادية والمالية، من خلال بناء نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR لقيم متغيرات الدراسة، التي تحصلنا عليها من خلال القوائم المالية للفترة 2011-2020 الخاصة بمؤسسة تسيير فندق الأوراسي المدرجة ببورصة الجزائر، اعتمادا على برمجية Eviews 10 كأداة للقياس الإحصائي.

6.1 تقسيمات الدراسة:

تنقسم الدراسة إلى محورين أساسيين تناولنا في المحور الأول الإطار النظري للدراسة والتعريف بمتغيرات الدراسة، حيث تطرقنا إلى مفهوم الرافعة المالية في الإدارة المالية، وتأثيرها على مردودية الأموال الخاصة، ومختلف أشكال وصور الميزة الضريبية للرافعة المالية، وخصصنا المحور الثاني للجانب التطبيقي من الدراسة وبناء النموذج القياسي متجه الانحدار الذاتي VAR لدراسة طبيعة

العلاقة، وقياس الأثرين متغيرات الدراسة على مستوى مؤسسة تسيير فندق الأوراسي للفترة 2011-2020.

I- الإطار النظري للدراسة

من خلال هذا العنصر، نتعرف على مفهوم الرفع المالي في الإدارة المالية، وعلاقته بالمخاطر المالية وارتباطه بنظريات الهيكل التمويلي، مع توضيح تأثيره على مردودية الأموال الخاصة بالمؤسسة الاقتصادية، إضافة إلى إبراز أهم صور وأشكال منافع الميزة الضريبية الناتجة عن الوفر الضريبي.

1. الرفع المالي في الإدارة المالية

1.1 مفهوم الرفع المالي

أشار العديد من الباحثين والكتاب في مجال الإدارة المالية، إلى مفهوم الرفع المالي بأنه اعتماد الشركة على الاقتراض لسد احتياجاتها، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة المالية في هذه الحالة هي الفوائد المدفوعة، أما إذا كانت الشركة تطرح أسهم ممتازة فالتكاليف الثابتة المالية هي الأرباح التي ستقوم الشركة بدفعها إلى المساهمين الممتازين (الشريف وآخرون، 2007، صفحة 286).

مفهوم الرفع المالي مستمد من علم الفيزياء، حيث تعني الرافعة تعظيم القوة المستخدمة في تحريك أو إزاحة كتلة معينة عن طريق زيادة ذراع القوة، وفي الإدارة المالية مفهوم الرافعة يشير إلى إمكانية استخدام المنشأة للكلف المالية الثابتة التي تتحملها لأغراض الإنتاج، ومن بينها فوائد القروض التي تظهر في حالة استخدام المنشأة للتمويل المقترض، وبشكل عام فإن ارتفاع الرافعة يؤدي إلى ارتفاع مقابل في كل من العائد والمخاطرة والعكس من ذلك (النعيمي، التميمي، 2009، صفحة 413).

الرفع المالي هو استخدام أو توظيف أموال تتحمل المؤسسة بناء عليها تكاليف ثابتة أو عائد ثابت، ويمكن التفكير بالعائد على أنه نقطة ارتكاز الرافعة، فيمكن أن يكون للمؤسسة مردودية اقتصادية جيدة ومردودية مالية ضعيفة والعكس، هذا التناقض ناتج من أثر الرافعة المالية أو ما يعرف بمعامل الاستدانة الذي يمكن أن يضاعف المردودية بالنسبة للمساهمين (يوسف وفاتح، 2016، صفحة 44).

يتوقف الرفع المالي بدرجة كبيرة على قدرة المؤسسة على تحقيق الدخل ومعدل عائد على الموجودات أعلى من كلفة الاقتراض، فيظهر الأثر الإيجابي للرفع المالي على شكل زيادة على حقوق المساهمين ويزداد أثر هذه الزيادة كلما زادت نسبة الرفع المالي وزاد الدخل وفي حالة العكس فإنه لن يتحقق للمؤسسة أية ميزة من استعمال الدين في هيكلها المالي (ميلود، 2018، صفحة 181).

الرفع المالي يستند إلى تحسين صافي الربح بالاعتماد على الاقتراض بتكلفة ثابتة ويسمى بالمتاجرة بحقوق الملكية Trading on equity، إذ أن الرافعة المالية تقيس التغير في صافي الربح بعد الفوائد

والضرائب الذي يحدث نتيجة التغير في الربح التشغيلي وهذا يعني أنها تأخذ بالحسبان الفوائد التي تدفعها الشركة على مصادر تمويلية ثابتة التكلفة كالسندات والقروض (أحمد، 2020، صفحة 48).

2.1 تعريف الرافعة المالية:

يمكن لنا تعريف الرافعة المالية على أنها الاستخدام المحتمل للتكاليف المالية الثابتة مثل الفوائد على القروض طويلة الأجل بغية تعظيم الأرباح التشغيلية في حصة السهم من الربح، ونسجل نوعين من الكلف المالية الثابتة التي قد تتواجد على قائمة الأرباح والخسائر للشركة وهي الفوائد المدفوعة على المديونية، والأرباح الموزعة على الأسهم الممتازة التي يتوجب على الشركة دفعها بصرف النظر عن النتائج المحققة سواء كانت ربحاً أو خسارة (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 419).

وعرف الرفع المالي أيضاً بأنه توليفة من أموال المقرضين والدائنين ويعبر عن نسبة الدين إلى مجموع الموجودات، وأن درجة اعتماد الشركة في تمويل موجوداتها على أموال الغير يؤثر على العائد الذي يحصل عليه الملاك كما يؤثر على درجة المخاطرة الذي يتعرض لها هذا العائد، كما يعرف بأنه المتاجرة بالملكية لأنه بسبب وجود أموال المالكين يعتبر ذلك عنصر أمان للدائنين (صافي و موسى، 2009، صفحة 157).

الرفع المالي يتعلق بالدرجة الأولى بمستوى الأعباء المالية الثابتة في هيكل تكاليف المؤسسة، ويعني استخدام الأعباء المالية من أجل تعظيم أثر التغير في النتيجة العملياتية على النتيجة الصافية من الأنشطة العادية أو صافي الربح للسهم العادي الواحد من النتيجة الصافية المحققة، الأعباء المالية هي عبارة عن الفوائد على الديون التي تدفعها المؤسسة، وتوزيعات أرباح الأسهم الممتازة بغض النظر عن النتيجة العملياتية المحققة من طرف المؤسسة (وليد و عياد، الادارة المالية الحديثة، 2017، صفحة 136).

يتضح من التعاريف السابقة أن الرافعة المالية يقصد بها تمويل جزء من أصول المنشأة عن طريق المديونية، السندات أو عن طريق الأسهم الممتازة، بهدف زيادة معدل العائد الذي يحصل عليه المساهم العادي، وهو ما يؤدي الى التأثير على الربح التشغيلي وكذا على ربحية السهم العادي، وعلى العكس من ذلك يمكن أن يؤدي الى انخفاض الربح التشغيلي، ما يزيد من مخاطر العسر المالي التي قد يتعرض لها المساهم العادي بدرجة أكبر (فايز، مبادئ الإدارة المالية، 2013، صفحة 322).

3.1 الآثار المترتبة على استعمال الرفع المالي (توفيق، 2013، صفحة 512)

❖ ان الرفع المالي يعظم الأرباح والخسائر وذلك بحسب الأوضاع الاقتصادية فإذا كان في حالة رواج والمبيعات في ارتفاع فإن التمويل بالدين يعظم الربح، أما حالة الكساد والركود والمبيعات في تراجع فإن التمويل بالدين يعظم الخسارة؛

❖ الرفع التمويلي يزيد المخاطر المالية أيضا وذلك لما يترتب عنه من تحمل أعباء الدين على شكل تسديد الأقساط والفوائد المترتبة عليه؛

❖ إن هياكل التمويل المختلفة هي اقتراحات تبادل TRADE-OFF ما بين العائد والخطر، فاختيار معامل مديونية مناسب يعتمد على علاقة التفضيل ما بين العوائد والمخاطر.

3.1 الرافعة المالية ونظريات الهيكل التمويلي :

يعتبر الرفع المالي من العوامل المؤثرة على طبيعة وشكل الهيكل التمويلي للمنشأة هذا ما أظهرته النظرية التقليدية في بداية الخمسينات من القرن الماضي، للباحثين ميلر ومودجلياني فحسب ما توصلوا إليه يمكن استخدام الرفع المالي بشكل معقول لزيادة القيمة السوقية، حيث خلصت النظرية الى أن الشركات المتماثلة في كل أوجه أنشطتها وتختلف في هيكل تمويلها تتساوى فيها القيمة السوقية، وبالتالي لن يؤثر الرفع المالي على قيمتها السوقية، بمعنى أن القرار التمويلي لا يؤثر على القيمة السوقية، وحسب هذه النظرية دعت للمحافظة على التوازن بين درجة المخاطرة المرتبطة بارتفاع حجم الدين من جهة والاستفادة من مزاياها من جهة أخرى (Valentine & Prem, 2005, p. 40).

تم تطوير نظرية المبادلة بين تكاليف الإفلاس والوفر الضريبي في عام 1958، عندما قام ميلر ومودجلياني بنشر ما اعتبره الكثيرون أهم بحث في مجال الإدارة المالية، تركز هذه النظرية بشكل أساسي على نسبة المديونية في هيكل رأس المال وتتلخص هذه النظرية في أن قيمة المنشأة تتزايد باستمرار مع تزايد استخدام المديونية في هيكل رأس المال، لأن الفوائد على المديونية تخصم من ربحية المنشأة عند احتساب ضريبة الدخل، لذلك فإن قيمة المنشأة تصل الى أقصى حد عندما يتم تمويل المنشأة بالمديونية بالكامل (فايز، مبادئ الادارة المالية ، 2010، صفحة 340).

4.1 الرافعة المالية والمخاطر المالية:

المخاطر المالية ترتبط أساسا بقرار التمويل، ويقصد بها تلك المخاطر الاضافية التي يتحملها مالكو المؤسسة والناجمة عن اعتماد الادارة على القروض الطويلة الأجل في هيكل تمويل موجودات المؤسسة، بسبب ما تتحمله الادارة من تكلفة ثابتة كالفائدة واحتمالات عدم القدرة على سداد أصل القروض في أوقات استحقاقها أو الفائدة أو كلاهما، فهي مخاطرة مربوطة بالقروض، والمنطق أنه كلما زاد حجم الاستدانة في هيكل تمويل الموجودات كلما زادت درجة المخاطرة.

والأصل في هذه المخاطرة ليس الاستدانة بحد ذاتها، وانما في احتمالات انخفاض مستويات الأرباح المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة المدفوعة على الاستدانة، وهذا يعني تعرض الادارة المالية الى

خسائر بسبب انخفاض الأرباح دون مستوى ما تتحمله من تكلفة وهذا بحد ذاته مخاطرة مالية (ميلود، 2018، صفحة 180).

تقاس الرافعة المالية بالدرجة التي تعتمد فيها الشركة على القروض في تمويل أصولها وتظهر في قائمة الدخل على شكل مصروف للفوائد والتي تسبب تغيرات اضافية في صافي الدخل بالإضافة الى للتغيرات في درجة التشغيل بسبب رافعة التشغيل، ان زيادة التغيرات في صافي الدخل يعكس المخاطرة المالية (سلطان و أحمد، 2019، صفحة 229).

2. تأثير الرافعة المالية على مردودية الأموال الخاصة

يكمن تأثير الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة في الوفرة الذي تحققه فوائد الاقتراض، حيث تعامل محاسبيا على أنها أعباء، وبالتالي يتم خصمها من الربح الخاضع للضريبة، أي مبلغ الضريبة سينخفض مقارنة بمصادر أخرى لا تتحمل تكاليف ثابتة (العمار ورضوان، 1997، صفحة 156).

1.2 تعريف مردودية الأموال الخاصة:

المردودية تقيس الربحية المتوقعة من وجهة نظر المساهمين، أي ما هي المكافأة التي يحصل عليها المساهم مقابل دينار واحد يستثمر في رأس المال المنشأة وبالتالي فمردودية الأموال الخاصة تعبر عن الربحية المتوقعة من وجهة نظر الخصوم وليس من وجهة نظر الأصول (Pierre & Jean, 2018, p. 155). تعرف مردودية الأموال الخاصة بأنها ذلك المقياس الذي يشير إلى مدى قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح، وتوفير الأموال اللازمة لضمان استمرار نشاطها كما تعبر أيضا عن مدى قدرتها على مكافأة الأموال الموضوعة تحت تصرف المؤسسة من قبل المساهمين، بحيث أنها تسعى إلى تعظيم ثروة المساهمين الذين يطمحون إلى رفع مستوى مردودية رؤوس أموالهم المستثمرة من خلال شتى الاستراتيجيات المتبعة، هذا ما يسمح لها من تعزيز قدرتها التمويلية من جهة، ومن أجل الرفع من قيمتها السوقية من جهة أخرى.

تهتم مردودية الأموال الخاصة بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدخل في مكوناتها كافة العناصر والتدفقات المالية، حيث نأخذ النتيجة الصافية من جدول النتائج والأموال الخاصة من جانب الخصوم في الميزانية وهذا ما توضحه العلاقة التالية: (الياس، يوسف، و ذهبية، 2020، صفحة 317)

$$\text{مردودية الأموال الخاصة} = \text{النتيجة المالية للدورة} \div \text{الأموال الخاصة}$$

2.2 المركبات الأساسية لمردودية الأموال الخاصة Rcp:

من أجل استخراج المركبات الأساسية لمردودة الأموال الخاصة نقوم بإدراج رقم الاعمال والأصول الاقتصادية للعلاقة السابقة وذلك على النحو التالي:

$$Rcp = (\text{النتيجة الصافية} \div \text{رقم الاعمال}) \times (\text{رقم الأعمال} \div \text{الأصول الاقتصادية}) \times (\text{الأصول الاقتصادية} \div \text{الأموال الخاصة})$$

يمكن تحليل المردودية المالية الى ثلاث مركبات أساسية والمتمثلة في النسبة الهيكلية، معدل الربحية الاجمالية ومعدل دوران الأصول الاقتصادية، أي مستوى مردودية الأموال الخاصة يتحدد تبعا لمستويات كل من المردودية الاقتصادية ودرجة المديونية (ناصر ويوسف، 2008، الصفحات 17-18)

3.2 العلاقة بين المردودية الاقتصادية ومردودية الأموال الخاصة

الرفع المالي هو تقنية أو سياسة جلب المزيد من الديون المالية الى الهيكل المالي بهدف زيادة مردودية المساهمين حيث يمكن لأثر الرافعة المالية أن يفسر مردودية الأموال الخاصة انطلاقا من مردودية الأصول الاقتصادية أو ما يعرف بمردودية النشاط ومعدل تكلفة الديون، عند مقارنة مردودية الأموال الخاصة مع المردودية الاقتصادية نجد أن الفارق يفسر بأثر الهيكل المالي (نسبة الديون ونسبة الأموال الخاصة) أو أثر الرافعة المالية.

يمكن تفسير الرافعة المالية من خلال مقارنة مكافأة المقرضين ومكافأة المساهمين فالأولى ثابتة وتخضع للضريبة بينما الثانية متناسبة مع حجم الأرباح ولا تحقق وفورات ضريبية، اذن الاستدانة رافعة لثروة المساهمين في ظل تحكم جيد بالمخاطر المالية (لمياء وسمية، 2021، صفحة 124).

4.2 قياس أثر الرافعة المالية

يسمح قياس أثر الرافعة بتقييم أثر الاستدانة سلبيا أو إيجابيا على مردودية رؤوس الأموال الخاصة، لذلك يمكن القول بأن تعبير أثر الرافعة المالية يشير إلى التأثير الممارس من طرف المديونية على مردودية الأموال الخاصة.

وبالتالي فيتناول أثر الرافعة المالية العلاقة بين المردودية المالية وهيكل رأس مال المؤسسة، وإمكانية الرفع من مردودية الأموال الخاصة نتيجة استخدام الديون في هيكل رأس المال، مع الأخذ بعين الاعتبار لمستوى المردودية الاقتصادية المحقق من قبل المؤسسة (Barreau & Delahaye, 2004, p. 163).

يتحدد أثر الرافعة المالية بالفرق بين مردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية بعد الضريبة ويمكن قياس أثر الرافعة المالية بالعلاقة التالية: (ناصر ويوسف، 2008، الصفحات 20-21)

$$R_{cp} = Re(1 - t) + \frac{D}{CP} (Re - i)(1 - t)$$

حيث أن:

R_{cp} : مردودية الأموال الخاصة CP : الأموال الخاصة

Re : المردودية الاقتصادية I : معدل الفائدة

D : الديون الصافية T : معدل الضريبة المستحقة

5.2 أشكال أثر الرافعة المالية:

دراسة أثر الاستدانة على مردودية الأموال الخاصة هو ما يهدف اليه المحلل المالي من خلال حساب أثر الرافعة المالية ومنه يمكن أن تكون للاستدانة أثرا ايجابيا على المردودية المالية، كما يمكن أن يكون ذات أثرا سلبيا في حالات معينة (الياس، يوسف، و ذهبية، 2020، الصفحات 321-323):

❖ حالة المردودية الاقتصادية أعلى من معدل الفائدة $[Re > i]$: يكون أثر الرافعة المالية

موجب وفي هذه الحالة فان اللجوء إلى الاستدانة مرغوب فيه بسبب ارتفاع ربحية المؤسسة، فكلما زادت الديون كلما أدى ذلك إلى ارتفاع المردودية المالية:

❖ حالة المردودية الاقتصادية تساوي معدل الفائدة: $[Re = i]$: هذه الوضعية تؤدي إلى

تحييد أثر الرافعة المالية، وهي نفس حالة انعدام الاستدانة والتي تعتبر حالة نادرة الحدوث على أرض الواقع وعندها تمول الاحتياجات المالية حصرا بواسطة التمويل الذاتي والرفع في رأس المال، في هذه الحالة لا يوجد أثر للرافعة المالية، وبالتالي تتساوى مردودية الأموال الخاصة مع المردودية الاقتصادية بعد اقتطاع الضريبة على الأرباح؛

❖ حالة المردودية الاقتصادية أقل من معدل الفائدة: $[Re < i]$: في هذه الحالة يكون

اللجوء الى الاستدانة ذو تأثير سلبي على المردودية، أي أنه كلما زاد حجم الديون كلما تناقصت المردودية المالية.

3. الميزة الضريبية للرفع المالي

ان أحد الأسباب الرئيسة لاستخدام الدين هو الاستفادة من منافع الرفع المالي المتمثلة في الميزة الضريبية للاقتراض، والتي تقوم على أساس أن جميع الفوائد والعمولات المدفوعة على القروض المستخدمة في التمويل تعتمد كعبء ضريبي يخصم قبل التوصل للربح الخاضع للضريبة (وليد و عياد، الادارة المالية الحديثة، 2017، صفحة 29).

1.3 تعريف الميزة الضريبية:

عرفت منظمة مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية الميزة الضريبية أنها: "القيمة المالية القابلة للقياس التي يتميز بها مصدر تمويل عن غيره من المصادر الأخرى مما ينتج عنها أثارا ضريبية تحفيزية تخفض العبء الضريبي وترفع عائد الشركة" (سحرو العامري، 2015، صفحة 7).

2.3 أسباب منح المزايا الضريبية:

تسمح سياسة منح المزايا الضريبية بتوفير موارد مالية على مستوى المؤسسة وتتوقف فعالية هذه السياسة على مدى توظيف تلك الموارد في المشاريع الاستثمارية التي تحقق تكاملا اقتصاديا لذلك يتعين التركيز على الأنشطة ذات المنفعة الاقتصادية والاجتماعية وهذا من خلال (مراد، 2016، صفحة 127):

❖ تشجيع الاستثمارات في المشروعات الصناعية ذات الأهمية الرئيسية؛

❖ استحداث فرص تشغيل العمالة وتوجيه الاستثمارات نحو المناطق المحرومة؛

❖ يجب ان تتناسب المزايا الضريبية الممنوحة مع أهمية النشاط الذي يستفيد منه الجميع.

3.3 خصائص الميزة الضريبية:

❖ تعتبر الميزة الضريبية الناتجة عن الاستدانة المحققة ايجابية إذا كانت المؤسسة تحقق أرباحا

وتدفع الضرائب المستحقة؛

❖ إن معدلات الاستدانة للمؤسسات الخاضعة لمعدلات ضريبية مرتفعة يجب أن تكون كبيرة مقارنة

بالتي تخضع لمعدلات ضريبية ضعيفة حيث تميل معظم المؤسسات التي يفرض عليها معدلات

ضريبية مرتفعة إلى الاقتراض بمعدلات عالية بهدف الاستفادة من ميزة الوفورات الضريبية؛

❖ من الأرجح أن تكون المؤسسات الأقل لجوء للاستدانة هي التي تتمتع ببعض الحسومات الضريبية

من غير الاستدانة، مثل مخصصات الاهتلاكات والمؤونات، والتي تستفيد من تخفيضات في

الضريبية المستحقة بحسب طبيعة منطقة النشاط أو طبيعة النشاط الممارس مقارنة

بالمؤسسات التي لا تستفيد من هذه الحسومات والتخفيضات؛

❖ المؤسسات التي لها عدة وحدات عبر مناطق مختلفة، التي يمكن أن تكون مقاطعات أو دول

تختلف فيها معدلات الضريبية، ومن أجل تعظيم الوفر الضريبي على المؤسسة في هذه الحالة

الاستفادة القصوى من هذه الميزة على عكس مناطق النشاط التي تفرض فيها معدلات ضريبية

مرتفعة (Jeffrey & Mackie, 1990, p. 5).

4.3 صور وأشكال منافع الميزة الضريبية :

ترتكز أساسا على مجموعة من الأدوات عادة ما تستخدم في عمليات تأهيل المؤسسات الاقتصادية

ودعم الاستثمار على نحو يزيد من القدرة التمويلية والتنافسية، ومن بين أهمها نجد ما يلي:

❖ الإعفاء الضريبي للاستثمار:

الإعفاء الضريبي «هو عبارة عن إسقاط حق الدولة عن بعض المكلفين في مبلغ الضرائب الواجب

السداد مقابل التزامهم بممارسة نشاط معين في ظروف معينة» (عبد المجيد، 2004، صفحة 173)

وهناك نوعان من الإعفاء، إعفاء مؤقت وإعفاء دائم ويرتبط بأهمية النشاط الممارس أو بمكان فرض الضريبة، ومدى تأثيره في الحياة الاقتصادية والاجتماعية.

ويسمى الإعفاء الضريبي في بعض الأدبيات الضريبية بالإجازة الضريبية وتتعلق بمنح المشروع الاستثماري إعفاء ضريبيا لعدد من السنوات في بداية الحياة الانتاجية، فهي بذلك تمثل حافز ضريبي للاستثمار بحيث تزيد من العائد الصافي وتحقق سيولة مالية ذاتية للمشروعات في بداية العمر الانتاجي كما يمكن أن يتغير الهيكل التمويلي لصالح التمويل الذاتي.

❖ التخفيضات الضريبية:

يمكن تقسيم التخفيضات الضريبية إلى:

تخفيضات متعلقة بالمعدل: تتمثل في أن يتم إخضاع المكلف بالضريبة مقابل الالتزام ببعض الشروط القانونية إلى معدلات خاصة بدل معدلات النظام العام.

تخفيضات متعلقة بوعاء الضريبة: تمس الأساس الخاضع للضريبة قبل فرض الضريبة مثل ما هو معمول به في التشريع الجبائي الجزائري يتم منح تخفيضات عند تقديم طلب مشترك لغرض توحيد فرض الضريبة على الدخل الإجمالي ما بين الزوج وزوجته المحققين لمداخيل خاضعة في الجزائر.

تخفيضات مطبقة على مبلغ الضريبة: هي تلك التخفيضات المطبقة على المبلغ النهائي للضريبة المستحقة مثل التخفيضات على الضريبة على الدخل الإجمالي أو على الضريبة على أرباح الشركات للمكلفين الناشطين تجاريا والقاطنين في ولايات الجنوب الكبير في الجزائر.

❖ الإهلاك العادي

يعرف الإهلاك بأنه التثبيت المحاسبي لنقص قيمة الاستثمارات، وهو الذي يسمح بإعادة تمويلها بحيث يعتبر تكلفة قابلة للحسم عند تحديد الربح الخاضع للضريبة، حيث تتضمن اهدافه في إعادة تجديد الاستثمار عن طريق ايجاد مصدر لتمويلها من أجل المحافظة على استمرار نشاط المؤسسة (حميد، 2017، صفحة 89).

يعتبر الإهلاك المالي انخفاض قيمة عنصر نشيط على إثر استعماله، أو أي تغير يطرأ عليه وهو يعبر عن القسط السنوي من القيمة الكلية للأصل، وي طرح هذا القسط من الدخل الخاضع للضريبة فيصبح العبء الضريبي أقل مقارنة بالدخل الخاضع للضريبة قبل مخصص الإهلاك، حيث كلما كان حجم هذه المخصصات كبير كلما اعتبر ذلك امتياز لصالح المؤسسة.

❖ نظام الإهلاك المعجل:

تنطوي الحوافز الضريبية التي تمنح في شكل إهلاك معجل مقارنة بالإعفاءات الضريبية المؤقتة على أقل قدر من العيوب، علاوة على ذلك فهو يتمتع بميزتين إضافيتين، أولاً يعتبر الأقل تكلفة، حيث أن الإيراد الضائع في السنوات الأولى يتم استرداد جزء منه على الأقل في السنوات الموالية، ثانياً إذا توفر استخدام الأساس المعجل بصفة مؤقتة، فمن الممكن على المدى الطويل أن يحدث ذلك طفرة كبيرة في الاستثمارات (بوعلام، 2019، الصفحات 36-37).

❖ ترحيل خسائر السنوات السابقة:

يمنح التشريع الجبائي الجزائري للمؤسسات إمكانية ترحيل الخسائر المحققة الى غاية السنة الرابعة، أي بمعنى في حالة تسجيل عجز في سنة مالية معينة فإن هذا العجز يعتبر بمثابة عبء يدرج في السنة المالية الموالية، ويخصم من الربح المحقق خلال نفس السنة المالية، وإذا كان هذا الربح غير كاف لتخفيض كل العجز فإن العجز الزائد يرحل بالترتيب الى غاية السنة الرابعة الموالية لتسجيل العجز (عيسى، 2021، صفحة 236).

II- الجانب القياسي للدراسة بمؤسسة تسيير فندق الأوراسي للفترة 2011-2020

في هذا الجزء سوف نقوم بتعريف متغيرات الدراسة في النموذج واختبار استقرار السلاسل، تقدير نموذج الانحدار الذاتي var واختبار صلاحية النموذج وهذا من أجل الوصول إلى نتائج الدراسة.

1. التعريف بمؤسسة تسيير فندق الأوراسي

تعتبر هذه المؤسسة من المؤسسات الرائدة في القطاع الخدماتي، حيث استطاعت أن تكون من بين المؤسسات الأولى المدمجة في البورصة، لقد تم تحويل ملكية مؤسسة تسيير فندق الأوراسي إلى الشركة القابضة للخدمات، وبموجب ذلك قامت المؤسسة برفع رأسمالها في إطار تدعيم قدراتها المالية عن طريق إدماج فرق إعادة التقييم، حيث أصبح رأسمالها يعادل 1.5 مليار دينار جزائري، ولتنفيذ برنامج الخصخصة المسطر من طرف الدولة، الرامي إلى تنشيط بورصة الجزائر تقرر في بداية سنة 1999 طرح جزء من رأس مال المؤسسة بنسبة 20 % للاكتتاب العام، وهو ما يعادل مليون سهم بقيمة اسمية 250 دينار للسهم حيث تكفلت بهذه المهمة مؤسسة الراشد المالي.

تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 2 مايو 1975، وعدّل الفندق، في 12 فبراير عام 1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار. وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقي "الأوراسي".

وفي عام 1995، وُضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية التابعة للدولة، وأصبحت المساهم الوحيد فيه. (WWW.SGBV.DZ, 2021)

2. طبيعة العلاقة بين المتغيرات :

حتى نتمكن من تقدير العلاقة بين المتغيرات اعتمدنا على سلسلة زمنية فصلية طويلة تمتد من سنة 2011 إلى سنة 2020 وذلك من أجل استخدام منهجية التكامل المشترك.

1.2 التعريف بمتغيرات الدراسة: كل نموذج قياسي يستخدم لتفسير ظاهرة ما يجب أن يحتوي على متغير تابع ومتغير أو متغيرات مفسرة.

المتغير التابع: مردودية الأموال الخاصة Rcp من خلال العلاقة: النتيجة الصافية ÷ الأموال الخاصة المتغير المستقل: ويمثل الميزة الضريبية Avantage Fiscale ويعتبر المتغير المفسر للظاهرة المدروسة، والذي تم الحصول عليه من خلال العلاقة الآتية:

$$AF = (\text{الفوائد على القروض} \times \text{معدل الضريبة على الأرباح}) \div \text{الأموال الخاصة}$$

2.2 مصادر بيانات متغيرات الدراسة :

اعتمدت الدراسة على بيانات السلاسل الزمنية الفصلية والمستمدة من القوائم المالية للمؤسسة حيث تم احتساب قيم مردودية الأموال الخاصة والميزة الضريبية حسب العلاقات الخاصة بها، وقد تم تحويل القيم السنوية إلى قيم فصلية عن طريق برمجية 10 Eviews من أجل الحصول على فترة زمنية طويلة نسبيا (40 مشاهدة) تمكنا من تطبيق دراستنا.

3.2 العلاقة التي تربط المتغير التابع بالمتغيرات المفسرة له حسب المنطق النظري :

العلاقة الموجودة بين الميزة الضريبية ومردودية الأموال الخاصة هي علاقة طردية في حدود مجال المردودية الاقتصادية تغطي الأعباء الثابتة للديون.

3. تحليل نتائج الاختبارات القياسية:

1-3 دراسة استقراره السلاسل الزمنية باستخدام اختبار جذر الوحدة Unit Root Test

من أجل تحديد أثر المتغير المستقل على المتغير التابع لا بد من تحديد مدى استقراره السلاسل وهذا باستخدام عدة اختبارات أهمها:

اختبار فيليبس بيرسون PP واختبار ADF – Augmented Dickey – Fuller وهو الأكثر شيوعا، سنعتمد

في دراستنا على الاختبار ADF

جدول رقم (01) : نتائج اختبار ADF للجذور الوحدوية المتعلقة بسلسلة المتغير التابع RCP

أثر الميزة الضريبية للرافعة المالية على مردودية الأموال الخاصة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي

دراسة قياسية للفترة 2011-2020

الاستقرارية	السلسلة (1): مردودية الأموال الخاصة RCP				النماذج السلسلة
	T المحسوبة	T الجدولية	Level	Prob	
غير مستقرة	1.784999	2.938987	0.05	0.3822	اختبار الثابت-Intercepte
غير مستقرة	2.738497	3.529758	0.05	0.2277	الثابت والاتجاهTrend and Intercepte
غير مستقرة	1.104010	1.949609	0.05	0.2399	بدون ثابت وبدون اتجاه None

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

حتى تكون السلسلة مستقرة يجب أن يتحقق شرط الاستقرار في النماذج الثلاثة:

T المحسوبة هي أقل من T الجدولية بالقيمة المطلقة وهذا ما يبينه احتمالية هذا الاختبار Prob وهي أكبر من 0.05 اذن نقبل الفرضية الصفرية القائلة بان السلسلة RCP has a unit Root أي السلسلة RCP تحتوي على جذر الوحدة وبالتالي هي غير مستقرة في النماذج الثلاثة وعليه يجب ادخال الفروقات من الدرجة الأولى.

جدول رقم (02): نتائج اختبار ADF للجذور الوحدوية للمتغير Rcp بعد الفروقات من الدرجة الأولى

الاستقرارية	السلسلة (1) من الدرجة الأولى: DRCP				النماذج السلسلة
	T المحسوبة	T الجدولية	Level	Prob	
مستقرة	6.049010	2.941145	0.05	0.0000	اختبار الثابت-Intercept
مستقرة	5.969666	3.533083	0.05	0.0001	الثابت والاتجاهTrend and Intercept
مستقرة	6.082763	1.949856	0.05	0.0000	بدون ثابت وبدون اتجاه None

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

احتمالية الاختبار Prob هي أقل من 0.01 كما أن القيمة المطلقة لـ T المحسوبة أقل من T الجدولية وعليه نقبل الفرض البديل القائل بأن السلسلة DRCP has not a unit Root أي أن السلسلة DRCP ليس لها جذر وحدة وبالتالي فهي مستقرة

جدول رقم (03): نتائج اختبار ADF للجذور الوحدوية المتعلقة بسلسلة المتغير المستقل AF

الاستقرارية	السلسلة (2): الميزة الضريبية AF				النماذج السلسلة
	T المحسوبة	T الجدولية	Level	Prob	
غير مستقرة	1.500579	2.938987	0.05	0.5228	اختبار الثابت-Intercept
غير مستقرة	2.839728	3.529758	0.05	0.1926	الثابت والاتجاهTrend and Intercept
غير مستقرة	1.410567	1.949609	0.05	0.1450	بدون ثابت وبدون اتجاه None

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

حتى تكون السلسلة مستقرة يجب أن يتحقق شرط الاستقرار في النماذج الثلاثة: T المحسوبة هي أقل من T الجدولية بالقيمة المطلقة وهذا ما يبينه احتمالية هذا الاختبار Prob وهي أكبر من 0.05 اذن نقبل الفرضية الصفرية القائلة بان السلسلة AF has a unit Root أي السلسلة AF تحتوي على جذر

الوحدة وبالتالي السلسلة غير مستقرة في النماذج الثلاثة وعليه يجب ادخال الفروقات من الدرجة الأولى

جدول رقم (04) : نتائج اختبار ADF للجذور الوحدوية للمتغير AF بعد الفروقات من الدرجة الأولى

الاستقرارية	السلسلة (2) من الدرجة الأولى: الميزة الضريبية AF				النماذج
	T المحسوبة	T الجدولية	Level	Prob	
مستقرة	6.083615	2.941145	0.05	0.0000	اختبار الثابت-Intercept
مستقرة	5.998225	3.533083	0.05	0.0000	الثابت والاتجاه Trend and Intercept
مستقرة	6.082763	1.949856	0.05	0.0000	بدون ثابت وبدون اتجاه None

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

احتمالية الاختبار Prob هي أقل من 0.01 كما أن القيمة المطلقة لـ T المحسوبة أقل من T الجدولية وعليه نقبل الفرض البديل القائل بأن السلسلة AF has not a unit Root أي أن السلسلة DAF ليس لها جذر وحدة وبالتالي فهي مستقرة

2.3 اختبار جوهانسون لتحديد علاقات التكامل:

يعتبر اختبار مهم جدا في تحديد العلاقة التكاملية طويلة الأجل نطبق نموذج VECM في هذا الاختبار نستخدم السلاسل الأصلية وليست المستقرة.

جدول رقم (05) : نتائج اختبار جوهانسون لتحديد علاقات التكامل

Date : 10/12/21 Time : 08:27				
Sample (adjusted) : 2011Q4 2020Q4				
Included observations : 37 after adjustments				
Trend assumption : Linear deterministic trend				
Series : RCP AF				
Lags intervale (in first differences) : 1 to 2				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob. **
None	0.173588	9.040614	15.49471	0.3616
At Most 1	0.052264	1.986133	3.841466	0.1587
Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized		Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob. **
None	0.173588	7.054481	14.26460	0.4827
At Most 1	0.052264	1.986133	3.841466	0.1587
Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

نتائج هذا الاختبار الموضحة في الجدول رقم (5):

❖ اختبار الأثر: Test Trace

بما أن الاختبار غير معنوي ($\text{Prob} = 0.3616 > 0.05$) فهذا يؤدي بنا إلى قبول الفرضية الصفرية H^0 ونرفض الفرض البديل $H1$ أي لا توجد علاقة توازنية طويلة الأجل وذلك لأن القيمة المحسوبة لإحصائية الأثر Statistic Trace أقل من القيمة المجدولة لها عند مستوى معنوية 5% ($9.04 < 15.49$)، ($\text{tr} =$ و ($\text{tr} = 1.98 < 3.84$)

❖ اختبار القيمة الذاتية العظمى Test Max-Eigen:

جاءت النتائج مدعمة لنتائج اختبار الأثر (Trace Test) حيث أن القيمة المحسوبة الاحصائية أقل من القيمة المجدولة لها عند مستوى معنوية 5% ($\text{tr} = 7.05 < 14.26$).

مما يعني عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرين محل الدراسة. وهذا ما يجعلنا نكتفي بتحليل العلاقة بين المتغيرين في الأجل القصير لذلك سنقوم بتطبيق نموذج VAR.

3. اختبار سببية جرنجر Grenger causality test:

بما أنه لا توجد أي علاقة توازنية طويلة الأجل اعتمادا على نتائج اختبار جوهانسون للتكامل المشترك فإنه بإمكاننا تطبيق منهجية متجه الانحدار الذاتي VAR لدراسة العلاقة الحركية قصيرة الأجل بين المتغيرين التابع والمستقل باستخدام اختبار سببية جرنجر يتم اختبار السلسلتين DAF و DRCP وليس السلسلتين الأصليتين

جدول رقم (06) : نتائج اختبار سببية جرنجر Grenger causality test

Pairwise Granger Causality Tests			
Date : 10/12/21 Time : 09:06			
Sample : 2011Q1 2020Q4			
Lags : 2			
Null Hypothesis :	Obs	F-Statistic	Prob.
DAF does not Granger Cause DRCP	40	0.00514	0.9949
DRCP does not Granger Cause DAF		0.00602	0.9940

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

الاختبار الأول يختبر سببية الميزة الضريبية على مردودية الأموال الخاصة، المعنوية تساوي 0.9949 وبالتالي نرفض الفرض الصفري القائل بان AF لا يتسبب في RCP اذن توجد سببية للميزة الضريبية على مردودية الأموال الخاصة.

الاختبار الثاني يختبر سببية RCP على مردودية AF، المعنوية تساوي $\text{Prob} = 0.994$ وبالتالي نرفض الفرض الصفري القائل بان RCP لا يتسبب في AF اذن توجد سببية مردودية الأموال الخاصة على للميزة الضريبية.

النتيجة: توجد علاقة سببية متبادلة في الاتجاهين بين الميزة الضريبية ومردودية الأموال الخاصة.

4. تحديد درجات التأخير في نموذج VAR:

جدول رقم (07): تحديد درجات التأخير في نموذج VAR

VAR Lag Order Selection Criteria					
Endogenous variables : RCP AF					
Exogenous variables : C					
Date : 10/12/21 Time : 09:09					
Sample : 2011Q1 2020Q4					
Included observations : 37					
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC
0	-171.4629	NA	40.47349	9.376375	9.463452
1	-115.5183	102.8171*	2.443711*	6.568558*	6.829788*
2	-115.0585	0.795432	2.966818	6.759917	7.195301
3	-114.3708	1.115180	3.569532	6.938961	7.548497
* indicates lag order selected by the criterion					
LR : sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)					
FPE : Final prediction error					
AIC : Akaike information criterion					
SC : Schwarz information criterion					
HQ : Hannan-Quinn information criterion					

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

من خلال ملاحظتنا للجدول أعلاه نجد أن درجة التأخير المثلى هي التي تقابل أصغر قيمة في كل المعايير والتي توافق (P=1)

5. تقدير نموذج الانحدار الذاتي VAR (Vector Autoregression Estimates):

بعد تحديد درجة التأخير المناسبة للنموذج والمقدرة بسنة واحدة P=1 كانت نتائج تقدير نموذج

الانحدار الذاتي كالاتي: جدول رقم (08): تقدير نموذج الانحدار الذاتي VAR

Estimation Proc :
=====
LS 1 1 RCP AF
VAR Model :
=====
RCP = C(1,1)*RCP (-1) + C(1,2)*AF (-1) + C(1,3)
AF = C(2,1)*RCP (-1) + C(2,2)*AF (-1) + C(2,3)
VAR Model - Substituted Coefficients :
=====
RCP = 0.439342963812*RCP (-1) + 0.483544407247*AF (-1) + 4.46309450666
AF = - 0.315203536528*RCP (-1) + 1.24174842449*AF (-1) + 2.62721455158

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

معامل التحديد R-squared جودة تفسير النموذج والمقدرة بـ 69% وهي نسبة مقبولة وجيدة وهي تفسر شدة العلاقة بين المتغير التابع مردودية الأموال الخاصة والمتغير المستقل الميزة الضريبية كما أن قيمة فيشر المحسوبة 39.65 هي أكبر من قيمتها الجدولية ما يعني معنوية النموذج ككل.

❖ قيمة مردودية الأموال الخاصة موجبة في ظل انعدام متغير الميزة الضريبية وهي مقبولة وتتوافق مع المنطق الاقتصادي؛

❖ المتغير التابع مردودية الأموال الخاصة يعرف من خلال المعادلة بثابت وتأخير واحد بالنسبة لكل من مردودية الأموال الخاصة والميزة الضريبية؛

❖ الإشارة الموجبة دلالة على أن هناك علاقة طردية بين مردودية الأموال الخاصة وقيمتها المؤخرة الأولى وهي تفسر أي ارتفاع في مردودية الأموال الخاصة لسنة معينة يتوقع أن يتواصل في السنة القادمة في ظل استقرار المؤسسة؛

❖ عندما تستفيد المؤسسة من الميزة الضريبية بنسبة 1% تكون هناك زيادة في مردودية الأموال الخاصة بنسبة 43% مع ثبات العوامل الأخرى في الأجل القصير أي أن هناك علاقة طردية بين المتغيرين وهذا ما يتوافق مع المنطق الاقتصادي.

6. اختبار صلاحية النموذج:

1.6 اختبار الجذور متعددة الحدود:

كل الجذور أقل من الواحد وبالتالي نموذج شعاع الانحدار الذاتي يحقق شرط الاستقرار وهو ما تؤكده نتائج الاختبار الموضحة بالشكل التالي:

جدول رقم (09) : نتائج اختبار الجذور متعددة الحدود

Roots of Characteristic Polynomial	
Endogenous variables : RCP AF	
Exogenous variables : C	
Lag specification : 1 1	
Date : 10/12/21 Time : 11:08	
Root	Modulus
0.933005	0.933005
0.748086	0.748086

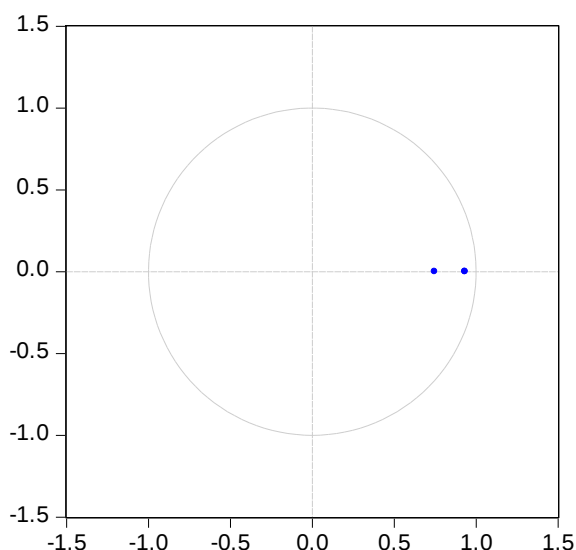
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

2.6 اختبار معكوس جذور الوحدة:

من خلال الشكل الموالي يقع كل من المتغير التابع مردودية الأموال الخاصة-RCP - والمتغير المستقل الميزة الضريبية-AF- ضمن حدود هدف الدائرة، وهذا يدل على تحقيق شرط صلاحية واستقرارية النموذج.

شكل رقم (01): اختبار معكوس جذور الوحدة

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EvIEWS 10

7. دراسة هيكلية لنموذج VAR:

من أجل تقييم طبيعة العلاقات بين المتغيرات في الأجل القصير يتم استخدام تحليل الصدمات أو ما يعرف بدوال الاستجابة للنبض لتحليل التباين. باستخدام معيار cholsky يفترض الترتيب للمتغيرات، حيث يتأثر كل متغير بشكل متزامن بالمتغيرات السابقة له بالترتيب وليس بالمتغيرات التالية له، لذا فإن نتائج تحليل التباين وتحليل الصدمات تكون حساسة لطريقة ترتيب المتغيرات.

1.7 تحليل التباين لنموذج مردودية الأموال الخاصة (Variance Decomposition of RCP)

يهدف الى توضيح العلاقة بين المتغيرات وتحديد مدى مساهمة كل متغير في تباين خطأ التنبؤ

جدول رقم (10) : نتائج تحليل التباين للمتغير Rcp

Variance Decomposition of RCP :			
Period	S.E.	RCP	AF
1	3.103162	100.0000	0.000000
2	4.033216	99.94439	0.055605
3	4.568459	99.81634	0.183657
4	4.774358	98.55403	1.445971
5	4.889391	95.82371	4.176289
6	5.001508	91.80795	8.192054
7	5.127003	87.38033	12.61967
8	5.255807	83.15144	16.84856
9	5.378810	79.40997	20.59003
10	5.494182	76.18530	23.81470

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EvIEWS 10

من خلال الجدول رقم (10) نلاحظ أن تباين خطأ التنبؤ لمتغير مردودية الاموال الخاصة RCP في الفترة الأولى والبالغ 100% تعزى للمتغير نفسه، بينما يلاحظ تناقص هذه النسبة في الفترة الثانية والبالغة

99.94 % عن قيمتها السابقة في المدى القصير (فترة تنبؤ واحدة في المستقبل) ثم تستمر هذه النسبة في التناقص لتصل إلى 76.18 % في فترة تنبؤ لعشر سنوات في المستقبل. والباقي يعزى إلى متغير الميزة الضريبية AF، من خلال تباين خطأ التنبؤ لمتغير الميزة الضريبية نجد أن ما نسبته 0.055 %، لتبدأ النسبة في الارتفاع لتصل إلى 23.81 % في فترة تنبؤ لعشر سنوات في المستقبل.

إن حدوث أي تغير أو صدمة عشوائية مفاجئة في متغير AF ستؤثر في مردودية الأموال الخاصة RCP وهذا راجع لكون مكونات التباين لمتغير مردودية الأموال الخاصة تتأثر بمتغير الميزة الضريبية.

2.7 تحليل الصدمات:

جدول رقم (11) : نتائج تحليل الصدمات

Response of RCP :		
Period	RCP	AF
1	2.962779	0.000000
2	2.260526	0.224079
3	1.732226	0.376697
4	1.334254	0.476863
5	1.033964	0.538727
6	0.806921	0.572814
7	0.634833	0.586938
8	0.504008	0.586891
9	0.404190	0.576953
10	0.327698	0.560279

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

ومن خلال دراستنا لدوال الاستجابة، سنقوم بتطبيق صدمات في الفترة الأولى، ثم نقوم بدراسة أثرها على باقي المتغيرات على مدى 10 سنوات. ومن خلال النتائج يمكن رصد استجابات كل متغير من المتغيرات المدروسة لمختلف التجديدات كما يلي:

❖ استجابة متغير مردودية الأموال الخاصة (Response of RCP):

❖ إن حدوث صدمة مفاجئة وبمقدار انحراف معياري واحد لمتغير الميزة الضريبية تصحبها

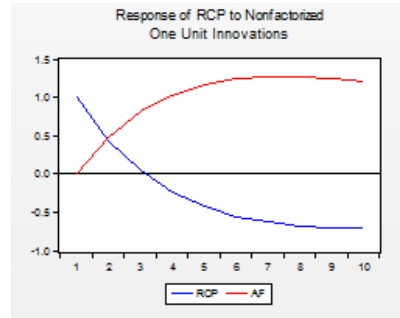
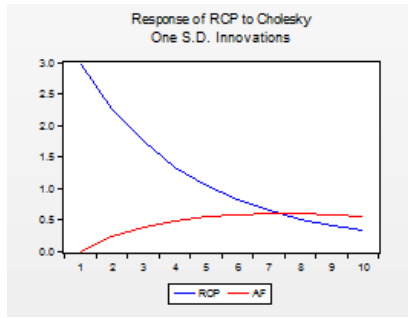
استجابة ايجابية لمتغير مردودية الأموال الخاصة خلال فترة الاستجابة الممتدة على مدى عشر سنوات، مع تسجيل استقرار بالنسبة لمتغير الميزة الضريبية بدءاً من الفترة الخامسة؛

❖ حين يستجيب متغير مردودية الأموال الخاصة للصدمات غير المتوقعة الحادثة له نفسه

بشكل موجب ومتناقص إذ أنها تشرع في الانخفاض منذ الفترة الأولى لتواصل اتجاهها

التنازلي بمعدلات متزايدة إلى غاية نهاية الفترة العاشرة مسجلة استجابة قدرها 32.76 %.

شكل رقم (02): يوضح تحليل الصدمات -



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

III- الخاتمة

تعتبر مسألة استثمار الموارد المالية التي تحصل عليها المؤسسة من أهم وظائف الإدارة المالية في المؤسسة الاقتصادية، الأمر الذي ينجر عليه تداخل وتشابك العديد من العلاقات، ما يستوجب الموازنة بينها بغية تحقيق هدف البقاء والنمو، بالإضافة الى زيادة ثروة المساهمين والرفع من مردودية أموالهم المستثمرة على أوجه الاستخدامات المختلفة.

يلجأ المدير المالي من أجل ذلك الى تقنية الرفع المالي الذي يعتبر سلاح ذو حدين اذ يترتب عليه تغير أكبر في العائد بالزيادة أو النقصان، ولما كان العائد يرتبط بقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها اتجاه مصادر التمويل، فإن زيادة درجة الرفع المالي تحمل في طياتها زيادة في المخاطر، لذلك يتوجب عند اتخاذ قرار تشكيل الهيكل المالي المفاضلة بين العائد والمخاطر.

من خلال دراسة وتحليل الموضوع توصلنا الى ما يلي:

1. اختبار الفرضيات

الفرضية الأولى: اتضح من خلال الدراسة صحة الفرضية المتمثلة في أن للميزة الضريبية للرافعة المالية لها تأثير مباشر وغير مباشر على مردودية الأموال الخاصة وهذا من خلال الاستفادة من الوفر الضريبي لتكاليف الاستدانة.

الفرضية الثانية: الدراسة القياسية أثبتت أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية، ووجود علاقة طردية بين الميزة الضريبية للرفع المالي ومردودية الأموال الخاصة في ظل التحكم الجيد للمخاطر المالية.

الفرضية الثالثة: اتضح من خلال الدراسة التطبيقية صحة الفرضية المتمثلة في أن مؤسسة تسيير فندق الأوراسي لها القدرة على الوفاء بالتزاماتها اتجاه مصادر التمويل المختلفة، كما تتحكم جيدا في إدارة تكاليف الديون، كما تحقق عائد على الموجودات أعلى من تكلفة الاقتراض ما سمح لها بتوفير فائض في الدخل، كان له التأثير الإيجابي على مردودية الأموال الخاصة وزيادة ثروة المساهمين.

2. النتائج النظرية:

- ❖ يعتبر رفع مستوى مردودية الأموال المستثمرة من طرف ملاك المؤسسة وأصحاب الأسهم الهدف الأسمى، فتقييم نجاح المؤسسة يركز أساسا في الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة واستثمار الأموال بالشكل الذي يعود على المؤسسة بأعلى عائد ممكن وبأقل مخاطر ممكنة؛
- ❖ الاستدانة رافعة لثروة المساهمين في ظل التحكم الجيد للمخاطر المالية والاستفادة من الميزة الضريبية في شكل وفر ضريبي ناتج عن تكاليف الاستدانة وفي ظل مردودية اقتصادية أعلى من كلفة الاقتراض؛
- ❖ اعتماد المؤسسة على الاقتراض من المؤسسات المالية تحقق من خلاله بشكل عام وفورات ضريبية تخفض من المتوسط المرجح لتكلفة الأموال وهو ما لا تحققه مصادر تمويل أخرى بالإضافة الى المحافظة على السيطرة في المؤسسة لأن الدائنين لا صوت لهم في الإدارة؛
- ❖ على الرغم من مزايا الرافعة المالية الاقتراض الى أن زيادة الاعتماد على الأموال المقترضة دون أن تكون هناك كفاءة في استخدامها يعرض الشركة إلى عواقب غير مرغوبة.
- ❖ لتجنب المخاطر المالية والتأثير السلبي للرافعة المالية يتوقف بدرجة كبيرة على قدرة المؤسسة على إدارة الدين وتحديد الأعباء الثابتة المترتبة عن الاستدانة، بحيث لا يجب ان تتعدى التكلفة الفعلية للدين المردودية الاقتصادية لأن ذلك يعني ان جزءا كبيرا من نتيجة الاستغلال الصافية سيوجه لتسديد فوائد القروض؛
- ❖ المبالغة في الاعتماد على الميزة الضريبية تصل الى حد معين من مستوى الاستدانة، أين لا يصبح لها أي أثر، وهذا عندما تتساوى المردودية الاقتصادية مع تكلفة الدين، وان تجاوزت ذلك الحد أصبح الاعتماد على هذه الميزة يولد أثر عكسي على المؤسسة، وتصبح أقل مردودية من المؤسسات التي تخضع لمعدل ضريبي أعلى وتنتهج سياسة تمويلية مختلفة، لا تعتمد فيها على آلية الميزة الضريبية والاستدانة بشكل مبالغ فيه؛

3. النتائج التطبيقية:

- ❖ تهدف مؤسسة تسيير فندق الأوراسي الى توسيع نشاطها من خلال تحسين آدائها المالي، كما تطمح لزيادة ثروة مساهميها وهو ما يفسر اعتمادها على آلية الرفع المالي والاستفادة من الميزة الضريبية التي توفرها تكاليف الاستدانة؛
- ❖ بقاء مؤسسة تسيير فندق الأوراسي اليوم في ميدان الأعمال واستمرارها يتوقفان إلى حد كبير على قدرة الإدارة المالية للمؤسسة على أداء وظائفها بالكفاءة المطلوبة، خاصة الحصول على الأموال وكيفية تسييرها؛

ولقياس الميزة الضريبية للرافعة المالية وتحديد أثرها على مردودية الأموال الخاصة بمؤسسة تسيير فندق الأوراسي خلال فترة 2011-2020، ونظرا لعدم وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرين محل الدراسة، ما جعلنا نكتفي بتحليل العلاقة بين المتغيرين في الأجل القصير، قمنا بتطبيق نموذج متجهات الانحدار الذاتي VAR وتوصلنا من خلاله الى:

- ❖ أظهرت نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسون أنه لا توجد علاقة تكامل مشترك ولا علاقة توازنية طويلة الأجل؛
- ❖ استقرارية السلسلتين أظهرت نتائج اختبار ADF للجذور الوحيدة أن متغيرات الدراسة مستقرة في النماذج الثلاثة بعد ادخال الفروقات من الدرجة الأولى؛
- ❖ تبين أن متغيرات الدراسة متكاملة من الدرجة الأولى وفي ضوء ذلك استخدمنا اختبار جرانجر لدراسة علاقة السببية بين المتغيرين والتي أثبتت وجود علاقة سببية متبادلة بين الميزة الضريبية ومردودية الأموال الخاصة؛
- ❖ تحديد درجة تأخير مناسبة لنموذج VAR والمقدرة بسنة واحدة $P=1$ ؛
- ❖ معامل تحديد جودة العلاقة بين المتغيرين وتفسير شدتها مقبول وجيد؛
- ❖ هناك علاقة طردية بين المتغيرين في ظل ثبات واستقرار العوامل الأخرى خلال فترة الدراسة وهو ما يتوافق مع منطق النظرية الاقتصادية؛
- ❖ النموذج القياسي متجهات الانحدار الذاتي VAR يستجيب لشروط الصلاحية والاستقرار.

4. اقتراحات الدراسة

- ❖ الاستغلال الأمثل للتحفيز الضريبية التي يمنحها التشريع الجبائي من أجل خفض العبء الضريبي، ما يؤدي الى رفع مردودية المؤسسة وزيادة ثروة مساهمها؛
- ❖ رفع مستوى نشاط المؤسسة، ما يسمح لها من تحقيق معدل عائد على الأصول الاقتصادية أعلى من الأعباء الثابتة للديون المالية، للاستفادة من ميزة الوفر الضريبي لتكاليف الاستدانة؛
- ❖ حتى تتمكن المؤسسة الاقتصادية من الوفاء بالتزاماتها اتجاه مصادر التمويل المختلفة يجب المفاضلة بين العائد المتوقع والمخاطر المالية؛
- ❖ ضرورة الاهتمام بتشخيص وتحليل الوضعية المالية للمؤسسة باستخدام أدوات التحليل المالي، خاصة الحديثة منها وهذا للوقوف على نقاط قوة وضعف المؤسسة؛
- ❖ الاهتمام بدراسة تأثير العامل الجبائي على القرارات المالية من شأنه أن يساهم في تحسين الأداء المالي للمؤسسة والرفع من مستوى مردوديتها.

IV- المراجع

1. المراجع باللغة العربية

- ❖ اسماعيل خليل سحر، محمد علي ابراهيم العامري. (2015). تحليل الميزة الضريبية للاستثمار التمويلي-دراسة تطبيقية. مجلة دراسات محاسبية ومالية، 7.
- ❖ الشريف وآخرون. (2007). الادارة والتحليل المالي. الأردن: البركة للنشر.
- ❖ العلي أحمد. (2020). الإدارة المالية للشركات. سورية: الجامعة الافتراضية.
- ❖ العمار، وليد رضوان. (1997). أساسيات في الإدارة المالية. الأردن: دار المسيرة.
- ❖ النعيمي، التميمي. (2009). الادارة المالية المتقدمة. الأردن: دار اليازوتي للنشر والتوزيع.
- ❖ النعيمي، التميمي. (2009). الإدارة المالية المتقدمة. الأردن: دار اليازوتي.
- ❖ بن أحمد سلطان، نبيل أحمد. (2019). التمويل الإداري. المملكة العربية السعودية: دار المريخ.
- ❖ بن ساسي الياس، قريشي يوسف، بن عبد الرحمان ذهبية. (2020). التسيير المالي الادارة المالية. الأردن: دار وائل.
- ❖ بوزيدة حميد. (2017). التقنيات الجبائية. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
- ❖ بومدين يوسف، ساحل فاتح. (2016). تسيير التسيير المالي للمؤسسة. الجزائر: دار بلقيس.
- ❖ تيم فايز. (2010). مبادئ الادارة المالية. الأردن: إثراء للنشر والتوزيع.
- ❖ تيم فايز. (2013). مبادئ الإدارة المالية. الأردن: إثراء للنشر والتوزيع.
- ❖ دادي عدون ناصر، مامش يوسف. (2008). أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي. الجزائر: دار المحمدية العامة.
- ❖ سماعين عيسى. (2021). جباية ومحاسبة المؤسسة. الجزائر: الصفحات الزرقاء.
- ❖ صافي، و موسى. (2009). الرافعة المالية وأثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة ودرجة المخاطرة. الأردن: جامعة الإسراء الخاصة.
- ❖ عماني لمياء، و بن علي سمية. (2021). الهندية المالية والاستراتيجية المالية. الجزائر: الدار الجزائرية.
- ❖ قدي عبد المجيد. (2004). المدخل الى السياسات الإقتصادية الكلية. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
- ❖ لطرش وليد، السعدي عباد. (2017). الادارة المالية الحديثة. الجزائر: دار النشر جليطي.
- ❖ محب خله توفيق. (2013). اقتصاديات التمويل الإداري. مصر: دار الفكر الجامعي.
- ❖ مليكاوي ميلود. (2018). الاستراتيجية والتسيير المالي. الجزائر: دار هومة.
- ❖ ناصر مراد. (2016). فاعلية النظام الضريبي بين النظرية والتطبيق. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
- ❖ ولهي بوعلام. (2019). النظام الضريبي الفعال في ظل الدور الجديد للدولة. جمهورية مصر: المنظمة العربية للتنمية الادارية.

2. المراجع باللغة الأجنبية

- ❖ Barreau, J., & Delahaye, J. (2004). Gestion Finances. France: Dunod.
- ❖ Jeffrey, K., & Mackie, M. (1990, 12 1). Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions. Journal of finance, 45(93), 1471-93.
- ❖ Pierre, A., & Jean. (2018). La Finance. France: Foucher.
- ❖ Valentine, D., & Prem, C. (2005). The Value Relevance of Changes in Financial Leverage. Georgetown University, 40.
- ❖ WWW.SGBV.DZ من تاريخ الاسترداد 25 12 2021، La Bourse d'Alger (2021, 12 25).