

أثر التسيير الجبائي على قيمة المؤسسة الاقتصادية: دراسة مقارنة بين عينة من المؤسسات الجزائرية والأجنبية

Impact of tax management on the value of the economic enterprise: a comparative study between a sample of Algerian and foreign enterprises

بوجاجة إبراهيم*1، ونادي رشيد²

¹ جامعة لونييسي على- البليلة 02 (الجزائر)، مخبر تسيير الجماعات المحلية ودورها في تحقيق التنمية

ei.boudjadja@univ-blida2.dz

² جامعة لونييسي على- البليلة 02 (الجزائر)، مخبر تحديات النظام الضريبي الجزائري في ظل التحولات

Ouennadi@yahoo.fr، الاقتصادية

تاريخ القبول : 30 / 06 / 2023

تاريخ الاستلام: 16 / 12 / 2022

ملخص :

تسعى هذه الدراسة لفحص ما إذا كان سلوك التسيير الجبائي يزيد من قيمة المؤسسة، وتم ذلك في سياق عينة مكونة من 10 مؤسسات جزائرية و 10 أجنبية خلال فترة خمس سنوات (2016-2020) لهذا تم الحصول على 50 مشاهدة في كل نموذج، وقد تضمن نموذج الدراسة 05 متغيرات مستقلة وهي ETR والادخار الضريبي، الحجم، الربحية والرافعة المالية، أما المتغير التابع فيتمثل في قيمة المؤسسة وقد تم استخدام لغة البرمجة R لتقدير بيانات البانل، وفي الأخير توصلت نتائج الدراسة لوجود تأثير سلبي للتسيير الجبائي على قيمة المؤسسة في المؤسسات الجزائرية والأجنبية.

الكلمات المفتاحية: تسيير جبائي؛ قيمة المؤسسة؛ معدل الضريبة الفعلي؛ ادخار ضريبي؛ حجم المؤسسة.
تصنيف Jel : M19 :D20.

Abstract: This study seeks to examine whether the behavior of tax management increases the value of the enterprise, and this was done in the context of a sample of 10 Algerian and 10 foreign enterprises during a five-year period (2016-2020) for this 50 observations were obtained in each model, and the study model included 05 independent variables, namely ETR, tax saving, size, profitability and leverage, while the dependent variable is the value of the enterprise, and the programming language R was used to estimate the panel data, and in the end the results of The study of the existence of a negative impact of tax management on the value of the enterprise in Algerian and foreign enterprises.

Keywords : Tax management; enterprise value; effective tax rate; tax savings; enterprise size.

Jel classification code : M19 :D20.

1- مقدمة:

تتجه الكثير من المؤسسات تقريبا إلى التقليل من دفع الضرائب والحصول على بعض الوفورات الضريبية، بغرض تعظيم الربح والرفع من القيمة، ولهذا فإن دراسة العلاقة بين التسيير الجبائي وقيمة المؤسسة يعتبر أمر بالغ الأهمية ويساعد على أخذ مختلف القرارات الإستراتيجية من جهة، وتعظيم ثروة المساهمين من جهة أخرى، فالأساليب الموجهة نحو التقليل من العبء الضريبي ستساهم في زيادة الربحية لتتماشى مع هدف المؤسسة، ولهذا ينظر البعض إلى التسيير الجبائي على أنه يصب في مصلحة المساهمين، وفي هذا السياق أشار العديد من الباحثين بربط مكافآت المسيرين بنتائج معدل الضريبة الفعلي ETR الذي يعتبر من بين أهم المقاييس المستخدمة لقياس أداء التسيير الجبائي.

الإشكالية: تتمحور الإشكالية الرئيسية للدراسة حول: **كيف يؤثر التسيير الجبائي على قيمة المؤسسات الجزائرية والأجنبية؟**

تندرج ضمن هذه الإشكالية الأسئلة الفرعية التالية:

- هل يؤثر التسيير الجبائي إيجابا على قيمة المؤسسات الجزائرية والأجنبية؟
- هل يؤثر التسيير الجبائي سلبا على قيمة المؤسسات الجزائرية والأجنبية؟

لهذا الغرض يمكن التأكد من الفرضيات التالية:

- هناك تأثير موجب للتسيير الجبائي على قيمة المؤسسات الجزائرية والأجنبية؛
- هناك تأثير سلبي للتسيير الجبائي على قيمة المؤسسات الجزائرية والأجنبية؛

الدراسات السابقة:

- دراسة Syintia BAHRAINI وآخرون، (2021): الدراسة عبارة عن مقال علمي منشور في مجلة **Journal of Asian Finance, Economics and Business** بعنوان محددات قيمة المؤسسة: دراسة حالة قطاع الأغذية والمشروبات في إندونيسيا (**Determinants of Firm Value: A Case Study of the Food and Beverage Sector of Indonesia**) هدفت الدراسة إلى إثبات محددات قيمة المؤسسة باستخدام المنهج التجريبي، كما تم قياسها باستخدام مؤشر السعر إلى القيمة الدفترية (PBV) على عينة من مؤسسات صناعة الأغذية والمشروبات (F&B) المدرجة في بورصة إندونيسيا (ISE)، حيث شملت المحددات المقدرّة إجمالي معدل دوران الأصول (TATO)، حجم المؤسسة (SIZE)، النسبة الحالية (CR)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، ونسبة الدين إلى حقوق الملكية (DER)، واستخدم الباحثون نموذج الانحدار الخطي المتعدد لعينة مكونة من 17 مؤسسة تغطي الفترة من 2015 إلى 2019، وخلصت نتائج الدراسة إلى أن الزيادة في عوامل TATO و CR والحجم تؤدي إلى انخفاض في قيمة المؤسسة، في حين أن تأثير عوامل العائد على حقوق المساهمين و DER على العكس من ذلك يسبب زيادة في قيمة المؤسسة PBV.

- دراسة Khaoula Ftouhi وآخرون، (2015): الدراسة عبارة عن مقال علمي منشور في مجلة (**International Journal Economics & Stratigic Management of Business process**) بعنوان التسيير الجبائي وقيمة المؤسسة: أدلة من المؤسسات الأوروبية، هدفت الدراسة إلى فحص ما إذا كان سلوك التسيير الجبائي للمؤسسات يزيد من قيمة المؤسسات في أوروبا كما تجادل هذه الدراسة بأن التسيير الجبائي يؤثر سلبا على قيمة المؤسسة بسبب ارتفاع تكاليف الوكالة من خلال تحليل عينة من 73 مؤسسة مدرجة في مؤشر يورونكست 100 للفترة من 2008 إلى 2012.

2- التسيير الجبائي وقيمة المؤسسة: مقارنة نظرية

2-1- التسيير الجبائي:

أصبح التسيير الجبائي للمؤسسات ظاهرة اقتصادية عالمية، أثارت اهتمام واسع في البحث حول الدافع من وراء ممارسة هذه الأنشطة الإدارية، ومن المنظور التقليدي ينظر إلى التسيير الجبائي على أنه إستراتيجية مالية يهدف إلى تحويل الأرباح من الحكومة إلى المساهمين، وبالتالي الدافع الرئيسي للمؤسسات من وراء التسيير الجبائي يتمثل في التقليل من الأعباء الضريبية بغرض تعظيم أرباحهم. (Chen, Rajah, & Kee Cheok, 2019, p. 24) في إطار الخيارات التي تتيحها القوانين الضريبية، ومع ذلك ليس كل المؤسسات لديها نفس الفرص للقيام بالتسيير الجبائي ولهذا السبب نجد بعض المؤسسات تشارك بشكل كبير في التسيير الجبائي، في حين أن الآخرين يشاركون بشكل معتدل، وينتج هذا التباين بسبب العديد من العوامل مثل حجم المؤسسة وقدرتها على تحمل الأعباء الضريبية وغيرها ولهذا تعتمد على عدة طرق للتسيير الجبائي. (Ftouhi, Ayed, & Zemzem, 2015, p. 73)

وفقا لـ Scholes and Wolfson سنة 1992 "تفضل الأساليب التقليدية للتسيير الجبائي في فهم وإدراك أن التسيير الجبائي الفعال والتقليل من الضرائب هما مفهومين مختلفان، ويرجع ذلك إلى أنه في ظل عالم معقد وبيئة تتميز بعدم الاستقرار قد يؤدي تنفيذ استراتيجيات التقليل من الضرائب إلى فرض تكاليف كبيرة على طول الأبعاد غير الضريبية، لذلك قد تكون إستراتيجية التسيير الجبائي غير مرغوب فيها" وبالتالي فإن الطريقة السهلة بشكل خاص للتقليل من دفع الضرائب هي الابتعاد عن الاستثمار في المشاريع المربحة، وبالتالي فإن التسيير الجبائي الفعال لا يعني تقليل الضرائب ولكن تعظيم العائد على الأصول بعد خصم الضرائب. (Ilaboya, Izevbekhai, & Ohiokha, 2016, p. 83)

أما الدراسات الحديثة للتسيير الجبائي، فقد اقترح Slemrod عام 2004 منظورا جديدا للتعامل معه باستخدام نظرية الوكالة التي طورها Jensen و Meckling في عام 1976 ويعرف التسيير الجبائي بأنه جميع الأنشطة المصممة لإنتاج ميزة ضريبية، كما رأى Slemrod سنة 2004 أن التسيير الجبائي له مصلحة عامة أوسع نطاقا لأنه يمكن أن يؤثر على مستوى توفير السلع العامة التي يمكن أن تساهم بعد ذلك في القضايا الاجتماعية، كما درست مجموعات غير حكومية مثل أوكسفام ومؤتمر النقابات العمالية سنة 2009 التسيير الجبائي من منظور العدالة الاجتماعية. (Ilaboya, Izevbekhai, & Ohiokha, 2016, p. 83) إلا أنه في كل حال من الأحوال يعتبر التسيير الجبائي استثمارا مهما للمساهمين بسبب تخفيض العبء الضريبي، ولكن لا ينبغي على المساهمين التشجيع والترويج لأنشطة التسيير الجبائي بسبب التكاليف المحتملة منه علاوة على ذلك يمكن أن يؤثر إيجابا على قيمة المؤسسة أو سلبا إذا كان مرتبطا بالمخاطر. (Ftouhi, Ayed, & Zemzem, 2015, pp. 73-74)

يمكن قياس التسيير الجبائي بالاعتماد على العديد من الطرق والنماذج ويختلف استخدامها من قبل الباحثين اعتمادا على إمكانية الوصول إلى البيانات واهتماماتهم البحثية العامة أو الخاصة بالتسيير الجبائي، (Mgammala & Ku Nor Izah Ku, 2015, p. 355) حيث قام Desai و Dharmapala سنة 2009 بقياس التسيير الجبائي باعتباره إجمالي الفروق الضريبية الدفترية (BTD) التي يتم التحكم فيها لإجمالي المستحقات. (CHRISTINE AWINO, 2014, p. 02)

كما نجد مقاييس أخرى مستخدمة في الدراسات السابقة على غرار معدل الضريبة الفعلي (ETR) الذي يعد مقياس مناسب للتفسير الجبائي مقارنة بمقياس الفجوة الضريبية الدفترية لأنه يساهم في إزالة أخطاء القياس المرتبطة بالأعباء الضريبية على القرض الضريبي والدخل الأجنبي. (Mgammala & Ku Nor Izah Ku, 2015, p. 355) ويتمثل معدل الضريبة الفعلي في حاصل قسمة إجمالي أعباء ضريبة الدخل (ضريبة أرباح الشركات) على الدخل قبل الضريبة. (Bradshawa, Liaob, & Mac, 2019, p. 261) يقوم معدل الضريبة الفعلي (ETR) بتقييم الأداء الضريبي للمؤسسات، كونه مقياس للعبء الضريبي وهو يوفر إحصائية موجزة أساسية للأداء الضريبي تصف مقدار الضريبة التي تدفعها الشركة حول إجمالي ربحها، تم استخدام (ETR) من قبل صانعي السياسات ومجموعات المصالح في مناقشات الإصلاح الضريبي وخاصة تلك المتعلقة بأحكام ضريبة الشركات، والسبب يرجع لسهولة تلخيصه في إحصائية واحدة للتأثير التراكمي لمختلف التفضيلات الضريبية، عادة ما يقدر المساهمون التفسير الجبائي باستخدام معلومات (ETR) التي تعكس أنشطة التفسير الجبائي، بحيث يرى Slemrod سنة 2004 بأن المساهمين يمكنهم من ضبط معدل الضريبة الفعلي إذا كان مرتفعا لأنه يمكن أن يؤثر سلبا على قيمة الأسهم. (Ilaboya, Izevbekhai, & Ohiokha, 2016, p. 84)

2-2- قيمة المؤسسة:

ينطوي موضوع القيمة في النظرية المالية في الواقع على نوعين من الأسئلة: كيف يتم إنشاء القيمة من قبل المؤسسة لفائدة المساهمين؟ ثانيا كيف يتم توزيعها على المساهمين أنفسهم؟ وللإجابة على هذين السؤالين يمكن إضافة ما الذي يعطي قيمة للمؤسسة؟ ومن الذي يزيد من هذه القيمة؟ (Barneto & Gregorio, 2009, pp. 03-04)

ترى العديد من الدراسات أنه يمكن زيادة قيمة المؤسسة من خلال زيادة رفاهية المساهمين حيث يمكن اعتبارها كأداة لتوضيح قيمة المؤسسة التي تظهر مدى جودة أداء المؤسسة، وتفسر نظرية الإشارة بأن قيمة المؤسسة تظهر من خلال إشارات في شكل معلومات يتلقاها المستثمرون من خلال سعر سهم المؤسسة، قرارات التمويل والاستثمار وأنشطتها. (Sampurna & Romawati, 2019, p. 12) ويعتبر المسير ممثلا عن المساهمين مسؤول عن التعظيم الأمثل لقيمة المؤسسة، وفي هذا السياق فسر العديد من الباحثين أن قيمة المؤسسة هي تصور المستثمرين تجاه مستوى نجاحها الذي عادة ما يرتبط بسعر السهم، كما يشار إلى قيمة المؤسسة من السعر إلى القيمة الدفترية (PBV) فعندما ترتفع القيمة الدفترية فهذا يعني أن مبدأ استمرار المنشأة هو مبدأ تشغيلي يترجم إلى ثروة المساهمين، كما رأى Modigliani و Miller سنة 1961 أن قيمة المؤسسة تحددها قوة أرباح أصولها ومنه عندما يكون تأثير قوة أرباح الأصول إيجابيا فإنها تعمل بشكل جيد وسيكون معدل دوران أصولها أكثر كفاءة مما تنتج عنه أرباح عالية. (Ilaboya, Izevbekhai, & Ohiokha, 2016, p. 82)

يمكن قياس قيمة المؤسسة من منظورين: المنظور المحاسبي والمنظور المالي، فمن وجهة النظر المحاسبية يتم الاعتماد على عدة مقاييس من بينها النسبة الجارية (الحالية) "Current Ratio" وهي نسبة سيولة تقيس قدرة المؤسسة على سداد الالتزامات قصيرة الأجل أو تلك المستحقة خلال سنة واحدة من أجل حصول المستثمرين والمحللين عن المعلومات التي تفيد المؤسسة من أجل تعظيم الأصول المتداولة في ميزانيتها لسداد الديون القصيرة الأجل وغيرها من الذمم الدائنة، فقد أظهر Marsha et Murtaqi سنة 2017 أن الزيادة في نسبة السيولة الجارية يمكن أن تزيد من قيمة المؤسسة، لكن Purba وآخرون سنة 2020 أظهروا أن زيادة في هذه النسبة تقلل من قيمة المؤسسة، أما Renaldi وآخرون سنة 2020 إضافة إلى Harahap وآخرون سنة 2020 أظهروا أن قيمة المؤسسة لا تتأثر بالنسبة الجارية، إضافة إلى النسبة الجارية يعتمد كذلك في تحليل الربحية وقياس القيمة على العائد على حقوق الملكية (ROE)، (Bahraini, Endri, Santoso, Hartati, & Pramudena, 2021, p. 840) بالإضافة إلى ROA) مقاييس Tobin's Q حيث استعملته معظم الدراسات التجريبية في التسيير الجبائي وقياس قيمة المؤسسة، وهو عبارة عن نسبة القيمة السوقية للمؤسسة إلى تكلفة الاستبدال أو القيمة الدفترية للأصول في نهاية السنة يقيس Tobin's Q قيمة المؤسسة عن طريق توسيع القيمة السوقية لأصولها مع التكاليف التي سيتم تكبدها لاستبدال الأصل في السوق الحالية ويتم استخدامه كقيمة سوقية للمؤسسة في معظم الدراسات، تم الاعتماد بشكل كبير على هذا المؤشر بسبب قدرته على عكس أداء الإدارة، وبقال Black و Bhagat سنة 2002 فإن ارتفاع مستوى Tobin يعني أن مديري المؤسسة قد أنتجوا قيمة سوقية أكبر من نفس الأصل، تكمن المشكلة في استخدام Tobin Q كمقياس لقيمة المؤسسة في عدم القدرة على الحصول على تكلفة الاستبدال الدقيقة لأصول المؤسسة لذلك اقترح Aivazian سنة 2005 شكلا مبسطا من الحساب يوفر تقريبا إلى q لحل هذه المشكلة بحيث تم تعويض تكلفة استبدال الأصول بالقيمة الدفترية للأصول. (Ilaboya, Izevbekhai, & Ohiokha, 2016, p. 82) (Endri & Fathony, 2020, p. 113)

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم} + \text{الالتزامات}}{\text{الأصول}}$$

أما حسب المنظور المالي نجد سعر السهم كقياس لقيمة المؤسسة ويتم من خلاله قياس مصلحة المساهمين من حيث القيمة السوقية لأسهمهم، وهو انعكاس لمساهمتهم في المؤسسة، كما يتوقع أن يزيد المسيرين من القيمة السوقية للأسهم إذا أرادوا العمل لصالح المساهمين، وقد استخدم العديد من الباحثين سعر السهم أو القيمة السوقية للأسهم كقياس لقيمة الشركة حيث يمكن استنتاج التغيرات في أسعار الأوراق المالية على أنها تعني أن المشاركين في السوق قد توقعوا الأرباح المستقبلية للمؤسسة وبالمثل رأى Lev و Thiagarajan سنة 1993 أن عائد الأسهم يرتبط سلبا بالتغيرات السنوية في ETR نتيجة لإشارة سلبية إلى المستوى المستمر للأرباح وفي الدراسة التي أجراها Lu و Chen عام 2009، لوحظ أن السوق سيتفاعل بشكل إيجابي مع الإعلان عن مكافآت الأسهم وهو مؤشر على أن المؤسسة تعمل بشكل جيد. (Ilaboya, Izevbekhai, & Ohiokha, 2016, p. 82)

2-3-3- محددات قيمة المؤسسة: لقد أظهرت العديد من الدراسات المرتبطة بقيمة المؤسسة أنها تتأثر بالعديد من العوامل، نوجز البعض منها فيما يلي:

2-3-3-1- حجم المؤسسة: لقد حظيت طبيعة العلاقة بين حجم المؤسسة وقيمتها باهتمام كبير من قبل الباحثين وأثارت نقاشا قويا، بحيث توجد عدة حجج تحبذ زيادة أحجام المؤسسات في تحقيق قيمة أعلى، ولم تكن الأدلة التجريبية القائمة واضحة مما يدعم الأثر الإيجابي والسلبى لحجم المؤسسة على الأداء، فقد قارن Yang و Chen سنة 2009 الكفاءة التقنية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع كفاءة المؤسسات الكبيرة ولم يوضحوا بشأن العلاقة بين حجم وقيمة المؤسسة عند اختيار طرق تقدير مختلفة، وفي دراسة أجريت على المؤسستين البرتغاليتين Serrasqueiro و Nunes سنة 2008 وجدت أن الحجم يرتبط ارتباطا إيجابيا بالأداء ولكن فقط بالنسبة لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم وليس للمؤسسات الكبيرة كما تشير نتيجة مماثلة أجراها Diaz و Sanchez سنة 2008 في السياق الإسباني إلى أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم كانت أكثر كفاءة من المؤسسات الكبيرة التي تقدم الدعم للدراسات السابقة التي حددت علاقة عكسية بين الحجم والأداء، تشير هذه الدراسات إلى وجود علاقة بين حجم المؤسسة وأدائها قد لا تكون بالضرورة خطية، والتي تخلص إلى أن نمو المؤسسة إلى ما بعد المستوى الأمثل يمكن أن يؤدي إلى تدهور الأداء. (CHRISTINE AWINO, 2014, p. 13) ويتم قياس حجم المؤسسة باستخدام قيمة اللوغاريتم الطبيعي (Ln) من إجمالي أصول المؤسسة وتحسب كما يلي: (Endri & Fathony, 2020, p. 114)

$$SIZE = \text{Natural log of Total Assets}$$

2-3-3-2- الربحية: الربحية هي قدرة المؤسسة على كسب الأرباح ونظرة عامة على أداء المؤسسة وتسييرها، ومن بين الأساليب المستخدمة في قياس الربحية نجد نسبة العائد على الأصول (ROA) أي من خلال مقارنة قيمة صافي الدخل مع الإجمالي أصول المؤسسة، (Endri & Fathony, 2020, p. 114) تحسب كما يلي:

$$\frac{\text{الدخل الصافي بعد الضريبة}}{\text{مجموع الأصول}} = \text{العائد على الأصول (ROA)}$$

2-3-3-3- الرافعة المالية: الرافعة المالية هي أداة مهمة لقياس فعالية استخدام ديون المؤسسات يتم حسابها باستخدام نسبة الدين إلى حقوق الملكية (DER)، وهي نسبة من إجمالي ديون المؤسسة بقيمة إجمالي حقوق الملكية، (Endri & Fathony, 2020, p. 114) ويعبر عنها كما يلي:

$$\frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي حقوق الملكية}} = \text{الرافعة المالية}$$

2-3-4- نمو المؤسسة: نسبة النمو هي نسبة تهدف إلى قياس قدرة المؤسسة في الحفاظ على مكائنها في النمو الاقتصادي والصناعي، ويتم قياس النمو باستخدام معدل نمو أصول المؤسسة من خلال مقارنة الفرق بين إجمالي العام الحالي للأصول وإجمالي أصول العام الماضي، مقسوما على إجمالي أصول العام الماضي، (Endri & Fathony, 2020, p. 114) يمكن توضيحه كما يلي:

$$\text{النمو} = \frac{\text{إجمالي الأصول } n - \text{إجمالي الأصول } n - 1}{\text{إجمالي الأصول } n - 1}$$

2-3-5- عمر المؤسسة: في الأونة الأخيرة، بدأ الباحثون في الاهتمام أكثر بدور العمر في أداء المؤسسات، بحيث قام البعض بالتحقيق في آثار العمر من خلال التركيز بشكل خاص على عينات من المؤسسات الحديثة التأسيس نسبيا (الشابة) وركز البعض الآخر على الشكل الوظيفي للتوزيع العمري الكلي، وقد ركزت أبحاث أخرى على الاختلافات في الأداء والسلوك بين الشركات من مختلف الأعمار، فعلى سبيل المثال تم التوصل إلى أن عمر المؤسسة يرتبط ارتباطا إيجابيا بمستويات إنتاجيتها، بالإضافة إلى أن المؤسسات الدولية الشابة تشهد نموا أسرع في مبيعاتها، وأخذ الكثيرون يفسرون هذه النتيجة على أنها دليل على أن الشركات الأصغر سنا أكثر قدرة على تطوير القدرات التصديرية لأنها أكثر قدرة على تعلم كيفية النجاح في البيئات غير المؤكدة، ويقاس عمر المؤسسة بالفرق بين السنة الحالية وسنة التأسيس، (CHRISTINE AWINO, 2014, pp. 14-15-16-22) ويعبر عنه كما يلي:

$$\text{عمر المؤسسة} = \text{السنة الحالية} - \text{سنة التأسيس}$$

2-4- العلاقة بين التسيير الجبائي وقيمة المؤسسة:

يرتكز التسيير الجبائي وقيمة المؤسسة على منظورين نظريين: النظرية التقليدية والنظرية المعاصرة أو ما يعرف بنظرية الوكالة، بحيث ينظر إلى النظرية التقليدية للتسيير الجبائي على أنها رائدة لأنها تزيد من الأرباح بعد الضريبة وهي في مصلحة المساهمين، ونتيجة لذلك عادة ما يتم أخذه في نموذج التقييم تعزيز أنشطة التسيير الجبائي التي تقلل من نقل الموارد من المساهمين إلى الحكومة في شكل ضرائب، أما المنظور المعاصر منظور نظرية الوكالة يفترض أن التسيير الجبائي يمكن أن يكون معقدا وغامضا مما يؤدي إلى الانتهازية الإدارية ووفقا لهذه النظرية، يمكن أن يؤدي التسيير الجبائي إلى انخفاض في قيمة المؤسسة عندما يكون لدى المديرين إما الفرصة للتقليل من الأرباح المحاسبية المصرح بها أو لديهم الحافز لتقليل المسؤولية الضريبية لحوافز المؤسسات عن طريق التقليل من الدخل الخاضع للضريبة. (Ilaboya, Izevbekhai, & Ohiocha, 2016, p. 83) فقد وضع Fajrin وآخرون سنة 2018 أن التسيير الجبائي يؤثر سلبا على قيمة المؤسسة وهذا يدل على أنه كلما قللت المؤسسات من دفع الضرائب كلما ارتفعت قيمتها وإذا كانت قادرة على تقليل الأعباء الضريبية فإنها ستحقق أرباح أكبر لذلك سيكون المستثمرون مهتمين في شراء أسهم المؤسسة. (Christina & Nico, 2018, p. 234) وفي المقابل يرى Tang سنة 2017 أنه يمكن أن يؤثر التسيير الجبائي بشكل إيجابي على قيمة المؤسسة، من خلال دراسة قام بها حول الآثار المترتبة على التهرب الضريبي، وتوصلت النتائج إلى أن التهرب الضريبي يخلق القيمة للمساهمين. (Thi VU & Hoang LE, 2021, p. 274)

2-4-1 العلاقة بين معدل الضريبة الفعلي (ETR) وقيمة المؤسسة:

توصل Swenson عام 1999 لوجود علاقة سلبية بين ETR وسعر السهم بسبب الآثار الكبيرة للتخفيض المستمر ولمدة طويلة في ETR، وتتفق هذه النتيجة مع القول بأن وحدة نقدية واحدة من الوفورات الضريبية يمكن أن تكون لها تأثير مضاعف على القيمة السوقية، ولهذا يقترح أن يهتم حملة الأسهم بالمعلومات الصحيحة المتعلقة بالتسيير الجبائي عند تقييم المؤسسات، كما وجد Abarbanell و Bushee سنة 1997 علاقة سلبية بين ETR وأسعار الأسهم وقد فسرها الباحثين على أساس أن هناك قيودا على توقعات المحللين في نقل معلومات الأرباح على المدى

القصير، وهذا يؤدي إلى إغفال المعلومات المتعلقة بالقيمة في التنبؤ كما يوجد هناك أيضا فشل من جانب المحلل في تضمين المعلومات التي ستؤثر على قرار المستثمر، بالإضافة أيضا إلى مشكلة قلة الاهتمام بمعلومات البيانات المالية التي تؤثر أيضا على التحليل العام للمستثمر أو قراره، وقد وجدت دراسات سابقة مثل Zhang و Derashid و Adhikari سنة 2003؛ و Zhang و Derashid سنة 2006؛ و Rohaya و Nor'Azam و Bardai سنة 2008 عن وجود علاقة سلبية بين ETR والعائد على الأصول، وهذا يعني ضمنا أن المؤسسات الربحية من المرجح أن تتحمل أعباء ضريبية أقل بسبب قدرتها على الاستفادة من الحوافز والأحكام الضريبية لخفض دخلها الخاضع للضريبة وبالتالي انخفاض معدل العائد على الضريبة، كما يمكن أن تؤثر ربحية المؤسسة على معدل الضريبة الفعال خاصة عندما يتم قياس الربحية على أساس الدخل قبل الضريبة كما نتوقع أن تحقق المؤسسات الأكثر ربحية أرباحا أعلى وبالتالي تدفع المزيد من الضرائب، فقد أوضح في هذه النقطة Gupta و Newberry سنة 1997؛ و Richardson و Lanis سنة 2015؛ و Minnick و Noga سنة 2010 وجهة نظرهم في وجود علاقة إيجابية بين ربحية المؤسسات و ETR، ورأى أيضا Rego و Derashid و Zhang سنة 2003 أن المؤسسات الأكثر ربحية لديها تكلفة أقل مرتبطة بإدارة الضرائب لأن لديها المزيد من الموارد للاستثمار في أنشطة التسيير الجبائي التي تساهم في خفض معدلات الضرائب الفعالة مما يشير بالتالي إلى وجود علاقة إيجابية بين ETR وقيمة الشركة. (Ilaboya, Izevbekhai, & Ohiocha, 2016, p. 83)

3- الدراسة التطبيقية

يتناول هذا الجزء تصميم نموذج الدراسة وتحديد العينة وجمع البيانات وتحليلها بالإضافة إلى وصف المؤسسات والمتغيرات التي تضمنتها الدراسة والتقنيات الإحصائية التطبيقية في التحقق من أثر التسيير الجبائي على قيمة المؤسسة، ولهذا قمنا بإسقاط هذه الدراسة على عينة من المؤسسات الاقتصادية، والمحددة بـ 20 مؤسسة 10 منها جزائرية و 10 أجنبية، بحيث تم اختيارها بناء على عدة اعتبارات كالحجم، العمر وطبيعة النشاط، والموضحة كما يلي:

الجدول رقم (01): خصائص المؤسسات الجزائرية عينة الدراسة

تسمية المؤسسة	الشكل القانوني	موطن المؤسسة	القطاع	رأس مالها (مليون دج)
Sonatrach	شركة مساهمة	الجزائر	المحروقات	1 000 000, 00
Biopharm	شركة مساهمة	الجزائر	الصيدلاني	5 104, 375
Alliance d'assurance	شركة مساهمة	الجزائر	التأمين	3 529, 142 460
Saidal group	شركة مساهمة	الجزائر	الصيدلاني	2 500, 00
Nostrap	ش. ذ. م. م	الجزائر	الأشغال العمومية	166,00
EL Aurassi	شركة مساهمة	الجزائر	الخدمات الفندقية	1 500,00
Banque Algérienne du Commerce Extérieur S.A	شركة مساهمة	الجزائر	البنوك	200,00
La Banque Nationale d'Algérie	شركة مساهمة	الجزائر	البنوك والتأمينات	150 000,00
Crédit Populaire d'Algérie	شركة مساهمة	الجزائر	البنوك	48 000,00
Caisse National Mutualité Agricole	شركة مساهمة	الجزائر	التأمينات	4 500,00

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على بيانات المؤسسات

الجدول رقم (02): خصائص المؤسسات الأجنبية عينة الدراسة

تسمية المؤسسة	الشكل القانوني	موطن المؤسسة	القطاع	رأس مالها (مليون أورو)
Orange	شركة مساهمة	فرنسا	الاتصالات	10 640,00
SANOFI	شركة مساهمة	فرنسا	الصيدلاني	2 507,692 222
ENGIE	شركة مساهمة	فرنسا	الطاقة	2 435,00
RENAULT	شركة مساهمة	فرنسا	إنتاج السيارات	1 127,00
Solvay	شركة مساهمة	بلجيكا	الصناعات الكيماوية	1 588,00
Total Energies	شركة مساهمة	فرنسا	المحروقات	8 267,00
Peugeot	شركة مساهمة	فرنسا	إنتاج السيارات	24 923 000,00
AXA	شركة مساهمة	فرنسا	التأمينات	26 165,00
KBC	شركة مساهمة	بلجيكا	التأمينات	1 458,00
Ageas	شركة مساهمة	بلجيكا	التأمينات	2 000,00

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على بيانات المؤسسات

3-1- مصدر بيانات الدراسة والأدوات المستخدمة: استخدمت هذه الدراسة بيانات تم الحصول عليها من الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر وبورصة باريس بالإضافة إلى التقارير المالية للمؤسسات المعنية ومواقعها الإلكترونية، وقد تم جمع البيانات حول متغيرات الدراسة لفترة السنوات الخمس التي تبدأ من 2016 إلى 2020، ومن أجل تحليلها نستخدم أولا التحليل الوصفي لوصف البيانات من حيث متوسط الدرجات والانحرافات المعيارية، ثم ندرس مستوى التسيير الجبائي بين المؤسسات تم نستخدم القيم المتوسطة والوسيط لتفسير النتائج ومن أجل دراسة تأثير التسيير الجبائي على قيمة المؤسسة نعلم على تحليل الانحدار المتعدد بالاستناد إلى لغة برمجة **R STUDIO** وللإشارة فإن البيانات التي تم جمعها من نوع panel Data أو ما يعرف بحزم البيانات المقطعية الزمنية.

3-2- نموذج ومتغيرات الدراسة: لدراسة تأثير التسيير الجبائي على قيمة المؤسسة، تم الاستناد إلى النموذج المستخدم من قبل الباحث (Christine Awino Aganyo, 2014) بحيث قمنا بإجراء تعديل على النموذج من خلال الاستغناء على متغير ملكية مجلس الإدارة واستبداله بمتغير آخر وهو الربحية باعتباره مؤشر يعطي تعبير أدق عن قيمة المؤسسة وأحد محدداتها إلا أن ملكية مجلس الإدارة يستخدم أكثر في قياس حوكمة المؤسسات، وكذلك نموذج الباحثين (Khaoula Fatouhi et al, 2015) وبالرجوع إلى القوائم المالية للمؤسسات عينة الدراسة وتحليلها للوصول إلى العلاقة بين التسيير الجبائي وقيمة المؤسسة تم تقدير نموذج الانحدار باستخدام المعادلة التالية:

$$Tobins\ Q_{it} = \alpha + \beta_1 ETR + \beta_2 TAX\ saving + \beta_3 Size + \beta_4 LEV + \beta_5 PRO + \epsilon_{it}$$

حيث أن:

ϵ_{it} : حد الخطأ

β_t : المعاملات

α : الثابت

i : المقاطع (المؤسسات)

t : الزمن

وبناء على ما تقدم سوف يتم اختبار أثر التسيير الجبائي على قيمة المؤسسة من خلال الاختبارات القياسية التي حددت من خلالها فرضية البحث كما يلي:

- توجد علاقة بين التسيير الجبائي وقيمة المؤسسة، أي أن:

- H_1 : يؤثر التسيير الجبائي إيجابا على قيمة المؤسسة؛

- H_2 : يؤثر التسيير الجبائي سلبا على قيمة المؤسسة؛

وفيما يلي التعريف بمتغيرات الدراسة:

الجدول رقم (03): التعريف بمتغيرات الدراسة

المتغير	تعريفه	قياسه
Tobins Q _{it}	قيمة المؤسسة	جمع القيمة السوقية للأسهم مع الالتزامات قسمة إجمالي الأصول
ETR	معدل الضريبة الفعلي	إجمالي أعباء ضريبة الدخل (ضريبة أرباح الشركات) قسمة الدخل قبل الضريبة (النتيجة العادية قبل الضرائب)
TAX saving	الوفورات الضريبية	الفرق بين معدل الضريبة القانوني ومعدل الضريبة الفعلي
Size	حجم المؤسسة	اللوغاريتم الطبيعي Ln من إجمالي أصول المؤسسة
LEV	الرافعة المالية	إجمالي الديون على إجمالي حقوق الملكية
PRO	الربحية	الربح الصافي بعد الضريبة قسمة مجموع الأصول

المصدر: من إعداد الباحثان

2-3- النتائج والمناقشة:

1-2-3- التحليل الوصفي:

أ- التحليل الوصفي لبيانات المؤسسات الجزائرية: تظهر نتائج التحليل الوصفي لجميع متغيرات الدراسة من حيث المتوسط الحسابي والوسيط والانحراف المعياري وعدد الملاحظات موضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (04): نتائج الإحصاء الوصفي لبيانات المؤسسات الجزائرية

	TOBIN'S Q	TAX SAVING	SIZE	PRO	LEV	ETR
Mean	0.7736	0.0475	23.9068	0.0303	2.8668	0.1601
Median	0.8538	0.0382	23.2457	0.0284	1.2848	0.1918
Maximum	1.1977	1.0786	30.2457	0.1370	10.7370	0.5738
Minimum	0.0996	-0.3138	20.2887	-0.0634	0.6558	-1.6169
Std. Dev.	0.2185	0.1798	2.8471	0.0313	3.3455	0.3130
Observations	50	50	50	50	50	50

المصدر: مخرجات Eviews10

نلاحظ من الجدول رقم (04) أعلاه أن الحد الأدنى لقيمة المؤسسات الجزائرية (Tobin's Q) في هو 0.0996 بينما الحد الأقصى هو 1.1977 وقيمة المتوسط 0.7736 أكبر من قيمة الانحراف المعياري 0.2185 مما يوضح أن القيمة المتوسطة يمكن أن تستخدم لتمثيل بيانات قيمة المؤسسة، أما الحد الأدنى لقيمة الادخار الضريبي (Tax saving) قدر بـ -0.3138 والحد الأقصى للقيمة هو 1.0786 بمتوسط قيمة 0.0475 وهو أصغر من الانحراف المعياري المقدر بـ 0.1798 لتوضيح أنه لا يمكن استخدام متوسط القيمة لتمثيل بيانات الادخار الضريبي، أما حجم المؤسسة (Size) فله قيمة دنيا 20.2887 وقيمة قصوى 30.2457 بينما كانت القيمة المتوسطة 23.9068 و 2.8471 الانحرافات المعيارية التي توضح أن متوسط حجم المؤسسات الجزائرية كان جيدا جدا، أما مؤشر الربحية (Pro) فله الحد الأدنى -0.0634 و 0.1370 هي القيمة القصوى، والقيمة المتوسطة 0.0303 وهي تقارب الانحراف المعياري البالغ 0.0313، بينما الرافعة المالية (Lev) لها قيمة دنيا 0.6558 وقيمة قصوى 10.7370 بينما كانت القيمة المتوسطة 2.8668 وهي أقل من 3.3455 الانحرافات المعيارية التي توضح أن متوسط الرافعة المالية لا يمكن استخدامه لتمثيل بيانات المؤسسات الجزائرية، أما القيمة الدنيا لمعدل الضريبة الفعلي (ETR) هي -1.6169 و 0.5738 القيمة القصوى له بينما قدر المتوسط بـ 0.1601 وهو أقل من الانحراف المعياري 0.3130 وبالتالي لا يمكن استخدام متوسط القيمة لتمثيل بيانات معدل الضريبة الفعلي، وفي المجموع بلغت عدد المشاهدات 50 مشاهدة.

ب- التحليل الوصفي لبيانات المؤسسات الأجنبية: تظهر نتائج التحليل الوصفي لجميع متغيرات الدراسة من حيث المتوسط الحسابي والوسيط والانحراف المعياري وعدد الملاحظات موضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (05): نتائج الإحصاء الوصفي للمؤسسات الأجنبية

	TOBINS	TAX SAVING	SIZE	PRO	LEV	ETR
Mean	1.1063	0.2992	26.2723	0.1077	1.0047	0.0866
Median	0.9908	0.0962	25.6317	0.0388	0.6356	0.0434
Maximum	3.9124	4.8454	36.2768	0.9634	3.9801	1.6538
Minimum	0.1999	-1.3098	19.8561	-0.3973	-0.6676	-4.5254
Std. Dev.	0.7546	0.7955	3.7253	0.2165	1.1472	0.7315
Observations	50	50	50	50	50	50

المصدر: مخرجات Eviews 10

نلاحظ من الجدول رقم (05) أعلاه أن الحد الأدنى لقيمة المؤسسات الأجنبية (Tobin's Q) في هو 0.1999 بينما الحد الأقصى هو 3.9124 وقيمة المتوسط 1.1063 أكبر من قيمة الانحراف المعياري 0.7546 مما يوضح أن القيمة المتوسطة يمكن أن تستخدم لتمثيل بيانات قيمة المؤسسة، أما الحد الأدنى لقيمة الادخار الضريبي (Tax saving) قدر بـ -1.3098 والحد الأقصى للقيمة هو 4.8454 بمتوسط قيمة 0.2992 وهو أصغر من الانحراف المعياري المقدر بـ 0.7955 لتوضيح أنه لا يمكن استخدام متوسط القيمة لتمثيل بيانات الادخار الضريبي، أما حجم المؤسسة (Size) فله قيمة دنيا 19.8561 وقيمة قصوى 36.2768 بينما كانت القيمة المتوسطة 26.2723 و 3.7253 الانحرافات المعيارية التي توضح أن متوسط حجم المؤسسات الجزائرية كان جيدا جدا، أما مؤشر الربحية (Pro) فله الحد الأدنى -0.3973 و 0.9634 هي القيمة القصوى، والقيمة المتوسطة 0.1077 وهي أقل من الانحراف المعياري البالغ 0.2165، بينما الرافعة المالية (Lev) لها قيمة دنيا -0.6676 وقيمة قصوى 3.9801 بينما كانت القيمة المتوسطة 1.0047 وهي أقل من 1.1472 الانحرافات المعيارية التي توضح أن متوسط الرافعة المالية لا يمكن استخدامه لتمثيل بيانات المؤسسات الجزائرية، أما القيمة الدنيا لمعدل الضريبة الفعلي (ETR) هي -4.5254 و 1.6538 القيمة القصوى له بينما قدر المتوسط بـ 0.0866 وهو أقل من الانحراف المعياري 0.7315 وبالتالي لا يمكن استخدام متوسط القيمة لتمثيل بيانات معدل الضريبة الفعلي، وفي المجموع بلغت عدد المشاهدات 50 مشاهدة.

2-2-3- تحليل الارتباط لمتغيرات الدراسة للمؤسسات الجزائرية والأجنبية:

الجدول رقم (06): مصفوفة الارتباط للمؤسسات الجزائرية والأجنبية

	المؤسسات الأجنبية						المؤسسات الجزائرية					
	TOBINS	TAX SAVING	SIZE	PRO	LEV	ETR	TOBINS	TAX SAVING	SIZE	PRO	LEV	ETR
TOBINS	1						1					
TAX SAVING	-0.0634	1					-0.3228	1				
SIZE	-0.5828	0.0621	1				-0.4854	0.3453	1			
PRO	-0.1420	0.0151	0.3239	1			0.1614	-0.0253	0.0434	1		
LEV	-0.0407	0.0783	-0.2461	-0.4959	1		0.3857	-0.1106	-0.0154	-0.3145	1	
ETR	-0.0066	-0.9043	-0.0770	-0.0252	-0.1338	1	0.1075	-0.6804	-0.1661	0.2972	0.1417	1

المصدر: مخرجات Eviews 10

كما هو موضح في الجدول رقم (06)، لم يكن أي من المتغيرات المستقلة قوي الارتباط سواء بالنسبة للمؤسسات الجزائرية أو الأجنبية وبالتالي لم تكن هناك ارتباطات تسلسلية مقطعية لأن متوسط معامل الارتباط لأغلب المتغيرات أقل من 0.5، ومع ذلك بالنظر إلى كيفية تأثير كل متغير على قيمة المؤسسة، يبدو أن حجم المؤسسة (Size) بالنسبة لبيانات المؤسسات الأجنبية فقط له ارتباط قوي مع قيمة المؤسسة (Tobin's Q).

ج- تحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد للمؤسسات الجزائرية والأجنبية: 2-2-3- تقدير نماذج البائل:

لتقدير معلمات نموذج المؤسسات الجزائرية والأجنبية تم الاعتماد على نماذج بائل في ثلاثة أشكال أساسية هي: نموذج الانحدار التجميعي (PRM) (Pooled Regression Model) ونموذج التأثيرات الثابتة (FEM) (Fixed Effects Model) ونموذج التأثيرات العشوائية (REM) (Random Effects Model)، والموضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (07) : نتائج تقدير نماذج البائل						
المؤسسات الأجنبية			المؤسسات الجزائرية			المتغيرات
REM	FEM	PRM	REM	FEM	PRM	
4.83 (3.42e-07) ***	-	0.87 (6.36e-09) ***	1.31 (6.35e-07) ***	-	1.44 (1.84e-09) ***	C
-0,90 (0,009) **	-2,30 (0,006) **	-0,54 (0,063)	-0,15 (0,04) *	-0,10 (0,14)	-0,33 (0,002) **	ETR
-0,83 (0,01) *	-2,35 (0,005) **	-0,44 (0,08)	-0,21 (0,081)	-0,15 (0,19)	-0,51 (0,005) **	TAX
-0,12 (0,000) ***	0,44 (0,441)	-0,13 (4,9e-06) ***	-0,028 (0,011) *	-0,04 (0,04) *	-0,03 (0,000) ***	SIZE
-0,09 (0,38)	0,261 (0,086)	-0,18 (0,06)	0,04 (0,000) ***	0,09 (0,004) **	0,03 (5,10e-06) ***	LEV
0,12 (0,793)	0,721 (0,088)	-0,26 (0,58)	1,60 (0,02) *	1,11 (0,12)	0,38 (0,000) ***	PRO
0,30453	0,54826	0,42514	0,31443	0,26541	0,58573	R ²
19,2667	8,49566	6,50801	20,18	2,52913	12,4421	F-statistic
0,001**	2,41e-05***	0,0001***	0,0011**	0,046843*	1,50e-07***	Prob (F-statistic)

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على لغة برمجة R STUDIO

2-2-4- اختيار النموذج الملائم لبيانات البائل:

بعد تقدير النماذج البائل الثلاثة: نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model) (PRM) ونموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model) (FEM) ونموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model) (REM)، يتم تحديد النموذج الملائم بالاعتماد على بعض الاختبارات الإحصائية التالية:

أ- اختبار فيشر F

الجدول رقم (08): نتائج اختبار فيشر F				
المؤسسات الأجنبية		المؤسسات الجزائرية		
القيمة الاحتمالية (P.VALUE)	قيمة الاختبار	القيمة الاحتمالية (P.VALUE)	قيمة الاختبار	نوع الاختبار F Test
5.58e-06***	7.437	4.72e-08***	11.337	اختبار
المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على لغة برمجة R STUDIO				

تشير نتائج الجدول رقم (08) أن القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر أقل من 5% ومنه يتم قبول الفرضية البديلة (H_1) ورفض الفرضية الصفرية، أي أن نموذج التأثيرات الفردية الثابتة هو الملائم لدراسة نموذج المؤسسات الجزائرية والمؤسسات الأجنبية.

ب- اختبار Hausman

الجدول رقم (09): نتائج اختبار Hausman				
المؤسسات الأجنبية		المؤسسات الجزائرية		
القيمة الاحتمالية (P.VALUE)	قيمة الاختبار	القيمة الاحتمالية (P.VALUE)	قيمة الاختبار	نوع الاختبار Hausman
5.237e-09***	47.173	0.0034***	77.542	اختبار
المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على لغة برمجة R STUDIO				

تشير نتائج الجدول رقم (09) أن القيمة الاحتمالية لاختبار Hausman أقل من 5% ومنه يتم قبول الفرضية البديلة (H_1) ورفض الفرضية الصفرية، ومنه نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم لدراسة نموذج المؤسسات الجزائرية والمؤسسات الأجنبية.

2-2-5- صلاحية نموذج الدراسة:

لتأكد من خلو نموذج التأثيرات الثابتة للمؤسسات الجزائرية والمؤسسات الأجنبية من المشاكل القياسية تم إجراء بعض اختبارات التالية:

الجدول رقم (10): صلاحية النموذج				
المؤسسات الأجنبية		المؤسسات الجزائرية		
القيمة الاحتمالية	قيمة الاختبار	القيمة الاحتمالية	قيمة الاختبار	نوع الاختبار
2.2e-16	173.7	7.80e-15***	98.873	اختبار BreuschPagan test
0.03895	11.712	0.0026***	18.721	اختبار BreuschGodfrey/Wooldridge test
0.1584	54.43	0.06	60.14	اختبار Breusch-Pagan LM
0.3887	-0.8619	0.5944	-0.53251	اختبار Pesaran CD test
المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على لغة برمجة R STUDIO				

بينت نتائج الجدول رقم (10) ما يلي:

أ- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء Breusch Pagan test: بينت نتائج اختبار Breusch Pagan test أن القيمة الاحتمالية لاختبار الارتباط الذاتي للأخطاء أقل من 5%، ومنه يتم رفض الفرضية الصفرية أي أن نموذج التأثيرات الثابتة يعاني من مشكل الارتباط الذاتي للأخطاء في نموذج المؤسسات الجزائرية والمؤسسات الأجنبية.

ب- اختبار عدم تجانس التباين BreuschGodfrey/Wooldridge test: بينت نتائج أن القيمة الاحتمالية لاختبار عدم تجانس التباين أقل من 5%، ومنه يتم رفض الفرضية الصفرية أي أن نموذج التأثيرات العشوائية يعاني من مشكل عدم تجانس التباين في نموذج المؤسسات الجزائرية والمؤسسات الأجنبية.

اختبار ارتباط المقاطع للأخطاء: بينت نتائج اختبار Breusch-Pagan LM واختبار Pesaran CD test أن القيمة الاحتمالية لاختبار المقاطع الأخطاء أكبر من 5%، ومنه يتم

قبول الفرضية الصفرية ورفض الفرضية البديلة، أي نموذج التأثيرات الثابتة لا يعاني من مشكل ارتباط المقاطع للأخطاء في نموذج المؤسسات الجزائرية والمؤسسات الأجنبية.

2-2-6- تصحيح النموذج:

يعاني نموذج التأثيرات الثابتة من مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء وعدم تجانس التباين، في نموذج المؤسسات الجزائرية والمؤسسات الأجنبية، ومنه يتم معالجة هذه المشاكل باستخدام تقدير النموذج بطريقة Robust Standard Error التي تأخذ بعين الاعتبار مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء وعدم تجانس التباين، وتحتوي هذه الطريقة على العديد من طرق التقدير التي تتكيف مع نماذج بيانات البائل Penal Data Method وسيتم معالجة نموذج التأثيرات الثابتة للمؤسسات الأجنبية والجزائرية من خلال طريقة مقدر (HCO)، كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم (11): تصحيح النموذج التأثيرات الثابتة للمؤسسات الجزائرية والمؤسسات الأجنبية				
المؤسسات الجزائرية		المؤسسات الأجنبية		
t test of coefficients:		t test of coefficients:		
Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)	
ETR	-2.299311	0.639032	-3.5981	0.0009807 ***
TAX	-2.345972	0.644094	-3.6423	0.0008664 ***
Size	0.436509	0.469679	0.9294	0.3590601
PRO	0.721462	0.641512	1.1246	0.2684007
LEV	0.261778	0.017542	14.9233	< 2.2e-16 ***

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1				
t test of coefficients:		t test of coefficients:		
Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)	
ETR	-0.104703	0.033247	-3.1492	0.003342 **
Tax	-0.150456	0.030436	-4.9434	1.903e-05 ***
Size	-0.041899	0.012194	-3.4361	0.001538 **
PRO	1.114605	0.576541	1.9333	0.061326 .
LEV	0.086130	0.019620	4.3900	9.965e-05 ***

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1				

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على لغة برمجة R STUDIO

- تحليل نتائج التقدير لأثر التسيير الجبائي على قيمة المؤسسات الجزائرية: بالاعتماد على نتائج الجدول رقم (11) تصبح معادلة نموذج المؤسسات الجزائرية كما يلي:

$$\text{Tobin's } \alpha = -0.1047 \text{ ETR} - 0.1504 \text{ Tax saving} - 0.0418 \text{ Size} + 1.1146 \text{ PRO} + 0.0861 \text{ LEV}$$

نلخص فيما يلي أهم نتائج الدراسة القياسية وتفسيرها:

- كلما ارتفع معدل الضريبة الفعلي بوحدة واحدة انخفضت قيمة المؤسسة بـ 0.1047 وحدة، عند مستوى دلالة 0.05، أي أن التسيير الجبائي للمؤسسات الجزائرية له تأثير سلبي ضعيف على قيمة المؤسسة وهذا يعني أن ممارسات التسيير الجبائي الأفضل التي تخفض من معدل الضريبة الفعلي هي التي تؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤسسة، وبالتالي فإن انخفاض الوحدة في ETR يؤدي إلى زيادة بـ 0.1047 في قيمة المؤسسة، حيث تتوافق هذه النتائج مع الأبحاث السابقة لاسيما نتائج دراسة (CHRISTINE AWINO, 2014). إلا أن هذه النتيجة حسب العديد من الدراسات السابقة وبالأخص (Khaoula Ftouhi et al, 2015) تكون مفضلة من قبل المساهمين نتيجة لتخوفهم من مخاطر السمعة الناتجة عن التهرب الضريبي بسبب تخفيضهم لـ ETR أو مخاطر أخرى ذات الصلة مثل الغرامات الجبائية التي تفرضها الإدارة الضريبية في حالة الرقابة الجبائية.

- كلما ارتفع مؤشر الادخار الضريبي بوحدة واحدة انخفضت قيمة المؤسسة بـ 0.1504 وحدة عند مستوى دلالة 0.05، ومنه نخلص بأن الادخار الضريبي كآلية للتسيير الجبائي للمؤسسات الجزائرية له تأثير سلبي على قيمة المؤسسة، حيث تتوافق هذه النتائج مع الأبحاث السابقة التي تشير بأن انخفاض ETR يؤدي إلى زيادة المخاطر الجبائية وبالتالي فإن الارتفاع في معدل الضريبة

الفعلي يؤدي إلى الانخفاض في معدل الادخار الضريبي وبالتالي تجنب الدخول في المخاطر الجبائية التي تخفض من قيمة المؤسسة.

- توصلت الدراسة بأن حجم المؤسسة له تأثير سلبي على قيمة المؤسسة، عند مستوى دلالة 0.05 وهذا يعني أن قيمة المؤسسة تتأثر بحجمها، وبالتالي فإن زيادة الوحدة في حجم المؤسسة تؤدي إلى انخفاض بـ 0.0418 في قيمة المؤسسة، تتوافق هذه النتائج مع الدراسة التي أجراها (Diaz et Sanchez, 2008) على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم في اسبانيا وتوصل الباحثان لوجود علاقة عكسية بين الحجم وقيمة المؤسسة.

- لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية لمؤشر الربحية على قيمة المؤسسة.
- كلما ارتفع مؤشر الرافعة المالية بوحدة واحدة ارتفعت قيمة المؤسسة بـ 0.0861 وحدة، عند مستوى دلالة 0.05، أي أن التسيير الجبائي للمؤسسات الجزائرية له تأثير موجب وضئيل على قيمة المؤسسة وهذا يعني أن ممارسات التسيير الجبائي الأفضل التي تزيد في معدل الرافعة المالية.

- تحليل نتائج التقدير لأثر التسيير الجبائي على قيمة المؤسسات الأجنبية: بالاعتماد على نتائج الجدول رقم (11) تصبح معادلة نموذج المؤسسات الأجنبية كما يلي:

$$\text{Tobin's } Q = -2.2923 \text{ ETR} - 2.3459 \text{ Tax saving} + 0.4365 \text{ Size} + 0.7214 \text{ PRO} + 0.2617 \text{ LEV}$$

- كلما ارتفع معدل الضريبة الفعلي بوحدة واحدة انخفضت قيمة المؤسسة بـ 2.2923 وحدة، عند مستوى دلالة 0.05، أي أن التسيير الجبائي للمؤسسات الأجنبية له تأثير سلبي وكبير على قيمة المؤسسة، حيث تتوافق هذه النتائج مع نتائج المؤسسات الجزائرية إلا أن قوة الارتباط أي تأثير معدل الضريبة الفعلي في المؤسسات الأجنبية أكبر بكثير منه في المؤسسات الجزائرية، وهذا يدل على أن المساهمون في المؤسسات الأجنبية يفضلون عدم الإفراط في تخفيض ETR نتيجة لتخوفهم من مخاطر السمعة الناتجة عن التهرب الضريبي، أو مخاطر أخرى ذات الصلة مثل الغرامات الجبائية التي تفرضها الإدارة الضريبية في حالة الرقابة الجبائية رغم تأثيره سلبا على قيمة المؤسسة.
- كلما ارتفع مؤشر الادخار الضريبي بوحدة واحدة انخفضت قيمة المؤسسة بـ 2.3459 وحدة عند مستوى دلالة 0.05، ومنه نخلص بأن الادخار الضريبي كإلية للتسيير الجبائي للمؤسسات الأجنبية له تأثير سلبي وكبير جدا على قيمة المؤسسة، حيث تتوافق هذه النتائج مع نتائج المؤسسات الجزائرية بصفة عامة إلا أن نسبة تأثير Tax saving على قيمة المؤسسة، فكان في المؤسسات الأجنبية أكبر.

- لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية لحجم المؤسسة على قيمة المؤسسة، حيث تتعارض هذه النتيجة مع نتائج المؤسسات الجزائرية الذي توصلنا لوجود تأثير سلبي لـ Size على قيمة المؤسسة.

- لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية لمؤشر الربحية على قيمة المؤسسة وهذا ما يتوافق مع نتائج المؤسسات الجزائرية.

- كلما ارتفع مؤشر الرافعة المالية بوحدة واحدة ارتفعت قيمة المؤسسة بـ 0.2617 وحدة، عند مستوى دلالة 0.05، أي أن التسيير الجبائي للمؤسسات الأجنبية له تأثير موجب على قيمة المؤسسة وهذا يعني أن ممارسات التسيير الجبائي الأفضل التي تزيد في معدل الرافعة المالية، وهذا ما تم التوصل له بالنسبة للمؤسسات الجزائرية.

3- الخاتمة:

اخذت الدراسة أثر التسيير الجبائي على قيمة المؤسسة من خلال المقارنة بين عينة مكونة من 10 مؤسسات جزائرية أربعة منها مدرجة في بورصة الجزائر و 10 مؤسسات أجنبية مدرجة في بورصة باريس، وأظهرت نتائج المؤسسات الجزائرية والأجنبية أنه هناك تأثير سلبي للتسيير الجبائي على قيمة المؤسسة، حيث تساعد ممارسات التسيير الجبائي التي تهدف للتقليل من معدل الضريبة الفعلي إلى تحسين قيمة المؤسسة.

- النتائج:

- يؤثر التسيير الجبائي سلبا على قيمة المؤسسة في المؤسسات الجزائرية والأجنبية:
- هناك تأثير سلبي ضئيل لمعدل الضريبة الفعلي ومؤشر الادخار الضريبي على قيمة المؤسسة في المؤسسات الجزائرية بينما هناك تأثير سلبي قوي في المؤسسات الأجنبية، وهذا راجع لتخوف المساهمين وأصحاب المصلحة من تكاليف عدم الامتثال الناجمة عن التخفيض في ETR بينما المؤسسات الجزائرية عينة الدراسة أغلبها عمومية، وبالتالي لا يهتمون بدرجة كبيرة بمخاطر السمعة هذا من جهة ومن جهة أخرى 06 مؤسسات عينة الدراسة غير مدرجة في بورصة الجزائر.
 - هناك تأثير سلبي ضئيل جدا لحجم المؤسسة على قيمة المؤسسة بالنسبة للمؤسسات الجزائرية وبالتالي لا توجد هناك علاقة ارتباط بينهم، أما بالنسبة للمؤسسات الأجنبية لا يوجد أثر معنوي بين Size وقيمة المؤسسة.
 - لا يوجد أثر معنوي لمؤشر الربحية على قيمة المؤسسة بالنسبة للمؤسسات الجزائرية والأجنبية.
 - هناك تأثير موجب للرافعة المالية على قيمة المؤسسة في المؤسسات الجزائرية والأجنبية.

- الاقتراحات:

- ضرورة قيام المؤسسات بوضع ممارسات تسيير جبائي أكثر قوة من شأنها أن تساعد على الحد من التزاماتها الضريبية الفعلية وبالتالي تعظيم قيمتها الإجمالية دون أن تتعدى على القانون الضريبي من أجل عدم الوقوع في المخاطر، لأنه من المرجح أن تحصل المؤسسات التي تتخبط في ممارسات تسيير جبائي أفضل على قيمة أعلى للمؤسسة.
- توصي الدراسة كذلك المؤسسات أن تحصل على نسب رافعة مالية أعلى بشرط أن يكون أثر الرفع المالي موجب دون الإفراط في استخدام الديون لتجنب تكلفة الإفلاس التي لها انعكاس سلبي على قيمة المؤسسة، وهذا من أجل الحصول وفورات ضريبية نتيجة قابلية التخفيض الضريبي للمصاريف المالية.
- يجب على المؤسسات الجزائرية الاهتمام بقيمة المؤسسة والعمل على قياسها وتعظيمها من خلال الاعتماد على الأساليب المتاحة ومن بينها المتغيرات التي شملتها الدراسة، كما ينبغي على المؤسسات الجزائرية الإفصاح عن مؤشر القيمة في تقاريرها المالية مثل ما هو معمول به في المؤسسات الأجنبية.
- ضرورة انضمام المؤسسات الجزائرية الغير مدرجة في البورصة إلى السوق المالي وهذا بغرض قياس قيمة السهم بكل مصداقية وفق آلية السوق لأنه من بين المتغيرات التي تعكس القيمة الإجمالية للمؤسسة هذا من جهة، والتحكم وتسيير معامل الرافعة المالية من خلال اختيار المؤسسة للهيكل المالي الأمثل الذي يعظم القيمة بين الاكتتاب في الأسهم أو طرح السندات من جهة أخرى.

4 - المراجع**➤ Books :**

- Barneto, P., & Gregorio, G. (2009). Finance - Manuel et Applications (éd. 02). France: Donud.
- Chen, Z., Rajah, R., & Kee Cheok, C. (2019). Governing Corporate Tax Management - The Role of State Ownership, Institutions and Markets in China (éd. No ed). Singapore: Palgrave Macmillan.

➤ **Thesis:**

- CHRISTINE AWINO, A. (2014, October). The Effecte Of Corporat Tax Planning On Firm Value For Companies Listed at The Nairobi Securities Exchange- A RESEARCH PROJECT S OF MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION, SCHOOL OF BUSINESS. University of Nairobi. Kenya.

➤ **Articles in a periodica :**

- Bahraini, S., Endri, E., Santoso, S., Hartati, L., & Pramudena, S. M. (2021). Determinants of Firm Value: A Case Study of the Food and Beverage Sector of Indonesia. Journal of Asian Finance, Economics and Business.

- Bradshawa, M., Liaob, G., & Mac, M. (2019). Agency costs and tax planning when the government is a major Shareholder. Journal of Accounting and Economics.

- Endri, E., & Fathony, M. (2020). Determinants of firm's value: Evidence from financial industry. Management Science Letters.

- Ftouhi, K., Ayed, A., & Zemzem, A. (2015). Tax planning and firm value: evidence from European companies. International Journal Economics & Strategic Management of Business Process.

- Ilaboya, O., Izevbekhai, M., & Ohiokha, F. (2016). Tax Planning and Firm Value: A Review of Literature. Sciedu Press.

- Mgammala, M. H., & Ku Nor Izah Ku, I. (2015). Corporate Tax Planning Activities: Overview of Concepts, Theories, Restrictions, Motivations and Approaches. Mediterranean Journal of Social Sciences.

- Sampurna, D. S., & Romawati, E. (2019). Determinants of Firm Value: Evidence in Indonesia Stock Exchange. Advances in Economics, Business and Management Research.

- Thi VU, T. A., & Hoang LE, V. (2021). The Effect of Tax Planning on Firm Value: A Case Study in Vietnam. Journal of Asian Finance, Economics and Business.

➤ **Seminar articles:**

- Christina, C., & Nico, A. (2018). Corporate Governance, Tax Planning and Firm Value. the 7th International Conference on Entrepreneurship and Business Management. Universitas Tarumanagara (UNTAR).

5- الملاحق:

الملحق رقم (01): بيانات الدراسة - المؤسسات الجزائرية

PRO	LEV	Size	TAX saving	ETR	Tobins Q	المؤسسة
0,0205	0,6685	29,9424	0,0324	0,2276	0,0996	سوناطر الك 2016
0,0308	0,6697	29,9890	0,1746	0,0854	0,5356	سوناطر الك 2017
0,0424	0,6702	30,1763	0,0443	0,2157	0,4797	سوناطر الك 2018
0,0276	0,7097	30,2353	-0,1386	0,3985	0,1479	سوناطر الك 2019
-0,0010	0,7320	30,2457	1,0786	-0,8186	0,1464	سوناطر الك 2020
0,1370	0,9840	24,4185	-0,0038	0,1938	1,1977	بيوفارم 2016
0,0665	0,9242	24,5889	0,0180	0,1720	1,0256	بيوفارم 2017
0,1359	0,6558	24,7376	-0,0042	0,1942	0,8698	بيوفارم 2018
0,0582	0,7675	24,7864	0,0685	0,1215	1,0285	بيوفارم 2019
0,0217	0,7687	24,9309	-0,0131	0,2031	0,9075	بيوفارم 2020
0,0549	1,4906	22,7625	0,0789	0,1811	0,9498	أليانس للتأمينات 2016
0,0527	1,5308	22,8278	0,0875	0,1725	0,9021	أليانس للتأمينات 2017
0,0197	1,8856	22,9285	0,0947	0,1653	0,9267	أليانس للتأمينات 2018
0,0486	1,2549	23,0173	0,0925	0,1675	0,8013	أليانس للتأمينات 2019
0,0414	1,2789	23,1754	0,0919	0,1681	0,7533	أليانس للتأمينات 2020
0,0388	0,7744	24,3505	0,1890	0,0010	0,5961	مجمع صيدال 2016
0,0285	0,7299	24,6011	0,0023	0,1877	0,5585	مجمع صيدال 2017
0,0297	0,9991	24,4014	0,0873	0,1027	0,6603	مجمع صيدال 2018
0,0196	0,8568	24,4229	0,0933	0,0967	0,6050	مجمع صيدال 2019
0,0047	0,8299	24,4292	-0,1010	0,2910	0,5892	مجمع صيدال 2020
0,0399	1,4942	21,0040	0,0674	0,1626	0,7244	نوسطر اب 2016
0,0516	1,1928	21,1041	0,0925	0,1375	0,6574	نوسطر اب 2017
0,0520	0,9450	21,1698	0,0918	0,1382	0,5922	نوسطر اب 2018
0,0412	1,3315	21,4411	0,0915	0,1385	0,6604	نوسطر اب 2019
0,0386	1,2447	21,5410	-0,0011	0,2311	0,6278	نوسطر اب 2020
0,0283	1,5494	23,1854	0,0397	0,1903	0,8609	الأوراسي 2016
0,0474	1,3703	23,1727	0,0462	0,1838	0,8346	الأوراسي 2017
0,0387	1,2908	23,1536	0,0367	0,1933	0,8407	الأوراسي 2018
0,0020	1,2940	23,1332	0,0100	0,2200	0,8583	الأوراسي 2019
-0,0634	1,5543	23,0674	0,2300	-1,6169	0,9251	الأوراسي 2020
0,0031	3,3016	21,0300	-0,2010	0,4610	0,9147	ب ج للتجارة خ 2016
0,0045	1,8023	20,6926	-0,0565	0,3165	0,8494	ب ج للتجارة خ 2017
0,0064	0,8289	20,2953	-0,1539	0,4139	0,7601	ب ج للتجارة خ 2018
0,0039	0,9638	20,3119	-0,2368	0,4969	0,7629	ب ج للتجارة خ 2019
0,0018	0,8232	20,2887	-0,3138	0,5738	0,7604	ب ج للتجارة خ 2020
0,0111	10,7370	28,6760	-0,0241	0,2841	0,9149	ب الوطني ج 2016

بوجاجة إبراهيم؛ ونادي رشيد، أثر التسيير الجباني على قيمة المؤسسة: دراسة مقارنة بين عينة من المؤسسات الجزائرية والأجنبية

0,0106	9,6648	28,6708	-0,0151	0,2751	0,9063	ب الوطني ج 2017
0,0116	9,6935	28,7567	-0,0239	0,2839	0,9066	ب الوطني ج 2018
0,0099	7,3014	23,3061	0,0647	0,1953	0,8857	ب الوطني ج 2019
0,0073	7,6848	23,4093	0,0057	0,2543	0,8863	ب الوطني ج 2020
0,0154	9,1314	21,2577	0,0308	0,2292	0,9294	القرض ش ج 2016
0,0171	8,9614	21,3769	0,0295	0,2305	0,9246	القرض ش ج 2017
0,0181	9,3124	21,5380	0,0132	0,2468	0,9243	القرض ش ج 2018
0,0087	10,3228	21,6453	0,0265	0,2335	0,9308	القرض ش ج 2019
0,0077	10,5480	21,7125	0,0290	0,2310	0,9313	القرض ش ج 2020
0,0404	2,3900	23,6333	0,0914	0,1686	0,8684	ص و للتعاون ف 2016
0,0433	2,4409	23,7067	0,1054	0,1546	0,8612	ص و للتعاون ف 2017
0,0409	2,5285	23,8305	0,1201	0,1399	0,9178	ص و للتعاون ف 2018
0,0398	1,2458	24,1319	0,1114	0,1486	0,7036	ص و للتعاون ف 2019
0,0598	1,2142	24,1318	0,0964	0,1636	0,7791	ص و للتعاون ف 2020

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على التقارير المالية للمؤسسات و <http://www.sgbv.dz>
الملحق رقم (02): بيانات الدراسة - المؤسسات الأجنبية

PRO	LEV	Size	TAX saving	ETR	Tobins Q	المؤسسة
0,0295	1,8191	25,2815	-0,1782	0,5225	1,0478	أورنج 2016
0,0193	1,8452	25,2808	0,0008	0,3435	1,0525	أورنج 2017
0,0196	1,9051	25,2938	-0,0333	0,3776	1,0455	أورنج 2018
0,0288	2,1018	25,3937	0,0344	0,3099	1,0045	أورنج 2019
0,0424	1,9087	25,4029	0,5219	-0,2016	0,8964	أورنج 2020
0,0450	0,7926	25,3741	0,0148	0,3292	1,6738	سانوفي 2016
0,0843	0,7139	25,3266	-0,1317	0,4757	1,2817	سانوفي 2017
0,0386	0,8872	25,4365	0,0689	0,2752	1,2820	سانوفي 2018
0,0249	0,9072	25,4474	-0,3264	0,6704	1,4323	سانوفي 2019
0,1074	0,8083	25,4631	0,2052	0,1388	1,2768	سانوفي 2020
-0,0026	2,4876	25,7890	-1,3098	1,6538	0,8995	انجي 2016
0,0088	2,5644	25,7348	0,0715	0,2725	0,9521	انجي 2017
0,0067	2,7542	25,7583	-0,2193	0,5633	0,9321	انجي 2018
0,0062	3,2010	25,7972	0,0115	0,3325	0,9816	انجي 2019
-0,0101	3,5245	25,7549	4,8454	-4,5254	0,9780	انجي 2020
0,0335	2,3048	25,3492	0,1857	0,1583	0,9422	رينو 2016
0,0474	3,9801	25,4228	0,2420	0,1020	1,4455	رينو 2017
0,0287	0,5817	25,4679	0,1787	0,1654	0,3232	رينو 2018
-0,0012	2,4579	25,5287	-0,0810	0,4250	0,8129	رينو 2019
-0,0692	3,5677	25,4746	0,3603	-0,0401	0,8724	رينو 2020
0,0257	1,4252	23,9073	0,1903	0,0897	1,0759	سلوفاي 2016
0,0495	1,1997	23,7890	-0,0017	0,2817	1,1174	سلوفاي 2017
0,039	1,0708	23,8143	0,1232	0,1568	0,9373	سلوفاي 2018
0,0055	1,2138	23,7823	0,0195	0,2605	1,0616	سلوفاي 2019
-0,0573	1,2990	23,5442	0,0242	0,2358	1,1759	سلوفاي 2020
0,0269	1,3113	26,1656	0,2088	0,1352	1,0328	توتال 2016
0,0342	1,1527	26,2148	0,0766	0,2674	0,9551	توتال 2017
0,0450	1,1990	26,2714	-0,0167	0,3607	1,0000	توتال 2018
0,0418	1,2907	26,3338	0,0048	0,3392	1,0318	توتال 2019
-0,2430	1,5087	26,3073	0,3489	-0,0049	0,9516	توتال 2020

0,0008	0,2772	35,6973	-0,5818	0,9258	0,2177	بيجو 2016
0,0476	0,2608	36,0258	0,2771	0,0119	0,2079	بيجو 2017
0,0181	0,2492	36,1017	0,1869	0,0711	0,1999	بيجو 2018
0,0181	0,3575	36,2768	0,1859	0,0721	0,2638	بيجو 2019
-0,0064	0,4861	36,1565	0,3717	-0,1137	0,3276	بيجو 2020
0,0065	0,0929	27,5176	0,0711	0,2688	0,9151	أكسا 2016
0,0071	0,0947	27,4919	0,1990	0,1409	0,9136	أكسا 2017
0,0023	0,0854	27,5592	-0,6676	0,9634	0,9213	أكسا 2018
0,0049	0,0983	27,3837	0,0920	0,2523	0,9106	أكسا 2019
0,0039	0,0977	27,4136	0,0039	0,3163	0,9111	أكسا 2020
0,0088	0,0673	26,3408	0,1257	0,2142	1,0263	كيه بي سي 2016
0,0088	0,0687	26,4012	0,0418	0,2981	1,0371	كيه بي سي 2017
0,0091	0,0743	26,3716	0,0722	0,2236	1,0143	كيه بي سي 2018
0,0086	0,0748	26,3952	0,0946	0,2012	1,0641	كيه بي سي 2019
0,0045	0,0719	26,4939	0,0296	0,2206	1,0072	كيه بي سي 2020
0,0015	0,0938	21,0377	0,2922	0	3,7445	أجيس 2016
0,0157	0,1123	21,0545	0,2358	0,0564	3,9124	أجيس 2017
0,0117	0,3073	21,0661	0,2801	0,0121	3,7633	أجيس 2018
-0,0003	0,3073	21,0660	0,6895	-0,3973	0,9492	أجيس 2019
0,8847	0,2255	19,8561	0,2922	0,0001	0,5374	أجيس 2020

www.boursorama.com

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على التقارير المالية للمؤسسات و