

محددات الاتجاه التمويلي نحو الاستدانة لدى المؤسسات:

دراسة ميدانية للمؤسسات الاقتصادية الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

أ. د. قدي عبد المجيد*

أ. رفاع توفيق**

Résumé

La diversité des modes de financement disponibles aux petites et moyennes entreprises algériennes (crédit bancaire, crédit baille), dû aux facilités d'octrois du crédit bancaire et les subventions financières et fiscales de l'état pour la création et développement de celles-ci et L'absence de possibilité de recourir au marché financier, ont poussé plusieurs d'entre elles à préférer le financement indirect bancaire au lieu de se baser sur leur capacité d'autofinancement ou à l'augmentation du capital.

Mais, il est possible que ce comportement est lié aux facteurs endogènes, dus essentiellement aux natures spécifiques de la majorité de ces entreprises (taille, rentabilité...), que la théorie financière a essayé de donner plusieurs explications et de sélectionner divers paramètres déterminants du comportement de financement des entreprises. Pour cela ce travail rentrera dans les études exploratoires qui a pour objectif l'affirmation empirique des explications de la théorie de financement par compromis ou d'arbitrage et la théorie de financement hiérarchique de la problématique de financement par endettement de 35 entreprises PMI/PME algériennes. Et cela à travers l'étude de la cohérence des paramètres des deux théories avec leurs comportements d'endettement et élucider l'impact de l'endettement sur l'entreprise. Alors on va essayer de répondre à la question suivante : **Quelles sont les approches théoriques des déterminants du comportement d'endettement adoptables pour expliquer la tendance des entreprises PME/PMI aux financements à l'endettement en Algérie ?**

Mots clé: théorie financière, comportement d'endettement, théorie de financement par compromis ou arbitrage, théorie de financement hiérarchique.

* أستاذ التعليم العالي، جامعة الجزائر 3.

** أستاذ مساعد قسم أ، جامعة الجزائر 3.

المستخلص: إن تعدد الأنماط التمويلية المتاحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية من قروض بنكية، قروض إيجاري... كنتيجة للتسهيلات المصرفية والدعم المالي والجبائي المقدم من الدولة لإنشاء والتطوير هذا الصنف من المؤسسات و غياب امكانية اللجوء لسوق المالية، دفع بالعديد منها إلى تفضيل التمويل الخارجي غير المباشر بواسطة الجهاز المصرفي بدلا من الاعتماد على طاقتها التمويلية الذاتية أو الرفع من رأس مالها.

لكن قد يكون هذا السلوك الاستداني ناتج عن عوامل داخلية، ترجع في الأساس لطبيعة خصوصيات أغلب هذه المؤسسات (الحجم، المردودية...)، والتي حاولت النظرية المالية تقديم عدة تفسيرات وتحديد عدة محددات للسلوك التمويلي للمؤسسة، لذلك يندرج السؤال التالي: ما هي المقاربات النظرية لمحددات السلوك الاستداني الممكن اعتمادها لتفسير اتجاه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتمويل بالاستدانة في الجزائر؟

الكلمات الدالة: النظرية المالية، السلوك التمويلي بالاستدانة، محددات تمويل الاستداني، نظرية التوازن أو التمويل بالتحكيم، نظرية التمويل الهرمي.

المقدمة:

تتعدد النظريات المالية المفسرة للسلوك التمويلي بالاستدانة للمؤسسة، ويمكن تبويبها إلى ثلاث محاور أساسية، الأول تقليدي ونيوكلاسيكي فيعتبر الاستدانة وسيلة أساسية في تقليل تكاليف التمويل بواسطة الرفع المالي وميزة الاقتصاد الضريبي لتكاليف للاستدانة في تعظيم قيمة المؤسسة، ومن ثم يشجع زيادة هذا النمط التمويلي للاستفادة من مزايا التمويل بالاستدانة، والثاني يربط قرار التمويل بالاستدانة على أساس التحكيم بين مزايا الاقتصاد الضريبي للاستدانة وتكاليف الإفلاس والوكالة، أما الثالث فهو يربط قرار التمويل بالاستدانة بتناسق المعلومات داخل المؤسسة وخارجها.

أشارت النظرية التقليدية إلى إمكانية التمويل المطلق بواسطة الاستدانة لتعظيم قيمة المؤسسة، غير أن هذا المنطق اصطدم باستحالة التطبيق في الواقع الميداني وأصبحت هذه النظرية تفترض وجود هيكله مالية مثالية في حدود مستوى مثالي للاستدانة، يتحقق فيه مستوى أدنى لتكلفة رأس المال وأعلى قيمة للمؤسسة، وفي حالة تجاوز هذا المستوى فإن قيمة المؤسسة تتراجع بسبب ارتفاع التكلفة الكلية لرأس المال، وعليه توعد هذه النظرية إلى الاستعمال المناسب للاستدانة من أجل تقليل الخطر المالي والذي يرتفع بتزايد حجم الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة، غير أنه ما يعاب على هذه المقاربة أنها لم تقدم نموذج نظري، بل استندت على استنتاجات مستخلصة من الواقع الميداني دون أن تبحث في الآليات المعمقة والحقيقية لتأثيرات الاستدانة على المؤسسة¹.

وابتداء من الخمسينيات، شهدت النظرية المالية أول ظهور لنظرية تستند على نموذج مفسر للسلوك التمويلي للمؤسسة، عرفت بنظرية نيو كلاسيكية، حيث حاول العالمان (1958) إظهار غياب تأثير السلوك التمويلي بالاستدانة على المؤسسة، أي عدم وجود اختلاف بين استخدام المصادر الداخلية أو الخارجية (الاسهم وسندات) وعدم تأثيرها على تكلفة رأس مال المؤسسة، مستندين في ذلك على فرضية أساسية وهي كمال الاسواق المالية (ثبات معدلات الفائدة والخطر المالي، انعدام الضريبة وتكاليف الافلاس..). ليعود العالمان فيما بعد (1963) إلى إدراج عامل الاقتصاد الضريبي كنتيجة لانتقادات لاذعة عن النقص التطبيقات الميدانية لاستقلالية هيكل التمويل، وحاوولا تبيان دور تعظيم الاستدانة في التقليل من تكلفة رأس المال بالاستفادة من ميزة الاقتصاد الضريبي المرتبطة بقابلية طرح الجبائي لتكلفة الاستدانة، ومن ثم رفع قيمة المؤسسة، أي تناسب قيمة المؤسسة مع مستوى الاستدانة حسب الخاصية الجبائية المطبقة على المؤسسة.

¹ C. PIERRAT, *la politique financière de l'entreprise*, la Découverte, 1995, P 51.

لقد شكلت هذه النظرية منطلق للعديد من الدراسات التي حاولت التعمق في الدور الايجابي والسلبي الذي تلعبه الاستدانة في التأثير على المؤسسة، فقد ساهمت نظرية الوكالة في تبيان دور السلوك التمويلي بالاستدانة في توجيه تصرفات المسيرين داخل المؤسسة، أما نظرية الاشارة فكان هدفها تحليل هذا السلوك على أنه وسيلة للإشارة عن الصحة المالية للمؤسسة، بناء على وجود فجوة في التناسق المعلوماتي بين الاطراف المسيرة والممولة للمؤسسة.

ليتمخض عن ذلك فيما بعد، ظهور نظريتين بديلتين لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسة، الاولى نظرية التوازن، والتي تحدد مستوى الاستدانة على اساس التوفيق بين مزايا الاقتصاد الضريبي لتكاليف الاستدانة وتكاليف الافلاس والوكالة، وتقر بوجود هيكله تمويل مثالية، بينما الثانية فهي نظرية التمويل الهرمي والتي تقدم تفسير جديد للسلوك التمويلي بالاستدانة المبني على ترتيب لمصادر التمويل وتشير لأفضلية الاستدانة بدلا من رفع رأس المال، وذلك حسب السياسة التمويلية المعتمدة من المسيرين، لكن الدراسات الميدانية لكلاهما لم تكن كافية للإلغاء صحة إحداهما.

وعلى ضوء هذا الدراسة سنحاول عرض تفسيرات كل من نظرية التوازن (ن ت) ونظرية التمويل الهرمي (ن ت هـ) للسلوك التمويل الاستداني فقط دون التعرض للسلوك التمويلي الكلي للمؤسسة، ثم في المرحلة الثانية نحاول دراسة العوامل المحددة لهذا السلوك، وفي الاخير وصف وتحليل مواقع ودوافع السلوك الاستداني للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

1. السلوك التمويلي بالاستدانة للمؤسسة في ظل النظريات البديلة لقرار التمويل²:

1. السلوك التمويلي بالاستدانة ونظرية التوازن (التمويل بالتحكيم أو التوافقية): تشكل التأثيرات المالية الناتجة عن وجود الضريبة وتكاليف الافلاس³، والوكالة في ظل عدم وجود تكامل الاسواق تفسيراً لتبني المؤسسة حسب خصائصها (حجمها، طبعها القانونية، خصائصها الضريبية... إلخ) لتمويل بالاستدانة بدلا من رفع رأس المال المؤسسة.

فحسب نظرية التوازن، على المؤسسة تعظيم استدانته للاستفادة من الاقتصاد الضريبي دون الافراط في ذلك والوقوع في الضيق المالي، الذي يترتب عنه عجز المؤسسة على تسديد التزاماتها المالية اتجاه شركائها التجاريين والماليين، وعليه يجب على مسيرين المؤسسة الموازنة بين ميزات وتكاليف الاستدانة في تحديد هيكله التمويل لتعظيم قيمة المؤسسة، وذلك ببلوغ هيكله التمويل المثالية، يتحقق عندها التوازن بين العائد الهامشي للاقتصادات الضريبية المرتبط بأعباء الفائدة والتكلفة الهامشية الناتجة عن الضيق المالي⁴.

² يشار لنظرية التمويل الهرميب (ن ت ه) la théorie de financement hiérarchisé

ولنظرية التوازن أو التمويل بالتحكيم أو التوافقية ب (ن ت ت) La théorie de financement par Compromis ou d'arbitrage statique ou trade-off

³ Pour approfondir voir, Rigat Mohamed, les pratiques de financement des entreprises Marocaines, travaille publier par l'université Cadi ayyad, collection de la faculté des sciences juridiques économiques et sociales, Marrakech, série : thèses et mémoires, N°11, 2003, Maroc, P 154.

⁴ Poincelot Evelyne, **L'incidence de la fiscalité sur l'évolution des structures d'endettement des entreprises françaises**: Institut d'Administration des Entreprises, Pôle d'Economie et de Gestion, Cahiers du Fargo : n° 1040901, Janvier 2004, p 3 (1-15).

كما بينت فيما بعد نظرية التحكيم اعتمادا على بحوث جونسن وماكلين Jensen & Meckling (1976)، نظرية الوكالة⁵، ضرورة أخذ تكاليف الوكالة الناتجة عن التوسع في الاستدانة في تحديد هيكل التمويل المثالية، إضافة لتكاليف الإفلاس، حيث ينشئ عن هذا الارتفاع تحقيق ميزة الهامشية للاستدانة بتقليل تكاليف الوكالة للأموال الخاصة من جهة، ومن جهة أخرى الضرر الهامشي الناتج عن ارتفاع تكاليف الوكالة للاستدانة⁶، وبالتالي يتحقق مستوى هيكل التمويل المثالي عند نقطة التوازن بين العائد الهامشي للاقتصادات الضريبية المرتبط بأعباء الفائدة والتكلفة الهامشية للإفلاس والوكالة.

2. السلوك التمويلي بالاستدانة ونظرية التمويل الهرمي (الترتيب السلمي لتمويل):

لقد اتاحت نظرية التمويل الهرمي، نتيجة لعدم التناسق المعلوماتي، توضيح الدور الذي قد يلعبه ترتيب أولوية التمويل بالاستدانة في تحقيق أهداف المسيرين والمساهمين بالمؤسسة، بحيث بينت من جهة أولوية التمويل بواسطة التمويل الذاتي على حساب التمويل الخارجي، بهدف تقليل الآثار الناتجة عن تخوف المستثمرين من توظيف أموالهم بالمؤسسة ومن ثم الطلب على التمويل الخارجي، ومن جهة أخرى، أزال القيود التي قد يفرضها الممولين على المسيرين، والتي تحد من حرية تصرفاتهم الاستثمارية. وفي حالة إلزامية اللجوء للتمويل الخارجي فإن الأولوية تعطى للاستدانة على حساب رفع رأس المال لما تحققه من:

⁵ Pour approfondir voir, RIDHA SHABOU, structure de propriété et performances financiers des entreprises : une étude basée sur les équations simultanées, annales d'économie et de gestion, publication de la faculté des sciences économiques et de gestion de Tunis, volume N° 3, mars 1996, PP. 191-192.

⁶ Mélanie Croquet, **La structure de financement des entreprises belges évoluant sur Euronext Bruxelles. Une étude exploratoire**, Centre de Recherche Warocqué, melanie.croquet@umh.ac.be, WORKING PAPER : 2009/2. P 3 (1 – 26).

- احتفاظ المسير بسرية المعلومات للمميزة الخاصة بالمؤسسة وتجنب التصريح بها في السوق.

- الاحتفاظ بالسيطرة على تسيير المؤسسة وعدم اشراك مساهمين جدد، خاصة في حالة تحقيق المؤسسة لمردودية جيدة وبعدها عن مستوى خطر الافلاس. لذلك قد توظف الاستدانة في بعض الحالات في إعادة شراء الاسهم بغرض تركيز ملكية المؤسسة في يد عدد محدود من المساهمين.

- امكانية تقليل في تكاليف التمويل ومن ثما تعظيم لقيمة المؤسسة. وذلك للميزة المحققة من التقليل الضريبي لتكاليف الاستدانة وتجنب تدني قيمة أوراق ملكية المؤسسة نتيجة لبث اشارة سالبة عن المؤسسة في حالة إصدارات إضافية للأسهم في سوق.

إن لألوية التمويل بواسطة الاستدانة على رفع رأس المال، تأثير أكبر على المؤسسات الصغيرة

والمتوسطة، فمن جهة يعتبر المورد الخارجي الاساسي لها بعد التمويل الذاتي، نظرا لعدم امكانية طرح الاسهم في السوق المالية وازدراء المكتتبين لقيمة أوراقها المالية في حالة اصدارها، ومن جهة أخرى يحول هذا النمط من التمويل في نظر المسيرين من تدني قيمة ملكية المؤسسة، والذين يشكلون (المسيرين) في العادة مالكين الكليين لها.

إضافة إلى ذلك، ارتفاع التكاليف الناتج عن عدم التماثل المعلوماتي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مقارنة بالكبيرة، بسبب الاثر الواضح لتباين التكاليف بين المصادر الداخلية والخارجية على هذه المؤسسات، أي وجود علاقة عكسية بين حجم عدم التناسق المعلوماتي وحجم المؤسسة، كما أن هذه العلاقة هي صحيحة تطبيقيا للفرقة بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيما بينها (مؤسسة مصغرة، صغيرة، متوسطة).

غير أنه يجب الإشارة إلى امكانية تفضيل بعض المسيرين لرفع رأس المال بدلا من الاستدانة للاعتبارين، الاول استقلالي، ففي حالة وجود تفويض للقرار، يميل المسيرين لهذا النوع من التمويل (رفع رأس المال)، لأنه لا يشكل قيود على السياسة الاستثمارية وليس له طابع تعاقدية واجب الاداء في تاريخ معين، أما الثاني احتياطي: حسب نظرية التمويل الهرمي يشكل التمويل بالاستدانة في بعض الحالات، نمط تمويلي احتياطي⁷، وذلك بتبني نمط تمويلي هرمي يفضل أولا رفع رأس المال عن غيره من أنماط التمويل، بهدف التقليل من التكاليف المالية التعاقدية للمؤسسة⁸. لأن الالتزام بالعقود المرتبطة بنشاطها يتطلب منها المحافظة على مصادر الاموال سهلة الولوج (الاستدانة) تلجئ إليها في الوقت المناسب، وتكون أيضا بأقل تكلفة لتعظيم قيمة المؤسسة، وهذا باختيار هيكله قليلة الاستدانة كضمان على الوفاء بالتزاماتها واحتياط تلجئ إليه عند الضرورة.

⁷ هذه الدراسة بينها كورنل وشابيرو (Cornell et Shapiro (1987)، في Corporate Financial Management, 1987, «stackholders and corporate finance», إذ قام

بدراسة العلاقة الموجودة بين اختيار نمط التمويل الاستثمارات واحترام عقود الضمنية للمؤسسة.
⁸ نميز هنا حسب تعريف كل من Shapiro et Titman (1985) et Maksimovic et Titman (1991) بين تكاليف المالية التعاقدية الضمنية *implicit* والجليية أو الفعلية *explicit*، ونقصد بالأولى هو اتفاق بين متعاقدين يتوقف استمرار احترامه بمدى اعتراف الطرفين بفائدة هذا العقد، وهو ما يكفي لتحديد شروطه وبما أنه لا يمكن تحديد تكلفة معقولة له فإن عدم الامتثاله لا يؤدي بشكل منهجي لتصفية المؤسسة، ولكن يؤدي لانخفاض قيمتها، كما أنه لا يمكن فصله عن العقد الجلي الفعلي أو الحقيقي (عمل، بيع، تمويل). مثال عن ذلك: في عقود بيع السيارات، تعتبر جودة عالية للبضائع المباعة، توقيت التسليم أو التأمين خدمات ما بعد البيع (قطع غيار) من أنواع العقود الضمنية.

II. محددات السلوك الاستداني للمؤسسة في ظل نظريات البديلة لقرار التمويل⁹:

لقد أتاحت النظريات المالية إعطاء تفسير للسلوك التمويلي بالاستدانة للمؤسسة، رغم تباينها في التحليل والنتائج في بعض الحالات، غير أن النظريتين (التوازن الهرمي) أشارتا إلى وجوب الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من المحددات الداخلية والخارجية للمؤسسة لها تأثير على سلوكياتها الاستدانية (الحجم، المردودية، النمو، الضمانات، التكلفة...).

1. الحجم وسلوك الاستداني: لقد بينت الدراسات حسب نظرية التوازن أن هناك علاقة ايجابية بين حجم المؤسسة ومستوى الاستدانة الكلي، لذلك فإن لصغر حجم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تأثير سلبي على حجم الاستدانة، وذلك لسرعة تبخر تدفقاتها المالية بسبب ارتباطها بأنشطة ومشاريع محدودة وارتفاع احتمالية افلاسها، مما يصعب امكانية الرفع من مستوياتها الاستدانية لضعف قدرتها التفاوضية مع البنوك. بينما بينت دراسة تأثير عمر المؤسسة على الاستدانة، أن العلاقة بين الحجم والاستدانة القصيرة الاجل سالبة، بحيث تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المتميزة بعمر قصير باستدانة أعلى من قرينتها ذات العمر المتوسط¹⁰.

غير أن نظرة (ن ت ه) للحجم تختلف، فهي ترى وجود علاقة عكسية بين الحجم ومستوى الاستدانة في هيكلية التمويل بسبب عدم التناسق المعلوماتي، فحسب Achy (2005) & Rigar يرى أن المؤسسات الكبيرة تبث معلومات أكثر وأدق عن وضعيتها المالية مقارنة بالمؤسسات الصغيرة، والذي يطمئن المكتتبين على الاكتاب ويشجع المؤسسة على طرح أوراق المساهمة بدلا من الاستدانة، وبالتالي يصبح ضعف حجم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مقياس عن قلة المعلومة المنبثة من المؤسسة للمستثمرين الاجانب ومشجع على الاستدانة بدلا من رفع رأس المال.

⁹ Voir, Mélanie Croquet, *La structure de financement des entreprises belges évoluant sur Euronext Bruxelles. Une étude exploratoire*, Centre de Recherche Warocqué, WORKING PAPER : 2009/2, article téléchargé sur internet, 2011, P 5 (1 - 26).

¹⁰ LAHCEN ACHY, *Choix de financement des entreprises au Maroc, les cahiers ?*, N° 11, janvier-février 2007, P 37.

2. المردودية والسلوك الاستدائي: ترى نظرية التمويل بالتوازن أن ارتفاع مردودية المؤسسة حافز لها على رفع من مستوى الاستدانة لقدرتها على التسديد وتحسن القدرة التفاوضية لها، ضمان اضافي للمقرضين وللإستفادة القصوى من الاقتصاد الضريبي لتكاليف الاستدانة¹¹.

غير أن (ن ت ه) ترى غير ذلك، فهي تعتبر ارتفاع مردودية المؤسسة عامل على زيادة طاقتها لتمويل الذاتي مما يقلل من لجوئها لتمويل الخارجي الاستدائي، بل على العكس من ذلك تعتمد إلى محاولة تجنب التمويل الخارجي بهدف احتفاظ بسرية معلوماتها الادارية وقدراتها الانتاجية وعدم انتشارها.

3. فرص النمو والسلوك الاستدائي: إن توفر فرص النمو معتبرة في المؤسسة، حسب نظرية التوازن (التمويل بالتحكيم) يعمل على توفيق بين مصالح المساهمين والمسيرين داخل المؤسسة، ويزيد من احتمال مخاطرة المسيرين بأموال المقرضين في مشاريع غير مربحة بهدف تحقيق عوائد مالية كبيرة، وعليه يتراجع مفعول الاستدانة في ضبط السلوك الانتهازي لمسيري المؤسسة، مما يرفع من مخاوف الممولين بالمؤسسة على الاموال المقترضة ويزيد من تكاليف الوكالة وتكلفة التمويل البنكي. وعليه لا تميل المؤسسات إلى رفع مستوى استدانتهما بسبب صعوبة التمويل الاستدائي لتدني قيمة تصفية الاستثمارات الجديدة بالنسبة للبنوك.

على عكس ذلك ترى (ن ت ه) ميول المؤسسة للتمويل بالاستدانة في حالة عدم كفاية التمويل الذاتي، كنتيجة لاعتبار هذه الاولى الوسيلة الوحيدة للتمويل الخارجي المتوفر لديها والاقبل تأثر بمشكل عدم التناسق المعلوماتي مقارنة بإصدار الاسهم، أي ايجابية علاقة فرص النمو ولجوء المؤسسة للاستدانة. غير أنها بينت ضرورة مراعاة عدة اعتبارات عند بلوغ المؤسسة للمستويات القصوى للاستدانة، فعندما يصبح تمويل

¹¹ Voir, GHAZOUAN Kamel, **Structure de financement des sociétés non financières tunisiennes**: Estimation d'une fonction d'endettement, Revue Tunisienne d'Economie et de Gestion, RTEG n°21. Vol. XXI, Centre de Publication Universitaire, Décembre 2004, P 53 (37/73).

مشروع استثماري يفوق التدفقات المالية للمؤسسة وتعجز هذه الأخيرة عن الزيادة في الاستدانة دون تعريض المؤسسة للخطر، فإن عليها التوقف عن الاستثمار ولو كانت هذه المشاريع مربحة.

4. نمو النشاط والسلوك الاستداني: يقاس حجم نشاط المؤسسة بمستوى القيمة المضافة أو/و رقم الاعمال المحقق خلال الدورة، فقد بينت نظرية التوازن أن نمو مستويات هذا الأخير يؤدي إلى زيادة احتياجات المؤسسة للموارد لتغطية احتياجاتها المالية للاستغلال. ومن ثم يدفع بها إلى اللجوء للاستدانة.

5. نمو هيكله الاصول والسلوك الاستداني: يعتبر نمو حجم الاستثمار في المؤسسة من العناصر الدافعة لرفع مستوى الاستدانة، بحيث تلجأ هذه الأخيرة إلى الاستدانة لتغطية احتياجاتها الاستثمارية وتحسين قدراتها الانتاجية، لذلك ترى النظريتين أن نمو حجم الاصول دافع للجوء المؤسسة إلى رفع مستواها الاستداني.

6. طبيعة هيكله الاصول كضمان والسلوك الاستداني (لموسية الاصول): إن لطبيعة مكونات الاصول تأثير على القدرات الاستدانية للمؤسسة، بحيث تشكل ضمان مخفف من حدة عزوف الممولين عن الاقراض، فمثلا المؤسسات ذات التكنولوجيا العالية الحائزة على أصول مادية تكون أكثر قدرة على الاستدانة لإمكانية تغطية الاستثمارات للاستدانة في حالة الافلاس، في المقابل المؤسسات المتميزة بارتفاع الاصول المعنوية تكون في العادة أقل قدرة على الاستدانة لصعوبة منح ضمانات وارتفاع احتمال افلاسها (حسب ما أكده أنجيلو ومازوليس (1980) Angelo et Masulis). لذلك يشكل وجود التثبيات المادية العادية الغير المميزة في المؤسسة توافقا بين نظرية التوازن التمويل الهرمي، حول تأثيرها الايجابي على زيادة مستوى استدانة المؤسسة، فهي تمثل في النظرية الاولى ضمان حقيقي للمقرضين مما يسهل اقتناء القروض البنكية، بينما ترى الثانية على أنها مقللة لحساسية الممولين لمشكل التناسق المعلوماتي في المؤسسة وتسهل عملية الاستدانة.

7. مستوى الخطر والسلوك الاستداني: إن العلاقة التي تربط بين مستوى الاستدانة والخطر هي علاقة سالبة، ونميز هنا بين خطر الاستغلال والخطر المالي الناتج عن عدم القدرة على سداد المستحقات المالية في آجالها المحددة، بحيث إذا ما عانت المؤسسة من ارتفاع خطرها الاستغلالي كنتيجة لانخفاض مردوديتها فإنها تعتمد إلى التقليل من استدانته لتجنب تدهور حالتها وافلاسها، لقد أكدنا كل من النظرتين على أنه كلما تميزت المؤسسة بارتفاع سرعة تبخر عائداتها للاستغلال (الخطر العملياتي) كلما ارتفع المعدل المطلوب من المقرضين مقابل الخطر المحتمل، والذي ينعكس سلبا على مستوى الاستدانة، بحيث بينت نظرية التوازن أنه في حالة ارتفاع مستوى تبخر عائدات الاستغلال، فإن ذلك يعني ارتفاع مستوى تبخر نتيجة المؤسسة قبل الضرائب والذي ينعكس على امكانية استفادتها من الاقتصاد الضريبي المرتبط بالطرح الجبائي لتكاليف الاستدانة. كما بينت ن ت ه على يد (Gaud & Jani 2002) أن المؤسسات المعرضة للتبخر نتائجهما تعتمد على تكوين احتياطي في شكل أصول قابلة للتحويل لتجنب مشاكل تدني الاستثمارات في المستقبل، ومن ثم يؤثر ذلك على حاجتها لزيادة استدانته.

8. الضيق المالي والسلوك الاستداني: فحسب (Bradley & al. (1984) يؤثر الضيق المالي سلبا على مستوى الاستدانة للمؤسسات، والذي أكدته تجريبا (Scott (1976) Kim (1978)، وهذا ما أفضت إليه نظرية التمويل بالتحكيم، إذ تتجنب المؤسسة، في حالة تعرضها إلى ضيق مالي، زيادة الاقتراض خوفا من التوقف عن الدفع ومن ثم الافلاس، كما أن المقرضين في حالة قبولهم بإقراض اضافي طويل المدى يلزمون المؤسسة على تحمل معدلات مرتفعة لرأس المال مما يرفع من احتمالية افلاس المؤسسة.

9. تكلفة تمويل الاستداني (معدلات الفائدة وتسعيرات البورصة) والسلوك الاستداني: تعتبر الفترات التي يتخللها تدني مستويات الفائدة في السوق من المحفزات التي تدفع بالمؤسسة الكبيرة لرفع مستوياتها الاستدانية بهدف انتهاز الفرصة لتقليل من حملت الاسهم بحقوق الاستدانة. كما قد توظف الاستدانة في اعادة شراء الاسهم عندما تكون شروط السوق ملائمة (خاصة عند انخفاض أسعار الفائدة)، إذ بين et Becker Wurgler (2002) وجود سلوك استداني متزايد بطرح السندات لإعادة شراء الاسهم عندما تتراجع اسعار الاسهم و/أو محيط السوق غير مشجع¹². غير أن ذلك، لا ينطبق على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إذ أن مستوياتها الاستدانية رغم تأثرها بمعدلات الفائدة المطلوبة من المقرضين تبقى محدودة، لعدم امكانية الولوج للسوق المالية وحسب الاتفاقيات أو العقود المتفق عليها بين المؤسسة والمقرضين على المدى الطويل والمتوسط، إلى أن ذلك في الحالتين يبقى مرهون بمدى بلوغها لطاقتها الاستدانية والقدرة على التسديد. ويمكن توضيح العلاقة بين عدة محددات للتمويل ومستويات الاستدانة حسب النظريتين في الجدول التالي:

¹² FAKHFAKH Hamadi, BEN ATITALLAH Rihab, **Les déterminants de la structure du capital des firmes tunisiennes : une étude à travers la théorie de Market Timing, Tunisie**, article téléchargé sur internet, 2011, P 1- 45.

الجدول (1): نظرة الايجابية أو السلبية لعلاقة محددات السلوك التمويلي ومستويات الاستدانة¹³

محددات الاساسية لهيكله التمويل	نظرية التمويل بالتحكيم	نظرية التمويل الهرمي
الحجم	سلبية	ايجابية
المردودية	موجبة	سالبة
فرص النمو	سالبة	موجبة
خطر الاستغلال	سالبة	سالبة
معدل الخضوع الضريبي	موجبة	سالبة
محددات الاساسية لهيكله التمويل	نظرية التمويل بالتحكيم	نظرية التمويل الهرمي
الميزات الجبائية الغير مرتبطة بالاستدانة	سالبة	\
تكاليف الوكالة	موجبة	\
تكاليف الضيق المالي (الافلاس)	سالبة	\
تزايد نسبة التدفق النقدي	موجبة	سالبة
أهمية عدم تناسق المعلوماتي	\	موجبة

III. التحليل الميداني للسلوك التمويلي بالاستدانة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية¹⁴:

نحاول في هذا الجزء من البحث، دراسة تجريبية لمحددات نظرية التوازن ونظرية التمويل الهرمي على 35 مؤسسة متوسطة وصغيرة جزائرية.

¹³ بتصرف عن:

TAHAR RAJHI, *les déterminants de l'endettement des entreprises*: revue tunisienne d'économie et de gestion, RTEG N° 14 vol X. décembre 1995, centre d'études, de recherches et de publications. P 282 (281 : 306), et Mélanie Croquet, OP. CIT, P 11 (P 281 – 306).

¹⁴ حاولنا من خلال الدراسة اتباع منهجية المعتمدة في دراسة مماثلة من حيث الحجم والطبيعة الاقتصادية (رغم اختلاف في هدف الدراسة إلى أن حجمها يقارب حجم عينتنا المدروسة)، لـ 29 مؤسسة في سوق القيم المنقولة لدار البيضاء، لعبد الجبار رافقي RAFIKI Abdeljabar, *les déterminants de structure la financier : une d'administration locale et développement marocaine*, revues marocaine analyse empirique de la situation REMALD, N° 80, mai-juin 2008, P 113 -139.

1. طبيعة العينة المدروسة ومعايير اختيار العينة:

أ. طبيعة العينة المدروسة: حسب التعريف المعتمد من قبل الجزائر¹⁵ تخص هذه الدراسة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المعرفة كالتالي: " تحدد المؤسسة الصغيرة والمتوسطة مهما كان شكلها القانوني على أنها مؤسسة انتاج السلع والخدمات تستخدم من 1 إلى 250 شخص، والتي لا يتجاوز رقم اعمالها 2 مليار دينار أو لا يتجاوز مجموع ميزانيتها السنوية 500 مليون دج. و يمكن توضيح نوعية المؤسسات المدروسة في الجدول التالي:

جدول (2): نوعية عينة البحث

B	CD	الانتماء القطاعي			الشكل القانوني للمؤسسة			طبيعة المؤسسة			عددتها
		BTPH	D	CG	م الفردية	م بتضامن	م ذات م المحدودة	الصغيرة	المتوسطة	الكبيرة	
1	3	17	9	5	10	6	19	08	19	08	

من خلال هذا الجدول نلاحظ أن العينة شملت عدة أشكال من المؤسسة وبمختلف القطاعات، والذي يعكس تنوع وتعدد اشكال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدروسة في العينة.

ب. معايير اختيار العينة: شملت الدراسة الميدانية عينة مكونة من 35 مؤسسة صغيرة ومتوسطة غير مالية، حيث اعتمدنا على قاعدة بيانات مستخرجة من الميزانيات المالية، جدول النتائج وجدول الارصدة الوسيطة للتسيير. ويرجع سبب اختيار هذه العينة لتوفر المعلومات عن هذه المؤسسات التي تمثل تقريبا 95 % من النسيج الصناعي الجزائري، رغم عدم امكانية اللجوء للتمويل المباشر من الجمهور إلى أنها تتوفر على

¹⁵ فالجزائر تبنت قاعدة Bologne في جوان 2000 حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبينت مختلف اشكالها كالتالي: تمثل مؤسسات المصغرة: عدد العمال من 1 إلى 9 ورع أقل من 20 مليون دج، ومؤسسات الصغيرة: عدد العمال من 10 إلى 49 ورع أقل من 200 مليون دج، بينما مؤسسات المتوسطة: عدد العمال من 50 إلى 250 ورع من 2 مليون دج إلى 2 مليار دج.

عدة أنماط للتمويل بشكل يمكنها من اختيار هيكله تمويل معينة تتلاءم مع سياستها التمويلية، كما تشكل هذه العينة مجموعة من المؤسسات تم اختيار طبيعتها وعددها بناء على الاعتبارات التالية:

- بالرغم من أن عدد هذه المؤسسات صغير نوعا ما، إلى أنه من الناحية الاحصائية مقبول لتجاوز عدد المشاهدات 30 مشاهدة وتشمل عدة مؤسسات صغيرة ومتوسطة بأشكال مختلفة ومتباينة من ناحية رأس المال.

- تعتبر هذه العينة متنوعة إذ تشمل عدة أنشطة وقطاعات (CG, D, BTPH, BTP, CD, D)، كما تخص عدة أشكال (SARL, AP, SNC).

- يعود اختيار هذا النوع من المؤسسات لتوفر المعلومات لدى الجهاز المصرفي، بسبب إلزامية تقديمها للبنك من أجل طلب القرض وعدم إمكانية جمع معلومات عن مؤسسات أخرى إلا بواسطة استبان أو مقابلات مباشرة، حيث يتطلب وقت كبير، مكلف وغير ممكن بسبب السلوك السري والاحتياطي الممارس من قبل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية حول نشر المعلومات المالية الخاصة بحالتها المالية.

2. فرضيات الدراسة الميدانية: نحاول من خلال هذه الدراسة التركيز على بعض العوامل المحددة للسلوك التمويلي بالاستدانة، ونقصد بذلك تحديد الاشارات المنتظرة من معاملات للتحقق من صحة الفرضيات التالية:

الجدول(3): فرضيات الدراسة الميدانية

الفرضيات	الانتماء النظري للفرضية
الفرضية 1: وجود ارتباط ايجابي بين الاستدانة وحجم المؤسسة	نظرية التمويل الهرمي
الفرضية 2: وجود ارتباط سلبي بين الاستدانة والتمويل الذاتي	نظرية التمويل الهرمي
الفرضية 3: وجود ارتباط سلبي بين نسبة الاستدانة والمردودية.	نظرية التمويل الهرمي
الفرضية 4: وجود ارتباط ايجابيا لمستوى الاستدانة مع نمو نشاط المؤسسة.	نظرية التوازن والتمويل الهرمي
الفرضية 5: وجود ارتباط ايجابي بين نسبة الاستدانة ونسبة نمو الاصول.	نظرية التوازن والتمويل الهرمي
الفرضية 6: وجود ارتباط ايجابيا لمستوى الاستدانة مع الاستثمارات كضمان	نظرية التوازن
الفرضية 7: ارتباط سلبي بين الشروط المالية ومستوى الاستدانة	نظرية التوازن والتمويل الهرمي
الفرضية 8: وجود ارتباط سلبي بين الاستدانة والخطر.	نظرية التوازن والتمويل الهرمي

3. النموذج الرياضي والمتغيرات المدروسة (المتغيرة التابعة والمتغيرات المستقلة):

أ. النموذج الرياضي: بغرض الوصول لاختبار الفرضيات وتوصل إلى تحديد محددات السلوك الاستداني للعينة المدروسة، قمنا بربط المتغيرة المفسرة حجم الاستدانة بدلالة مجموعة من المتغيرات اعتمادا على النظرية المالية (نظرية التمويل بتوازن والهرمي)، وهذا من خلال نموذج التالي¹⁶:

$$D_t = \beta_0 + \beta_1 TVA + \beta_2 AF + \beta_3 RN + \beta_4 CR + \beta_5 SR + \beta_6 GR + \beta_7 CDF + \beta_8 RSK.$$

¹⁶ أنظر، عن عبد القادر محمد أحمد عبد الله، باكر إبراهيم الصديق، محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة في المملكة العربية السعودية، مجلة معهد الادارة العامة الرياض، المجلد الثاني والاربعون، المملكة العربية السعودية، ديسمبر 2002، ص 723 - 747.

حيث تمثل D_t نسبة الاستدانة المتغيرة التابعة، في حين تمثل كل من TVA الحجم، AF التمويل الذاتي، RN المردودية، CR النمو، SR هيكله الاصول، GR الضمانات، CDF الشروط المالية و RSK الخطر متغيرات مستقلة.

واعتمدنا في تقدير على طريقة المربعات الصغرى العادية باعتبار أنها تعطي عاداتاً تقدير غير متحيز وذات أصغر تباين، إلى جانب شمولية تطبيقها وهذا باستعمال الحزمة الحاسوبية **EViews**، مع الإشارة إلى أن المتغيرات المستعملة في المستوى، ذلك أن اختبار جذر الواحد لهاذه الاخيرة (اختبار ADF) بين بكل وضوح استقرارها وبالتالي امكانية استعمالها داخل النموذج بدون اجراء إي تحويل عليها، إذ أن استقرارها يعني عدم الوقوع فيما يعرف بالانحدار الزائف.

ب. المتغيرة التابعة D_t وتحليل الاستدانة: هناك عدة متغيرات لتقدير مستوى استدانة للمؤسسة فمنهم من اعتمد على مستوى الاستدانة الكلية (fraind et lang 1988 et hokimian 2005) واخرون اعتمدوا على نسبة الاستدانة المتوسطة والطويلة الاجل (Mayers 1999, Adedeji 2001) ونسبة الاستدانة القصيرة الاجل من قبل (titman et wessels 1988) في تحديد مستوى الاستدانة¹⁷. أما نحن في اطار هذه الدراسة فسنحاول تقدير مستوى الاستدانة الكلية D_t للفترة الحالية، والمتمثلة في نسبة الاستدانة D_t = نسبة الاستدانة الكلية \ مجموع الخصوم.

الجدول (4): تحليل هيكله التمويل للمؤسسات المدروسة

التمويل الذاتي \ مجموع الخصوم	نسبة الاستدانة ق \ مج	نسبة الاستدانة ط \ مج	نسبة الاموال الخاصة \ مج	نسبة الاستدانة الكلية \ مج	
	الاجل \ مج	وم الاجل \ مج	الخصوم	الخصوم D_t	
0,36129680	0,21767776	0,21390902	0,568413215	0,431586785	المتوسط

¹⁷ إلى أن رجان وزينغاليس (rajan et Zingales 1995) بينا ان نسبة الاستدانة الكلية ليست مؤشر دقيق لتحديد مستوى خطر الافلاس للمؤسسة عن FAKHFAKH Hamadi, OP.CIT, P 11.

إن تحليل تطور نسبة الاستدانة الكلية¹⁸ للمؤسسات يبين لنا أن حجم الاستدانة بلغ مستوياته القصوى، رغم تفاوته من مؤسسة إلى أخرى، لأن نسبة الاستدانة الكلية وصلت إلى 43,15 % من مجموع الخصوم، في المقابل تبقى الاموال الخاصة التمويل المسيطر على هيكلها التمويلي 56,84 %، لضرورة اعتماد هذا الصنف من المؤسسات بالدرجة الاولى على مواردها الذاتية لتمويل نفسها، نظرا لصعوبة التمويل الخارجي، لكن لم تحتفظ هذه المؤسسات على القدرة التفاوضية اتجاه الاطراف الممولة لها لتجاوز نسبة الاستدانة 40 %.

كما يبين لنا نصيب الديون الطويلة الاجل من مجموع الخصوم 21,39 % أنه يحتل مكانة معتبرة في الهيكل التمويلي، وقد يرجع سبب ذلك إلى ضعف التمويل الذاتي لديها 36,12 % والتسهيلات القروض الممنوحة من البنوك والدعم المقدم من الدولة (مثل ANDI) من أجل تحفيز هذه المؤسسات. بينما يشكل التمويل القصير الاجل نسبة لا يستهان بها 21,76 % في تمويل احتياجاتها الاستغلالية.

من هذا التحليل نستنتج أن هذه المؤسسات تعتمد بدرجة كبيرة على التمويل الخارجي بالاستدانة، سواء الطويل أو القصير الاجل في عملياتها التمويلية، كنتيجة لدعم الدولة والتسهيلات المقدمة من البنوك وعدم امكانية اللجوء للسوق المالية من أجل التمويل السندي أو رفع رأس المال.

ت. المتغيرات المستقلة ومؤشرات القياس: يتوقف اختيار المحددات على معطيات العينة والاطار الزمني والمكاني لها، لذلك نجد اختلاف في المتغيرات المعتمدة من قبل الباحثين وطرق قياسها، أما في هذه الدراسة كان اختيارنا للمقاييس على اساس المعلومات المتوفرة لدينا. ويمكن عرض هذه المتغيرات ومؤشرات قياسها في الجدول التالي:

¹⁸ شملت مجموع الديون، الديون المالية الطويلة الاجل وديون المالية القصيرة الاجل.

الجدول (5): المتغيرات المستقلة لدراسة تجريبية ومؤشرات قياسها¹⁹.

رمز المتغيرة	مؤشرات القياس	المتغيرات المستقلة
TVA	(ل) للقيمة المضافة.	الحجم
AF	- متوسط الفترة ن إلى ن+2 لطاقة التمويل الذاتي \ قيمة المضافة.	التمويل الذاتي
RN	متوسط الفترة ن إلى ن+2 لنتيجة الصافية \ مجموع الاصول	المردودية
CR	- متوسط الفترة ن إلى ن+2 لمعدل نمو رقم الاعمال في الفترة = (صافي المبيعات سنة ن - صافي المبيعات سنة ن-1) \ صافي المبيعات سنة ن-1	النمو
SR	متوسط الفترة ن إلى ن+2 للأصل الثابت \ مج الاصول	هيكله الاصول
GR	- متوسط الفترة ن إلى ن+2 لنسبة (الثبتيات المادية + المخزونات) \ مج الاصول.	الضمانات
CDF	- متوسط الفترة ن إلى ن+2 لنسبة تغطية النفقات المالية = المصاريف المالية \ النتيجة.	الشروط المالية
RSK	- متوسط الفترة ن إلى ن+2 للانحراف المعياري للمردودية مقاس ب RN2	الخطر

4. التحليل الاحصائي ومناقشة النتائج:

أ. التحليل الاحصائي: تبين النتائج الظاهرة في الجدول 6 نتائج التقدير الخاصة بأحسن نموذج وهذا بعد عدة محاولات، مع الاشارة إلى خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء وهذا بينه سواء اختبار (D.W) بالنسبة للارتباط من الدرجة الاولى أو اختبار (L.M) بالنسبة للارتباط من الدرجة الثانية، كما يمكن ملاحظة

¹⁹ لتوسع يمكن الرجوع لدراسة التي قام بها طهار راجحي، مرجع مذكور سابقا، حول 371 مؤسسة صناعية تونسية، حيث لخص العوامل الاساسية المحدد للسلوك التمويلي بالاستدانة حسب النظريتين وتحقق منها. والتي يمكن اتباعها أيضا (الدراسة) كمنهجية لدراستنا الميدانية لتشابهها مع طبيعة بحثنا.

استقرار المعالم المقدره لنموذج من خلال اختبار (CUSUM)، أما معامل التحديد الخاص بالنموذج فلا يمكن الاعتماد عليه لغياب الثابت داخل النموذج، وأما معنوية المعالم المقدره كلا على حدى من خلال اختبار students فهي ذات معنوية للبعض وغير ذات معنوية بالنسبة للمتغيرات الاخرى، وهذا ما سنناقشه في تحليل النتائج.

جدول (6): نتائج التحليل الاحصائي لمحددات العينة المدروسة.

المتغيرات	β Coefficient معامل الانحدار أو المعلمات	Std. Error الانحراف (الخطاء) المعياري للمعلمات	t-Statistic احصائية ستودنت	Prob.
الحجم TVA	0.109895	0.038447	2.858374	0.0081
التمويل الذاتي AF	-0.017777	0.028931	-0.614469	0.5440
المردودية RN	-0.487795	0.666228	-0.732174	0.4704
النمو CR	0.169867	0.059972	2.832421	0.0086
هيكله الاصول SR	-0.063657	0.196465	-0.324010	0.7484
الضمانات GR	0.059431	0.217061	0.273799	0.7863
الشروط المالية CDF	0.004215	0.002068	2.038072	0.0514
الخطر RSK	0.155282	0.745879	0.208186	0.8366
R-squared المحددة	0.348456			
Adjusted R-squared	0.179537		المحددة المعدلة	
Durbin-Watson stat	1.992987			

ب. مناقشة النتائج: من أجل شرح أفضل للنتائج متوصل إليها، أثارنا عرضها في شكل جدول مبين فيه طبيعة الترابط والدلالة الاحصائية للمتغيرة المدروسة في النموذج، مع مقارنتها بنظرية التوازن والتمويل الهرمي.

الجدول (7) : نتائج متوصل إليها ومقارنتها بنظرية التوازن والهرمي.

محددات الاساسية لهيكله التمويل	نتيجة متوصل إليها	الدلالة الاحصائية	نظرية التمويل بالتحكيم	نظرية التمويل الهرمي
الحجم	موجبة	ذات دلالة	ايجابية	سلبية
التمويل الذاتي	سالبة	غير ذات دلالة	\	سالبة
المردودية	سالبة	غير ذات دلالة	موجبة	سالبة
النمو	موجبة	ذات دلالة	سالبة	موجبة
هيكله الاصول	سالبة	غير ذات دلالة	موجبة	\
الضمانات	موجبة	غير ذات دلالة	موجبة	موجبة
الشروط المالية	موجبة	ذات دلالة	سالبة	\
الخطر	موجبة	غير ذات دلالة	سالبة	سالبة

ويمكن تحليل نتائج اختبار صحة الفرضيات وتفسير طبيعة علاقة الاستدانة بالمتغيرات مدروسة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (PME/PMI) الجزائرية فيما يلي:

أولاً: صحة فرضية وجود ارتباط ايجابي بين الاستدانة وحجم المؤسسة، فقد بينت الدراسة الدلالة الاحصائية العالية للعلاقة، والذي يتناسب مع نظرية التمويل الهرمي، التي تعتبر ضعف حجم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مقياس لقلة المعلومة مبث من المؤسسة للمستثمرين الاجانب ومشجع على الاستدانة بدلا من رفع رأس المال. كما أن غياب إمكانية ولوج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية لسوق المالية مقارنة بالمؤسسات الكبيرة، يجعل من الجهاز المصرفي السبيل الوحيد للتمويل الخارجي، والذي يكون أساسا على المدى المتوسط وبتكلفة مرتفعة لتعاطم خطر الافلاس وقلة الضمانات.

ثانياً: صحة الفرضية حول التأثير السلبي لتمويل الذاتي على مستوى الاستدانة. من الطبيعي أن تحقيق المؤسسة للتمويل الذاتي المرتفع ينعكس مباشرة على احتياجاتها للموارد الخارجية مهما كان حجمها، وهو ما أكدت عليه نظرية التمويل الهرمي في ترتيبها لمصادر التمويل. فرغم أن نتيجة التحليل غير ذات دلالة احصائية إلى أنها أتاحت توضيح الارتباط السلبي لعلاقة التمويل الذاتي بمستوى الاستدانة.

ثالثا: صحة فرضية وجود ارتباط سلبي بين نسبة الاستدانة والمردودية، رغم أن نتيجة التحليل غير ذات دلالة احصائية إلى أنها أتاحت توضيح الطبيعة السلبية لعلاقة المردودية بمستوى الاستدانة. بحيث يشكل استقرار وارتفاع مستويات المردودية للمؤسسة تأثيرين، الاول إيجابي فهو مؤشر اطمئنان للمكتتب نحو لفعالية وقدرة المؤسسة على الالتزام بالاستحقاقات المالية في اجالها المحددة لها، مما يرفع من طاقتها الاستدانية، شرط توفر المؤسسة على فرص استثمار مربحة، والذي لا ينطبق على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لارتفاع درجة الخطر المالي والافلاس. أما الثاني (علاقة سلبية) فهو عامل على تخفيض من مستوى الاستدانة، إذ أن ارتفاع مستويات المردودية يعمل على تشكيل طاقة تمويل ذاتي توظيفها في تمويل جزء كبير من احتياجاتها التمويلية والاستثمارية، والذي يتناسب مع نظرية التمويل الهرمي. كما تتمتع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية مقارنة بالمؤسسات الكبيرة بميزات جبائية (مثلا إعفاءات المنطقة الجغرافية) تسمح لها من توفير موارد مالية وتقليل احتياجاتها التمويلية، تستغني بها جزئيا عن الاستدانة.

رابعا: وجود ارتباط ايجابي لمستوى الاستدانة مع نمو نشاط المؤسسة، بحيث تعتبر النتيجة ذات دلالة احصائية عالية لتدني نسبة الخطأ (أقل من 0,01)، إذ من الطبيعي أن نمو نشاط المؤسسة في ظل ثبات شروط الانتاج يؤدي إلى زيادة احتياجاتها الاستغلالية، من مواد أولية وقروض ممنوحة للعملاء، الرسوم والضرائب. الخ. ولتغطية هذه الاحتياجات المستمرة تلجأ المؤسسة إلى الموارد الدائمة، غير أن إمكانية تمويلها بواسطة الأسهم غير ممكن لغياب الحافز المشجع على الاكتتاب (غياب مشاريع جديدة واعدة)، لتبقى الاستدانة المصرفية الطويلة الاجل السبيل الاسرع والغير مكلف لتمويل نمو نشاطها.

خامساً: عدم صحة فرضية وجود ارتباط ايجابي بين نسبة الاستدانة ونسبة نمو الاصول في الدراسة. مايرس 1977 mayers بين وجود علاقة ايجابية بين مستوى الاصول وفرص النمو المتاحة للمؤسسة، وتأثيرها على مستوى الاستدانة. فالسياسة الاستثمارية التوسعية من العوامل المحفزة على رفع مستوى الاستدانة، إلى أن هناك من يرى وجود ارتباط سلبي، فالمؤسسات ذات فرص النمو مرتفعة يجب أن تلجئ أقل للاستدانة مقارنة بالمؤسسات التي تحوز على استثمارات عالية مرتفعة بهدف المحافظة على الاستدانة من أجل التوسع. كما أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا تتمتع بقدرات كبيرة على تغيير حجم استثماراتها وبمعدلات معتبرة والذي بينته نتيجة التحليل الاحصائية، إلى أنها تفتقد لدلالة الاحصائية.

سادساً: وجوداً ارتباط ايجابي لمستوى الاستدانة مع ملموسية الاستثمارات كضمان. رغم أن نتيجة التحليل غير ذات دلالة احصائية إلى أنها مكتننا من توضيح العلاقة الايجابية للاستثمارات كضمان بمستوى الاستدانة. غير أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تتميز بقله الاستثمارات المادية لديها واقتصارها في بعض الحالات على استثمارات معنوية، مما يدني من إمكانية تقديم هذه الاستثمارات كضمان ويقلل من فرص تحصيل قروض بمبالغ معتبرة وخاصة في حالة ارتفاع مستوى اعتمادها على المعلومات التي بنكيها المؤسسة. وفي العادة تكون هذه الاستثمارات في مؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ممولة من الدولة (مرهونة) أو بواسطة الاعتماد الاجاري الذي لا يمنحها حق الملكية إلى بعد انقضاء عدة سنوات وانخفاض القيم المتبقية لها في السوق.

سابعاً: عدم صحة فرضية الارتباط السلبي بين الشروط المالية ومستوى الاستدانة، تعتبر نتيجة التحليل الاحصائي لهذه المتغيرة منافية لنظرية التوازن، وذات دلالة احصائية، ويعزى ذلك إلى الدعم المتاح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية من طرف الدولة والمعدلات المنخفضة للجهاز المصرفي جراء الفائض في السيولة، مما يجعلها تلجئ إلى الافراط في الاستدانة دون مراعات لتكلفة التمويل، لسهولة إمكانية إحلال دين مكان آخر عند بلوغ أجال الاستحقاق.

ثامنا: عدم صحة فرضية وجود ارتباط سلبي بين الاستدانة والخطر في الدراسة. تعتبر نتيجة التحليل الاحصائي لهذه المتغيرة غير ذات دلالة إحصائية ومنافية لنظريتين (توازنيه وسلمية)، وقد يرجع السبب في ذلك لسهولة تحصيل القروض من الجهاز المصرفي والدعم الممارس من الدولة لتشجيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لكن يجب التأكيد على تزايد خطر الاستغلال والافلاس للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مقارنة بالكبيرة، إذ بينت دراسة وايس WEISS1990 أن التكاليف الإفلاس لهذه الاخيرة تفوق 20% من قيمة المؤسسة سنة قبل افلاسها مما يرفع من امكانية فقدان الاموال المقترض²⁰، بينما بالنسبة للمؤسسات المصغرة فإنه في العادة يفقد المقرضين جل الأموال المستثمرة.

خلاصة كل هذا، أنه في محاولة التعرف على محددات السلوك الاستداني للمؤسسات الصغيرة والمتوسط الجزائرية بالاعتماد على النموذج المتعدد الموضح سابقا (3. III)، تبينا لنا أن العلاقة بين نسبة الاستدانة الكلية مع كل من الحجم، النمو والشروط المالية هي ايجابية وذات دلالة إحصائية، كما يتميز أيضا ارتباط كل من الخطر والضمانات بالإيجابية لكن دون دلالة احصائية، بينما بالنسبة للمتغيرات الاخرى (التمويل الذاتي، المردودية، هيكله الاصول) فارتباطها سالب إلى أن ليس لها تأثير معنوي لعدم دلالتها الاحصائية.

²⁰ Voir, FATIMATA LY-BARO, structure financière de l'entreprise, ED : ECONOMICA, France, 2002, P 18-19.

خاتمة:

تشكل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة 90% من النسيج الصناعي الجزائري، بحيث لا يتجاوز عدد المؤسسات الكبرى 200 مؤسسة في هذا المجال، لذلك تحاول الدولة بدعمها المالي والجبائي توجيه الاستثمار لهذا القطاع ودفع وتيرة نموه، لكن يؤدي ارتفاع الخطر الاستغلالي وخطر الافلاس، مع عدم القدرة على دخول السوق المالية، المعجزها عن توفير مبالغ معتبرة وطويلة الاجل، لذلك ارتأينا من خلال هذه الدراسة تحليل محددات السلوك الاستداني ل 35 مؤسسة ص وم للفترة (2009 - 2011) باستعمال تحليل الانحدار المتعدد، ومقارنته بتفسيرات الدراسات الميدانية لنظرية التوازن والتمويل الهرمي.

واستنتجنا من خلال ذلك، أولا أن التغير الايجابي للمستوى الاستداني للمؤسسات مقرون بحجمها، وتزايد وتيرة نموها دون تأثير للشروط المالية على سلوكها الاستداني. ثانيا أن اعتمادها على الاستدانة كبير وقد بلغ مستوياته القصوى، لأن نسبة الاستدانة الكلية وصلت إلى 43,15% من مجموع الخصوم، وأخيرا يتلاءم السلوك الاستداني للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية مع تفسيرات ومحددات نظرية التمويل الهرمي.

لذلك قد تشكل هذه النتائج خلفية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند رغبتها في التوسع واتخاذ القرارات التمويلية للمشاريع الاستثمارية، كما يجب عليها رفع رأس مالها وحجز أرباحها في المستقبل لرفع طاقة تمويلها الذاتي من أجل تحسين وضعيتها المالية، تقليل خطر إفلاسها، وتحسين قدراتها التفاوضية اتجاه الاطراف الممولة لها.

رغم أهمية النتائج متوصل إليها، إلى أن هذا البحث يبقى محدود بسبب صغر حجم العينة واعتمادنا على القيمة المحاسبية في تحليل المعطيات بدلا من القيمة السوقية ولمدة 3 سنوات فقط، بسبب صعوبة توفير هذه المعلومات في الميدان.

قائمة المراجع:

عبد القادر محمد أحمد عبد الله، باكر إبراهيم الصديق، محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة في المملكة العربية السعودية، مجلة معهد الادارة العامة الرياض، المجلد الثاني والاربعون، المملكة العربية السعودية، ديسمبر 2002.

FATIMATA LY-BARO, structure financière de l'entreprise, ED : ECONOMICA, France, 2002

C. PIERRAT, **la politique financière de l'entreprise**, la Découverte, 1995.

Rigar Mohamed, les pratiques de financement des entreprises Marocaines, travaille publier par l'université Cadi ayyad, collection de la faculté des sciences juridiques économiques et sociales, Marrakech, série : thèses et mémoires, N°11, 2003, Maroc.

Poincelot Evelyne, **L'incidence de la fiscalité sur l'évolution des structures d'endettement des entreprises françaises**: Institut d'Administration des Entreprises, Pôle d'Économie et de Gestion, Cahiers du Fargo : n° 1040901, Janvier 2004.

RIDHA SHABOU, structure de propriété et performances financiers des entreprises : une étude basée sur les équations simultanées, annales d'économie et de gestion, publication de la faculté des sciences économiques et de gestion de Tunis, volume N° 3, mars 1996.

Mélanie Croquet, **La structure de financement des entreprises belges évoluant sur Euronext Bruxelles. Une étude exploratoire**, Centre de Recherche Warocqué, melanie.croquet@umh.ac.be, WORKING PAPER : 2009/2.

Mélanie Croquet, **La structure de financement des entreprises belges évoluant sur Euronext Bruxelles. Une étude exploratoire**, Centre de Recherche Warocqué, WORKING PAPER : 2009/2, article téléchargé sur internet, 2011.

LAHCEN ACHY, Choix de financement des entreprises au Maroc, les cahiers ?, N° 11, janvier-février 2007.

GHAZOUAN Kamel, **Structure de financement des sociétés non financières tunisiennes**: Estimation d'une fonction d'endettement, Revue Tunisienne d'Economie et de Gestion, RTEG n°21. Vol. XXI, Centre de Publication Universitaire, Décembre 2004.

FAKHFAKH Hamadi, BEN ATITALLAH Rihab, **Les déterminants de la structure du capital des firmes tunisiennes : une étude à travers la théorie de Market Timing, Tunisie**, article téléchargé sur internet, 2011.

RAFIKI Abdeljabar, les déterminants de structure la financier : une d'administration locale et développement marocaine, revues marocaine analyse empirique de la situation REMALD, N° 80, mai-juin 2008.

