

نظرية ترتيب اختيار مصادر التمويل كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للم ص م في ظل اقتصاد الاستدانة- دراسة حالة الم ص م في الجزائر

The pecking Order theory as an introduction to explain the determinants of investment loans financing in the SMEs under an over-draft economy

Case study SMEs in Algeria

أ. معيزة مسعود مير

د. هباش فارس

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
جامعة سطيف 1

ملخص:

الهدف الرئيسي لهذه الورقة البحثية يمثل في تحديد العوامل المفسرة لإشكالية محدودية لجوء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر للقروض البنكية لتمويل احتياجاتها الاستثمارية. حيث ارتكز هذا التحليل على نظرية ترتيب اختيار مصادر التمويل. ولتحقيق ذلك تم الاعتماد على متغير نسبة الربحية كعامل مفترضة لتفسير مدى اعتماد الم ص م في الجزائر على القروض الاستثمارية. ولتحديد طبيعة العلاقة بين متغير نسبة الربحية وقيمة القروض الاستثمارية في الم ص م في الجزائر تم الاعتماد على دراسة ميدانية لعينة من الم ص م ثم اختبار صحة الفرضية وفقا للنموذج النظري المقدم باستخدام نموذج للانحدار البسيط. وقد تم التوصل الى نتائج ذات دلالة احصائية بين المتغيرين، مما يشير إلى أن فرضية البحث تم التأكد من صحتها مما يسمح لنا بالقول أن الم ص م في الجزائر قد تشترك في أنها تفضل دوما الاعتماد على الموارد الداخلية في التمويل كأهم مصدر مالي قبل أن تلجأ إلى التمويل من المصادر الخارجية بالاعتماد على القروض وهو ما يتوافق مع محتوى نظرية ترتيب اختيار مصادر التمويل.

الكلمات المفتاحية: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نظرية ترتيب مصادر التمويل، الهيكل المالي، القروض الاستثمارية، النظريات المالية

Abstract :

The main objective of this paper is to define the factors that explain the problematic of limited recourse for small and medium enterprises in Algeria for bank loans to finance their investment needs. This analysis is grounded on the pecking order theory. The following factor were taken into consideration are the ratio of the profitability.

To determine the nature of the relationship between the proposed variables and the value of investment loans in Algerian SMEs, a sample of SMEs was considered in the empirical analysis. We established a model of regression to test the validity of the hypothesis that the theoretical model provided.

We have found that there is a statistically significant relationship between the two variables. Which confirms the validity of the hypothesis which allowing us to say that SMEs in Algeria are similar. it prefer internal financing us the most important financial source before resorting

to financing through bank loans. This behavior consistent with the content of the pecking order theory.

Key words: Small and medium enterprises (SMEs), the pecking Order theory, capital structure, investment loans, financial theories.

مقدمة:

رغم أهمية ومكانة الم ص م ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، وهذا بالنظر لما تنتصف به من خصائص ومميزات تمكنها من بلوغ مستويات نمو جد مرتفعة، وضمان توفير مناصب عمل إضافية. إلا أن هذا النوع من المؤسسات يمتاز بضعف أدائها في الأجل طويل، وهو ما سيرهن احتمال بقائها واستمراريتها بمدى توفر العوامل والمناخ الملائمين لتمكين من تحطيم مختلف العراقيل التي تحد من نموها. فمن خلال الدراسات التي قام بها كل من: (Mensfield 1962, Hall (1991, Dunne, Roberts, Samuelson 1989, Audretche 1987)، والتي أثبتت أن احتمال استمرارية المؤسسة حديثة النشأة ضعيف، كما أن هناك ارتباط موجب ما بين احتمال استمرارية المؤسسة وبين حجمها وأقدميتها¹. هذا ما يؤكد أن الم ص م معرضة لخطر الإفلاس والفسل بنسبة أكبر من المؤسسات كبيرة الحجم، نظرا لما تواجهه من مشاكل وعراقيل تحد من إمكانية تطورها ونموها. من بين أهم هذه العراقيل نجد المشكل التمويلي حيث يرجع العديد من الباحثين انخفاض حجم التمويل في الم ص م إلى ارتفاع درجة المخاطر الاقتصادية في مثل هذه المشاريع، نظرا لارتفاع معدل الفسل بها في ظل عدم التأكد من تدفقاتها النقدية المستقبلية، مما سيجعل تمويل هذا النوع من المؤسسات يتطلب من أصحاب رؤوس الأموال تحمل نسبة كبيرة من المخاطرة².

وبالنسبة لحالة الجزائر ومن خلال النتائج المتوصل اليها من خلال الاحصاء الاقتصادي الاول الذي تم انجازه من طرف الديوان الوطني للإحصاء لسنة 2011، فإنه تم التوصل الى ان اهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسات الاقتصادية في الجزائر مرتبة حسب اهميتها كالتالي: التمويل الذاتي ثم القروض البنكية فالمساعدات المقدمة من طرف الاجهزة الحكومية. كما تشير احصائيات نفس الدراسة ان فقط 3,3 بالمائة من المؤسسات تعتبر القروض البنكية هي المصدر الاساسي للتمويل³. وبالنظر للنتائج المتوصل اليها من خلال الاحصاء الاقتصادي الاول الذي تم انجازه من طرف الديوان الوطني للإحصاء لسنة 2011، فيمكن ملاحظة ان التمويل الذاتي يمثل اهم مصدر مالي لتلبية الاحتياجات التمويلية لم ص م، مما يعني ان الم ص م تعتمد على التمويل الخارجي بنسب محدودة، وقد يمكن تفسير ذلك حسب وجهة نظرنا بالاعتماد على نظرية ترتيب مصادر التمويل على اعتبار ان ميول المسيرين الذين يمثلون عادة مالكي الم ص م تمثل عامل مهم في تحديد الهيكل المالي لم ص م، حيث يفضلون عادة الاعتماد على التمويل الداخلي وعدم توزيع الارباح بدرجة أكبر مقارن بالمؤسسات كبيرة الحجم.

وعلى ضوء ما سبق نحاول من خلال هذا البحث دراسة مدى توفر أحد أهم عوامل الإنتاج الضرورية لإنشاء وتطوير المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وبالأخص الم ص م، والمتمثل في رأس المال، وهذا عن طريق تشخيص إشكالية محدودة لجوء للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر للقروض المصرفية لتمويل احتياجاتها الاستثمارية بالاعتماد على المقاربات النظرية المتعلقة بتمويل المؤسسات ومدى قدرتها على تفسير الهيكل المالي لم ص م في الجزائر وفقا للإشكالية التالية: إلى أي مدى يمكن لنظرية ترتيب مصادر التمويل أن تفسر محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؟

واضلافاً مما سبق سنحاول من خلال هذا البحث التطرق إلى المحورين التاليين: المحور الاول: الاطار النظري المفسر لهيكل تمويل المؤسسات. المحور الثاني: دراسة ميدانية حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

المحور الأول: الاطار النظري المفسر لهيكل تمويل المؤسسات

من خلال المحور الحالي سنحاول التطرق الى الجانب النظري للعلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة وهذا بهدف التعرف على مختلف النظريات التي حاولت الاجابة على اشكالية مدى امكانية امتلاك المؤسسات لهيكل مالي أمثل، اي بصيغة اخرى نسبة مثلى من الاموال المقترضة تمكنها من تعظيم قيمتها السوقية، حيث تعتبر هذه النظريات الاساس الذي تم عليه اعداد الدراسات الميدانية والمقاربة النظرية المفسرة للهيكل المالي لم ص م و على وجه الخصوص.

1. مدخل مدكلياني وميلر Modigliani et Miller

نميز بين مرحلتين أساسيتين لهذا المدخل والذي يقوم على فرض كمال سوق رأس المال. المرحلة الأولى في سنة 1958 والتي قدم فيها كل من مدكلياني وميلر نموذجاً يفسران من خلاله عدم وجود العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة وهذا في ظل عدم وجود الضرائب، أما المرحلة الثانية كانت في ظل وجود الضرائب، حيث قدما نفس النموذج السابق ولكن إضافة تأثير عامل آخر وهو الأثر الضريبي، فتوصلا إلى نتيجة أن هناك علاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة⁴.

1.1. مدخل مدكلياني وميلر 1958

ومن خلال أعمالها توصلا إلى أنه في ظل غياب الضريبة على دخل المؤسسات لا يوجد هيكل مالي مثالي وأن مصادر التمويل لا تؤثر على قيمة المؤسسة والتكلفة المرجحة للتمويل⁵. فحسب تحليل مدكلياني لميلر، فإن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها، وأن قيمة هذه الاستثمارات تتوقف على العائد المتوقع تحقيته من تشغيلها، كما تتوقف على المخاطر التي قد يتعرض لها هذا العائد. ومنه فالقيمة السوقية للمؤسسة تتوقف على قرارات الاستثمار وليس على قرارات التمويل⁶ وهذا ما يفسر العبارة المشهورة لميرتون ميلر Merton Miller عندما تحصل على جائزة نوبل للاقتصاد حيث قال⁷: " حجم البيززا غير مرتبط بكيفية تجزئتها!" (La taille d'une pizza ne dépend pas de la façon dont on la coupe) ومنه فالقيمة السوقية للمؤسسة ثابتة مهما كانت تركيبة الهيكل المالي، ما لم تتغير التدفقات النقدية الناتجة عن التشغيلية.

2.1. مدخل مدكلياني وميلر في ظل وجود الضريبة

في ظل وجود الضريبة من خلال المداخلة الثانية لمدكلياني وميلر سنة 1963 حاولا دراسة الأثر الضريبي على العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة عن طريق افتراض وجود ضريبة على دخل المؤسسات، هذا في ظل نظام ضريبي يعتمد على خصم المصاريف المالية التي تدفعها المؤسسة من الإيرادات قبل اقتطاع الضريبة، في حين أن الأرباح الموزعة لن تتم إلا بعد فرض الضريبة، وهو ما نلجده في معظم الاقتصاديات العالمية⁸. ومن هذا المنطلق توصل مدكلياني وميلر بأنه في حالة وجود ضريبة على دخل المؤسسات، فإنه من مصلحة المؤسسة الاعتماد على الأموال المقترضة في تكوين هيكلها المالي⁹، لأن القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من قروض وأموال خاصة سوف تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة. غير أن هيكلها المالي يتكون من أموال خاصة فقط.

2. نموذج ميلر 1977

قدم ميلر سنة 1977 نموذج لهيكل رأس مال المؤسسة خصص فيه إلى عدم وجود أي أثر للاقتراض على قيمة المؤسسات مما يعني عدم وجود علاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة¹⁰.

3. اثر تكلفة الإفلاس

عندما تتعرض المؤسسة لوضعية الإفلاس بسبب استخدامها للأموال المقترضة في الهيكل المالي وعدم قدرتها على دفع التزاماتها من فوائد وقروض، فإنها تتعرض لمجموعة من العقوبات التي تؤدي إلى الزيادة في تكلفة الأموال المقترضة، وهذه التكاليف يمكن تصنيفها إلى نوعين¹¹: تكاليف مباشرة متعلقة بعملية الإفلاس وتكاليف غير مباشرة قبل عملية الإفلاس

ناجمة عن انخفاض كفاءة المؤسسة. ونتيجة لذلك ومن الجانب النظري تتمكن المؤسسة من تكوين مزيج تقويلي أمثل من الأموال الخاصة والأموال المقرضة عندما تصل إلى النقطة التي تنخفض فيها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى، وهي النقطة التي تتساوى فيها القيمة الحالية للوفورات الضريبية مع القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس.

4. نظرية الوكالة:

تنص نظرية الوكالة (Théorie de l'agence) على أن العلاقة انه فكلم ارتفعت نسبة الأموال الخاصة في الهيكل المالي كلما أدى هذا إلى زيادة تكلفة الوكالة المرتبطة بالمساهمين والعكس صحيح، وكلما ارتفعت نسبة الأموال المقرضة في الهيكل المالي للمؤسسة كلما أدى هذا للزيادة في تكلفة الوكالة المرتبطة بالمقرضين والعكس صحيح.

5. نظرية الإشارة:

وفقاً لهذه النظرية فإن مسيري المؤسسات التي تمتاز بالكفاءة يعتمدون على طريقة غير مباشرة للإعلان عن المعلومات الجيدة أي باستخدام الإشارة في توصيل المعلومة للمستثمرين والذي يكون عن طريق الرفع من الاقتراض¹². فحسب هذه النظرية فإن إصدار السندات في أسواق رأس المال يقدم إشارة إيجابية على أن الأسهم مقيمة في السوق المالي بأقل من قيمتها الحقيقية وان المسيرين يرغبون في توزيع الأرباح المستقبلية المتوقعة مع المساهمين القدامى (الحاليين) الأمر الذي يترك انطباع على أن المسيرين لا يريدون تقاسم الأرباح المستقبلية مع مساهمين جدد¹³.

6. نظرية توقيت السوق وهيكل رأس المال لتفسير الهيكل المالي للمؤسسات

تقوم نظرية توقيت السوق وهيكل رأس المال Market Timing and capital structure theory والتي تم التوصل إليها نتيجة لأعمال Baker et Wurgler سنة 2002 على فكرة ان الهيكل المالي يتطور كنتيجة تراجيكية للمحاولات السابقة حسب توقيت سوق الاسهم. "capital structure evolves as the cumulative outcome of past attempts to time the equity market".¹⁴ وحسب هذه الدراسة فانه تم التوصل الى ان المؤسسات التي تمتاز برافعة مالية منخفضة تميل الى تلك المؤسسات التي جمعت الاموال عندما كانت قيمتها عالية، والعكس بالنسبة لتلك المؤسسات التي تمتاز برافعة مالية مرتفعة والتي تميل الى تلك المؤسسات التي جمعت الاموال عندما كانت قيمتها منخفضة¹⁵. وبناء على هذه النظرية فإذا كانت الاسهم مقيمة بأقل من قيمتها عند الاكتتاب فيكون من الافضل للشركة الاقتراض، وإذا كانت قيمة السهم أكثر من قيمتها عند الاكتتاب ينبغي على الشركة اصدار الاسهم¹⁶.

7. نظرية ترتيب مصادر التمويل la théorie du financement hiérarchique

في سنة 1961، وضع جورج دونالدسون G. Donaldson نظرية لترتيب مصادر التمويل حسب الأفضلية pecking order theory من وجهة نظر المؤسسة حيث تتلخص أبعاد هذه النظرية في النقاط التالية¹⁷: تفضل المؤسسة الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي؛ تضع المؤسسة نسب مستهدفة لتوزيعات الأرباح وهذا من خلال مقارنتها مع احتياجاتها الاستثمارية وكذلك توقعاتها بشأن التدفقات النقدية المستقبلية وهذا في الظروف العادية؛ تبع المؤسسة سياسة ثابتة بشأن توزيعاتها، بمعنى أنها تتجنب أي تغيرات مفاجئة خاصة تلك التي تطوي على النقص في الأرباح الموزعة، فإذا كانت قيمة الأرباح المحتجزة تفوق الاحتياجات الاستثمارية فالمؤسسة تقوم بتوجيه جزء منها لسداد الديون أو باستثمارها في أوراق مالية سهلة التسويق، وأما في حالة حدوث العجز في حجم الموارد المالية اللازمة لتمويل الاستثمارات فيصعب تأجيلها في هذه الحالة لتلجأ المؤسسة لاستخدام جزء من الرصيد النقدي أو بيع جزء من الأوراق المالية سهلة التسويق؛ إذا لم تتمكن المؤسسة من توفير الموارد المالية اللازمة من المصادر الداخلية فإنها تلجأ أولاً نحو الاقتراض مباشرة أو بإصدار سندات

تقليدية لتأتي بعد ذلك إمكانية إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم Convetribal Bonds ثم في الأخير يأتي دور إصدار الأسهم العادية.

وقد حاول مايرز Mayers سنة 1984، إعطاء تفسير لهذا الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل من وجهة نظر المؤسسة على النحو التالي¹⁸: تعتمد المؤسسة في توفير الموارد المالية على التمويل الذاتي (التمويل الداخلي) كأول وأهم مصدر مالي تلجأ إليه المؤسسة وهذا من خلال الموازنة بين معدلات توزيع الأرباح والفرص الاستثمارية المتاحة، وإذا أصبحت الحاجة ملحة للتمويل الخارجي، المؤسسة تفضل في البداية الاعتماد على الاقتراض ثم السندات القابلة للتحويل إلى أسهم ويأتي في المرتبة الأخيرة إصدار أسهم.

8. تفسير الهيكل المالي لم ص م حسب نظرية ترتيب مصادر التمويل

حسب NORTON سنة 1991 من خلال اختباره للنتائج المتحصل عليها في دراسته، توصل الى ان عكس ما تشير اليه النظرية المالية التوازنية فان اثر الافلاس وتكلفة الوكالة وعدم تماثل المعلومات تمثل محدودات هامشية في اختيار الهيكل التمويلي، حيث يتضح من خلال الدراسة ان المسيرين يقومون بوضع ترتيب للتمويل بحيث يتم الاعتماد بشكل كبير على التمويل الداخلي ثم وفي حالة عدم كفايته يتم اللجوء الى التمويل عن طريق الاقتراض قبل الاعتماد على التمويل من خلال اصدار الاسهم¹⁹. في الجانب الميداني هناك العديد من الدراسات الميدانية التي عاجلت فرضية وجود ترتيب لاختيار مصادر التمويل في الم ص و م ومن امثلة ذلك نجد²⁰: دراسة NORTON سنة 1991 والتي اجريت على عينة من الم ص و م الامريكية والتي اشار من خلالها الى اهمية نظرية ترتيب اختيار مصادر التمويل في تفسري الهيكل المالي لم ص و م . وبالمثل فان دراسات كل من Holmes et Cassar سنة 2003 وبالإضافة الى Michaelas Chittenden et Poutziouris سنة 1999 اظهرت هذه الدراسات على وجود علاقة عكسية بين الربحية و الاقتراض حيث يؤكدون على ان الم ص و م تفضل الاعتماد على التمويل الداخلي قبل اللجوء الى التمويل الخارجي وهذا من دراسة اجريت على عينة من الم ص و م في استراليا وانجلترا. وفي فرنسا في دراسة لـ Nékhlis سنة 1991 تؤكد على وجود ترتيب لمصادر التمويل من خلال العلاقة العكسية بين التمويل الذاتي والقروض البنكية طويلة الاجل من جهة وحجم المؤسسة من جانب آخر.

المحور الثاني: دراسة ميدانية حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

1. الفرضيات واختيار المتغيرات : من خلال العنصر الحالي تقوم بدراسة محدودات التمويل بالقروض الاستثمارية لم ص م في الجزائر وفقا لنظرية ترتيب مصادر التمويل، ولهذا سنعمل على صياغة بعض الفرضيات بناءا على النتائج المتوصل اليها من خلال المقاربات النظرية والدراسات الميدانية المفسرة لهيكل تمويل الاحتياجات الاستثمارية لم ص م حسب نظرية ترتيب مصادر التمويل.

1.1. صياغة فرضيات البحث: حسب دراسة كلا من Pedro Proença, Raul M. S. Laureano, Luis M. S. سنة 2011 تمت الاشارة من خلالها الى ان هناك علاقة عكسية بين نسبة الاموال المقترضة والربحية، وهذا على اعتبار ان الم ص م التي تحقق ربحية عالية تميل للاعتماد على تمويل استثماراتها من المصادر الداخلية وهذا بسبب ارتفاع تكلفة التمويل من المصادر الخارجية²¹. كما اظهرت دراسة كلا من D. Forte, L. A. Barros, W. T. Nakamura سنة 2013 نتيجة اساسية هي ان الربحية مرتبطة بعلاقة عكسية مع الرفع المالي، مما يعني ان نتائج هذه الدراسة تتوافق مع ما تنص عليه نظرية ترتيب مصادر التمويل والتي تشير الى ان الم ص م تعمل على تمويل توسعت نشاطها عن طريق الديون بعد ان تستنفذ مصادرها الداخلية والمتمثلة في الارباح المحتجزة²².

وبناء على نتائج الدراسات سابقة الذكر يمكننا طرح الفرضية التالية: الفرضية تتمثل في ان الزيادة في ربحية المؤسسة يؤدي الى الانخفاض في حجم القروض طويلة الاجل في الهيكل المالي في الم ص م في الجزائر.

2.1. تحديد المتغيرات:

1.2.1. تحديد المتغير التابع:

تقيس نسبة الاقتراض المدى الذي ذهبت اليه المؤسسة في الاعتماد على القروض او اموال الغير في تمويل احتياجاتها، حيث يمثل الرفع المالي النسبة الأكثر استخداما للدالة على الهيكل المالي للمؤسسة وللتعبير على مدى قدرتها على تسديد ديونها بحيث يتم حساب الرفع المالي بالعلاقة التالية²³:

$$\text{العلاقة رقم (01): الرفع المالي: الرفع المالي} = \text{القروض الصافية} / \text{الاموال خاصة}$$

في حين نجد في دراسة Ydriss ZIANE سنة 2004²⁴ قد تم التعبير على هيكل الاقتراض في الم ص م من خلال العلاقة التالية:

$$\text{العلاقة رقم (02): هيكل الاقتراض} = \text{القروض المالية} / \text{مجموع الاصول}$$

كما نجد في دراسة كلا من Christine Chevallier, Anthony Miloudi سنة 2014²⁵ انه تم الاعتماد على ثلاثة متغيرات للتعبير على حجم الاقتراض في الم ص م وهي إجمالي القروض، القروض طويلة الاجل (والتي تزيد مدة استحقاقها عن سنة واحدة)، القروض قصيرة الاجل (والتي تقل مدة استحقاقها عن سنة واحدة).

وعليه وبالنظر الى طبيعة المعطيات المتاحة في دراستنا الحالية فإننا سنحاول الاعتماد على نسب للتعبير على مدى استخدام الم ص م في الجزائر للقروض طويلة الاجل لتمويل احتياجاتها الاستثمارية وهي:

$$\text{العلاقة رقم (03): المتغير التابع : نسبة الاقتراض طويل الاجل} = \text{اجمالي القروض طويلة الاجل} / \text{اجمالي الاصول}$$

حيث ان هذه النسبة يتم التعبير من خلالها على مدى اعتماد الم ص م في الجزائر على القروض طويلة الاجل لتمويل أصولها اين تتمثل القروض طويلة الاجل في القروض والديون المدينة المالية.

2.2.1. تحديد المتغير المفسر:

تعطي نسب الربحية مؤشرات عن مدى قدرة المؤسسة على توليد الارباح من المبيعات او من الاموال المستثمرة، ومن اهمها نجد هامش مجمل الربح، هامش ربح العمليات، هامش صافي الربح . اما نسب الربحية ، صافي الربح الى مجموع الاصول، معدل العائد على حقوق الملكية والموضحة. وعليه وبالنظر الى طبيعة المعطيات المتاحة في دراستنا الحالية فإننا سنحاول الاعتماد على نسبة الربحية²⁶ الموضحة في العلاقة رقم (04) للتعبير على ربحية الم ص م في الجزائر ومنه للمتغير المفسر يتم التعبير عنه بالعلاقة التالية:

$$\text{العلاقة رقم (04): المتغير المفسر: نسبة الربحية} = \text{النتيجة الصافية} / \text{اجمالي الاصول.}$$

الجدول رقم (01): حساب وترميز المتغيرات

نوع المتغير	الترميز	المتغير	طريقة الحساب
المتغير التابع	DTLT	نسبة اقتراض ط.أ	اجمالي ق.ط.أ / اجمالي الأصول
المتغير المفسر	PROF	نسبة الربحية	النتيجة الصافية / اجمالي الاصول

من اعداد الباحث

2. عينة الدراسة: المعطيات المستخدمة في هذه الدراسة تم الحصول عليها من المركز الوطني للسجل التجاري، الذي يوفر المعلومات حول الميزانية وجدول حسابات النتائج لجميع المؤسسات على مستوى التراب الوطني وقد تم اختيار العينة وفقا للمعايير التالية: لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 2 مليار دينار 27؛ تم إهمال المؤسسات المالية وشركات التأمين؛ تم الاعتماد على المؤسسات التي تم الإعلان عن حساباتها خلال السنوات 2010-2011-2012؛ لم يتم الأخذ بعين الاعتبار الميزانيات وجدول حسابات النتائج التي تمتاز بنقص المعلومات مثل حالات عدم تساوي بين إجمالي الخصوم والأصول أو رقم الأعمال منعدم خلال الفترة؛ ويهدف تفادي الانحياز في النتائج تم حذف البيانات المتطرفة؛ وفي النهاية تم الحصول على 58 ميزانية ونفس العدد من جدول حسابات النتائج والمعلومات.

3. بناء النموذج ونتائج الدراسة:

1.1. بناء النموذج:

لاختبار فرضيات البحث سنستخدم البيانات المالية والحاسبية للم ص م محل الدراسة وعلى اعتبار أن البيانات المتاحة الخاصة بالعينة محل الدراسة تم أخذها من فترات زمنية مختلفة، فإنه من بين أهم الأساليب التقديرية الملائمة لهذا النوع من البيانات هي طريقة المربعات الصغرى، ولكي تتمكن من استخدام هذه الطريقة لبناء النموذج فإننا نفترض ضمنا أن كل الخصائص هي موحدة بالنسبة لجميع المؤسسات. وفي النهاية فإن النموذج المقترح موضع في العلاقة التالية:

$$DTLT_{it} = \beta_0 + \beta_1 PROF_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن : DTLT : تمثل نسبة الاقتراض طويل الاجل ، PROF : تمثل نسبة الربحية ؛ ε : القيمة المتبقية ؛ i : تمثل عدد المشاهدات من 1 الى 58 ؛ t : تمثل عدد السنوات 1 الى 3 سنوات.

2.4. نتائج الدراسة: الجدول رقم (03): نتائج نموذج الانحدار البسيط

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.175179	0.019572	8.950270	0.0000
PROF	-1.014820	0.233653	-4.343272	0.0001
R-squared	0.251977	Mean dependent var	0.145519	
Adjusted R-squared	0.238619	S.D. dependent var	0.160093	
S.E. of regression	0.139692	Akaike info criterion	-1.064875	
Sum squared resid	1.092781	Schwarz criterion	-0.993825	
Log likelihood	32.88136	Hannan-Quinn criter.	-1.037199	
F-statistic	18.86401	Durbin-Watson stat	1.696822	
Prob(F-statistic)	0.000060			

ومن خلال تحليل الانحدار للنموذج الامثل بالاعتماد على برنامج E-views والموضحة في الجدول الحالي تم التوصل الى النتائج التالية:

العلاقة رقم (05): نتائج تحليل الانحدار

$$DTLT_{it} = 0.175179 - 1.01420 PROF_{it}$$

$$T - S = (8.950270) \quad (-4.343272)$$

$$R^2 = 0.251977 \quad \overline{R^2} = 0.238619 \quad F - S = 18.86401 \quad \text{Prob}(F - S) = 0.000060 \quad N = 58$$

3.4. اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

يمكن اختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال معامل التحديد R^2 وبالإضافة الى احصائية F-Statistic وبالرجوع الى الجدول رقم (03) والعلاقة رقم (05) نلاحظ ان قيمة معامل التحديد R^2 تقدر بـ 0,251977 مما يعني ان المتغير المفسر في النموذج يحدد 25,20% من التغيرات التي تطرأ على نسبة القروض طويلة الاجل الى اجمالي الاصول في الم ص م محل الدراسة.

و يهدف اختبار معنوية الانحدار ككل يتم مقارنة احصائية فيشر المحسوبة F-Statistic في الجدول رقم (03) والعلاقة رقم (05) والمقدرة بـ 18,86401 مع القيمة الجدولية والمستخرجة من جدول توزيع فيشر عند مستوى المعنوية 0,05 ودرجة الحرية $v1 = k = 1$ و $v2 = n - k - 1 = 58 - 1 - 1 = 56$ حيث تم التوصل الى القيمة الجدولية التالية : $F(0.05, 1, 56) = 4.01297338$ ومنه بما ان قيمة احصائية فيشر المحسوبة F-Statistic أكبر من القيمة الجدولية $F(0.05, 1, 56)$ كما ان القيمة الاحتمالية المرفقة لقيمة احصائية فيشر المحسوبة (F-Statistic) Prob تقدر بـ 0,000060 اي اقل من مستوى المعنوية 5% وتساوي الى الصفر وبالتالي سيتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على انه يوجد على الاقل متغير واحد معلمته لا يساوي الصفر وهذا ما يدل على وجود علاقة خطية معنوية بين المتغير التابع والمتغير المفسر وبالتالي فالنموذج ككل له معنوية احصائية.

4.4. اختبار معنوية المعامل للنموذج:

الجدول رقم (04): نتائج اختبار ستودنت للنموذج

المتغيرات المفسرة	المعاملات	t-Statistic	Prob (t-Statistic)	$t_{(0.05, 1, 56)}$
PROF	نسبة الربحية	4,343272	0,0001	2,0032

من اعداد الباحث

من خلال الجدول الحالي نلاحظ انه بالنسبة لمعامل المتغير المفسر نسبة الربحية β_1 ان احصائية |t-Statistic| أكبر من القيمة الجدولية $t(0.05, 1, 56)$ كما ان قيمة الاحتمال المرفق للقيمة المحسوبة Prob (t-Statistic) اقل من مستوى المعنوية الإحصائية 5% وتؤول الى صفر وبالتالي فسيتم رفض فرضية العدم أي ان المعلمة β_1 تختلف معنويا عن 0 ومنه يمكن القول ان المتغير المفسر نسبة الربحية (PROF) ذو دلالة احصائية عند مستوى معنوية 5% في تفسير المتغير في نسبة الاقتراض طويلة الاجل الى الاجالي الاصول (DTLT) لم ص م محل الدراسة.

5.4. اختبار استقلالية البواقي وعدم وجود ارتباط ذاتي بينها للنموذج:

الجدول رقم (05): نتائج اختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test للنموذج

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

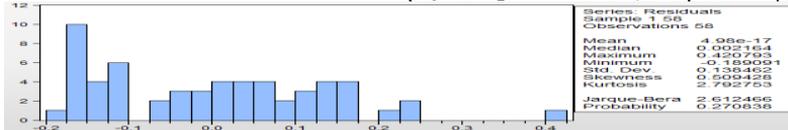
F-statistic	0.927320	Prob. F(2,54)	0.4018
Obs*R-squared	1.925876	Prob. Chi-Square(2)	0.3818

من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج e-views

من خلال الجدول الحالي نلاحظ ان احصائية Prob.Chi-square تقدر بـ 0,3818 اي أكبر من مستوى المعنوية 5% مما يعني هذا قبول فرضية العدم والتي تشير الى عدم وجود ارتباط ذاتي للبواقي.

6.4. اختبار مدى اتباع البواقي للتوزيع الطبيعي للنموذج:

الشكل رقم (01): نتائج اختبار Jarque-Bera Test للنموذج



من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج e-views

ومن خلال الشكل الحالي يتضح ان توزيع البواقي يؤخذ شكل التوزيع الطبيعي وللتأكد على هذه النتيجة يتم استخدام احصائية مستوى معنوية اختبار Jarque-Bera حيث تقدر بـ 0,270838 اي أكبر من مستوى المعنوية 5% مما يعني قبول فرضية عدم التشير الى ان البواقي تتوزع طبيعياً وهو ما يوافق فرضيات الانحدار الخطي المتعدد.

7.4 اختبار تجانس البواقي وثبات تباينها للنموذج:

الجدول رقم (06): نتائج اختبار Breusch-Pagan-Godfrey Test للنموذج

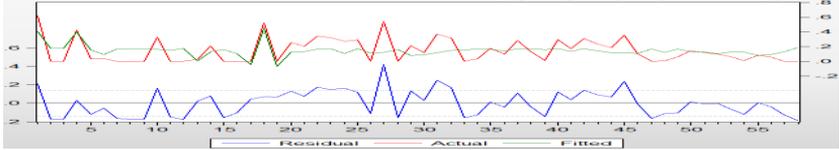
Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.506429	Prob. F(1,56)	0.4796
Obs*R-squared	0.519815	Prob. Chi-Square(1)	0.4709
Scaled explained SS	0.434370	Prob. Chi-Square(1)	0.5099

من خلال الجدول الحالي نلاحظ ان احصائية Prob. Chi-square تقدر بـ 0,4709 اي أكبر من مستوى المعنوية 5% مما يعني هذا قبول فرضية عدم التشير الى تجانس البواقي وثبات تباينها.

8.4 اختبار القدرة التنبؤية للنموذج:

الشكل رقم (02): اختبار القدرة التنبؤية للنموذج



من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج 7.2 e-views

وعند مقارنة منحنى القيم الحالية (Actual) للمتغير التابع (DTLT) مع القيم المحصلة من النموذج (Fitted) نلاحظ ان هناك تقارب كبير في النتيجتين وبالإضافة الى توجه التغير. وبالتالي ما يمكن استنتاجه هو ان النموذج يعد مقبول لتفسير التغيرات في نسبة الاقتراض طويلة الاجل الى اجمالي الاصول (DTLT) لم ص م محل الدراسة.

الجدول رقم (07): اختبار الفرضيات وفقاً للنموذج

المتغيرات المفردة		العلاقة المتوقعة		العلاقة المحصلة	
PROF	نسبة الربحية	النتيجة الصافية / اجمالي الاصول	عكسية	عكسية	

المصدر: من إنجاز الباحث بالاعتماد على نتائج الدراسة

ومن خلال الجدول الحالي نستنتج ان: المتغير نسبة الربحية (PROF) مفسر عند مستوى معنوية 5% مما يؤكد الفرضية التي تشير الى وجود علاقة عكسية بين نسبة الربحية ونسبة الاقتراض طويل لم ص م، وبالتالي يوجد تأثير لنسبة الربحية على نسبة الاقتراض طويل الاجل الى اجمالي الاصول الثابتة في المؤسسات محل الدراسة.

5. تفسير النتائج:

ومن خلال تحليلنا لنموذج الانحدار البسيط تمت ملاحظة وجود علاقة عكسية ذو دلالة احصائية بين المتغير التابع المتمثل في نسبة الاقتراض طويلة الاجل الى اجمالي الاصول (DTLT) والمتغير المفسر نسبة الربحية (PROF). وهي نفس النتيجة الملاحظة في دراسة كلا من Pedro Proença, Raul M. S. Laureano, Luis M. S. Laureano سنة 2011 و دراسة كلا من D. Forte, L. A. Barros, W. T. Nakamura سنة 2013 والتي تمت الاشارة من خلالها الى ان هناك علاقة عكسية بين نسبة الاموال المقترضة والربحية، وهذا على اعتبار ان الم ص م التي تحقق ربحية

عالية تميل للاعتماد على تمويل استثماراتها المصادر الداخلية وهذا بسبب ارتفاع تكلفة التمويل من المصادر الخارجية. هذه النتيجة تتوافق ومحتوى نظرية ترتيب افضلية مصادر التمويل Pecking Order Theory .

الخلاصة:

أن الهدف من خلال هذه الورقة البحثية يتمثل أساسا في محاولة دراسة العوامل المحددة لمدى لجوء الم ص م في الجزائر لاستخدام التمويل بالقروض الاستثمارية وقد تمت هذه الدراسة وفقا لمبادئ إحدى أهم النظريات المفسرة للهيكل المالي لم ص م وهي نظرية ترتيب اختيار مصادر التمويل. ولقد تم في المحور الاول التطرق للإطار النظري المفسر لهيكل تمويل المؤسسات، والذي قمنا فيه بسردهم أهم المداخل النظرية المفسرة للهيكل المالي الأمثل ونسبة الاقتراض المثلى لأي مؤسسة والتي من شأنها أن تؤدي لهدف تعظيم قيمة المؤسسة، وبالإضافة الى تفسير الهيكل المالي لم ص م حسب نظرية ترتيب مصادر التمويل فقد تم من خلاله التركيز على احد أهم النظريات المفسرة للهيكل المالي، ومدى قدرتها على تفسير نسبة الأموال المقترضة المثلى في الم ص م والمتمثلة في نظرية ترتيب اختيار مصادر التمويل حيث وقع الاختيار على هذه النظرية على اعتبار أنها تعتمد على فرضيات اقرب ما تكون من واقع الم ص م والمتمثلة في ان مالكي الم ص م هم يمثلون عادة المسيرين وان قراراتها المالية ترتبط بشكل كبير بميولاتهم. أما المحور الثاني فقد تم تخصيصه للدراسة الميدانية لتحديد العوامل المحددة لمدى لجوء الم ص م في الجزائر من خلال دراسة الميزانيات المالية وجداول حسابات النتائج لعينة من الم ص م في الجزائر.

النتائج: من خلال هذه الورقة البحثية توصلنا للنتائج التالية: وجود نتائج متضاربة حول مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة حيث تشير بعض النظريات إلى وجود ما يسمى بالهيكل المالي الأمثل، الذي يعظم القيمة السوقية للمؤسسة إلى أقصى حد ممكن. في حين تؤكد نظريات أخرى على عدم وجود هذا النوع من العلاقات وان قيمة المؤسسة محددة بحجم نشاطها وليس بهيكلها المالي. وبالاعتماد على الدراسات الميدانية فقد تم التوصل إلى وجود علاقة عكسية بين قيمة نسبة الربحية ونسبة الاقتراض طويل الاجل الى اجالي الاصول، مما يشير إلى احتمال اعتبار ان الم ص م محل الدراسة والتي تحقق نسب ربحية مرتفعة قد ترغب في الاعتماد على التمويل الداخلي بدرجة أكبر مما قد يجد من لجؤها الى التمويل من المصادر الخارجية عن طريق الفروض طويلة الاجل.

التوصيات والاقتراحات:

من خلال نتائج هذه الورقة البحثية يمكن صياغة التوصيات التالية: تنوع مصادر تمويل الم ص م في الجزائر من خلال إيجاد آليات لتوفير الموارد المالية الخارجية؛ رغم أن القروض البنكية تمثل أقدم آليات التمويل للنشاط الاقتصادي في أي بلد، إلا أنها في الجزائر لا تلقى إقبالا كبيرا من طرف مالكي ومسير الم ص م وبالتالي ضرورة تكثيف التمويل عن طريق القروض البنكية وفقا لما يتلاءم ومبادئ وطبيعة الفرد الجزائري؛

¹ Commission européenne, « Les PME en Europe2003 », Observatoire des PME européennes, rapport 2003/n° 7 ; rapport soumis à la Direction générale des Entreprises par KPMG Special Services, EIM Business & Policy Research et l'ENSR , Bruxelles, 2004, p. 17.

² Jean Lachmann, (1996), Financer l'innovation des PME, ed. Economica, Paris, France, pp. 16-17.

³ .Office National des Statistiques, premier recensement économique 2011 résultats définitifs de la première phase, ONS, Collections Statistiques N° 172/ 2012 Série E : Economie N° 69, Alger, juillet 2012, p.p. 27-28.

⁴ . نفس المرجع، ص 645.

5. Jacques Teuliue et Patrick Topsacalian, (1999), op. cit, p. 357.

6. 645. منير إبراهيم هندي, (2000), مرجع سابق, ص

7. Pierre Vernimmen, (2002), finance d'entreprise ed dalloz, paris, France, p. 665.

8. ibid, p. 673.

9. ibid, p. 673.

10. 673-678. منير إبراهيم هندي, (2000), مرجع سابق, ص

11. Jacques Teuliue et Patrick Topsacalian, (1999), op. cit, pp. 366-367.

12. Arvin Ghosh, (2012), Capital Structure and Firm Performance, ed Transaction Publishers, New jersey, USA, p.9

13. ibid, p.9

14. Malcolm Baker and Jeffrey Wurgler, Journal of Finance, Vol. 57, No. 1 (February 2002) , p. 27.

15. ibid , p. 29.

16. عادلة حاتم ناصح وعبد الخالق ياسين البدران , , علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2011-2004, مجلة العلوم الاقتصادية, العدد 37 المجلد 10, تشرين الثاني 2014, كلية العلوم الاقتصادية جامعة البصرة, العراق, 2014, ص19.

17. منير إبراهيم هندي, (1998), الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل, الطبعة الثانية, منشأة المعارف, الإسكندرية, مصر, ص 301.

18. Jacques Teuliue et Patrick Topsacalian, (1999), op. cit, p.370.

19. Josée St-Pierre, Op. Cit, p100.

20. Asma trabelsi, les déterminants de la structure du capital et les particularités du financement dans les pme : une etude sur données françaises, these pour l'obtention du titre de docteur en sciences de gestion, université paris ix dauphine, France, , 2006, p. 49.

21. Pedro Proença, Raul M.S. Laureano, Luis M.S. Laureano, "Determinants of Capital Structure and the 2008 Financial Crisis: Evidence from Portuguese SMEs", Procedia - Social and Behavioral Sciences, Volume 150, 15 September 2014, p.p. 182-191.

22. Denis Forte; Lucas Ayres Barros; Wilson Toshiro Nakamura, "Determinants of the capital structure of small and medium sized Brazilian enterprises", BAR - Brazilian Administration Review, vol.10 no.3 Rio de Janeiro July/Sept. 2013, p.p. 347-369.

23. Pierre Vernimmen, finance d'entreprise, 13^{ème} édition, éd Dalloz, Paris, France, 2015, p. 276

24. ZIANE, « La structure d'endettement des PME françaises : une étude sur données de panel », Revue Internationale des PME, 2004, Volume 17, Numéro 1.p. p. 123-138.

25. Christine Chevallier, Anthony Miloudi, " structure du capital des pme françaises de haute technologie ", Recherches en Sciences de Gestion, 2014/2 (N° 101), p. 83-100.

26. 105. منير إبراهيم هندي, مرجع سابق, ص

27. على اعتبار أن المشرع الجزائري حسب القانون التوجيهي رقم 01-18 المؤرخ في 12/12/2001 والمتعلق بترقية الم ص و م, يعرف الم ص م على أنها لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 2 مليار دج.

مراجع باللغة العربية

منير إبراهيم هندي, (2000), الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر, الطبعة الرابعة, المكتب العربي الحديث, الإسكندرية, مصر.

منير إبراهيم هندي, (1998), الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل, الطبعة الثانية, منشأة المعارف, الإسكندرية, مصر.

عادلة حاتم ناصح وعبد الخالق ياسين البدران , , علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2011-2004, مجلة العلوم الاقتصادية, العدد 37 المجلد 10, تشرين الثاني 2014, كلية العلوم الاقتصادية جامعة البصرة, العراق.

المراجع باللغات الأجنبية

Christine Chevallier, Anthony Miloudi, " structure du capital des pme françaises de haute technologie ", Recherches en Sciences de Gestion, 2014/2 (N° 101).
Arvin Ghosh, (2012), Capital Structure and Firm Performance, ed Transaction Publishers, New jersey, USA,
Asma trabelsi, les déterminants de la structure du capital et les particularités du financement dans les pme : une étude sur données françaises, thèse pour l'obtention du titre de docteur en sciences de gestion, université paris ix dauphine, France, , 2006.
Commission européenne, « Les PME en Europe2003 », Observatoire des PME européennes, rapport 2003/n° 7 ; rapport soumis à la Direction générale des Entreprises par KPMG Special Services, EIM Business & Policy Research et l'ENSR , Bruxelles, 2004.
Denis Forte; Lucas Ayres Barros; Wilson Toshiro Nakamura, "Determinants of the capital structure of small and medium sized Brazilian enterprises", BAR - Brazilian Administration Review, vol.10 no.3 Rio de Janeiro July/Sept. 2013
Jean Lachmann, (1996), Financer l'innovation des PME, ed. Economica, Paris, France.
Malcolm Baker and Jeffrey Wurgler, Journal of Finance, Vol. 57, No. 1 (February 2002) .
Office National des Statistiques /ONS, (2012), premier recensement économique 2011 résultats définitifs de la première phase, Alger, ALGERIE.
Office National des Statistiques, premier recensement économique 2011 résultats définitifs de la première phase, ONS, Collections Statistiques N° 172/ 2012 Série E : Economie N° 69, Alger, juillet 2012.
Pedro Proença, Raul M.S. Laureano, Luis M.S. Laureano, "Determinants of Capital Structure and the 2008 Financial Crisis: Evidence from Portuguese SMEs" , Procedia - Social and Behavioral Sciences, Volume 150, 15 September 2014
Pierre Vernimmen, (2015),finance d entreprise, 13 ^{ème} édition, éd Dalloz, Paris, France.
ZIANE, « La structure d'endettement des PME françaises : une étude sur données de panel », Revue Internationale des PME, 2004, Volume 17, Numéro 1.
قائمة الجداول

ص 12	الجدول رقم (01): حساب وترميز المتغيرات
ص 13	الجدول رقم (02): تحليل وصفي للعبئة محل الدراسة
ص 14	الجدول رقم (03): نتائج نموذج الانحدار البسيط
ص 15	الجدول رقم (04): نتائج اختبار ستودنت للنموذج
ص 15	الجدول رقم (05): نتائج اختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test للنموذج
ص 16	الجدول رقم (06): نتائج اختبار Breusch-Pagan-Godfrey Test للنموذج
ص 17	الجدول رقم (07): اختبار الفرضيات وفقاً للنموذج
	قائمة الأشكال
ص 16	الشكل رقم (01): نتائج اختبار Jarque-Bera Test للنموذج
ص 17	الشكل رقم (02): اختبار القدرة التنبؤية للنموذج