

تحليل هيكل خصوم المؤسسات الجزائرية -دراسة تجريبية-
**Analysis of the structure of the passive of Algerian enterprises -
 Empirical study-**

بويوسف فوزية¹، غربي حمزة^{2*}

¹جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، fouzia.benyoucef@univ-msila.dz

²جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، hamza.gharbi@univ-msila.dz

تاريخ النشر: 2021/06/30

تاريخ القبول: 2021/06/04

تاريخ الاستلام: 2021/05/24

ملخص: يعتبر موضوع هيكل الخصوم أو الهيكل المالية من بين المواضيع التي لازالت محل دراسة العديد من الباحثين، وذلك لتعدد النظريات التي حاولت تفسير هذه الهيكلية، وكذا لنتائج الدراسات التجريبية المختلفة. ومن خلال عينة من المؤسسات الجزائرية، تم التوصل إلى تأثير الضمانات والحجم، وكذا الشكل القانوني على هيكل الخصوم، وهذا ما يتوافق مع تحليل نظرية الإشارة ونظرية التوازن. في حين تم رفض تأثير كل من المردودية والنمو. كلمات مفتاحية: هيكل خصوم، هيكلية مالية، مؤسسات جزائرية، نظرية التوازن، نظرية الإشارة.

تصنيفات JEL: E62، G32، K34

Abstract:The topic of the passive structure, or financial structuring, is among the topics that are still being studied by many researchers, due to the multiplicity of theories that tried to explain this structure, as well as the results of various experimental studies. Through a sample of Algerian enterprises, the effect of guarantees and size, as well as the legal form on the liability structure, was reached, and this is consistent with the analysis of signal theory and tradeoff theory. The effect of both profitability and growth was rejected.

Keywords: passive structure; financial structuring; Algerian enterprises; tradeoff theory; signal theory.

Jel Classification Codes:E62, G32, K34

تواجه المؤسسة عدة بدائل تمويلية، تختلف بين التمويل الذاتي والتمويل الخارجي، وهو ما يعرف بهيكل خصومها أو هيكلتها المالية، وعليها أن تختار نسبة كل من التمويل الذاتي ونسبة التمويل الخارجي، وتكون المؤسسة مجبرة على تحديد نسبة الديون التي تلجأ إليها لتمويل نشاطاتها الاستثمارية وغيرها.

عرفت الأدبيات المالية التي اهتمت بموضوع الهيكلية المالية للمؤسسة وتحديد نسبة الديون فيها عدة تجاذبات، بداية بنظرية موديقلياني وميلر 1958 والتي أكدت عدم وجود هيكلية مالية مثلى تؤدي إلى رفع القيمة السوقية للمؤسسة، ثم تعديلها سنة 1963 لتصبح هناك هيكلية مالية مثلى بسبب نشأة الوفورات الضريبية، ثم جاءت تليها العديد من النظريات كنظرية الترتيب السلمي، نظرية الإشارة ونظرية الوكالة.

1-1- إشكالية الدراسة

بعد معاينة ميزانيات 250 مؤسسة جزائرية، لوحظ وجود نسبة معتبرة منها لا تحتوي هيكلتها المالية على الديون طويلة الأجل، وبالتالي فقد اعتمدت على التمويل الذاتي بنسبة كبيرة جدا. وهذا ما يؤدي إلى طرح التساؤل الآتي:

ما هي المحددات التي تؤدي بالمؤسسة إلى اتخاذ قرار التمويل بالديون طويلة الأجل واعتمادها على التمويل الذاتي في هيكل خصومها؟

2-1- فرضيات الدراسة

للإجابة على هذا التساؤل -على الأقل في هذا المقال- سيتم طرح الفرضيات الموالية:

- تختلف محددات هيكل خصوم المؤسسات الجزائرية عن المؤسسات في الدول المتطورة.
- بسبب البيئة الجزائرية، فإن المحدد الرئيسي الذي يؤدي بالمؤسسة الجزائرية إلى اتخاذ قرار التمويل طويل الأجل هو الضمانات، وبالعلاقة طردية.
- لا يؤثر كل من الشكل القانوني، المرادوية والحجم على هيكل خصوم المؤسسات الجزائرية.

3-1- أهداف الدراسة

يهدف هذا المقال إلى تحليل هيكل خصوم المؤسسات الجزائرية، ومعرفة العوامل التي تؤثر على نسب التمويل الذاتي والتمويل الخارجي، والذي يعبر عن الهيكلية المالية للمؤسسة، وكذا تحديد النظرية التي توافق النتائج المتوصل إليها.

4-1- منهج الدراسة

يعتبر نموذج التحليل التمييزي أنسب نموذج يساعد على الإجابة على التساؤل السابق، لأنه يصلح في حالة وجود مجموعتين أو أكثر لمعالجة وتقدير عوامل انضمام عنصر ما إلى مجموعة دون غيرها. وفي هذه الدراسة، توجد مجموعتين، وهي مجموعة المؤسسات التي تحتوي هيكلتها المالية على الديون طويلة الأجل، والمجموعة الثانية التي تتمثل في مجموعة المؤسسات التي لا تحتوي هيكلتها المالية على الديون طويلة الأجل.

وعليه، فقد تم الاعتماد على المنهج الوصفي لعرض هيكل خصوم المؤسسات الجزائرية في العينة، ثم المنهج التحليلي لتحليل النتائج المتوصل إليها باستخدام نموذج التحليل التمييزي.

2. مفهوم الهيكلة المالية والدراسات السابقة

1.2 تعريف خصوم المؤسسات:

يتركب جانب الخصوم الخاص بالمؤسسة من الأموال الدائمة لأكثر من سنة والتي تشمل على الأموال الخاصة والديون طويلة ومتوسطة الأجل، ومن الديون قصيرة الأجل، والتي تشمل على ديون المخزونات وباقي الديون والاستحقاقات التي مدتها أقل من سنة، وبعد الحصول على عينة من المؤسسات الجزائرية.

عرف المشرع الجزائري الخصوم في المادة رقم 22 من القانون رقم 08/158، فقد حدد مكونات الخصوم والتي تتمثل في الالتزامات الراهنة للمؤسسة الناتجة عن أحداث ماضية، والتي يتمثل انقضاؤها بالنسبة للمؤسسة في خروج موارد ممثلة لمنافع اقتصادية، وتصنّف الخصوم خصوماً جارية عندما يتوقع أن تتم تسويتها خلال دورة الاستغلال العادية، أو التي يجب تسديدها خلال الاثني عشر شهراً الموالية لتاريخ الإقفال، وتصنّف باقي الخصوم كخصوم جارية.

وفي المادة 23 من نفس القانون، فإن الخصوم ذات المدى الطويل والتي تنتج عنها فوائد في شكل خصوم غير جارية حتى وإن كان تسديدها سيتم خلال الاثني عشر شهراً الموالية لتاريخ إقفال السنة المالية إذا كان استحقاقها الأصلي أكثر من اثني عشر شهراً الموالية، وتنوي المؤسسة إعادة تمويل الالتزام على المدى الطويل، وكانت هذه النية مؤكدة باتفاق إعادة تمويل أو إعادة جدول للمدفوعات النهائية تثبت قبل تاريخ إقفال الحسابات.

وحسب المادة 24، فإنه تمثل رؤوس الأموال الخاصة أو الأموال الخاصة أو الرأسمال المالي فائض أصول المؤسسة عن خصومه الجارية وغير الجارية.

2.2 مفهوم الهيكلية المالية:

تمثل الهيكلية المالية مجموعة الأموال التي يتم بواسطتها تمويل موجودات المؤسسة، وهي تتضمن التمويل بالديون والتمويل بالأموال الذاتية، وهما يشكلان الجانب الأيسر من الميزانية المحاسبية للمؤسسات. أي أن الهيكلية المالية تتكون من نوعين من التمويل، وهما التمويل بالديون والتي تتضمن بدورها التمويل قصير الأجل والتمويل طويل الأجل، أما النوع الثاني فهو التمويل بالأموال الذاتية والذي يتضمن رأس المال وكذا الأرباح المحتجزة.

تتضمن الهيكلية المالية مما سبق، التمويل قصير الأجل والتمويل طويل الأجل، وهو ما يسمى بالتمويل الدائم، ويطلق على الجزء من الهيكلية المالية المتمثل بالتمويل الدائم هيكل رأس المال الذي يتضمن التمويل بالديون طويلة الأجل والتمويل بالأموال الذاتية.

من المهام الرئيسية للوظيفة المالية في المؤسسة هو تعظيم العائد على حقوق الملكية، فقد يترتب على تحديد الهيكلية المالية المثلى تدنية معدل تكلفة التمويل، مما يؤدي إلى تعظيم العائد على حقوق الملكية، وهذا يتطلب بدوره تحديد النسبة الملائمة لكل من التمويل بالديون والتمويل بالأموال الذاتية، نظرا لاختلاف درجة المخاطرة التي تتعرض لها المؤسسة باختلاف نسبة كل منهما في هيكلتها المالية، ومن بين العقبات التي تواجه المؤسسة في تحديد هيكلتها المالية هي تحديد الهيكلية المالية المثلى التي تؤدي إلى تدنية تكلفة التمويل إلى أدنى حد ممكن، وقياس الرافعة المالية في تحديد هيكلتها المالية المثلى، وكذا وضع سياسة مالية سليمة للمؤسسة. (العامري، 2010، صفحة 160)

تعرف الهيكلية المالية المثلى بأنها تلك المزيج من التمويل الذاتي والمقترض الذي يجعل تكلفة رأس المال في أدنى حد ممكن لها، وإذا ما استطاعت المؤسسة تحقيق تلك النسبة، فإنها بذلك تعظم ثروة مالكي المؤسسة، وتحقيق أدنى نسبة لتكلفة رأس المال فإنه تزداد قابلية المؤسسة في إيجاد فرص استثمارية جديدة، وأيضا تحقيق منافع من وجهة النظر الاجتماعية، حيث ينجم عنه الاستخدام العقلاني والرشيد لموارد المجتمع وبالتالي زيادة ثروته الكلية من خلال استغلال الفرص الاستثمارية للمؤسسات وبالنتيجة زيادة معدل الاستثمار والنمو الاقتصادي.

يتأثر قرار تركيب الهيكلية المالية بالعوامل الآتية: (خصاولة، 2011، صفحة 196)

- المخاطر التشغيلية والمالية؛
- الموقف الضريبي للمؤسسة؛
- المرونة المالية أو التمويلية؛
- درجة تحفظ أو جرأة الإدارة؛
- هيكل الأصول؛
- معدل النمو؛
- التحكم أو السيطرة؛
- ظروف سوق رأس المال.

3.2 الدراسات السابقة:

ظهرت العديد من الدراسات التجريبية حول دراسة الهيكلة المالية للمؤسسات، وقد توصلت كل دراسة على نتائج خاصة بها وفقا لطبيعة المؤسسات المدروسة وكذا البيئة التي تنتمي إليها هاته المؤسسات.

من بين الدراسات التجريبية السابقة توجد دراسة دانيال قيماه وآخرون **Daniel Gyimah et al (2021)** والتي هدفت إلى دراسة هيكل رأس مال الشركات المتعددة الجنسيات وعلاقتها بحوكمة الشركات، وذلك من خلال 17.496 مشاهدة لعدد 2294 شركة أمريكية متعددة الجنسيات خلال الفترة 1990-2018. ومن بين أهم ما توصلت إليه هذه الدراسة هو أن الشركات متعددة الجنسيات ذات التطبيق القوي للحوكمة تستخدم الديون في هيكل رأسمالها أكثر من نظيرتها التي تطبق الحوكمة بشكل ضعيف، وذلك لأن الحوكمة تعتبر محددًا رئيسيًا للبنوك والمقرضين في إقراض هذه الشركات، ونظرًا لأنه كلما ارتفع تطبيق الحوكمة في الشركات كلما قلت المخاطر المالية. (Gyimah, Kwansa, Kuiu, & Sikochi, 2021)

وفي دراسة أخرى قام بها محمد شوكت حسين **Mohammed SawkatHossain (2021)**، حيث أعاد النظر في لغز أمثلية الهيكلة المالية من خلال بعض الأدلة التجريبية والتحليلات العالمية، فقد أكد بأن الجدل حول أمثلية الهيكلة المالية للمؤسسات يبقى أحد القضايا الأساسية في أدبيات تمويل الشركات، ومن خلال دراسة بعض الشركات ذات التكنولوجيا العالية خلال الفترة ديسمبر 2004 إلى غاية ديسمبر 2018، أكد بأن الأداء العام

للشركات عالية التكنولوجيا أقل بكثير من أداء الشركات منخفضة التكنولوجيا، لأن الشركات عالية التكنولوجيا لها توجه أقل استقراراً من الناحية المالية، وبالتالي فهي تخضع لقيمة أقل مقارنة بالشركات النظيرة، لأن استعمال الديون في الهيكلة المالية قد يؤدي بها إلى الإفلاس، وهي ما تناقض نظرية موديقلياني وميلر سنة 1958، وأكد الباحث ذلك بأن الفرضيات التي قامت عليها نظريات موديقلياني وميلر سنة 1958 التي تستند إلى عالم مثالي وغير مشابه للعالم الحقيقي. كما أدخلت هذه الدراسة مفهوم الاستدامة المالية والاستثمارات المسؤولة لتعظيم القيمة السوقية وبالتالي تعظيم الثروة. (Sawkat Hossain, 2021)

وفي دراسة أخرى أعدت من طرف إلهان جام وقوخانا أوزير **ilhan Çam and Gökhan Özer (2021)** لمعرفة أثر حوكمة الدولة المتمثلة في المسائلة القانونية، الاستقرار السياسية، فعالية الحكومة، الجودة التنظيمية، سيادة القانون والسيطرة على الفساد على هيكل رأس المال وقرارات تمويل الاستثمار للشركات، وذلك من خلال عينة مكونة من 31.749 شركة موزعة على 65 دولة بين سنتي 1996 و2017. وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن الشركات التي تنتمي إلى البلدان ذات الإدارة القوية تقلل من نفوذها مع زيادة آجال استحقاق ديونها، كما إن هذه الشركات تقلل الاعتماد على الديون قصيرة الأجل في حين تزيد من الديون طويلة الأجل وإصدارات الأسهم لتمويل نفقاتها الرأسمالية. (Çam & Özer, 2021)

وفي دراسة أخرى لمينه فو **Minh Vo (2021)** لدراسة هيكل رأس المال وتكلفة رأس المال في ظروف تأثير الأسعار على الاستثمارات الحقيقية، وقد توصلت الدراسة إلى أنه في بعض الظروف، ومع تأثير التغذية العكسية للمعلومات حول هيكل رأس المال وتكلفة رأس المال، فإن هيكل رأس المال يؤثر على حوافز المتداولين لإنتاج معلومات حول احتمالية الشركة التي يستخدمونها بعد ذلك للتداول في أوراقها المالية. ومن ناحية أخرى فإن الصفقات تعطي معلومات جديدة في أسعار الأوراق المالية والتي بدورها تساعد الشركة على اتخاذ قرارات تشغيل أكثر كفاءة. كما إن تكلفة رأس المال ترتفع عندما يطالب المستثمرون غير المطلعين بتعويض إضافي على شكل علاوة سيولة بسبب ما سيخسرونه مقابل ما سيحصل عليه المستثمرون المطلعون. ويتم تحديد الهيكلة المثلى من خلال المبادلة بين كفاءة التشغيل العالية والتكلفة المنخفضة لرأس المال، وتصبح نظرية موديقلياني وميلر غير ملائمة عندما لا تكون المعلومات ضرورية لقرارات تشغيل الشركة. كما بينت الدراسة سبب امتلاك العديد من

الشركات لمستويات منخفضة من الديون لسنوات مستمرة وكذا لماذا تختار الشركات المتشابهة هيكل رأس مال مختلفة تماما. (Vo, 2021)

أما وان هان وآخرون (Wen He et al (2021) فقد اختاروا دراسة مدى استقرار هيكل رأس مال الشركات من خلال عينة كبيرة تنتمي إلى 43 سوقا، وقد وجدت الدراسة تباينا كبيرا في نسب الرافعة المالية للشركات حول العالم، وتتغير هذه النسب حسب الصناعة ونسب الرافعة المالية الإجمالية بشكل كبير مع مرور السنوات، كما أوضح تحليل التباين أن عدم استقرار الرافعة المالية سببه الانحرافات عن الأهداف المرجوة. (He, Rong Hu, Mi, & Yu, 2021) ولمعرفة محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، قام قباجة عدنان (2018) بدراسة تجريبية خلال الفترة 2006-2016، من خلال عينة مكونة من 30 شركة مدرجة في بورصة فلسطين، باستعمال الانحدار المتعدد، وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين سيولة الشركة وهيكل رأس مالها، في حين وجدت علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين كل من عمر الشركة، هيكل أصولها ونموها مع هيكل رأس مالها. (قباجة، 2018)

أما دراسة براق محمد وغربي حمزة (2012) لمعرفة محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، توصلت الدراسة على عينة مكونة من 438 مؤسسة صغيرة ومتوسطة جزائرية إلى وجود علاقة عكسية بين الاستدانة الكلية في هذه المؤسسات والمردودية، وكذا تأثير الشكل القانوني المتمثل في المؤسسات المساهمة على الهيكل المالية. كما أكدت الدراسة على تأثير كل من المردودية، الحجم، الضمانات والشكل القانوني على الاستدانة طويلة الأجل. (براق و غربي، 2012)

أما مسعود أمير معيزة (2016) لمعرفة دور نظرية الإشارة كمفسر لمحددات التمويل بالقروض الاستثمارية بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل عدم تماثل المعلومات، وقد كان الهدف الرئيسي لهذه الورقة البحثية يتمثل في تحليل العوامل المفسرة لإشكالية محدودية لجوء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر للقروض البنكية لتمويل احتياجاتها الاستثمارية. حيث ارتكز هذا التحليل على نظرية الإشارة، ولتحقيق ذلك تم الاعتماد على المتغيرات التالية: رقم الأعمال، الائتمان التجاري والنتيجة الصافية كعوامل مفترضة لتفسير مدى اعتماد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر على القروض الاستثمارية. ولتحديد طبيعة العلاقة

بين المتغيرات المقترحة وقيمة القروض الاستثمارية في هذا النوع من المؤسسات في الجزائر تم الاعتماد على دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات ثم اختبار صحة الفرضيات وفقا للنموذج النظري المقدم باستخدام نموذج للانحدار. و من بين أكثر النتائج ذات الدلالة، والفرضية الوحيدة التي تم تأكيدها هي تلك المتعلقة بالائتمان التجاري، مما يسمح بالقول أن التعامل مع أكبر عدد من الموردين يزيد من إمكانية الحصول على القروض الاستثمارية، في حين أنه لا يوجد أي تأكيد للقوة التفسيرية للمتغيرين النتيجة الصافية ورقم الأعمال.(معيزة، 2016)

تؤكد الدراسات السابقة التي تم سردها على أن الهيكلية المالية للمؤسسات كانت ولا زالت محل جدل كبير بين الباحثين، وتختلف الهيكلية باختلاف نوع المؤسسة، الدولة التي تنتمي إليها، ويسعى كل باحث لمعرفة نمط معين لتحديد هذه الهيكلية، وسيتم في هذه المقالة معرفة محددات الهيكلية المالية للمؤسسات الجزائرية ومقارنتها بالنتائج المتحصل عليها في الدراسات التجريبية في الدول المتطورة، وذلك لتحديد ما إذا كانت إشكالية التمويل والبيئة الاقتصادية الجزائرية لها دور في تحديد هذه الهيكلية أو العكس.

3. الدراسة التجريبية

1.3 محددات الهيكلية المالية في الدراسات التجريبية السابقة:

أثبتت الدراسات التجريبية السابقة وجود العديد من العوامل المؤثرة على الاستدانة في الهيكلية المالية، سيتم عرض أهمها والنظريات المفسرة لها في الجدول رقم (01).

الجدول 01: محددات الهيكلية المالية في الدراسات التجريبية السابقة

المتغير	العلاقة	الدراسة التجريبية	النظريات المفسرة
حجم المؤسسة	طرديّة	Gordon(1962)، Martin&Scott(1974)، Béduié(1997)، Ferri&Jones(1979)، Booth et al(2011)، Rajan&Zingales(1995) سليمان شلاش وآخرون (2006)، يوسف قريشي(2005)	- نظرية التوازن - نظرية الإشارة
	عكسية	Bourdieu&Sedillot(1993)، Johnson(1997)، Carpentier&suret(1999)، Titman&Wessels(1988)	- نظرية الترتيب السلي
	لا توجد	Remmers&al(1974)، Pompfer&Shapiro(1980)، Toy&al(1974)	
المردودية	عكسية	Rajan&Zingalas(1995)، Booth et al(2001)، Rajan&Zingales(1995)، Harris&Raviv(1991)، Dubois(1985)،	- نظرية الترتيب السلي

	Bourdieu&Sedillot(1993), Nekhili(1994), Biais, Hillion&Malecot(1995), Bédué(1995), Kremp&Stoss(2001), Carpentier&suret(2000), Mulkey&sassenou(1995)		
- نظرية التوازن	يوسف قريشي(2005)	طرديّة	
- مبدأ التغطية في التمويل (تمويل الأصول الثابتة بمصادر تمويل دائمة)	Rajan&Zingales(1995), Berger et al(1997), Ofek&Yermack(1997), Hovakimian&al(2001), Bourdieu&colinSédillot(1993), Gupta(1969) يوسف قريشي(2005)	طرديّة	الضمانات
- تكاليف الصفقات - تكاليف الإفلاس - نظرية الترتيب السلسلي	Balakrishnan&Fox(1993), Bhaduri(2002), Wald(1999), Titman&Wessels(1988), Harris&Raviv(1991),	عكسية	
- نظرية الوكالة - تكاليف الإفلاس	Titman&Wessels(1988), Nekhili(1994), Rajan&Zingales(1995), Johnson(1997), Gaud&Elion(2002), Hovakimian&al(2004), Huang&Song(2006)	عكسية	معدل النمو
- نظرية الترتيب السلسلي - نظرية الإشارة	Myers(1977), Dodd&Millar(1990), Dubois(1985), Shuetrim et al(1993), Kremp&Stoss(2001), Abimbola(2002)	طرديّة	
- نظرية الترتيب السلسلي	Shuetrim et al(1993), Bourdieu&colinSédillot(1993), De Jong&VanDijk(1998), Bédué(1997), Huang&Song(2006), Gaud&Elion(2002)	طرديّة	الأصول الملموسة

المصدر: (براق و غربي، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، 2015)

2.3 تقديم العينة ومتغيرات الدراسة التجريبية:

تتكون عينة الدراسة من 250 مؤسسة جزائرية، تحتوي معلومات كل مؤسسة على الشكل القانوني، الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج، مأخوذة بين سنتي 2013 و2014.

تتوزع العينة حسب الشكل القانوني إلى 146 مؤسسة ذات المسؤولية المحدودة، 80 مؤسسة ذات الشريك الوحيد ذات المسؤولية المحدودة، 12 شركة ذات أسهم و12 مؤسسة تضامن. كما أن عدد المؤسسات التي لجأت إلى الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل هو 66 مؤسسة، بينما باقي المؤسسات والمتمثلة في 184 مؤسسة لم تحتوي هيكلها المالية على الديون الطويلة ومتوسطة الأجل.

من خلال المعلومات المتوفرة في العينة، يمكن تحديد متغيرات الدراسة كما يلي:

- المردودية، ويتم حسابها بقسمة النتيجة الصافية على مجموع الميزانية، ويرمز لها بالرمز R؛
 - الضمانات، ويتم حسابها بقسمة مجموع الأصول الملموسة والمخزونات على مجموع الميزانية، يرمز لها بالرمز GAR؛
 - النمو، ويعبر عنه بواسطة معدل تطور لوغاريتم رقم الأعمال، ويرمز له بالرمز CR؛
 - الحجم، يتم اعتبار لوغاريتم رقم الأعمال كمقياس لحجم المؤسسة، ويرمز لها بالرمز TA؛
 - الشكل القانوني، يمكن إدراج أربعة متغيرات في هذه الدراسة، وهي متغيرات ثنائية البعد، كل متغيرة تأخذ شكلا قانونيا، وهي المؤسسة ذات المسؤولية المحدودة SARL، المؤسسة ذات الشريك الوحيد ذات المسؤولية المحدودة EURL، المؤسسة ذات أسهم SPA ومؤسسة التضامن SNC؛
- بالنسبة للمتغيرة التابعة، فإنها عبارة عن متغيرة ثنائية البعد، تأخذ القيمة 1 إذا احتوت الهيكلية المالية للمؤسسة على الديون الطويلة ومتوسطة الأجل، وتأخذ القيمة 0 في الحالة العكسية، ويرمز لها بالرمز DLMT.

$$DLMT = \begin{cases} 1 & \text{si } DLMT = 0 \\ 0 & \text{sinon} \end{cases}$$

الجدول 2: الوصف الإحصائي للعينة

TDLM		المتوسط	الانحراف المعياري
0	SARL	,612	,488
	EURL	,327	,4707
	SPA	,0109	,1042
	SNC	,0491	,216
	GA	,3744	,277
	RE	,0175	,445
	TA	15,978	2,080
	CR	,0161	,0929

تحليل هيكل خصوم المؤسسات الجزائرية -دراسة تجريبية-

1	SARL	,515	,5036
	EURL	,303	,4630
	SPA	,1515	,3612
	SNC	,030	,1727
	GA	,500	,2870
	RE	,0459	,137
	TA	17,459	2,267
	CR	,020	,0558
Total	SARL	,586	,493
	EURL	,321	,467
	SPA	,048	,2146
	SNC	,0441	,2059
	GA	,4078	,285
	RE	,0250	,388
	TA	16,3706	2,2254
	CR	,0173	,0846

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS

من خلال الجدول السابق، وبالنسبة للعينة ككل، فإنه 58% من المؤسسات عبارة عن مؤسسات ذات المسؤولية المحدودة، كما أن 32% من المؤسسات هي مؤسسات ذات الشريك الوحيد ذات المسؤولية المحدودة، 5% عبارة عن شركة ذات أسهم و5% مؤسسة تضامن. كما أن نسبة 26% من المؤسسات لها استنادة طويلة ومتوسطة الأجل، أما بالنسبة لباقي المتغيرات، متوسط الضمانات في المؤسسات بلغت 40.91% بانحراف معياري 0.284، أما متوسط المردودية فقد بلغت 2.5% بانحراف معياري 0.38، أما متوسط حجم مؤسسات العينة، فقد بلغ 16.35، بانحراف معياري 2.23.

يلاحظ أيضا من خلال الجدول رقم(1) الفرق الواضح بين نسبة الشركات ذات أسهم في المجموعة الأولى مقارنة بالمجموعة الثانية، فقد بلغت في المجموعة الأولى نسبة 1% بينما وصلت 15% في المجموعة الثانية. كما يمكن مقارنة باقي المتوسطات في كلا المجموعتين.

3.3 مقارنة المتوسطات

يمكن إجراء اختبار الفرق بين المتوسطات في كل المتغيرات بين المجموعتين، حيث تتكون المجموعة الأولى من المؤسسات التي تحتوي هيكلتها المالية على الديون طويلة الأجل، أما

المجموعة الثانية فهي تتكون من المؤسسات التي لا تحتوي هيكلتها المالية على الديون طويلة الأجل.

يساعد اختبار الفرق بين المتوسطات في معرفة المتغيرات التي لها اختلاف ذو دلالة إحصائية بين المجموعتين، والاختلاف ذو الدلالة الإحصائية يعني أن المتغيرة لها أثر على الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل. كمثال، إذا كان \bar{X}_{RE1} هو المتوسط الحسابي للمردودية في المجموعة الأولى، و \bar{X}_{RE2} المتوسط الحسابي للمردودية في المجموعة الثانية، فإن اختبار المتوسطات يكون كما يلي:

$$\begin{cases} H_0: \bar{X}_{RE1} = \bar{X}_{RE2} \\ H_1: \bar{X}_{RE1} \neq \bar{X}_{RE2} \end{cases}$$

فإذا كانت مستوى الدلالة الإحصائية أقل من 5% فإن ذلك يعني اختيار الفرضية البديلة 1 ، والعكس.

يوضح الجدول رقم (3)، اختبار الفرق بين المتوسطات في كلا المجموعتين.

الجدول 3: اختبار الفرق بين المتوسطات

المتغيرة		مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط المربعات	إحصائية فيشر F	مستوى الدلالة
SARL	Inter-groupes	,425	1	,425	1,748	,187
	Intra-groupes	60,311	248	,243		
	Total	60,736	249			
EURL	Inter-groupes	,026	1	,026	,118	,732
	Intra-groupes	54,374	248	,219		
	Total	54,400	249			
SPA	Inter-groupes	,961	1	,961	22,775	,000
	Intra-groupes	10,463	248	,042		
	Total	11,424	249			
SNC	Inter-groupes	,028	1	,028	,611	,435
	Intra-groupes	11,396	248	,046		
	Total	11,424	249			
GA	Inter-groupes	,751	1	,751	9,540	,002
	Intra-groupes	19,529	248	,079		

تحليل هيكل خصوم المؤسسات الجزائرية -دراسة تجريبية-

	Total	20,281	249			
RE	Inter-groupes	,039	1	,039	,261	,610
	Intra-groupes	37,297	248	,150		
	Total	37,336	249			
TA	Inter-groupes	109,600	1	109,600	23,915	,000
	Intra-groupes	1136,540	248	4,583		
	Total	1246,140	249			
CR	Inter-groupes	,001	1	,001	,145	,704
	Intra-groupes	1,776	247	,007		
	Total	1,777	248			

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

من خلال الجدول السابق، فإن مستوى الدلالة الإحصائية توضح بأن كلا من المتغيرات المتمثلة في الشركات ذات أسهم، الضمانات والحجم لها اختلاف جوهري في المتوسط بين المجموعتين، وهو ما يؤكد على أن الاستدانة الطويلة الأجل ومتوسطة الأجل تتأثر بكل من الضمانات والحجم، إضافة إلى تأثير الشكل القانوني المتمثل في الشركات ذات أسهم. بينما باقي المتغيرات، ليس لها تأثير ذو دلالة إحصائية.

4.3. تقدير نموذج التحليل التمييزي

بعد تحديد مجموعة المؤسسات التي قامت بالاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل ومجموعة المؤسسات التي لم تلجأ إلى الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، وتحديد المتغيرات المستقلة والمتغيرة التابعة، حيث يوضح الجدول رقم(4) اختبار نموذج التحليل التمييزي، وهو يؤكد صلاحية استعمال نموذج التحليل التمييزي، لأن مستوى الدلالة أقل من 5%.

الجدول 4: اختبار نموذج التحليل التمييزي

إحصائية كاي التربيعي	درجة الحرية	مستوى الدلالة
45,674	3	,000

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

بعد التأكد من النتائج، يمكن تقدير النموذج، وذلك من خلال الجدول رقم (4) الذي يوضح المتغيرات المؤثرة في النموذج ومعاملاتها.

ويوضح الجدول رقم(54) المتغيرات التي لها دلالة إحصائية في النموذج ومعاملاتها.

الجدول 5: متغيرات النموذج

	Fonction
	1
SPA	0,620
GA	0,405
TA	0,596

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

ومنه، يمكن صياغة نموذج التحليل التمييزي كما يلي:

$$S = 0.620 SPA + 0.405 GA + 0.596 TA$$

حيث تمثل S نتيجة أن تنتمي المؤسسة إلى المجموعة الأولى أو الثانية.

حسب نموذج التحليل التمييزي، فإن كلا من الحجم والضمانات، تساعد على أن تلجأ المؤسسة إلى الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، والعكس. إضافة إلى ذلك، فإن الشكل القانوني المتمثل في الشركات ذات أسهم من بين العوامل المحفزة على الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل.

أما باقي المتغيرات، فليس لها أثر على سلوك المؤسسة اتجاه الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل. وهذا ما يؤكد المتغيرات التي لها فرق جوهري في المتوسطات بين المجموعتين.
5.3. جودة التصنيف : يوضح الجدول رقم (6) جودة نموذج التحليل التمييزي.

الجدول 6: جودة النموذج

	TDLM	النتيجة المتوقعة حسب النموذج		المجموع	
		0	1		
التوزيع	العدد	0	139	45	184
		1	31	35	66
الحقيقي	النسبة	0	75,5	24,5	100,0
	المئوية %	1	47,0	53,0	100,0

a. 69,6% des observations originales classées correctement.

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS

يبرز الجدول السابق التوزيع الحقيقي للعينة ومقارنتها بالتوزيع المتوقع حسب النموذج، حيث إن 184 مؤسسة لم تقم فعليا بالاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل قام النموذج بتصنيف 139 مؤسسة لم تلجأ للاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، أي بنسبة 75.5 %، بينما أخطأ في 31 مؤسسة.

وبصفة إجمالية، فإن مصداقية نموذج التحليل التمييزي في هذه الحالة بلغت 70%.

4. مناقشة النتائج

توجد علاقة طردية بين اللجوء إلى الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل ومستوى الضمانات في المؤسسة، وهذا ما يتوافق مع عدة دراسات تجريبية، مثل دراسة راجان وزينقلاس (1995) Rajan&Zingales، بارجر وآخرون (1997) Berger et al، أوفاك ويرماك (1997) Ofek&Yermack، وكذلك دراسة هوفاكيمييان وآخرون (2001) Hovakimian&al، ودراسة بورديو وكولين سيديلوت (1993) Bourdieu&colinSédillot للمؤسسات الفرنسية، كما بين بين قابتا (1969) Gupta في دراسة له عن وجود علاقة طردية بين الضمانات ومستوى الاستدانة طويلة الأجل.

فالمؤسسات التي يتضمن هيكل أصولها نسبة مرتفعة من الأصول الثابتة، تلجأ إلى استخدام قدر كبير من القروض طويلة الأجل في هيكلتها المالية، (قمان و باكرية، 2018، صفحة 139) وذلك وفقا لمبدأ التغطية في التمويل، والذي يقتضي بتمويل الأصول الثابتة بمصادر تمويل دائمة، سواء بالأموال الخاصة أو الاستدانة طويلة الأجل.

ومن وجهة نظر التوازن، فإن العلاقة بين الضمانات والاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل هي علاقة طردية، لأن الضمانات تضمن قروض المؤسسة، ولها دور إيجابي في حالة التصفية، حيث تكون لها قيمة عالية عند التصفية.

كما توافق العلاقة الطردية للحجم والاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل مع عدة دراسات تجريبية، على غرار قوردن (1962) Gordon، مارتين وسكوت (1974) Martin&Scott، بيدي (1997) Bédouié، فيري وجونس (1979) Ferri&Jones، بوث وآخرون Booth et al (2011)، راجان وزينقلاس (1995) Rajan&Zingales.

وهذا ما يمكن إرجاعه إلى أن المؤسسات كبيرة الحجم لها القدرة على خدمة الدين، وهو الأمر الذي يجعلها تميل للاعتماد على القروض بدرجة أكبر، إضافة إلى أنها تستطيع الاقتراض

بمعدل فائدة أقل. كما أن المؤسسات الكبيرة عادة ما يتسم نشاطها بقدر من التنوع تتعرض لمخاطر إفلاس أقل، ومن ثم يكون لها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة في هيكلتها المالية. بالنسبة للشكل القانوني، فإن الشركات ذات أسهم لها أثر إيجابي على سلوك المؤسسة اتجاه الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، لأن الهدف من هذه المؤسسات هو تجميع المدخرات من أجل إنشاء واستغلال المشاريع الكبرى، (كامل و حامد، 2006، صفحة 59) لذا فإن أموالها الذاتية غير قادرة على توفير التمويل المناسب لإنشاء هذه المشاريع. في المقابل، فإن كلا من المردودية، النمو والأشكال القانونية المتمثلة في المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة، المؤسسات ذات الشريك الوحيد ذات المسؤولية المحدودة وشركات التضامن ليس لها أثر على لجوء المؤسسات اتجاه الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل.

5. خاتمة

يعتبر موضوع الهيكلية المالية من بين المواضيع الثلاث الرئيسية في السياسة المالية للمؤسسة، ذلك لأن تحديد الهيكلية المالية المثلى يعني تدنية تكلفة رأس المال إلى أدنى قيمه لها، وبالمقابل، ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، ويتم معرفة الهيكلية المالية من خلال هيكل أصول المؤسسات.

بعد الاطلاع على هيكل أصول عينة من المؤسسات الجزائرية، تم التوصل إلى أن نسبة كبيرة منها لا يحتوي هيكل أصولها على الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، ولمعرفة محددات اللجوء إلى الاستدانة طويلة الأجل أو الاعتماد على الأموال الذاتية، تم استعمال نموذج التحليل التمييزي.

1-5- نتائج الدراسة

أكدت الدراسة التجريبية إلى أن كلا من الضمانات، الحجم والشكل القانوني المتمثل في الشركات ذات أسهم هي محددات اللجوء إلى الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل وبأثر إيجابي، أي أنه كلما ارتفع حجم المؤسسة والضمانات، أدى ذلك إلى الاعتماد على الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل في هيكل أصول هذه المؤسسات، ويرجع ذلك إلى نظرية التوازن ونظرية الإشارة.

2-5- اقتراحات الدراسة

من خلال كل ما سبق، يمكن عرض بعض الاقتراحات والتوصيات للدراسة، وهي:

- تطوير سوق الأوراق المالية، والذي يمكن أن يلبي احتياجات المؤسسات الجزائرية دون اللجوء إلى التعقيدات البنكية؛
- إصلاح النظام الجبائي، لأن السياسة الضريبية تؤثر على الاستثمار من خلال التأثير على تكلفة رأس المال؛
- استحداث مؤسسات تقدم بعض صيغ التمويل التي تلائم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- إضفاء الشفافية في منح القروض من طرف البنوك التجاري، ووضع التسهيلات اللازمة للإقراض البنكي.

6. قائمة المراجع:

1.6. المراجع باللغة العربية

- أسامة كامل، و عبد الغني حامد، (2006)، مبادئ في المالية (شركات الأموال). مؤسسة لورد العالمية للشؤون الجامعية، البحرين.
- براق محمد و غربي حمزة، (2012)، محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مجلة البحوث والدراسات العلمية ، 6 (2)، 293-321.
- قباجة عدنان، (2018)، محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين دراسة تطبيقية للفترة (2006-2016)، مجلة الاقتصاد والمالية ، 4 (2)، 214-223.
- قمان مصطفى، وباكري علي (2018)، مساهمة التحليل المالي الديناميكي في تقييم السياسة المالية للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة-، مجلة افاق علوم الإدارة والاقتصاد، (3)، 116-140.
- محمد براق، و حمزة غربي. (2015)، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة. المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية.
- محمد علي إبراهيم العامري. (2010)، الإدارة المالية المتقدمة، (الإصدار الطبعة الأولى)، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان.
- محمد قاسم خصالوة. (2011)، أساسيات الإدارة المالية. دار الفكر، عمان.
- معيزة مسعود أمير، (2016)، نظرية الإشارة كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل ظروف عدم تماثل المعلومات دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر-. مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، 16 (16)،

- Çam, İ., & Özer, G. (2021). The influence of country governance on the capital structure and investment financing decisions of firms: an international investigation. *Borsa Istanbul Review* , 21.
- Gordon, D. (1962). *New Framework For Corporate Debt Policy*. arvard Business Review .
- Gyimah, D., Kwansa, N. A., Kyiu, A. K., & Sikochi, A. (. (2021). Multinationality and capital structure dynamics: A corporate governance explanation. *International Review of Financial Analysis* , 76.
- He, W., Rong Hu, M., Mi, L., & Yu, J. (2021). How stable are corporate capital structures? International evidence. *Journal of Banking & Finance* , 126.
- Sawkat Hossain, M. (2021). A revisit of capital structure puzzle: Global evidence and analysis. *International Review of Economics & Finance* , 75, 657-678.
- Vo, M. T. (2021). Capital structure and cost of capital when prices affect real investments. *Journal of Economics and Business* , 113.