

محددات سياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية في الفترة (2012-2015).

المشرف/ أحمد حابي
أستاذ محاضر قسم -أ-،
Habi.ahmed82@yahoo.fr

الطالب/ مصعب دعاس
طالب دكتوراه،
daas.mossaab@gmail.com

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية.

جامعة الجزائر 03.

مخبر المالية والمحاسبة، جياية وتأمين
جامعة محمد الشريف مساعدي سوق أهراس

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد مجموعة العوامل المؤثرة في اختيار الهيكل المالي للمؤسسات الصناعية الجزائرية باستخدام قاعدة بيانات لـ 10 مؤسسات صناعية جزائرية في الفترة ما بين (2012-2015) وقد تم استخدام الانحدار المتعدد لتحديد العلاقة بين المتغيرات المستقلة ونسبة الاستدانة باعتبارها متغيرا تابعا. أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المردودية الاقتصادية والاستدانة، وهذا ما يتفق مع نظرية التمويل السلبي، فالمؤسسات التي تتميز بارتفاع معدل مردوديتها وتمتلك القدرة على احتجاز الأرباح تعتمد على التمويل الذاتي مما يؤدي إلى انخفاض نسبة الاستدانة، وأما بقية المتغيرات فليس لها تأثير على الاستدانة.

الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي، المؤسسات الصناعية، الاستدانة

Abstract

The study aims at identifying the factors which influence the choice of the financial structure of Algerian Industrial enterprises, using a database for 10 Algerian Industrial Firms during the period 2012-2015. Multiple regressions were used to examine the relationship between independent variables and total debt as the dependent variable. The results showed a negative significant relationship between economic profitability and leverage, and this consistent with pecking order theory. Firms that are characterized by high profitability rate and have the potential to detain profits rely on self-financing, which leads to a decline in the rate leverage. The rest of the variables have no effect on leverage. Keywords : Financial structure, Industrialo enterprises, leverage.

مقدمة

يتمثل الهدف الرئيسي للمؤسسة في الفكر المالي المعاصر في تعظيم قيمتها السوقية، وعليه فهي مضطرة قبل اتخاذ أي قرار إلى معرفة آثاره على هذه القيمة. ويحكم هذا الهدف نوعان من القرارات: قرار الاستثمار وقرار التمويل، حيث يمكن زيادة قيمة المؤسسة إما من خلال قرارات استثمارية ينتج عنها زيادة في تدفقات الخزينة الصافية، أو من خلال قرارات تمويل ينجم عنها تخفيض تكلفة الأموال إلى أدنى حدّ ممكن، أو كلاهما معا.

في هذا الإطار، يسعى هذا البحث للاهتمام بقرار التمويل ودوره في تحديد هيكل رأس مال المؤسسة، وذلك من خلال دراسة العوامل التي يمكن أن تؤثر في هيكل رأس مال المؤسسة الجزائرية.

بالرغم من أن مسألة هيكل التمويل أخذت أهمية كبيرة في البلدان المتطورة، إلا أنها أهملت في البلدان النامية لسببين: يتمثل السبب الأول في عدم وجود دور كبير للشركات في التنمية الاقتصادية، لذا فإن الشركات الكبيرة في البلدان النامية لم تأخذ حقها في الدراسات السابقة، والسبب الثاني يرجع إلى أن الشركات في كثير من الدول النامية تواجه عدة قيود عند اختيارها لمصادر التمويل، كعدم وجود أسواق سندات فاعلة، عدم توافر أسهم ممتازة علي نطاق واسع، وعدم فاعلية البنوك في تمويل الاستثمارات، حيث إن الأسواق المالية حديثة لهذه الدول.

01. إشكالية الدراسة

مما سبق، يمكن صياغة وطرح الإشكالية الرئيسية لهذا البحث على النحو الآتي:

ما هي العوامل المحددة لسياسة تمويل المؤسسات الصناعية الجزائرية؟

ولمعالجة هذه الإشكالية الرئيسية يتطلب الأمر الإجابة على الأسئلة الفرعية الآتية:

- ما هي أهم مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسات الاقتصادية الجزائرية؟

- ما هي العوامل المؤثرة في هيكل رأس مال المؤسسات الصناعية الجزائرية؟

02. فرضيات الدراسة

بعد الاطلاع على الدراسات السابقة المرتبطة بالموضوع، نجد أن أكثر الإجابات ملائمة

للأسئلة المطروحة هي الفرضيات الآتية:

- تنوع مصادر التمويل المتاحة للمؤسسات الجزائرية بين مصدرين أساسيين هما أموال الملكية وأموال الاستدانة والذين يشكلان هيكل رأس مال المؤسسة،
 - يتأثر هيكل رأس المال مؤسسات العينة بعوامل خاصة بهذه المؤسسات كمعدل المردودية الاقتصادية، معدل حجم الضمانات، معدل نمو المؤسسة، حجم المؤسسة وحجم المخاطر العملية. ويمكن إبراز العلاقة التي تربط هذه العوامل بهيكل رأس المال وذلك وفقا للدراسات الميدانية السابقة فيما يلي:
- من المتوقع وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع وكل من المردودية الاقتصادية والمخاطر العملية للمؤسسة.
- من المنتظر وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع والمتغيرات الآتية: مستوى الضمانات، معدل نمو المؤسسة، حجم المؤسسة.

03. أهمية الدراسة

نظرا لأن الدراسات الكثيرة التي أجريت لاختبار النظريات المتعلقة بهيكل رأس المال اعتمدت على معلومات من الدول المتقدمة، فإن ما يعطي هذه الدراسة أهمية هو أنها تقوم بمحاولة تضييق الفجوة بين النظرية والتطبيق في بلد نام كالجزائر من خلال تحليل قرار التمويل بالاعتماد على معلومات من واقع هذه الشركات، وتعتبر نتائج هذه الدراسة إضافة علمية متواضعة لسلسلة من الدراسات التي تم إجراؤها في الدول المتقدمة، إضافة إلى أنها تسلط الضوء على واحد من أهم المواضيع التي تشغل بال الباحثين.

04. محاور الدراسة:

يهدف الإجابة على إشكالية البحث، تم تقسيمه إلى محورين هما:

- المحور الأول: الإطار النظري،

- المحور الثاني: منهجية الدراسة.

المحور الأول: الإطار النظري

01. مفهوم ومكونات الهيكل المالي

الهيكل المالي هو تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأ على أموال بهدف تمويل استثماراتها، وتشتمل على كافة العناصر التي تتكون منها مكونات الخصوم سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل¹.

يقصد بالهيكل المالي كيفية قيام المؤسسة بتمويل مختلف أصولها من موارد خارجية وداخلية،² ويمكن أن يترجم الهيكل المالي أو البنية المالية للمؤسسة الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها.³

أ. مصادر التمويل الداخلي

نقصد بالتمويل الداخلي للمؤسسة مجموعة الموارد التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها بطريقة ذاتية دون اللجوء إلى الخارج، أي مصدرها ناتج عن دورة الاستغلال للمؤسسة، وتتمثل أساساً في التمويل الذاتي.⁴ يعرف التمويل الذاتي بأنه المتبقي من قدرة التمويل الذاتي بعد دفع العوائد للمساهمين في المؤسسة، والتخصيصات الأخرى فهو طريقة لتمويل نشاط المؤسسة باستعمال الموارد المالية الخاصة بالمؤسسة الناتجة عن الأرباح والادخارات السابقة المتراكمة ودون اللجوء إلى أطراف خارجية.⁵

ب. مصادر التمويل الخارجي

التمويل الداخلي لا يكفي لوحده لتغطية المتطلبات المالية للمؤسسة، مما يستوجب ضرورة اللجوء إلى التمويل الخارجي الذي يمكن أن يكون طويل الأجل (أموال الملكية والاقتراض طويل الأجل)، متوسط الأجل (القروض المصرفية متوسطة الأجل وقرض الإيجار) وقصير الأجل (الائتمان المصرفي والتجاري).⁶

02. العوامل المحددة لهيكل رأس المال:

يتفق الباحثون على أنه ليس من السهل الإمام بكل المتغيرات المحددة لهيكل رأس المال، وهذا ما يبرر عدم وجود نموذج مستقر يوضح نهائياً هذه المتغيرات لحد الآن، وإن اتفق هؤلاء الباحثون على أغلب المتغيرات نجدهم يختلفون في طرق قياسها، وذلك يرجع أساساً إلى الاختلاف في معطيات العينة والإطار الزمني والمكاني لها.

أ. معدل المردودية الاقتصادية

يمكن للمردودية الاقتصادية أن تكون لها علاقة طردية أو عكسية بهيكل رأس المال، وذلك وفقاً لتبايرين فكريين مختلفين.

فحسب نظرية $M\&M$ في ظل وجود الضرائب، فإن علاقة المردودية الاقتصادية بنسبة الاقتراض هي علاقة طردية، فالمؤسسة ذات المردودية الاقتصادية الجيدة تميل إلى الاقتراض أكثر باعتبار الفوائد تخفض من نتيجتها الجبائية، وهذا عكس ما تفرضه نظرية

التمويل السلمي التي ترى أنه بسبب ارتفاع تكلفة الوكالة المصاحبة لإصدار أسهم جديدة، فإن الأرباح المحتجزة تأتي في مقدمة مصادر التمويل من حيث الجاذبية، تتبعها القروض و التي لها تكلفة وكالة ولكن يتولد عنها وفورات ضريبية، ثم يأتي التمويل بإصدار أسهم جديدة و الذي ينطوي على تكلفة وكالة دون أن يترتب على ذلك وفورات ضريبية. وبناء على ذلك يصبح من المتوقع أن تتجه المؤسسة التي تتميز بارتفاع معدل مردوديتها، ويتاح لها فرص احتجاز أرباح، إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة⁷.

ولكن في المقابل *Fama et French 2000*، يؤكدان نتائج متعكسة مع النظريات السابقة حيث يبينان وجود علاقة عكسية بين المردودية والاستدانة وذلك من خلال اكتشاف بأن المؤسسات الأكثر مردودية الأقل لجوء للاستدانة حيث أن نتائجهما تم تأكيدها كذلك من خلال الدراسات التجريبية التي قام بها كل من *Graham 2000 et Graham et*⁸. *Harvey 2001* و يحسب معدل المردودية الاقتصادية بالنسبة المئوية:

معدل المردودية الاقتصادية = النتيجة قبل الفوائد والضرائب ÷ مجموع الأصول.

ب. الضمانات

يعبر عن هذه المتغيرة أحيانا بهيكل الأصول وقد أشارت العديد من الدراسات التجريبية السابقة لتأثير هذه المتغيرة على نسبة الاستدانة بالهيكل المالي للمؤسسة، فمنها من خلص إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الضمانات ونسبة الاستدانة، أي أنه كلما زادت نسبة الأصول الثابتة (كمقياس لمستوى للضمانات) زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة وقل اعتمادها على القروض، ذلك لأن تمويل المقرضين للأصول الثابتة يعرضهم لمخاطر أكبر بسبب الانخفاض الشديد الذي تتعرض له قيمة تلك الأصول في حالة التصفية.⁹ أظهرت نتائج الكثير من الدراسات أن المؤسسة التي تمتلك أكثر أصول ضامنة تميل إلى استخدام قدر كبير من القروض في هيكل رأس مالها، وبالتالي وجود علاقة طردية بين حجم الضمانات ونسبة الاستدانة.

يتم الاعتماد على صافي الاستثمارات المادية والمخزونات إلى إجمالي الأصول لقياس معدل حجم الضمانات، وذلك لأن البنوك غالبا ما تشترط الاستثمارات المادية والمخزونات كضمانات، والتي يمكن أن تكون محل للرهن، ونادرا ما تقيم الضمانات بقيم الاستثمارات المنقولة.

معدل حجم الضمانات = (صافي الاستثمارات المادية + المخزونات) ÷ مجموع الأصول
ج. فرص النمو

تتفق نظرية الإفلاس ونظرية الوكالة على وجود علاقة عكسية بين معدل نمو المؤسسة ومعدل الاقتراض، بينما تخالف نظرية التمويل السلمي هذه الفرضية.

ففي إطار نظرية تكلفة الإفلاس، وأمام وجود إمكانية النمو، يتوقع عزوف المؤسسة على اللجوء إلى الاقتراض باعتبار أن قيمة الأصول تكون شبه معدومة في حالة التصفية. فيما يتعلق بنظرية الوكالة، فوجود إمكانية النمو يجعل مصالح جميع الأطراف متماثلة مما يجعل من التمويل بالأموال الخاصة النمط المفضل.¹⁰ بالمقابل وفي ظل غياب إمكانية النمو تصبح المديونية الاختيار المجدي وذلك لدورها في تهذيب سلوك المسيرين.¹¹ بالمقابل، وفي ظل نظرية التمويل السلمي فالمؤسسات التي تملك إمكانيات النمو العالية يكون لديها احتياجات تمويل كبيرة مما يدفعها للجوء إلى الاستدانة بالمقام الأول، خاصة مصادر التمويل الأقل تأثير بظاهرة عدم التناظر في المعلومات، مثل القروض القصيرة الأجل (Myers 1984, Myers Majluf 1984).

وفيما يتعلق بقياس نمو المؤسسة، فقد دأبت الكثير من الدراسات على قياس معدل نمو المؤسسة باستخدام معدل نمو المبيعات أو معدل نمو الأصول.¹² ويحسب معدل نمو صافي المبيعات وفقاً للعلاقة الآتية:

$$\text{معدل نمو المؤسسة} = [\text{صافي مبيعات السنة (ن)} - \text{صافي مبيعات السنة (ن-1)}] \div \text{صافي مبيعات السنة (ن-1)}$$

د. حجم المؤسسة

أظهرت العديد من الدراسات أن لحجم المؤسسة تأثير على نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال، ويمكن أن يكون لها تأثير إيجابيا وذلك لعدة أسباب أولها أن احتمالات الإفلاس تنخفض في المؤسسات ذات الحجم الكبير، كما أن المؤسسات الكبيرة تستطيع الاقتراض بشروط أيسر.

ولعل ذلك يرجع إلى أن المؤسسات كبيرة الحجم يكون لديها قدرة أكبر على خدمة الدين، مما يجعلها تميل للاعتماد على القروض بدرجة أكبر، إضافة إلى أنها تستطيع الاقتراض بمعدل فائدة أقل، مما يكون سببا في اعتمادها على الاقتراض بدرجة أكبر عن المؤسسات صغيرة الحجم.

كذلك كشفت دراسة *Titman & Wessels* عن سبب أخل للعلاقة الطردية بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض، حيث عادة ما يتسم نشاط المؤسسة الكبيرة الحجم بقدر من التنوع مما يجعلها تتعرض لدرجة مخاطر أقل، وهو ما يخلق لديها الدافع لزيادة الأموال المقترضة¹³.

كما يمكن أن تكون العلاقة بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض هي علاقة عكسية، وهذا ما تم إثباته في البيئة الألمانية في إطار دراسة قام بها *(Kremp 1999)*، حيث لوحظ أهمية التمويل البنكي للمؤسسات صغيرة الحجم ويرجع ذلك إلى خصوصية قانون الإفلاس ونظام البنك المركزي الألماني¹⁴ ولقد استخدمت عدة مؤشرات لقياس حجم المؤسسة منها اللوغاريتم الطبيعي لصافي المبيعات، ويحسب بالعلاقة الآتية:

$$\text{حجم المؤسسة} = \text{لو (صافي المبيعات)}$$

٥. المخاطر العملية

يمكن التعبير عن المخاطر العملية بتذبذب النتيجة قبل الفوائد والضرائب، وذلك لأسباب تتعلق بطبيعة أو ظروف النشاط، ولقد كشفت نتائج العديد من الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين التغيير في النتيجة قبل الفوائد والضرائب ونسبة الاستدانة¹⁵ ويعتمد على عدة مؤشرات لتقدير حجم المخاطرة العملية، نذكر منها: التغيير في المردودية الاقتصادية *Jarell et Kim*، التغيير في النتيجة قبل الفوائد والضرائب *Titman (1988)*، التغيير في معدل العائد على الأسهم *(Shane 1995)*. ولتفادي استعمال معلومات مستقبلية لتقدير حجم المخاطرة كمعدل العائد المتوقع، يتم الاعتماد على مؤشر مربع الفرق بين المردودية الاقتصادية ومتوسط المردودية الاقتصادية السنوي للعينة لتقدير حجم المخاطرة العملية، وذلك وفقا للصيغة الموالية:

$$RO = (RE_i - \overline{RE})$$

حيث أن:

RO: حجم المخاطرة العملية

RE_i: معدل المردودية الاقتصادية للمؤسسة i

\overline{RE} : متوسط المردودية الاقتصادية السنوي للعينة محل الدراسة

03. مصادر التمويل المتاحة للمؤسسات الجزائرية

ارتكزت سياسة التمويل بعد سنة 1990 على تنوع مصادر التمويل الخارجي الذي كان مقتصرًا قبلها على التمويل البنكي، وفي هذا الإطار أخذت الدولة بعين الاعتبار التمويل بالأموال الخاصة، وعلى الرغم من الشروط البسيطة للدخول إلى سوق القيم المنقولة،¹⁶ إلا أن دوره لا زال في بدايته ويحتوي على أسهم شركتين وعدد قليل من السندات لأكبر المؤسسات العمومية كشركة الخطوط الجوية الجزائرية، شركة صيدال، اتصالات الجزائر، سونلغاز، سندات الخزينة، كما أن السوق لم يحظى باهتمام المنظمات والمؤسسات المالية الدولية كمنظمة التجارة العالمية وصندوق النقد الدولي الذي لم يدرجه ضمن اهتماماته.

وفي هذا الصدد تعتبر البورصة البيئة الرئيسية لمصادر التمويل المختلفة، وهذا يتوقف بطبيعة الحال على فعالية هذه السوق في الاقتصاد. ففي اقتصاد المديونية أين تهيمن البنوك بصفة تكاد تكون كلية على تمويل الاقتصاد، قد لا يكون أمام المؤسسة أي خيار للتمويل، وبذلك تضطر إلى اللجوء للبنوك لتغطية احتياجاتها التمويلية. ويفترض أنه كلما تعددت مصادر التمويل كلما تيسرت شروط الحصول عليها.¹⁷

04. الدراسات السابقة:

بعد الاطلاع على مجموعة من البحوث العلمية السابقة والتي هي ذات صلة بموضوع محددات هيكل راس مال، سنحاول ان نعرض نتائج بعض الدراسات الميدانية بخصوص العوامل المؤثرة على هيكل راس مال.

أ. دراسة رسلان ديرانيه 1992

تحت عنوان: " محددات الهيكل التمويلي في الشركات الصناعية الأردنية " دراسة حول أهم محددات الهيكل التمويلي في الشركات الصناعية الأردنية، حيث هدفت الدراسة إلى معرفة العلاقة بين بعض المؤشرات المحاسبية، وشكل الهيكل المالي للشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن، وتوصلت نتائج الدراسة أن هنالك خمسة متغيرات مستقلة من أصل سبعة متغيرات: (الأصول القابلة للرهن، والتذبذب بالدخل، النمو، والربحية، والتميز، والحجم، والإعفاءات، والوفورات الضريبية) لها علاقة هامة إحصائيًا مع مقياس أو أكثر للمتغير التابع في الدراسة، وهو الهيكل المالي، وحسب نتائج الدراسة تبين انه هنالك علاقة طردية هامة إحصائيا بين ثلاثة متغيرات مستقلة وهي حجم

الشركة، تميز الشركة والتذبذب في الدخل والمتغير التابع، وعلاقة طردية مع بقية المتغيرات.¹⁸

ب. دراسة 2011، Sheikh

تحت عنوان: «*Determinants of Capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of pakistan*»

هدفت الدراسة التطبيقية الى استكشاف العوامل التي تؤثر على هيكل التمويل في الشركات الصناعية، والتحقق فيما إذا كانت نماذج هيكل التمويل تقدم تفسيرات لاتخاذ قرارات هيكل التمويل في الشركات الباكستانية. حيث تم استخدام تحليل البيانات المقطعية عبر الزمن وشملت عينة الدراسة 160 شركة في بورصة كراتشي خلال الفترة (2003-2007). خلصت الدراسة الى ان الربحية، والسيولة، وهيكل الأصول ترتبط بشكل سلبي مع نسبة الديون. كما توجد علاقة إيجابية بين حجم الشركة ونسبة الديون، ولا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الدرغ الضريبي وفرص النمو ونسبة الديون، وتتفق نتائج هذه الدراسة مع تنبؤات نظرية المفاضلة.

ج. دراسة 2010، Faris AL-Shubiri

تحت عنوان: «*Determinants of Capital Structure Choice : A Case Study of Jordanian Industrial Companies*»

قامت هذه الدراسة على تحليل القوة التفسيرية لبعض النظريات الحديثة لهيكل الأمثل لرأس المال حيث تحاول فحص محددات هيكل رأس المال، وقد تمت الدراسة على عينة من الشركات الصناعية الأردنية ما بين الفترة 2004 إلى غاية 2007، تركزت نتائج هذه الدراسة حول هيكل رأس المال في الشركات الصناعية الاردنية ومحدداته وأهمية ذلك في القرار المالي الاستراتيجي الذي تتخذه الشركة بالإضافة إلى أهميته في الاشراف وتحسين بيئة المعلومات، خلص الباحث إلى وجود علاقة إيجابية ذو دلالة إحصائية ما بين حجم الشركة، هيكل الأصول، معدل النمو والضريبة مع درجة المديونية وذلك عند مستويات مختلفة، كما أظهرت علاقة سلبية وذو دلالة إحصائية ما بين العائد على الأصول ودرجة المديونية.

يتضح مما أتضح من الدراسات السابقة أن هناك تبايناً في محددات هيكل رأس المال للدول المدروسة، إضافة إلى ذلك فإن معظم هذه الدراسات أجريت في الدول الغربية أو الدول الصناعية، وبيئة هذه الدول تختلف اختلافاً واضحاً عن بيئة الدول العربية، وخصوصاً عن

البيئة الجزائرية والتي لها خصوصيتها وظروفها الخاصة، وهذا التباين بين الدراسات، وكذلك خصوصية البيئة الجزائرية يستدعيان القيام بدراسة تسلط الضوء على محددات هيكل رأس مال المؤسسات الجزائرية.

المحور الثاني: منهج الدراسة الميدانية

سنقوم بمحاولة إيجاد نموذج قياسي يحدد طبيعة العلاقة بين نسبة الاستدانة كمتغير تابع ومختلف العوامل المفسرة لهذه النسبة على مستوى المؤسسات الصناعية الجزائرية. ولتحقيق ذلك اعتمدنا على قاعدة معطيات محاسبية مصدرها المركز الوطني للسجل التجاري لعينة مكونة من 10 مؤسسات صناعية خلال الفترة الممتدة من سنة 2012 إلى سنة 2015.

سنقوم بعرض منهج الدراسة الميدانية، وذلك انطلاقاً من تقديم العينة محل الدراسة على مستوى أول، ثم لننتقل بعد ذلك إلى عرض أهم مراحل بناء نموذج الانحدار المتعدد على مستوى ثان، وذلك لغرض تحديد العلاقة بين هيكل رأس المال كمتغير تابع ومختلف العوامل المفسرة له كمتغيرات مستقلة.

01. تقديم عينة الدراسة وطرق جمع معطيات الدراسة

قبل الشروع في الدراسة الميدانية التي نحاول على إثرها بناء نموذج انحدار متعدد نوضح من خلاله أهم العوامل المفسرة لهيكل رأس المال، نرى من المناسب تقديم العينة محل الدراسة أولاً، ثم التطرق لأهم حدود هذه الدراسة.

أ. تقديم عينة الدراسة:

من أجل تحقيق هدف بحثنا هذا والمتمثل في محاولة تحديد العوامل المؤثرة في هيكل رأس مال المؤسسات الجزائرية، قمنا بجمع عينة مكونة من 10 مؤسسات صناعية مسجلة لدى المركز الوطني للسجل التجاري متمركزة في ولاية الجزائر خلال الفترة الزمنية الممتدة من سنة 2012 إلى غاية سنة 2015، وسنحاول في هذه الدراسة استنتاج محددات هيكل رأسمال عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية.

ب. طريقة جمع معطيات الدراسة

اعتمدنا في دراستنا على طريقة تحليل القوائم المالية باستخدام مجموعة من النسب المالية للمؤسسات المعنية بالدراسة. بالإضافة إلى الاعتماد على طريقة نموذج الانحدار المتعدد والاستعانة ببرنامج SPSS 16 لمعالجة المعطيات وتحليل النتائج.

تتمثل المعطيات المستعملة في هذه الدراسة في معطيات محاسبية للمؤسسات المأخوذة كعينة للدراسة (ميزانيات ختامية وجداول حسابات النتائج) مصدرها المركز الوطني للسجل التجاري. نموذج الدراسة

يتطلب بحثنا عن العوامل المحددة لهيكل رأس مال عينة الدراسة، اعتماد أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين هيكل رأس المال كمتغير تابع ومختلف العوامل المفسرة لهذا الهيكل كمتغيرات مستقلة.

أ. التحليل الاحصائي لمتغيرات الدراسة

تم حساب قيم المتغيرات المستقلة (محددات الدراسة) التي قد تؤثر على قيم المتغير التابع (نسبة الاستدانة) لكل مؤسسة من مؤسسات عينة الدراسة كوسط حسابي لفترة أربع سنوات كما هو موضح في الجدول الآتي:

اسم الشركة	متوسط نسبة الاستدانة	متوسط معدل المردودية الاقتصادية	متوسط معدل حجم الضمانات	متوسط معدل نمو المؤسسة	متوسط حجم المؤسسة	متوسط حجم المخاطر العملية
«SEFLEX»	29,63	10,23	74,93	15,97	19,38	108,47
«EFAPAL»	22,62	22,52	64,93	2,38	18,24	509,78
SARL "SAFAC"	54,68	35,04	72,4	77,12	17,78	2633,83
«SPSRS»	71,35	2,16	29,34	32,1	21,17	4,70
SARL «SOTRAP»	51,85	16,53	39,3	9,49	15,56	631,32
ALFEL EL-HARRACH	54,77	1,85	64,32	18,59	18,82	19,71
SPA «EMB FBF»	53,47	2,36	59,16	-2,4	21,61	12,75
EPE / SPA PAPIREC	27,81	8,54	75,53	13,82	18,62	122,71
SPA "ALGRAN"	42,92	22,98	45,1	21,5	21,74	548,29
STAA	74,83	-6,56	75,16	0,23	18,72	48,73

جدول رقم (01): الوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة للفترة (2012-2015)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية السنوية للمؤسسات محل الدراسة

ويوضح الجدول رقم (01) نتائج تحليل متغيرات الدراسة لعينة من المؤسسات خلال الفترة (2012-2015)، وكان أعلى متوسط لنسبة الاستدانة لدى مؤسسة STAA حيث بلغ متوسط نسبة استدانتها %74,83. في حين كان أدنى متوسط نسبة استدانة لمؤسسة «EFAPAL» بمعدل %22,62. كما يلاحظ كذلك من الجدول رقم (01) تذبذب نسب الاستدانة على نطاق المؤسسات ككل.

ما يمكن استخلاصه من هذه النتائج هو أن مؤسسات عينة الدراسة تعتمد بشكل كبير على الاقتراض لسد احتياجاتها التمويلية، حيث أن عدد المؤسسات التي تجاوز فيها متوسط نسبة الاستدانة 50% هو 6 مؤسسات من بين 10 مؤسسات محل الدراسة.

ب. تقدير وتقييم النموذج محل الدراسة

نظرا لان معطيات الدراسة عبارة عن سلسلة زمنية مقطعية وكون العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة هي علاقة خطية، فهذا يقتضي الاعتماد على طرق تقدير وتقييم نماذج الانحدار الخطي المتعدد. وذلك لتحديد العلاقة بين هيكل رأس المال كمتغير تابع وعدد من المتغيرات المستقلة المفسرة له بالاعتماد على معطيات محاسبية لـ 10 مؤسسات صناعية متمركزة في الجزائر العاصمة أخذت بياناتها من سنة 2012 إلى غاية سنة 2015.

سنقوم بتقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد للسلسلة الزمنية المقطعية وذلك وفق طريقة المربعات الصغرى، أما بالنسبة لتقييم هذه النتائج، سنعتمد على معامل التحديد على مستوى أول لدراسة القدرة التفسيرية للنموذج، ثم القيام باختبار معنوية النموذج على مستوى ثان وذلك من خلال اختبار الأسس النظرية للنموذج، وذلك كما يلي:

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,970 ^a	,941	,867	6,43833

Predictors: (Constant), حجم المخاطر العملية, حجم الضمانات, حجم

المؤسسة, معدل المردودية الاقتصادية, معدل النمو

الجدول رقم (11): جدول الارتباط الخطي

المصدر: من إعداد الباحث من خلال معالجة قاعدة البيانات اعتمادا على برنامج SPSS

يبين الجدول أن معامل الارتباط الخطي بين نسبة الاستدانة والمتغيرات المستقلة هو 0.970، وأن مدى الدقة في تقدير المتغير التابع (نسبة الاستدانة) أو بصيغة أخرى مدى فعالية استخدام معادلة الانحدار للتنبؤ في قيم المتغير التابع هو 94.1%. مما يعني ان المتغيرات المستقلة (التفسيرية) استطاعت أن تفسر 0.941 من التغيرات الحاصلة في نسبة الاستدانة، في حين ان 5.9 % من التغيرات المتعلقة بنسبة الاستدانة ناتجة عن عوامل عشوائية.

ANOVA ^b						
	Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2647,961	5	529,592	12,776	,014 ^a
	Residual	165,808	4	41,452		
	Total	2813,769	9			
a. النمو معدل الاقتصادية، المرودية معدل المؤسسة، حجم الضمانات، حجم العملية، المخاطر حجم						
Predictors: (Constant),						
b. Dependent Variable: نسبة الاستدانة						

جدول رقم (12): جدول تحليل تباين خط الانحدار

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج SPSS

- الجدول أعلاه هو جدول تحليل تباين خط الانحدار حيث يدرس مدى ملائمة خطة الانحدار للبيانات وفرضيته الصفرية، ويبين الجدول التالي أن:
1. مجموع مربعات الانحدار هو 2647.961 ومجموع مربعات البواقي هو 165.808
 2. مجموع المربعات الكلي هو 2813.769
 3. درجة حرية الانحدار هي 5 ودرجة حرية البواقي هي 4
 4. معدل مربعات الانحدار هو 529.592 ومعدل مربعات البواقي هو 41.452
 5. قيمة اختبار تحليل التباين لخط الانحدار هي 12.776
 6. مستوى دلالة الاختبار 0.014 أقل من مستوى دلالة الفرضية الصفرية 0.05 وبالتالي لا نقبلها، ومنه فإن خط الانحدار يلائم البيانات.

Coefficients ^a					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	74,893	27,359		2,737	,052
المردودية معدل الاقتصادية	-2,377	,330	-1,696	-7,207	,002
1 الضمانات حجم	-,627	,141	-,589	-4,432	,011
النمو معدل	-,159	,199	-,207	-,798	,469
المؤسسة حجم	1,259	1,326	,136	,950	,396
العملية المخاطر حجم	,038	,008	1,708	4,454	,011

a. Dependent Variable: نسبة الاستدانة

الجدول رقم (13): جدول المعاملات

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج SPSS

بالنسبة لاختبار معنوية المعلمات المقدرة للنموذج انطلاقاً من حساب الإحصائية t لـ Student لكل معلمة على حدى ومقارنتها بالقيمة الجدولية في كل مرة، نجد أن معدل المردودية الاقتصادية و حجم الضمانات بالإضافة إلى حجم المخاطر العملية معنوية إحصائياً وذلك عند مستوى معنوية يقدر بـ: 5%، في حين لم يكن لباقي المتغيرات المفسرة للنموذج دلالة إحصائية في تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع، حيث أظهرت نتائج الانحدار أعلاه عدم وجود علاقة معنوية تربط كل من معدل نمو المؤسسة و حجم المؤسسة بنسبة الاستدانة.

النتائج أثبتت صحة الفرضية الأولى والتي تنص على وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة والمردودية الاقتصادية للمؤسسة، أما بالنسبة للفرضية الثالثة والرابعة فقد كان الوضع مختلفاً حيث لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة وكل من معدل نمو المؤسسة و حجم المؤسسة.

بالنسبة للفرضية الثانية والخامسة فقد توفر شرط الدلالة الإحصائية للعلاقة، إلا أن هذه الفرضيات لم تتوافق مع النتائج من حيث نوع العلاقة بين نسبة الاستدانة وكل من حجم الضمانات و حجم المخاطر العملية.

الخاتمة:

يهدف تحديد العوامل المؤثرة على هيكل رأس مال مؤسسات العينة محل الدراسة، اقتضت دراستنا الميدانية استخدام طريقة الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين هيكل رأس المال كمتغير تابع ومختلف العوامل المفسرة لهذا الهيكل كمتغيرات مستقلة، والتي تتمثل أساسا في: معدل المردودية الاقتصادية، معدل حجم الضمانات، معدل نمو المؤسسة، حجم المؤسسة بالإضافة إلى حجم المخاطر العملية.

تمكنا من خلال هذه الدراسة الى الوصول إلى جملة من النتائج، والتي يمكن تلخيصها

فيما يلي:

اختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى:

تتنوع مصادر التمويل المتاحة للمؤسسات الجزائرية بين مصدرين أساسيين هما اموال الملكية وأموال الاستدانة والذين يشكلان هيكل رأس مال المؤسسة.

ارتكزت سياسة التمويل في الجزائر بعد سنة 1990 على تنوع مصادر التمويل الخارجي الذي كان مقتصرًا قبلها على التمويل البنكي، وفي هذا الإطار أخذت الدولة بعين الاعتبار التمويل بالأموال الخاصة، وفي هذا الصدد تعتبر البورصة البيئية الرئيسية لمصادر التمويل المختلفة، وهذا يتوقف بطبيعة الحال على فعالية هذه السوق في الاقتصاد. ويفترض أنه كلما تعددت مصادر التمويل كلما تيسرت شروط الحصول عليها.

الفرضية الثانية:

يتأثر هيكل رأس المال مؤسسات العينة بعوامل خاصة بهذه المؤسسات كمعدل المردودية الاقتصادية، معدل حجم الضمانات، معدل نمو المؤسسة، حجم المؤسسة وحجم المخاطر العملية. ويمكن إبراز العلاقة التي تربط هذه العوامل بهيكل رأس المال وذلك وفقا للدراسات الميدانية السابقة فيما يلي: من المتوقع وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع وكل من المردودية الاقتصادية والمخاطر العملية للمؤسسة. من المنتظر وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع والمتغيرات الآتية: مستوى الضمانات، معدل نمو المؤسسة، حجم المؤسسة.

النتائج أثبتت وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة والمردودية الاقتصادية للمؤسسة، أما بالنسبة للعلاقة بين متغيري مستوى الضمانات وحجم المؤسسة بنسبة الاستدانة فقد كان الوضع مختلفا حيث لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية.

بالنسبة لبقية المتغيرات فقد توفر شرط الدلالة الإحصائية للعلاقة، إلا أنه ه لم تتوافق الفرضية مع النتائج من حيث نوع العلاقة بين نسبة الاستدانة وكل من معدل نمو المؤسسة وحجم المخاطر العملية.

بينت نتائج الانحدار المتعدد وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي ومردودية المؤسسة، وهي النتيجة التي توصلت إليها عدة دراسات سابقة، وهذا ما نلاحظه على المؤسسات الجزائرية التي تعتمد بشكل كبير على الأموال الخاصة ولا تلجأ إلى التمويل الخارجي (البنكي) إلا إذا كان التمويل الداخلي لا يغطي احتياجات المالية. وهذه النتيجة تؤكد نظرية التمويل السلمي، وبالتالي تعتبر هي النظرية الأقرب لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الصناعية الجزائرية.

من خلال النتائج التي تم التوصل إليها يمكن اقتراح مجموعة من التوصيات التي تتعلق بتحديد الإطار العملي لاتخاذ القرارات المالية بصدد تحديد الميزج الأمثل للهيكل التمويلي.

- ✓ الابتعاد قدر الإمكان عن التمويل من خلال القروض حيث أثبتت الدراسة أن العلاقة عكسية بين نسبة الاستدانة ومعدل المردودية الاقتصادية،
- ✓ ينصح بإضافة بعض المتغيرات المفسرة لهيكل رأس المال على النموذج محل الدراسة كتكلفة الوكالة، تكلفة الإفلاس، تكلفة الاقتراض، تكلفة الأموال الخاصة، ... الخ،
- ✓ ضرورة إجراء المزيد من الدراسات المتعمقة في مجال محددات الهيكل المالي، لتشمل القطاعات الاقتصادية الأخرى، كالبنوك ومؤسسات التأمين، والخدمات، للوقوف على مدى التباين لمحددات الهيكل المالي في هذه القطاعات،
- ✓ عدم الاستناد في قرار منح القروض البنكية إلى معيار الضمانات القانونية وإهمال معايير أخرى موضوعية تتعلق بجدية وفعالية المؤسسة موضوع الإقراض كأهمية

التدفقات المالية المستقبلية والمكانة الاستراتيجية لنشاط المشروع وآليات العرض والطلب في محيط المؤسسة.

إن تعارض نتائج الدراسات التطبيقية على المستوى الدولي تؤكد بما لا يدع مجالاً للشك على أهمية البعد البيئي عند دراسة السلوك التمويلي للمؤسسات، وعليه لا يمكن تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الصناعية الجزائرية بواسطة تلك النظريات، ويرجع ذلك إلى اختلاف بيئة الأعمال الجزائرية عن تلك الموجودة في أمريكا وغيرها. إذن حتى الآن لا توجد نظرية تحوز الإجماع، مما يعني أن الأمر يحتاج إلى المزيد من الدراسات التطبيقية لاختبار نظريات معينة في بيئات معينة.

الهوامش:

¹ شلاش سليمان، البقوم علي، العون سالم، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي (1997-2001)، مجلة المنارة، 2008، ص. 58.

² يحيواوي مفيدة، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد 03، 2002، ص. 05.

³ دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي -الإسهامات النظرية الأساسية-، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 2002، ص. 03، ص. 05.

⁴ Darolles Yues et Autres, Précis d'Analyse Financière, Collection Finance et Entreprise, 1990, P : 34.

⁵ Fabienne Guerra, Comptabilité managériale : l'utilisation du système d'information comptable, De Boeck, Bruxelles, 2004, P 154.

⁶ Conso Pierre, Hemici. Farouk, Gestion Financière de l'Entreprise, 8^{ème} Edition, France, 1996, P : 243.

⁷ S.Titman & R. Wessels, the Determinants of Capital Structure Choice, Journal of Finance.43, March 1973, Page 8.

⁸ Cheng-Few Lee, **Advances in quantative analysis of finance and accounting, Volume 04**, World Scientific Publishing, London, 2006, P 167.

⁹ قريشي يوسف، محددات سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005، ص. 2.

¹⁰ Jung K, Kim Y, Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision. Journal of Financial Economics 42, 1996, pp. 159-185.

¹¹ Jensen, Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, American Economic Review 76, 1986, pages. 323-329.

¹² M.FERRI & W. JONES, « Determinates of financial structure: a new methodological approach », Journal of Finance, 34, June, 1979, P.107.

¹³ S.Titman & R. Wessels, Op.Cit , Page8.

¹⁴ Peter Stahlecker, Eckhardt Wohlers, **European firm's financial structure**, Lucius and Lucius, Stuttgart, 2001, P 622.

¹⁵ H.Belghiti, les déterminants de la structure du capital: application pour les entreprises canadiennes et Américaines de 1995 à 2005, mémoire présente comme exigence partielle de la maîtrise et administration des affaires, université de québec, montréal, Canada, 2006,p: 51.

¹⁶ براق محمد، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية، رسالة دكتوراه دولة، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1998، ص 56.

¹⁷ عبد القادر بوعزة، التأثير الجبائي على اختيار مصادر التمويل، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، دفعة 2004، ص 45.

¹⁸ رسلان ديرانيه، محددات الهيكل المالي في الشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن، رسالة ماجستير، الجامعة ال أردنية 01، 1992، ص 85.

¹⁹ Faris AL-Shubiri, Determinants of capital structure choice, University for Graduate Studies, Jordan, 2010, p 66.