

جامعة قاصدي مرباح ورقلة - الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
الميدان : علوم اقتصادية ، علوم التسيير وعلوم تجارية
الشعبة: علوم مالية ومحاسبية
التخصص: تقنيات الكمية في المالية
من إعداد الطالب : أحمد يقين عيمر

أثر الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة

دراسة حالة قطاع الخدمات خلال الفترة 2012-2015

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ:

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الأستاذ /عماني لمياء..... (أستاذ مساعد أ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الدكتور / بوزيد عصام.....(أستاذ محاضر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

الدكتور / قريشي خير الدين.....(أستاذ مساعد أ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2016/2017

جامعة قاصدي مرباح ورقلة - الجزائر

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : علوم اقتصادية ، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوم مالية ومحاسبية

التخصص: تقنيات الكمية في المالية

من إعداد الطالب : أحمد يقين عيمر

أثر الهيكل المالي على قيمة الاقتصادية المضافة

دراسة حالة قطاع الخدمات خلال الفترة 2012-2015

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ:

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الأستاذ /عماني لمياء..... (أستاذ مساعد أ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الدكتور / بوزيد عصام.....(أستاذ محاضر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

الدكتور / قريشي خير الدين.....(أستاذ مساعد أ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2016/2017

الأهداء

أهدي هذا العمل المتواضع

إلى ...

من أحمل اسمه بكل فخر وإعتزاز

إلى سندي وقوتي وملاذي بعد الله، أبي العزيز أسأل الله أن يحفظه لنا

إلى ...

ينبوع الصبر والتفاؤل والأمل

إلى التي جعلت الجنة تحت أقدامها ريحانة حياتي وبهجتها أمي العزيزة أسأل الله أن يحفظها

لنا

إلى ...

من كانوا ملاذي وملجئي

إلى من علموني علم الحياة إلى إخوتي كل بالاسمه .

إلى ...

كل الأقارب والأهل

إلى ...

قلعتي الحصينة التي الجأ إليه عند شدتي أصدقائي.

إلى ...

كل غيور على دينه ووطنه

إلى ...

كل من ذكرهم قلبي ونسيهم قلبي، من دون أن أنسى زملاء الدفعة سنة الثانية ماستر مالية

الكمية.

إليكم جميعاً أهدي ثمرة جهدي.

أحمد يقين

الشكر

الحمد لله الذي أنار لي درب العلم والمعرفة أمانني ووفقي على إنجاز هذا العمل وأمدني بالقوة والصبر على
المواصلة

أتوجه بجزيل الشكر والإمتنان وأسمى عبارات التقدير والاحترام لأستاذ المشرف بوزيد عاصم على توجيهاته
ونسائحه المتواصلة وحرصه على إنجاز هذه المذكرة ، أسأل الله أن يجعله ممن قال فيه النبي (ص): "من لا يشكر
الناس لا يشكره الله"

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة عل ما سوف يقدمونه من التوجيهات والتوصيات لإثراء
هذا العمل

كما أتوجه بجزيل الشكر و الامتنان إلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد على إنجاز هذا
العمل وأخص بالذكر الأساتذة الكرام: بن فاذة اسماعيل، شبيخي محمد، قريشي خير الدين ،

شكر خاص لمن ساعدني في إنجاز هذه المذكرة من قريب أو بعيد

فإن كان هذا العمل صواباً فمن الله وإن كان خطأ فمن نفسي والشيطان وصلى الله على سيدنا
محمد وعلى آله وصحبه أجمعين

أحمد يقين

ملخص الدراسة :

تهدف دراستنا إلى إبراز اثر الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة لعينة شركات لدى قطاع الخدمات خلال الفترة (2012-2015) وذلك من خلال الدور المحوري والفعال الذي يلعبه في تحسين قيمة المؤسسة ، بل يمكن للقيمة الاقتصادية المضافة أن تشكل طرفا رئيسيا في نظام الإدارة المالية بما يقود إلى صنع القرار وكذا توضيح أن الهيكل المالي يشير إلى مصادر التمويل بأنواعها كافة ، (أموال ملكية واقتراض) وآجالها طويلة وقصيرة الأجل ، بعبارة أخرى جانب الخصوم في الميزانية العمومية ويتوقف القيمة الاقتصادية المضافة الإيجابي على قدرة المؤسسة في تشكيل التوليفة المثلى للهيكل المالي ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بوتيرة تكافئ دوران أصلها الاقتصادي بما يضمن تشكيل الثروة ، وبالتالي قيمة المؤسسة بشكل عام .

فمن هذا المنطلق يمكن اعتبار أن الهيكل المالي هو العنصر الأساسي والركن الرئيسي في موضوع تقييم القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة ، لأنه يصعب الحديث عن مؤسسة اقتصادية من دون هيكل مالي .

اعتمدنا في دراستنا على أداة هي القوائم المالية ، بغية تحليل وتفسير هذه القوائم للتوصل إلى فهم أوضح للإشكالية المطروحة .

الكلمات المفتاحية : الهيكل المالي ، القيمة الاقتصادية المضافة ، انشاء القيمة ، محددات الهيكل المالي ، نظريات مالية .

Résumé

Notre étude vise à mettre en évidence l'impact de la structure financière sur la valeur économique ajoutée aux entreprises de l'échantillon dans le secteur des services au cours de la période (2012-2015) par le rôle central et efficace, il joue dans l'amélioration de la valeur de l'entreprise, mais peut la valeur économique ajoutée qu'une partie clé du système de gestion financière, y compris la conduite à la prise de décision, ainsi que de préciser que la structure financière fait référence aux sources de financement de toutes sortes, (et emprunter la propriété des fonds) à long et les échéances à court terme, autrement dit, le passif du bilan, et arrêter l'impact positif sur la valeur ajoutée économique sur la capacité de l'organisation à former la combinaison optimale de la structure de la Dans la mesure de l'utilisation des ressources financières disponibles pour les équivalents au taux de rotation d'origine économique formation Bmaysm de la richesse, et donc la valeur de l'institution en général.

Il est ce sens peut être considéré que la structure financière est l'élément de base et le principal pilier sur le sujet de l'évaluation de la valeur ajoutée économique de l'entreprise, car il est difficile de parler de l'institution économique sans structure financière. Dans notre étude, nous comptons sur deux listes d'outils et de rapports financiers afin d'analyser et d'interpréter ces rapports pour parvenir à une meilleure compréhension du problème à portée de main.

Les mots clés :

Structure financière ،économie valeur ajoutée ، création de valeur ، les determinants de la structure financière ،les theories financières.

قائمة المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
III	إهداء
IV	الشكر
V	الملخص
VII	قائمة المحتويات
VIII	قائمة الجداول
IX	قائمة الأشكال البيانية
X	قائمة الملاحق
XI	قائمة الإختصارات والرموز
أ	المقدمة
	الفصل الأول : الإطار النظري للدراسة
2	تمهيد
3	المبحث الأول: الهيكل المالي و القيمة الاقتصادية المضافة
17	المبحث الثاني : عرض الدراسات السابقة
22	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني : الدراسة القياسية لأثر الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة
24	تمهيد
25	المبحث الأول : الطريقة والأدوات
38	المبحث الثاني : عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها
55	خلاصة الفصل
57	خاتمة
62	قائمة المراجع
67	الملاحق
75	الفهرس

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
40	نتائج تقدير أثر الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة	(1-2)
41	نتائج إختبار مضاعف لاغرونج LM	(2-2)
42	نتائج إختبار Hausman	(3-2)
42	نتائج تقدير معلمات نموذج التأثيرات الثابتة المصحح	(4-2)
44	نتائج إختبار ستودنت للنموذج المقدر	(5-2)
46	نتائج إختبار جذر الوحدة للمتغيرات عند المستوى	(6-2)
47	نتائج إختبار جذر الوحدة للمتغيرات عند الدرجة الأولى	(7-2)
48	نتائج إختبار Padroni للتكامل المشترك	(8-2)
49	نتائج التأخير الزمني	(9-2)
50	نتائج تقدير نموذج VAR	(10-2)

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
27	يمثل تطور القيمة الاقتصادية المضافة (2012-2015)	(1-1)
28	يمثل تطور الديون الى فائض الاجمالي للاستغلال (2012_2015)	(2-1)
29	يمثل تطور الديون الى الأموال الخاصة (2012_2015)	(3-1)
39	سحابة النقاط بين المتغيرين EVA وD_EBE	(1-2)
39	سحابة النقاط بين المتغيرين EVA وD_CP	(2-2)
45	مناطق القبول والرفض لاختبار (Durbin-Watson)	(3-2)

قائمة الملحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
67	بيانات القيمة الاقتصادية المضافة و نسب الهيكل المالي لقطاع الخدمات (2012-2015)	1
69	نتائج تقدير نماذج بانل	2
71	نتائج إختبارات المفاضلة بين نماذج بانل	3
72	نموذج التأثيرات الثابتة بعد التصحيح	4
73	نتائج تحديد درجة التأخير الزمني	5

قائمة المختصرات

الإختصار	المصطلح باللغة الأجنبية 2	المصطلح باللغة العربية
EVA	Economic value added	القيمة الاقتصادية المضافة
D_EBE	Debt on the total surplus of exploitation	الديون على الفائض الاجمالي للاستغلال
D_CP	Debt on private funds	الديون على الأموال الخاصة
PRM	Pooled Regression Model	نموذج الانحدار التجميعي
FEM	Fixed Effects Model	نموذج التأثيرات الثابتة
REM	Random Effects Model	نموذج التأثيرات العشوائية



• توطئة:

لقد فرضت شدة المنافسة والتطور التكنولوجي السريع في عالم الأعمال تحديات كبيرة وتغيرات معقدة مما يتطلب من المنظمات التركيز على أهمية الإدراك السليم لهذه التحديات ، والتقدير الصحيح والواقعي لفرص التعامل معها ، فمسألة بقاء المؤسسة ونموها أصبحت صعبة وحرجة ، وتستدعي تضافر الجهود وتكاملها وتناسقها على مختلف المستويات .

تشكل الإدارة المالية أحد أهم الوظائف في شركات الأعمال ، إذ تهتم هذه الإدارة بعملية اتخاذ القرارات المتعلقة بكيفية الحصول واستثمار الأموال بالشكل الأمثل وبكفاءة ، من أجل انشاء قيمة للشركة ومن ثم تعظيم ثروة الملاك والمساهمين وبالتالي المساهمة في تحقيق هدف الشركة في النمو والبقاء والإستمرار ، وبناء على ذلك فإن وظيفة الإدارة المالية تتعلق بإدارة استثمارات الشركة بشكل يعمل على تعظيم العائد على هذه الاستثمارات عند أقل مستوى من المخاطر ، وبتنموي يحقق المزيج المناسب من الأموال الخاصة و الديون وبالشكل الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى .

وهذا يتطلب من المدير المالي أن يختار الهيكل المالي الأنسب ، الذي يوضح العناصر التي ينبغي أن تعتمد عليها الشركة في تمويل موجوداتها ، أي مصادر التمويل الخارجي من جهة والتي عادة يقاس وزنها النسبي في الهيكل المالي للشركة بما يعرف بنسب الهيكل المالي ، ومصادر التمويل الداخلي والتي عادة يقاس وزنها النسبي في الهيكل المالي للشركة بما يعرف بنسب التمويل ، مع الأخذ بعين الاعتبار الموازنة بين العائد على الاستثمار والمخاطر الناجمين عن الهيكل المستهدف ، أي أن تكون المخاطر الناجمة عن استخدام مصدر التمويل منخفضة التكلفة ، ومتوازنة مع العائد الذي يحققه ، والمتمثل في زيادة الربحية ، وبالتالي تعظيم قيمة الشركة و هو ما يعرف بالهيكل المالي الأمثل .

ب _ الإشكالية الرئيسية :

بناء على ما سبق يمكننا صياغة الإشكالية الرئيسية كالتالي:

ما مدى تأثير الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة لشركات العينة المدروسة ؟

و تتفرع تحت هذه الإشكالية الأسئلة الفرعية التالية :

1- هل يوجد تأثير للهيكل المالي مقاسا بنسبة الديون إلى الفائض الاجمالي للاستغلال على القيمة الاقتصادية المضافة ؟

2- هل يوجد تأثير للهيكل المالي مقاسا بنسبة الديون إلى الأموال الخاصة على القيمة الاقتصادية المضافة ؟

3- هل هناك علاقة طويلة المدى بين الهيكل المالي و القيمة الاقتصادية المضافة لعينة شركات لدى قطاع الخدمات ؟

ت _ فرضيات البحث :

على ضوء ما تم طرحه من أسئلة حول موضوع البحث ، وأملا في تحقيق أهداف البحث ، يمكن تحديد مجموعة من الفرضيات التي نسعى لاختبارها وهي على النحو التالي :

- 1- يوجد تأثير إيجابي للهيكال المالي ممثلا بنسبة الديون الى فائض الاجمالي للاستغلال على القيمة الاقتصادية المضافة .
- 2- يوجد تأثير إيجابي للهيكال المالي ممثلا بنسبة الديون الى الأموال الخاصة على القيمة الاقتصادية المضافة .
- 3- لا توجد علاقة طويلة المدى بين الهيكال المالي و القيمة الاقتصادية المضافة لعينة شركات لدى قطاع الخدمات .

ث _ مبررات اختيار الموضوع :

إن اختيار موضوع البحث له أسباب موضوعية وأخرى ذاتية ، وهي كالتالي :

- توافق الموضوع مع نوع تخصصي العلمي ، الرغبة الذاتية في البحث في مواضيع التسيير المالي .
- موضوع حديث يستحق الدراسة .
- الميول الشخصي للبحث في هذا النوع من المواضيع ، وكذلك الرغبة في التحكم في التقنيات القياسية والإحصائية .
- يعود هذا الى محاولة تقديم دواصة تساهم في توضيح الوضع المالي إمكانية البحث ممكنة وذلك نظرا لأن الموضوع قابل للبحث وللدراسة من أجل الوصول لنتائج ملموسة من خلال إجراء التريص للمؤسسة.

ج - أهداف الدراسة :

الهدف من هذه الدراسة هو بحث أثر الهيكال المالي على القيمة الاقتصادية المضافة ، ومعرفة ما يترتب على هذه الشركات من استخدام الهيكال المالي في تحسين القيمة الاقتصادية المضافة للشركات عينة الدراسة كذلك معرفة مدى أثر استخدام الهيكال المالي على القيمة الاقتصادية المضافة المالي من خلال المزج بين استخدام النسب المالية والأساليب الإحصائية للوصول إلى كفاءة الإدارة ونجاحها أو فشلها في استثمارها وتوظيفها للأموال بالطريقة الصحيحة وفي توليد الأرباح مع الأخذ بعين الاعتبار مستوى معين من المخاطر.

ومن هنا تهدف هذه الدراسة إلى:

- التعرف على مفهوم الهيكل المالي و القيمة الاقتصادية المضافة و استخراج العلاقة بينهما .
- اختبار مدى قدرة الاضافية للقيمة الاقتصادية المضافة في تحديد خلق القيمة صافية للمؤسسة .
- كما تهدف الى اثراء و تزكية المكتبة العلمية بهذا النوع من الدراسات .

ح - أهمية الدراسة :

- تحديد أهم المحددات الكيفية والكمية اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة الاقتصادية
- تكمن أهمية البحث في الاستفادة من الأساليب القياسية في نمذجة الهيكل المالي للمؤسسة وهذا بناء على النظريات المالية في الموضوع ، هذا من شأنه أن يوضح للمؤسسات أهم العوامل التي يمكن أن تأخذها مستقبلا في تحديد هيكلها المالي .
- يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من أهم المداخل الحديثة التي أعطت صبغة شاملة لمفهوم خلق القيمة فعلى الرغم من وجود عدد هائل مؤشرات التقييم المقترحة و التي تتميز بكثرة النقائص و محدودية في التطبيق.

خ - حدود الدراسة :

تسعى هذه الدراسة إلى معالجة أثر الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة من الجانب القياسي ، أي استعمال الطرق الكمية والإحصائية ، وتمثلت حدود الدراسة المكانية لعينة من شركات لدى قطاع الخدمات في حين تتمثل الحدود الزمنية في الفترة الممتدة من 2012 إلى غاية 2015 .

د - منهج البحث والأدوات المستخدمة :

قصد دراسة هذا الموضوع من خلال الإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار فرضياته والبحث في جوانبه المختلفة والحصول على نتائج وإعطاء تفسيرات استخدمنا المنهج الوصفي التحليلي ، من خلال دراسة الإطار النظري للهيكل المالي وأهم نسب قياسه وكذلك قيمة الاقتصادية المضافة ، وأهم الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع ، ثم بعد ذلك إستخدمنا المنهج القياسي أي دراسة الحالة لقياس أثر الهيكل المالي (مقاس بمجموعة من نسب الهيكل المالي) على القيمة الاقتصادية المضافة حالة قطاع الخدمات ، وذلك بتطبيق أدوات الاقتصاد القياسي المتمثلة في تحليل نماذج بانل واختيار أيها أنسب لتقدير العلاقة بين نسب الهيكل المالي القيمة الاقتصادية المضافة لقيمة الشركات لدى قطاع الخدمات، وللإجابة على الإشكالية المطروحة ومن أجل تحقيق أهداف البحث تم الاعتماد على المنهج الوصفي لتناول الجانب النظري للموضوع ، أما في الجانب التطبيقي فقد تم

استخدام دراسة قياسية بإستعمال نموذج بانل لتحليل النتائج المتحصل عليها من خلال استخدام البرامج الإحصائية Excel و Eviews 9 .

ذ _ صعوبات البحث :

- كون هذه المذكرة ذات وجهين الأول مالي يتمثل في فهم الهيكل المالي والثاني قياسي رياضي تطلب بعض الوقت لفهم هذه الأساليب والانتقال من الوجه الأول إلى الوجه الثاني.

- صعوبة الحصول على المعلومات اللازمة.

- قلة الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع بشكل مباشر.

ر _ هيكل البحث :

للإجابة على إشكالية الدراسة ، ولتحقيق أهدافها مع المحافظة على الالتزام بطريقة IMRAD إقتضت الضرورة تناول الموضوع في فصلين اثنين ، سبقتهم مقدمة عامة لتنتهي الدراسة بخاتمة عامة.

تناولنا في الفصل الأول منه الاطار النظري للدراسة للهيكل المالي المالي القيمة الاقتصادية المضافة في مبحثين خصص الأول لمفهوم الهيكل المالي واهم محدداته و ابرز مقاربات النظرية ونسبه ، إلى مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة ، مزاياه وحدوده ، طرق قياسه.

وتطرقنا في المبحث الثاني إلى بعض الدراسات السابقة التي عنيت بموضوعي الهيكل المالي القيمة الاقتصادية المضافة ، وبعد ذلك أجرينا مقارنة بين الدراسة الحالية وتلك الدراسات السابقة.

بينما تناولنا في الفصل الثاني لتأثير الهيكل المالي باستخدام نماذج بانل على عينة تتكون من 15 شركات موزعة على كافة قطاع الخدمات خلال الفترة من عام 2012 حتى عام 2015 ، ففي بداية الفصل تم التعريف بالإطار القياسي المتبع في التحليل، ومنه دراسة وعرض النتائج المتوصل إليها ومناقشتها.

وفي الأخير توج هذا العمل بخاتمة عامة تضمنت النتائج المتوصل إليها ، كما حاولنا إثبات صحة أو نفي فرضيات الدراسة ثم تقديم مجموعة من الاقتراحات والتوصيات.

الفصل الأول

الإطار النظري للدراسة

تمهيد:

يعتبر الهيكل المالي من بين الظواهر المالية المهمة، خاصة في علاقته وتأثيره على القيمة الاقتصادية المضافة ، لذا يعد موضوع تقييم العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة الاقتصادي المضافة في الشركات لدى قطاع الخدمات من المواضيع الأكثر تعقيدا وصعوبة التي تفرض على المدير المالي للشركة التعامل معها بحذر ودقة وذلك بسبب تعدد أهداف وطرق حسابها، التي يتوقف عليها العديد من القرارات الاستثمارية التي تتعلق بقياس جودة وفاعلية مصادر التمويل ، ومردودية المشاريع الاستثمارية .

لذلك يعتبر موضوع الهيكل المالي وأثره على القيمة الاقتصادية المضافة أحد المواضيع التي شغل بال المسيرين والباحثين على حد سواء، نظرا لأهميته إما على المستوى الكلي أو الجزئي ، بإعتباره يعكس النتيجة المنتظرة من وراء كل نشاط، وهو يعتبر واحد من المواضيع التي لم تلقى اتفاقا عاما حول تقديم مقياس محدد للهيكل المالي وأثره على القيمة الاقتصادية المضافة ، نتيجة اختلاف المعايير والمقاييس المطبقة في دراسته وقياسه .

وبهذا المنطلق تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، المبحث الأول حول الإطار العام للهيكل المالي والقيمة الاقتصادية المضافة و في المبحث الثاني تناولنا الدراسات السابقة التي لها علاقة بالموضوع وهذا من خلال النقاط التالية:

- مفهوم الهيكل المالي و الهيكل المالي الأمثل.
- محددات الهيكل المالي .
- المقاربات النظرية للهيكل المالي .
- تقويم الهيكل المالي.
- مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة .
- طريقة حساب القيمة الاقتصادية المضافة .
- مزايا و الانتقادات الموجهة للقيمة الاقتصادية المضافة.

المبحث الأول: الهيكل المالي و القيمة الاقتصادية المضافة

تعتبر المفاهيم الأساسية الخاصة بموضوعي لهيكل المالي و القيمة الاقتصادية المضافة من بين أهم المواضيع التي نالت إهتمام الاقتصاديين وصناع القرار، وهذا ما سيتم التطرق إليه في هذا المبحث من خلال التعرف على الإطار المفاهيمي المتعلق لهيكل المالي و القيمة الاقتصادية المضافة.

المطلب الأول : مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي

سنحاول في هذا المطلب التعرف على مفهوم الهيكل المالي والهيكل المالي الأمثل ومحدداته و المقاربات النظرية المؤيدة و المعارضة و كيفية تقييمه .

الفرع الأول : مفهوم الهيكل المالي و الهيكل المالي الأمثل

لا بد في البداية أن نفرق بين المعنى المرتبط بمصطلحين شائعين في هذا المجال الأول الهيكل المالي و الذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة و الثاني هيكل رأس المال و الذي يعرف بالتمويل الدائم للمؤسسة و الذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل و الأسهم الممتازة و حق الملكية و يستبعد جميع أنواع الائتمان قصيرة الأجل، و على هذا الأساس فان هيكل رأس المال يعتبر جزءا من الهيكل المالي للمؤسسة.¹

أولا : مفهوم الهيكل المالي

المفهوم الأول : يعرف الهندي (1989) الهيكل المالي بأنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأ على اموال بهدف تمويل استثماراتها ، وتشتمل على كافة العناصر التي تتكون منها مكونات الخصوم سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، ويعرفه الميداني (1999) هو كيفية تمويل إجمالي موجودات استثمارات الشركة، ويتمثل ذلك بالجانب المطلوبات.²

المفهوم الثاني : يعرف الهيكل المالي في المؤسسة على أنه ذلك الجزء الخاص بالأموال الخاصة والاستدانة المالية والمتمثلة في الموارد الدائمة.³

¹ - محمد صالح الخناوي، جلال إبراهيم العبد ، الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية ، 2004 ، ص 32 .

² - شلاش سليمان ، البقوم علي العون سالم ، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركة الأعمال لحالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في السوق عمان المالي ، 1999-2001 .

³ - Florence Delahaye, Jaqueline Delahaye, Finance d'entreprise manuel et applications ، 2e édition DUNOD ، Pari ، 2009 ، p : 121.

المفهوم الثالث : يقصد بالهيكل المالي كيفية قيام المؤسسة بتمويل مختلف أصولها من موارد خارجية وداخلية،¹ ويمكن أن يترجم الهيكل المالي أو البنية المالية للمؤسسة الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها.²

المفهوم الرابع : يتعلق بكيفية تمويل إجمالي موجودات أو استثمارات المؤسسة ويتمثل ذلك في الجانب الأيسر للميزانية، أي جانب المطلوبات وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التمويل لبيتي تستخدمها المؤسسة. أي أن الهيكل المالي يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض، وسواء كانت من مصادر قصيرة الأجل أو مصادر طويلة الأجل .

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن تلخيص مفهوم الهيكل المالي على أنه ذلك الجانب الأيسر من الميزانية والذي يبين تمويل أصول المؤسسة.³

ثانيا : مفهوم الهيكل المالي الأمثل " يقصد بأمثلية الهيكل المالي للمؤسسة مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدنئة تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن ، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.⁴

الفرع الثاني : محددات الهيكل المالي

يتأثر قرار المؤسسة في اتخاذ الهيكل المالي المناسب بعدة محددات نلخصها فيما يلي :

أولا : حجم المؤسسة

حجم المؤسسة يزيد من قدرتها على التوسع بالاقتراض⁵. حيث أشارت العديد من الدراسات إلى أن لحجم المؤسسة تأثير على نسبة الاقتراض داخل الهيكل المالي، وقد قدمت هذه الدراسات عدة أسباب لوج ود علاقة إيجابية بين حجم المؤسسة والمديونية، أولهما أن احتمالات الإفلاس تنخفض في المؤسسات ذات الحجم الكبير ، كما أن المؤسسات الكبيرة تملك إمكانية أكثر في اللجوء إلى الأسواق المالية وتستطيع الاقتراض بشروط أيسر ،⁶ على عكس المؤسسات صغيرة الحجم تعتمد على التمويل المقترض بشكل أساسي.⁷ وإذا فإن حجم المؤسسة يلعب دورا كبيرا في مقدرتها على الاقتراض أو الاعتماد على المصادر الداخلية،

¹- بجياوي مفيدة، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة. العدد 2002.03. ص : 05.

²- دادن عبد الوهاب ، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي - الإسهامات النظرية الأساسية- ، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 2002 ، ص 03 ، ص 05 .

³- محمد ابن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، جامعة الملك فهد للبترول و المعادن الظهران، 1993 ، ص : 555-556.

⁴ - عبد الوهاب دادن ، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي. مجلة الباحث، العدد 4 ، جامعة ورقلة، 2006 ، ص 10 .

⁵- محمد صالح الحناوي، الإدارة ال

مالية والتمويل، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2000 ، ص : 27 .

⁶- يوسف قريشي و الياس بن ساسي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مداخلة في إطار فعالية الملتقى الدولي متطلبات تأهيل

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و 18 أفريل، جامعة حسينية بن بوعلي، الشلف، 2006 ، ص 433 .

⁷- محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل ، مرجع سابق، ص 265.

فالحجم يظهر ضمن العوامل التي لها أثر على نسبة الاستدانة وهو السبب الذي يجعل المؤسسات الصغيرة تتجه أكثر إلى الاقتراض قصير الأجل¹ أما ما يدفع المؤسسات كبيرة الحجم إلى التنوع أنها تتعرض لدرجة مخاطر أقل وهو ما يخلق لديها الدافع لزيادة الأموال المقترضة، حيث كشفت بعض الدراسات عن عدم وجود علاقة بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض وتبريرهم في ذلك أن هناك علاقة لكن ضعيفة.²

ثانيا : هيكل الأصول (الضمانات)

طبيعة موجودات المؤسسة (هيكل الأصول) يؤثر بأشكال مختلفة على قرار اختيار المؤسسة لمصادر تمويلها³، أي أن نوع الأصول التي تمتلكها المؤسسة الاقتصادية يتدخل في تحديد بنية هيكلها التمويلي، فكلما كانت حصة الأصول الملموسة المادية التي يمكن استخدامها كضمان ذات أهمية في المؤسسة، كلما كان المقرضون على استعداد لمنح قروض أكثر،⁴ فالمؤسسات التي تتميز بأن أصولها الثابتة تعيش لفترة طويلة، وخاصة في حالة أن الطلب على منتجاتها مؤكد إلى حد كبير، تستخدم القروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات معينة بدرجة كبيرة؛ ومن ناحية أخرى فإن الشركات التي تتكون أغلبية أصولها من ذمم ومخزون، والتي تتوقف قيمتها تتوقف قيمتها على استمرار تحقيق الشركة للأرباح، تعتمد بصفة أساسية على القروض قصيرة الأجل وإن كانت تستخدم أيضا قروض طويلة الأجل ولكن بدرجة محدودة،⁵ آخر الدراسات تشير على وجه التحديد إلى وجود علاقة ايجابية بين هيكل الأصول والديون طويلة الأجل، ووجود علاقة سلبية بين هيكل الأصول والديون قصيرة الأجل.⁶

ثالثا : المرد وديات

إن تأثير معدل مردودية المؤسسة على نسبة الاستدانة بالهيكل المالي كان محل اهتمام العديد من النظريات المفسرة للسلوك التمويلي، فارتفاع مستوى المردودية يعطي المؤسسة قدر أكبر من المرونة في تغطية التزاماتها المالية،⁷ حيث من منطلق نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل تلجأ المؤسسة للاستدانة في حالة عدم كفاية الموارد الداخلية والمتمتلة أساسا في المردودية، أولا إلى التمويل الذاتي، ثم بعد ذلك إلى القروض وفي الأخير إلى إصدار الأسهم من أجل تمويل استثماراتها، فالمؤسسات الأكثر مردودية تعتمد بشكل أكبر على التمويل الذاتي، ومن ذلك تكون هناك علاقة عكسية بين المردودية والمديونية.⁸

¹ -هاجر عدوي، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية "دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء"، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، 2011، ص 108.

² -يوسف قرشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر "دراسة ميدانية"، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، ص 198.

³ -هاجر عدوي، مرجع سابق، ص 109.

⁴ -محمد شعبان، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة بومرداس، 2010، ص 89.

⁵ -محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، مرجع سابق، ص 270.

⁶ -An najah Univ.j. , A cas study of jordanian industrial companies: **determinants of capital structure choice**,2 Faris AL-shubiri p18.,2010,(humanities) ,of ras.

⁷ -تبر زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009، ص 115.

⁸ -يوسف قرشي، مرجع سبق ذكره، ص 191.190.

أما من منظور نظرية عدم تناظر المعلومات، فإن المؤسسات الأكثر مردودية هي التي تحرر أكثر نسبة من التمويل الذاتي، ومنه بروز علاقة سلبية بين المردودية والاستدامة¹ هناك نوعان من المردودية الأول يتعلق بمفهوم المردودية من وجهة نظر المؤسسة (المردودية الاقتصادية) أي قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح.

أما الثانية تتعلق بمفهوم المردودية من وجهة نظر المساهمين (المردودية المالية) أي مدى قدرة المؤسسة على تعويض المساهمين.²

رابعا : معدل النمو

تكمن قيمة المؤسسة وثروة مالكيها في القيمة الحالية للفوائد التي تنشعها الأصول الموظفة من جهة ؛ ونموها من جهة أخرى؛³ فالمؤسسات التي تملك إمكانيات النمو العالية يكون لديها احتياجات تمويل كبيرة مما يدفعها للجوء إلى الاستدانة بالمقام الأول، خاصة مصادر التمويل الأقل تأثر بظاهرة عدم التناظر في المعلومات، مثل القروض القصيرة الآجال⁴، وهذا ما يتفق مع نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل كما أنه حسب نظرية الإشارة يعتبر معدل النمو مؤشر عن الصحة المالية للمؤسسة، وبالتالي يفترض أن المقترضون يميلون إلى إقراض المؤسسة ذلك لأن معدل النمو يعتبر مؤشر على قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح مستقبلية وبالتالي قدرتها على سداد التزاماتها المستقبلية⁵ وقد كشفت اغلب الدراسات الميدانية أن زيادة معدل نمو المؤسسة سوف يؤثر على حجم التمويل المطلوب، وهو ما يؤثر بالتالي على نسبة الاقتراض . وعلى العكس من ذلك فهناك العديد من الدراسات كشفت نتائجها عن عدم وجود علاقة بين نمو المؤسسة ونسبة الاقتراض بالهيكل المالي⁶، وهو ما أيده دراسة **Mohammed**.

Getahin

خامسا : عمر المؤسسة

يلعب عمر المؤسسة دورا هاما على إمكانية تمويلها، إذ تؤدي المدة الزمنية التي تكون فيها المؤسسة في وضع جيد إلى استفادتها أكثر من نيل مصداقية لدى الجهات الممولة .على عكس المؤسسة الناشئة والتي ليس لها ماضي يبين وضعها المالي وسلوكها الاقتصادي.⁷ فهذه الأخيرة يتوقع أن تلجأ أكثر إلى الاستدانة (الاقتراض) وذلك بسبب ضعف مواردها الذاتية عند مرحلة الانطلاق وكذلك صعوبة لجوءها إلى السوق المالية (طرح الأسهم) وذلك بسبب ارتفاع تكاليف الإصدار.⁸ ترى أن هناك

¹ - محمد شعبان ، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية ، ص 90.

² - غنية بوربيعة ، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة ، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر ، 2012 ، ص 145.

³ - محمد شعبان، مرجع سابق، ص 90 .

⁴ - Corporate Financing and Investement When Firm's Have Informations That Investors do

MAJLUF.N.S,8 MYERS. C .S, Vol 13, Journal of Financial Economics,Not Have. p187, 1984.

⁵ - زغود تير، مرجع سبق ذكره، ص 117.

⁶ - يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 232 .

⁷ - عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السابع ، 2009 ، ص 325.

⁸ - زغود تير، مرجع سبق ذكره، ص 124.

علاقة عكسية بين عمر الشركة ونسبة المديونية بالهيكل المالي، حيث أن POT حسب نظرية فجوة المعلومات كبيرة في الشركات الحديثة، الأمر الذي يدفع الشركات إلى اختيار مصادر تمويل اقل حساسية لفجوة المعلومات وهي الأموال المقترضة.¹

الفرع الثالث : المقاربات النظرية لمحددات الهيكل المالي

بدأت الدراسات حول الهيكل المالي مع بداية الخمسينيات عندما ظهرت أول نظرية التي تسمى الآن بالنظرية التقليدية للهيكل المالي ثم تليها باقي النظريات التي تصب أغلبها حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل، وعليه سيتم التطرق في هذا الفرع إلى معرفة هذه النظريات.

أولاً : النظريات المؤيدة لوجود هيكل مالي

1/نظرية الربح الصافي:

حسب هذه النظرية يرى المؤيدون لها أنه بإمكان المؤسسة أن ترفع في قيمتها السوقية من خلال زيادة الاعتماد على الاستدانة كمصدر للتمويل أي أن هذه النظرية تؤيد وجود هيكل مالي أمثل في المؤسسة، كما أن هذه النظرية تقوم على فرضيتين هما:

-ثبات تكلفة الأموال الخاصة والديون، كون أن الزيادة في استخدام الاقتراض لا يغير من إدراك المستثمرين للمخاطر؛

-معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض، وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمين.

ومن خلال تحليلهما نجد أن تكلفة الديون أقل من تكلفة الأموال الخاصة، لأنه وحسب الفرضية الثانية فإن المساهمين يطلبون عائد أكبر من أجل حماية مصالحهم، فإن زيادة الاعتماد على الاستدانة سيرفع من الأرباح وبالتالي ثروة المساهمين، فسوف يؤدي ذلك إلى تعظيم قيمة المؤسسة، أي أن المؤسسة تكون في أحسن أحوالها عندما تتعادل التكلفة الوسطية المرجحة مع تكلفة الاستدانة. ما يعاب هذه النظرية تجاهلها للعلاقة الطردية بين المخاطر التي يتعرض لها المالكين والمقرضين والزيادة في نسبة الاستدانة.²

2/النظرية التقليدية:

¹ - عبد ال وهاب دادن، الجدل القائم حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، مرجع سابق، ص 325.

² -لرغم سمية ، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مذكرة ماستر، غير منشورة.جامعة قاصدي مرباح .ورقلة . 2012. ص : 35.

تؤكد هذه النظرية على وجود هيكل مالي أمثل ينشأ عن نقطة استنادة مثلى ويتكون من تشكيلة مميزة من الأموال الخاصة والديون، هذه التشكيلة تجعل من تكلفة رأس المال في حدها الأدنى لتكون قيمة المؤسسة في حدها الأقصى وفق مايلي:

1.3.1/ سلوك المقرضون : تفترض هذه النظرية أن تكلفة الديون تظل ثابتة لمستويات عالية من نسبة الاستدانة بالهيكل المالي.

للمؤسسة إلا أن هذه التكلفة سوف تبدأ بالارتفاع التدريجي إذا ما تجاوزت المؤسسة الحدود المقبولة من نسبة المديونية.

2.3.1/ سلوك المساهمين : تفترض هذه النظرية أن تكلفة الأموال الخاصة سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الاستدانة وذلك بسبب زيادة درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها المساهمون.¹

ثانيا : النظريات المعارضة لوجود هيكل مالي

2/نظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل نموذج Miller & Modigliani

حيث يقوم هذا المنظور على ما يسمى بنظرية أرباح الاستغلال الذي تولد عنها أعمال كلا Miller & Modigliani حيث نميز هنا بين مرحلتين في تصور هذا النموذج الذي يعتمد على نظرية السوق المالي، لذلك تسمى نظريتهما أيضا بنظرية " السوق المتوازنة".

1.2/في حالة غياب الضرائب : إن المضمون النظري لنموذج مود غلياني و ميلر بخصوص الهيكل المالي وفي ظل عدم وجود الضرائب يتفق مع نظرية ربح الاستغلال، وأثبت مود غلياني وميلر 1958 أنه في ظل غياب الضريبة قيمة المؤسسة وتكلفة رأس المال مستقلان تماما عن الهيكل المالي أي عن تغيرات الاستدانة وكذلك أكدوا على عدم وجود هيكل مالي أمثل.²

2.2/في حالة وجود الضرائب : مضمون هذا النموذج أن في حالة وجود الضريبة فيعترف Miller & Modigliani قيمة المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من ديون وأموال خاصة سوف تفوق قيمة مؤسسة مماثلة غير أن هيكلها المالي يتكون من أموال خاصة فقط.³

2/نظرية ربح الاستغلال:

إن مضمون هذه النظرية يشير أن زيادة نسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة يؤدي إلى ارتفاع المخاطرة المالية التي يتعرض لها المساهمون، وبسبب هذه الزيادة فإن المساهمون لا بد أن يطلبوا معدل مردودية على استثماراتهم وبما أن معدل المردودية

¹ - زغود نبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر، ص: 60.

² - بن ساسي إلياس، قريشي يوسف، التسيير المالي - الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار وائل، 2006، ص: 36.

³ - بن ساسي إلياس، قريشي يوسف، التسيير المالي - الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار وائل، 2006، ص: 36.

المطلوب يمثل تكلفة الأموال الخاصة فإن هذه الأخيرة سوف تزداد كلما زادت نسبة الاستدانة مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال، إلا أن هذا الارتفاع سوف يعوضه انخفاض مماثل في هذه التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على مصادر تمويل رخيصة

(الديون)، لذلك تظل تكلفة رأس المال ثابتة ومستقلة عن أي تغييرات في نسبة الاستدانة. وعليه خلصت هذه النظرية إلى نتيجتين أساسيتين مفادها لا يوجد هيكل مالي أمثل يقوم بتعظيم قيمة المؤسسة وتدنيه تكلفة رأس المال هما¹:

__ أن قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي.

__ أن تكلفة رأس المال مستقلة كذلك عن هيكلها المالي للمؤسسة.

وبالتالي حسب هذه النظرية لا يوجد هيكل مالي أمثل يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال وتعظيم قيمة المؤسسة.

ثالثا : النظريات الحديثة لتفسير الهيكل المالي

1/ نظرية التوازن:

1.1 تكلفة الإفلاس:

تعرض المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة وقروض لمخاطرة الإفلاس وهي مخاطر لا تتعرض لها مؤسسة مماثلة غير أن هيكلها المالي يتكون من أموال خاصة فقط، وسببها فشل المؤسسة في سداد قيمة القرض والفوائد في تواريخ الاستحقاق، فالإفلاس هو قيام المؤسسة ببيع أصولها من أجل أداء التزاماتها المترتبة عليها من خلال الحصول على القروض وبالتالي فالقروض ترفع من الخطر المالي للمؤسسة². وتتمثل تكلفة الإفلاس في مختلف التكاليف التي قد تتحملها المؤسسة عند الإفلاس سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة³.

نظرية تكلفة الإفلاس في وجود الضريبة : الاعتماد على الاستدانة من شأنه أن يخفض من تكلفة رأس المال، لأنها مصدر تمويل منخفض التكلفة كذلك بفضل ميزة الوفورات الضريبية، هذا هو الأثر الإيجابي للاستدانة على قيمة المؤسسة، إلا أنه عندما

¹ - زغود تبر، مرجع سبق ذكره، ص 58 - 59.

² - خبيزة أنفال حدة ، مرجع سبق ذكره، ص : 25.

³ - بن الضب علي ، دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009 ، ص: 107 .

تصل الاستدانة إلى نقطة معينة تبدأ تكلفة الإفلاس في الظهور بسبب مخاطر عدم السداد وتترجم بارتفاع التكلفة التي يطلبها كل من المساهمين و المقرضين.

2.1/تكلفة الوكالة:

هي عقد يقوم بموجبه شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يدعى الوكيل من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وباسمه، فيما يتعلق بالمؤسسة، هذه العلاقة توجد بين الملاك أو المساهمين أو المسيرين حيث يتم التنازل عن جزء سلطاتهم إلا أن هذه العلاقة تتميز بالتعارض حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعته على حساب الآخر. وتنطلق هذه النظرية من فرضيتين أولى ليس بالضرورة أن تكون أهداف الملاك متطابقة وثانية أن المتعاملين ليسوا متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة.

وعلاقة الوكالة تقود إلى صنفان من التكاليف هما : تكاليف وكالة الأموال الخاصة وتكاليف وكالة الديون، يتمثل هدف هذه النظرية في تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على المبدأ النيوكلاسيكي الذي مؤداه أن كل عون اقتصادي يبحث على تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة، ومنذ ظهور تكلفة الوكالة أصبح وجود هيكل مالي أمثل يتوازن الوفر الضريبي مع كل من تكلفة الوكالة والإفلاس. وعليه فإن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المثالية للاقتراض إلى الأموال الخاصة أي سوف يؤثر على مكونات هيكل المالي الأمثل وبالتالي ظهور تكلفة الوكالة سوف يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقرضة داخل الهيكل المالي.¹

2/نظريات متعددة الأشكال :

1.1/نظرية الإشارة:

تستند هذه النظرية على مفهوم انعدام التناظر في المعلومة التي تتميز بها الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست هي بالضرورة المتغيرات الحقيقية فتذهب هذه النظرية إلى تأكيد أن مدراء المؤسسات الأحسن أداء فهي التي تستطيع إصدار مؤشرات خاصة وفعالة (هيكل رأس المال، سياسة مكافآت رأس المال...) تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء وخصوصية هذه المؤشرات هي صعوبة نشرها من قبل المؤسسات الضعيفة. وتقتح هذه النظرية نموذجاً يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلها المالي فالمستثمرون يصنفون المؤسسات الموجودة في السوق إلى فئتين الصنف A احسن أداء من B ومن أجل هذا التصنيف يحدد المستثمرون في السوق مستوى D^* يسمى الاستدانة الحرجة بحيث ان المؤسسات ذات الرفيعة A لها قدرة على الاستدانة D^* من وهكذا.

2.1/نظرية الالتقاط التدريجي:

¹ - بن ساسي إلياس، قرشي يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 391. 390.

تضم هذه النظرية نموذجين هما نموذج myres1990 وwilliamson1988 نستخلص من خلالها ان نظرية الالتقاط التدريجي التي لا تفترض وجود معدل تمويل أمثل كما هو الحال بالنسبة لنظرية التوازن، فإن المؤسسة تتبع ترتيب لأنماط أو لمصادر تمويل محددة وفق ما تملية الضرورة للتمويل الخارجي ، وليس محاولة منها البحث عن الهيكل المالي الأمثل هذا الترتيب يتم التعبير عنه بشكل مختلف من وضعية إلى أخرى تبعا للهدف الذي يسعى مسير المؤسسة إلى تحقيقه.

الفرع الرابع : تقويم الهيكل المالي

التطرق إلى عملية تقييم تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة ، نخلص إلى نتيجة مفادها الحكم على حالته، ويتلخص هذا الحكم في ثلاث حالات رئيسية ممكنة ؛ وهي كالاتي:

- إما أن تكون وضعية الهيكل المالي أقل من النسبة المستهدفة، وجود خلل في الهيكل المالي .
- إما أن تكون وضعية الهيكل المالي مساوية للنسبة المستهدفة، هيكل مالي مناسب.
- إما أن تكون وضعية الهيكل المالي تجاوزت النسبة المستهدفة، وهنا يجب إعادته إلى الوضع الطبيعي.

في حال قضى تقييم تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة بعدم أمثلته، نقوم باتخاذ بعض الإح راءات التصحيحية من اجل السير به نحو الأمثلية، و تتمحور هذه الإجراءات التصحيحية في أربعة أساليب ممكنة، وهي كالاتي :

-إعادة هيكلية تركيبة الهيكل المالي وذلك باستخدام أموال ملكية جديدة من أجل تخفيض نسبة الاستدانة، وهذا في حالة ارتفاعها أو اللجوء إلى أموال الاستدانة من أجل تخفيض نسبة أموال الملكية في حالة كون نسبة أموال الاستدانة منخفضة .

-التنازل عن الاستثمارات ، يعتمد هذا الأسلوب على التنازل عن الاستثمارات غير المستخدمة أو غير الضرورية، واستخدام الأموال المتحصل عليها من هذه العملية ؛ إما في إرجاع الأموال المقترضة إذا كان الهدف هو تخفيض نسبة الأموال المقترضة أو استخدامها في تخفيض أموال .

-تمويل الاستثمارات الجديدة انتقاء مصادر التمويل بالنسبة الاستثمارات الجديدة وذلك بمراجعة تحقيق نسبة الاستدانة المثلى .

-تمتلك المؤسسة طريقة أخرى لتصحيح هيكلها التمويلي، وذلك عن طريق المس بتوزيعات الأرباح على المساهمين، وذلك بمراجعة تحقيق نسبة الاستدانة المثلى .

المطلب الثاني : الأسس النظرية للقيمة الاقتصادية المضافة EVA

من بين أهم مؤشرات قياس الأداء المالي الحديثة، والتي أعطت صيغة شاملة لمفهوم خلق القيمة، في جانبه الفلسفي والعملي مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة،¹ سنحاول في هذا الجزء التطرق لهذين المؤشر، الذي نال شهرة كبيرة في أوساط الأكاديميين والمهنيين، كما لقي رواجاً كبيراً واستعمالاً واسعاً في مجال علم التسيير .

الفرع الأول : مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة EVA

يعد مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA من أكثر المقاييس انتشاراً، وبالرغم من شيوع مفهومها لقيمة المضافة في الفكر الإقتصادي منذ العصر الإقتصادي الكلاسيكي (Hamiltan Marshall 1892, 1777) ، والذين قدما شرحاً للوحدات لتعظيم الثروة، واعتبروا أن الربح الوحيد الذي يقلل ربحك هو تكلفة رأس المال إلا أن الاهتمام الحالي لهذا المفهوم في الفكر المحاسبي يرجع إلى شركة Stern Stewart وهي شركة استشارية أمريكية، أسسها كل من Joel و G. Bennett Stewart و Stern وذلك لخدمة الإدارة المالية ولتطوير قياس الأداء ، وقد قامت هذه الشركة بنشر هذا المفهوم و تسجيل طريقة حسابه كعلامة تجارية مميزة تحت مسمى EVA في أواخر الثمانينات من القرن الماضي.²

وتقوم شركة Stern Stewart بإعداد تقارير مالية دورية في مجلة تصدر بعنوان ، Evaluation ويتضح من عنوان المجلة محاولة الربط بين اسم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة و مصطلح التقييم evaluation .

وتعتبر القيمة الاقتصادية المضافة الشكل المطور لمفهوم "الربح المتبقي" ، فهي لا تحمل أي جديد أو إبداع على المستوى النظري، ذلك أنها قدمت لتستجيب لواقع المؤسسات التي تتميز بضغط الأسواق المالية من خلال إيجاد وسائل اتصال تفيد بمعرفة أداء المؤسسات أمام المساهمين.³

وقد عرف Stewart & Stern مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA بأنه مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي حيث يرتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت وهو الفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب و تكلفة رأس المال المستثمر ، التي تحسب عن طريق المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC .

وعموماً فإن القيمة الاقتصادية المضافة يوفر مقياس جيد عن مقدار الإضافة التي حققتها المؤسسة لحملة الأسهم⁴ ، هذا من جهة ، ومن جهة أخرى يعد طريقة للتسيير كما أنها طريقة للتحفيز . بحيث نجد أنها تقوم بقياس أداء مسيري المؤسسات أمام

¹ طارق عبد العال ، التقييم و إعادة هيكلة الشركات ، تحديد قيمة المشأة .الدار الجامعية للنشر و التوزيع ، القاهرة. طبعة 2008. ص 53.

² -مقبل علي أحمد ، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقوم أداء الشركات الصناعية و التعديلات المقترحة لإحسانها" دراسة تطبيقية " طالب دراسات عليا (دكتوراه) جامعة حلب ، ص 4 .

³ -هواروي سويسي ، تقييم المؤسسة و دوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر ، أطروحة دكتوراه ، جامعة الجزائر ، 2008 ، ص 242_243.

⁴ -محمد طالح الحناوي ، نحال فريد مصطفى ، رسمية قرياص ، مرجع سبق ذكره ، ص 103.

المساهمين، فبذلك تصبح وسيلة تدفع المسيرين لبذل مجهود نحو مؤسسا تمم مكوئها طريقة للتسيير فيتجسد ذلك من خلال قدرا على ترشيد القرارات المتخذة من طرف المسيرين، حيث يمكن استخدامها في تقييم الإستراتيجيات و تقييم المشاريع الاستثمارية ووضع أهداف الأداء التسييري.¹

الفرع الثاني : خطوات حساب القيمة الإقتصادية المضافة

يستخدم مقياس القيمة الإقتصادية المضافة لتحديد الربحية الصحيحة التي تحققها الوحدة من أجل تحقيق أفضل قيمة لحملة الأسهم ، ولحساب القيمة الإقتصادية المضافة هناك خمس خطوات رئيسية:

1-الإطلاع و معاينة البيانات المالية للوحدات : ونستطيع الحصول على هذه البيانات بالاعتماد على القوائم المالية وفي أغلب الأحيان يتم أخذ البيانات المالية لسنتين لإجراء عملية القياس.

2-تحديد رأس مال المؤسسة : إن المبادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً كثيراً ما تضلل في وصف الوضع المالي الحقيقي للمؤسسة.

3-التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال CMPC (تكلفة رأس المال) :هي المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال . حيث تعرف على أنها المردودية الأدنى الواجب تحقيقها من مشروع استثماري والذي يسمح بتغطية معدل المردودية المفروض من قبل ممالي المؤسسة المساهمين (الأموال الخاصة) والدائنين (تكلفة الاستدانة).وتعتبر تكلفة رأس المال عنصر مهم في الال المالي فهي المعيار الأمثل للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية والمحدد الرئيسي لقيمة المؤسسة.

$$K0 = KD . (D/D+CP) + Kcp .(CP/ D+CP)$$

ويتم حسابها ا وفق العلاقة التالية²:

- ✓ التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال K0
- ✓ تكلفة الديون KD
- ✓ الديون D
- ✓ تكلفة الأموال الخاصة Kcp
- ✓ الأموال الخاصة CP

¹ -stern stewart , 25-03-2014 , http :www.stern setwart .com/ ? content :proprietary &p = eva .

² -إلياس بن ساسي , يوسف قريشي , التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس و تطبيقات , الطبعة الثانية , دار وائل للنشر و التوزيع , عمان, الأردن , جامعة الجزائر ورقة 2011 ص,387.

4- حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT يقصد به نتيجة الاستغلال بعد الضريبة أو النتيجة المالية الخالية من أثر الاستثمار أو التمويل.

5- حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA هناك طريقتين لحساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA وهما:

الطريقة الأولى:

تحسب وفق العلاقة التالية¹:

$$EVA = (ROI - CMPC) \cdot CI$$

حيث:

- ✓ العائد على الاستثمار ROI.
- ✓ تكلفة رأس المال CMPC .
- ✓ رأس المال CI .

الطريقة الثانية : من خلال الفرق بين صافي الربح بعد الضريبة و قيمة تكلفة رأس المال و تحسب وفق العلاقة التالية²:

$$EVA = NOPAT - (\text{cost of capital} \cdot \text{capital})$$

- ✓ صافي الربح بعد الضريبة NOPAT .
- ✓ تكلفة راس المال ، cost of capital .
- ✓ رأس المال capital .

$$Eva = Rexp \cdot (1 - Is) \cdot CF$$

و تحسب ايضا بالعلاقة :

- ✓ نتيجة الاستغلال Rexp .
- ✓ معدل الضريبة IS .
- ✓ مصاريف المالبية CF .

الفرع الثالث : مزايا و حدود استخدام القيمة الاقتصادية المضافة

¹ -Pascal Barneto , Georges Gregorio, DSCG 2 Manuel et APP Lincations , 2e édition , Dunod , Paris , 2009 , P 235-236

² -Stern stewart & co . Research , EVA and Production Strategy jonrnal is back , P : 3 , 26/03/2014
[http:// www/ stern stewart . com / ?content =intellectualprap](http://www/sternstewart.com/?content=intellectualprap)

أولا : مزايا القيمة الاقتصادية المضافة

تعددت المزايا والفوائد والإسهامات التي قدمها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ، ونذكر منها مايلي:

1/ يأخذ هذا المقياس في اعتباره تكلفة رأس المال المملوك والمقترض، أي يتم تخصيص كافة التكاليف التي تحملتها المؤسسة من الإيرادات المحققة وبالتالي فإن الربح المتبقي يمثل الربح الحقيقي لحملة الأسهم.

2/ يؤدي إلى تطابق أهداف المسيرين مع أهداف حملة الأسهم والمؤسسة ككل ، حيث أن أي اق تراح استثماري يحقق مصلحة القسم والمؤسسة أيضا، بينما الاقتراحات الاستثمارية ذات القيمة الاقتصادية السالبة فهي غير مرغوبة سواء على مستوى القسم أو المؤسسة ككل ، وهذا على عكس بعض المؤشرات المالية الأخرى كالعائد على الاستثمار، والذي قد يؤدي إلى خلق نوع من التعارض بين مصلحة القسم والمؤسسة ككل.

3/ يرتبط بشكل وثيق بالقيمة وبثروة حملة الأسهم ، وتوجه نظر إدارة المؤسسة إلى الأداء الذي يؤدي إلى زيادة العائد لحملة الأسهم.

4/ يقيس العوائد الاقتصادية الحقيقية لإجمالي رأس المال المستثمر.¹

5/ يمتاز بنظرته الخلفية بدلا من الاهتمام بما سيجري في المستقبل ، ويعتمد بدرجة أولى على رأس المال التاريخي.²

6/ أثبت Stewart & Stern من خلال الأبحاث التي قاموا بها أن المؤسسات التي تطبق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA تتفوق على المؤسسات المنافسة لها بما يقرب 806 نقطة سنويا فيما يتعلق ، بإجمالي العائد المحقق لحملة الأسهم في الخمس سنوات الأولى بعد بداية تطبيق هذا المقياس.

7/ يفيد استخدام هذا المؤشر المؤسسات التي تتميز بعدم مرونة أنظمة المعلومات المحاسبية، فهو يعمل على تخفيض أعباء العمل بإعداد التقارير الداخلية.

ثانيا : حدود و انتقادات القيمة الاقتصادية المضافة

¹- هواري سويسي ، مرجع سبق ذكره ، ص 24 .

²- هشام بحري ، مقياس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم ، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية ، جامعة ورقلة ، العدد 01، 2012، ص16.

من بين الانتقادات الموجهة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة نذكر ما يلي:

1/ يتمثل الانتقاد الأساسي الموجه للقيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر لخلق القيمة في أنه لا يمثل سوى طريقة القيمة الحالية الصافية، إذ لم يحمل أي إضافة عليها.

2/ يقيس مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الربحية فقط في الأجل القصير، ومن ثم فإنه يجب تدعيمه بمؤشرات مالية أخرى تقيس مستوى الجودة ودرجة مرونة العمليات الإنتاجية وكفاءة عمليات التشغيل ودرجة رضا العاملين وولائهم.¹

3/ اعتماده على البيانات المالية المعدة في اية الفترة يجعله لا يساعد المسيرين على تحديد الأسباب الحقيقية لعدم الكفاءة في النواحي التشغيلية، كما أنه يوفر معلومات قد تكون محدودة لأولئك الذين يتحملون مسؤولية إدارة عمليات المؤسسة وقد رد Stewart على هذا الانتقاد بالتأكيد على ان الفائدة الكاملة من استخدام إطار مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لتقييم الأداء، تتحقق فقط في حالة ربطه بمقاييس التشغيل الرئيسية و الأهداف الإستراتيجية.

4/ يتطلب حساب هذا المؤشر القيام بالعديد من التعديلات على بيانات القوائم المالية كما اقترحها Stewart & Stern لكن زيادتها يمثل عقبة أمام المؤسسة فهو يزيد من تعقيد وتكلفة تطبيقه، وهو الأمر الذي يؤدي بالعديد من المؤسسات إلى اجتناب تطبيقه، علما أن Stewart قد رد على هذا الانتقاد من خلال توضيحه أن معظم الوحدات لا تطبق كل التعديلات، حيث يتم إجراء محدود (10) تعديلات في الحياة العملية طبقا للظروف الملائمة للمؤسسة.

5/ صعوبة اختيار المشاريع والاستثمارات وفق هذا المؤشر على أرض الواقع، لأنه يعتمد على حجم المبيعات أو العوائد والتي يصعب التنبؤا في المستقبل.

6/ يهتم هذا المؤشر بالنتائج ولا يهتم بالأسباب، وبالتالي فهو يوفر معلومات تفيد جانبا واحدا فقط للأداء، وهو الجانب المالي ولا يعكس الجوانب غير المالية للأداء.

المبحث الثاني : عرض الدراسات السابقة

¹ - الخولي هالة عبد الله دراسة تحليلية انتقادية لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأحد الإتجاهات الحديثة في مجال قياس و تقييم الأداء في منشآت الأعمال , مجلة التأمين , العدد56, 144, كلية التجارة , القاهرة, 2000, ص 14.

قصد الإحاطة أكثر بموضوع بحثنا، وبعد الاطلاع على مجموعة من البحوث العلمية السابقة والتي هي ذات صلة بالموضوع تم اختيار عدد من المذكرات والمقالات التي قمنا بتلخيصها بذكر أهم النقاط المتوصل إليها وقسمنا هذا البحث إلى ما يلي:

المطلب الأول : الدراسات السابقة باللغة العربية

01/دراسة بعنوان "محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية" دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء.¹

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العوامل المحددة للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية بصفة عامة ، ومؤسسة سونلغاز بصفة خاصة ، وقياس المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تؤثر على الهيكل المالي. حيث استخدمت الباحثة المنهج الوصفي في الجانب النظري ، أما في الجانب التطبيقي اعتمدت على نموذج الانحدار التدريجي لاختبار تأثير محددات الدراسة على المتغير التابع (الهيكل المالي) مقاسا بمجموع القروض إلى إجمالي الأصول، الديون متوسطة وطويلة الأجل إلى الأموال الخاصة، مجموع الديون إلى الأموال الخاصة، والمتغيرات المستقلة: حجم المؤسسة، المردودية، هيكل الأصول معدل النمو.

من بين النتائج المتوصل إليها :

-وضعية مالية جيدة وتوازن مالي محقق، أموال خاصة في ارتفاع مستمر.

- يعتمد الهيكل التمويلي للمجمع بالدرجة الأولى على الأموال الخاصة وبصفة ضئيلة على الديون.

02/دراسة بعنوان "خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية" الملتمقى

الدولي:متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية.²

تهدف الدراسة الى دراسة المتغيرات المفسرة لهيكل التمويل من خلال الوقوف على طبيعة سياسة التمويل التي تميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، من خلال تطبيق الدراسة على عينة مكونة من 128 مؤسسة صغيرة ومتوسطة خلال الفترة 2001 / 2003 استخدم الباحثان أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغير التابع الهيكل المالي مقاسا بمجموع القروض (طويلة الأجل، متوسطة، وقصيرة الأجل) إلى إجمالي الأصول ، والمتغيرات المستقلة : حجم المؤسسة ، المردودية ، حجم الضمانات، نمو المؤسسة وطبيعة القطاع.

من أهم النتائج التي توصلوا إليها الباحثان:

¹ -هاجر عدوي ، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية " دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء ، مذكرة ماجستير ، جامعة منتوري قسنطينة، 2011.

² - يوسف قريشي و الياس بن ساسي ، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ، مداخلة في إطار فعالية الملتمقى الدولي متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية ، يومي 17 و 18 أبريل، جامعة حسنية بن بوعللي، الشلف، 2006 .

-عدم وضوح تأثير كل من متغيرات حجم المؤسسة وحجم الضمانات على المتغير التابع.

-لا توجد علاقة بين معدل الاقتراض قصير الأجل ومعدل المردودية وحجم المؤسسة.

-لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الاقتراض طويل الأجل وكل من متغير معدل المردودية ، معدل النمو وحجم الضمانات وبالتالي هذه المتغيرات تلعب دورا ملموسا في تفسير المتغير التابع (معدل الاقتراض طويل الأجل) .

-لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الاقتراض الإجمالي وحجم المؤسسة والضمانات ، ونوعية القطاع .

03/دراسة بعنوان "العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية بعوائد الأسهم في بورصة عمان المالية" خلال الفترة (1998-2004) .¹

هدفت هذه الدراسة الى اختبار العلاقة بين المقاييس الأداء التقليدية وهي العائد على الأصول ROA والعائد على حقوق الملكية ROE وحصصة السهم من الأرباح EPS والتدفق النقدي من العمليات التشغيلية CFO كمتغيرات مستقلة بعوائد الأسهم RS كمتغير تابع، بالإضافة إلى اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA وعوائد الأسهم RS ولتحقيق هذا الهدف تم اختبار هذه العلاقات على عينة شملت 47 شركة صناعية أردنية مساهمة عامة مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال فترة الدراسة.

وقد اعتمد الباحث على نماذج الارتباط والانحدار)برنامج SPSS لاختبار فرضيات الدراسة. وخلصت الدراسة إلى أن كل مقاييس الأداء التقليدية والحديثة لها علاقة (بعوائد الأسهم)، إلا أن المقاييس التقليدية أكثر ارتباطا وتفسيرا لعوائد الأسهم من المقاييس الحديثة EVA .

04/دراسة بعنوان " قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في شركات المساهمة السعودية" دراسة تطبيقية خلال الفترة 2007-2009 كمتغير مستقل، والعائد على EVA.²

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة الأسهم كمتغير تابع ، وذلك لقياس قدرتها على التنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية، وتضمنت هذه الدراسة أيضا تحليلا للعلاقة بين القيمة السوقية المضافة MVA والقيمة الاقتصادية المضافة EVA و مقارنة مقاييس الاداء التقليدية ROE ROA بالتنبؤ بعوائد الأسهم في المستقبل .أجريت الدراسة على عينة تتكون من 97 شركة مساهمة مدرجة في سوق الأسهم السعودي باستثناء قطاع التأمين، واعتمدت الباحثة على برنامج SPSS لاختبار فرضيات الدراسة.

¹ - سمير الرواشدة ، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية بعوائد الأسهم ، اطروحة دكتوراه. جامعة عمان، 2006.

² -آكرام عبد الرحمن فلان ، " قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في شركات المساهمة السعودية ، مذكرة ماجستير، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010.

المطلب الثاني : الدراسات السابقة باللغة الاجنبية

01/دراسة بعنوان " Les Déterminant De La Structure Du Capital Application pour Les Entreprise Canadiennes Et Américaines De 1998 a 2005.¹

هدفت الدراسة إلى مقارنة النتائج النظرية والتجريبية على محددات هيكل رأس المال (الهيكال المالي) ولتحقيق أهداف البحث استخدم الباحث أسلوب الانحدار بالإضافة إلى الأسلوب التحليلي المقارن للبيانات الذي يسمح له من دراسة الميزانيات والذي يجد من التحيز في اختبار الفرضيات.

كان التركيز الرئيسي في هذه الأطروحة هو اختبار ميداني على بعض المتغيرات مثل : الضرائب ، الإفلاس ، التكاليف ، نسبة الدين الأمثل ، ودورها في تفسير هيكل رأس المال.

خلصت الدراسة إلى تسليط الضوء على الدور الإيجابي لحجم التدفقات النقدية ومخاطر مقدار الدين فيما يتعلق بتأثيرها على ربحية المؤسسة .بالإضافة للعلاقة العكسية بين الدين العام والأداء.

في الأخير أشارت الدراسة بضرورة القيام بنماذج تقوم بالأساس على مبادئ التسلسل الهرمي في التمويل من شأنها أنتثري دراسة تشكيل هيكل رأس مال للشركات.

02/دراسة بعنوان " Determinants of Capital Structure Choice: A Case Study of Jordanian Industrial Companies.²

هدفت هذه الدراسة لفحص محددات هيكل رأس المال للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في حيث شملت العينة 59 شركة صناعية - سوق عمان المالي خلال الفترة (2004/ 2007) وقام الباحث بأخذ المتغيرات المستقلة التالية : (عمر الشركة حجم المؤسسة ، هيكل الأصول (مخاطر الأعمال، معدل النمو، معدل الإيرادات (العائد على الأصول)والضريبة مع درجة الدين التشغيلي.

استخدم الباحث اختبار الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لتحليل العلاقة بين هذه المحددات والدين معبرا عنه بمجموع الدين/مجموع الأصول.

خلصت الدراسة في الأخير إلى وجود علاقة ايجابية ذو دلالة إحصائية ما بين حجم

¹ - Hafid belghiti Les Déterminant De La Structure Du Capital Application pour Les Entreprise Canadiennes Et Américaines De 1998 a 2005.doctorat.univercité cabek.2006.¹

² - Faris AL -shubiri.. Determinants of Capital Structure Choice: A Case Study of Jordanian Industrial Companie ، sunervsity Jordanian.2010.

الشركة، هيكل الأصول الملموسة معدل النمو والضريبة مع درجة الدين، كما أظهرت وجود علاقة سالبة وذو دلالة إحصائية ما بين العائد على الأصول ودرجة الدين.

كما أظهرت النتائج أيضا عدم وجود علاقة ذو دلالة إحصائية بين (عمر الشركة، هيكل الأصول)، ومخاطر الشركة كمتغيرات مستقلة مع درجة الدين.

03/دراسة بعنوان " The Relationship Between Economic value added and Stock Returns evidance from Jordanain banks.¹

هدفت هذه الدراسة إلى إختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة و العائد الأصول ROA والعائد على حقوق المسا همين ROE ونسبة كفاية رأس المال كمتغيرات مفسرة لعوائد الأسهم وهي عبارة عن مقال نشر من العدد 89 من مجلة . International Research Journal of Finance. and Economics

- أجريت هذه الدراسة على عينة متكونة من 15 بنكا مدرج في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2009/ 2000) مستخدما نموذج الإنحدار المتعدد وعوائد الأسهم، إضافة إلى توصل الباحث إلى وجود علاقة قوية بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA وجود علاقة ضعيفة بين العائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين ونسبة كفاية رأس المال مع عوائد الأسهم.

04/دراسة بعنوان " Le système d'indication basé sur la valeur économique"ajoutée analyses empiriques.²

هدفت هذه الدراسة الى إختبار الترابط المتبادل بين تبني نظام التحفيز القائم على القيمة وتأثير تنفيذه على آليات الحوكمة وعملية اتخاذ القرارات المالية. كما هدفت الى ، EVA الاقتصادية المضافة إختبار التحليل التطبيقي لمساهمة تبني هذا النظام في تخفيض استعمال مفهوم الربح المحاسبي.

توصلت الباحثة من خلال هذه الدراسة إلى ان التفاعل الداخلي بين مختلف هذه المتغيرات قد أدى إلى وجود رد فعل إيجابي ومعر بالنسبة للمساهمين، كما توصلت إلى تأكيد ميول المستثمرين إلى نظام التحفيز القائم على القيمة الاقتصادية المضافة ، كما قامت الدراسة بتحديد طبيعة تأثير التغيير في إستراتيجية المؤسسة على الأداء المالي من زاوية خلق القيمة.

المطلب الثالث :موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

¹ - Fayez salim haddad , The Relationship Between Economic value added and Stock Returns evidance from Jordanain banks , International Research Journal of Finance. and Economics ,2012.p:89.

² - Jihene El Ouakdi , Le système d'indication basé sur la valeur économique"ajoutée : analyses empiriques , docorat ,Javal ,2007.

تشكل هذه الدراسة أهمية بالغة في الدارة المالية الحديثة للمؤسسات و من اجل تعظيم القيمة تسعى مختلف المنظمات لايجاد هيكل مالي أمثل حيث تحدف إلى معرفة مختلف النظريات المؤيدة و المعارضة للهيكل المالي و تقييمه عن طريق مؤشرات ونسب مالية كما يكمن التشابه ايضا في عرض مختلف العناصر المتعلقة بالهيكل المالي وذلك من خلال عرض مفهوم واسع للهيكل المالي و أهم العوامل المؤثرة على الهيكل المالي او تعرف على مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة ، سواء كانت مصادر التمويل المقترضة أو المملوكة لأن اختيار هذه المصادر من أهم القضايا المهمة بالنسبة للمؤسسات كما تبين ان للقيمة الاقتصادية المضافة عامل من عوامل الانتاج التي يجيب تخصم كغيرها من تكاليف عوامل الانتاج و هي تكلفة رأس المال و هو الشئ الاضائي في تقييم في الاداء، كما هو الا مجرد تكملة للسلسلة من البحوث والدراسات السابقة التي تناولت موضوع الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة والتي أنجزت في مختلف جامعات الوطن أو خارجه، وتعتبر أيضا محطة تستند إليها البحوث اللاحقة.

ما يميز الدراسة الحالية عن معظم الدراسات السابقة التي تم التطرق إليها كان هدفها معرفة محددات الهيكل المالي وتقومه بالاضافة الى مفاهيم عامة حول القيمة الاقتصادية المضافة و طرق حسابها و أبرز النقائات الموجهة لها ، كما تتميز أيضا عن الدراسات السابقة في الجزء النظري لم تتطرق إلى عرض العوامل المؤثرة على الهيكل المالي من أجل اختيار الهيكل المناسب كان التركيز عليها في الجزء التطبيقي، وتتميز كذلك في طريقة المعالجة المعتمدة من أجل الوصول إلى إجابات أو استنتاجات للفرضيات استخدام المنهج الوصفي والمنهج التجريبي أما عن سابقا اعتمدت على المنهج الوصفي، ومن حيث بيئة الدراسة فتميزت الدراسة الحالية على الذي يلائم طريقة IMRAD أما الدراسات السابقة فكانت معظمها في مناطق مختلفة ومتنوعة من داخل وخارج الوطن ووجوب مرافقة القيمة الاقتصادية المضافة و المؤشرات التقليدية مع بعضها و عدم الاستغناء عنها كليا، وبالنسبة لعينة الدراسة فيتمثل مجتمع وعينة الدراسة الحالية في مجموعة من المؤسسات أما الدراسات السابقة منها من كان مجتمع دراستها يتمثل في مجموعة من الشركات والمؤسسات مختلفة منها شركات المساهمة ، و منها من كانت عينة دراستها في مؤسسة واحدة فقط و اختلاف في بعض النتائج المتوصل إليها.

الخلاصة :

بعد تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين تم التطرق في المبحث الأول إلى الإطار المفاهيمي للهيكل المالي والقيمة الاقتصادية المضافة حيث يعتبر الهدف المالي الذي يوضع من طرف المسيرين متعدد الأبعاد بينما غرض الادارة هو الحصول على هيكل مالي ترتب عليه أقل تكلفة و أكبر عائد للمساهمين و التقليل من المخاطرة بأكبر قدر ممكن و لهذا تبقى اشكالية اختيار الهيكل المالي

الأنسب و الأمثل دائما مطروح نظرا مما يشجع على استعمال الديون أكثر في حالة النتائج الجيدة و يحث المؤسسة على استقلاليتها اضافة الى التباين في القرارات التمويلية في المؤسسة بالمقابل القيمة الاقتصادية المضافة هي أداة اتصال يستعملها المسيريون لتمرير معلومات المساهمين حول أداء المؤسسة و هي نموذج لتسيير المؤسسة التي تنتهج نماذج تسيير القيمة التي تهدف الى قياس الربح الاقتصادي الذي يمكن أن تحققه المؤسسة من ممارسة أنشطة الاستغلال وهذا على خلاف الربح المحاسبي. بينما قمنا بتخصيص المبحث الثاني من هذا الفصل لعرض الدراسات السابقة العربية والأجنبية ، حيث قمنا بتبيين أهداف ونتائج كل دراسة والخروج بأوجه تشابه واختلاف الدراسات السابقة مع موضوع دراستنا .

الفصل الثاني

الدراسة القياسية لأثر الهيكل المالي
على القيمة الاقتصادية المضافة

تمهيد:

بعد أن تطرقنا في الفصل السابق إلى المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي و القيمة الاقتصادية المضافة وأهم مؤشرات قياسهما، وكذا الدراسات السابقة للموضوع، سنحاول في هذا الفصل إسقاط الجانب النظري على الواقع الهيكل المالي و القيمة الاقتصادية المضافة وذلك بإجراء دراسة قياسية للتوصل إلى نتائج الدراسة من خلال عينة من الشركات لدى قطاع الخدمات .

والإمام أكثر بالجانب التطبيقي للدراسة إرتأينا أن نتناول من خلال هذا الفصل كل من مجتمع وعينة الدراسة وطريقة جمع وتلخيص المعطيات والتعرف بمتغيرات الدراسة وكيفية قياسها، والأدوات الإحصائية والقياسية وبرامج الدراسة المستخدمة في معالجة المعطيات المجمعة، كما سيتم عرض، تحليل، تفسير ومناقشة نتائج الدراسة لذلك تم تقسيم هذا الفصل إلى المبحثين التاليين:

المبحث الأول: الطريقة والأدوات.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها .

المبحث الأول : الطريقة والأدوات

قبل الشروع في دراسة أثر الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة ، نوضح بعض جوانب الدراسة والمثثلة في مجتمع الدراسة وعينتها، وتحديد متغيراتها وكيفية قياسها، وكذا الأدوات الإحصائية المستعملة كل هذا سيتم التطرق له من خلال المطلبين التاليين.

المطلب الأول : الطريقة المستخدمة في الدراسة

من أجل معالجة الموضوع تم الإعتماد على منهجين الأول تمثل في المنهج الوصفي وهو الأسلوب الذي يحاول وصف وتقييم واقع (الهيكل المالي و القيمة الاقتصادية المضافة) ، وذلك من أجل إثراء الرصيد المعرفي وتوسيع المفهوم النظري حول الاطار النظري الذي عالجتها الدراسة ، أما المنهج الثاني فتمثل في الاعتماد على منهج دراسة حالة (دراسة عينة من شركات) ضمن قطاع الخدمات وذلك من خلال إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي.

الفرع الأول : مجتمع وعينة الدراسة

أولا : مجتمع الدراسة

حيث يتكون مجتمع الدراسة من الشركات ضمن قطاع الخدمات للفترة الممتدة ما بين 2012 إلى غاية 2015 .

ثانيا : عينة الدراسة

تمحورت دراسة الحالة ضمن عينة تحتوي على (15) شركة ضمن قطاع الخدمات، التي تم إسقاط البحث عنها، وبالاعتماد على القوائم المالية السنوية لشركات القطاع الخدمات التي تشكل عينة الدراسة فترة الدراسة 2012 إلى غاية 2015، كما يبينه الجدول التالي :

قد تم اختيار عينة الدراسة بناء على عدة اعتبارات منها :

- أن تكون شركات العينة مدرجة خلال سنوات الدراسة .
- لم تقم بعملية اندماج أو استحواذ خلال فترة الدراسة .
- توفر معلومات الدراسة المتمثلة في (القوائم المالية) .

ثالثا : حدود الدراسة

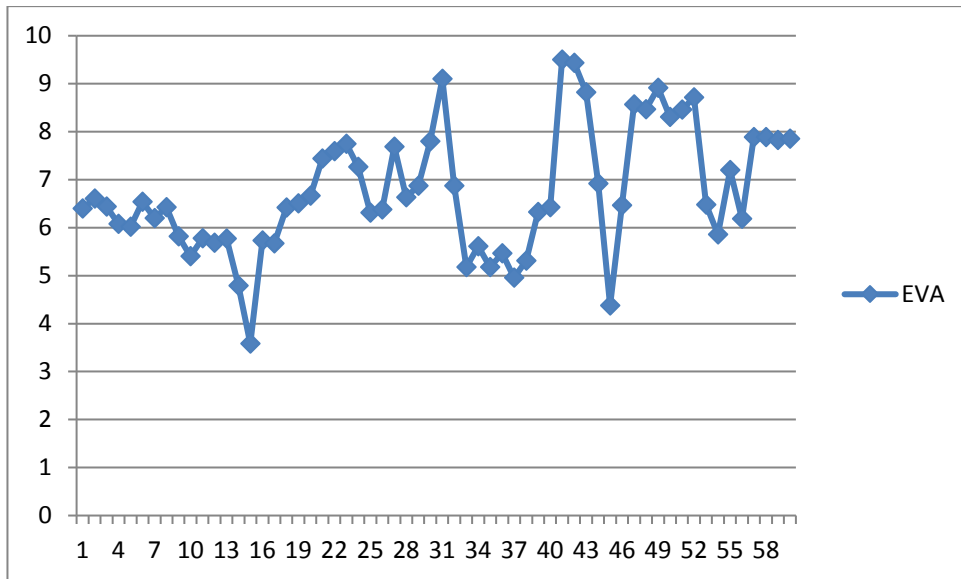
تتمثل حدود الدراسة الزمنية في الفترة الممتدة من 2012 إلى غاية 2015م، وتعتبر فترة مقبولة وكافية لدراسة أثر المتغيرات المستقلة (المتمثلة في نسب الهيكل المالي) على القيمة الاقتصادية المضافة ، أما الحدود المكانية فتتمثل في عينة شركات لدى قطاع الخدمات .

الفرع الثاني : متغيرات الدراسة

من خلال الدراسات السابقة وبالنظر إلى اشكالية بحثنا ، تم تحديد المتغير التابع والمتغيرات المستقلة بما يخدم الدراسة على النحو التالي :

المتغير التابع : القيمة الاقتصادية المضافة مقاسة بنتيجة الاستغلال و الضرائب و المصاريف المالية ، والشكل التالي يوضح تطور القيمة الاقتصادية المضافة في قطاع لشركات الجزائرية للفترة من 2012 الى 2015 .

الشكل رقم(1-1): يمثل تطور القيمة الاقتصادية المضافة لشركات لدى قطاع الخدمات للفترة من 2012-2015



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على برنامج Excel

من خلال الشكل (1-1) الذي يمثل تطور القيمة الاقتصادية المضافة لعينة قطاعات الشركات الجزائرية (15 شركة)، حيث يتضح من خلال الشكل أعلاه أن القيمة الاقتصادية المضافة عرفت تذبذب خلال فترة الدراسة الممتدة من 2012 إلى غاية 2015، حيث نجد أن متوسط الفترة إجمالا بلغ ما يقارب (4.75) كقيمة اقتصادية مضافة للشركة الواحدة،

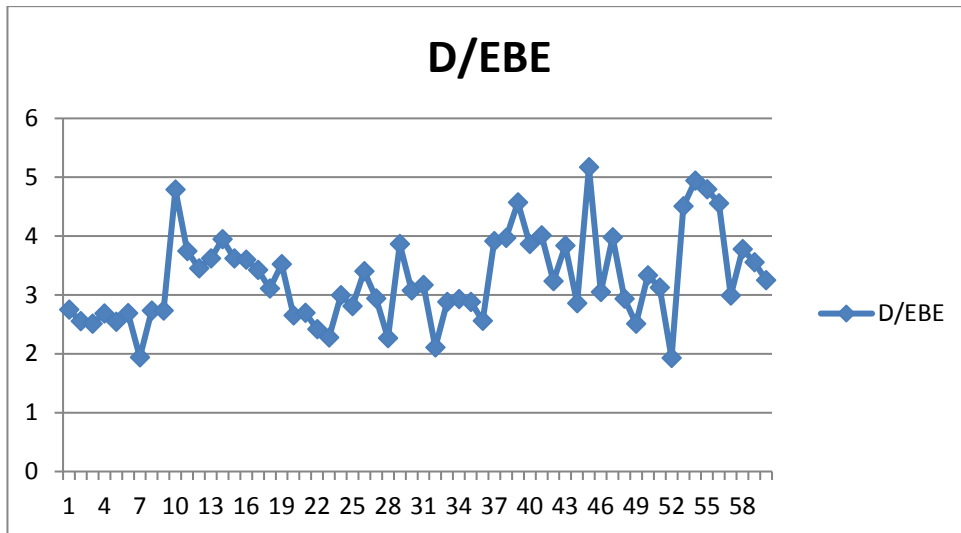
المتغيرات المستقلة: المتمثلة في نسب الهيكل المالي من خلال الدراسات السابقة وبالنظر إلى إشكالية بحثنا، المتغيرات المستقلة حددت النحو التالي:

D_EBE: الديون على الفاض الاجمالي للاستغلال .

D_CP: الديون على الأموال الخاصة .

الشكل رقم (1-2): يمثل تطور الديون إلى فائض الإجمالي للاستغلال لشركات لدى قطاع الخدمات للفترة من

2015-2012



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على برنامج Excel

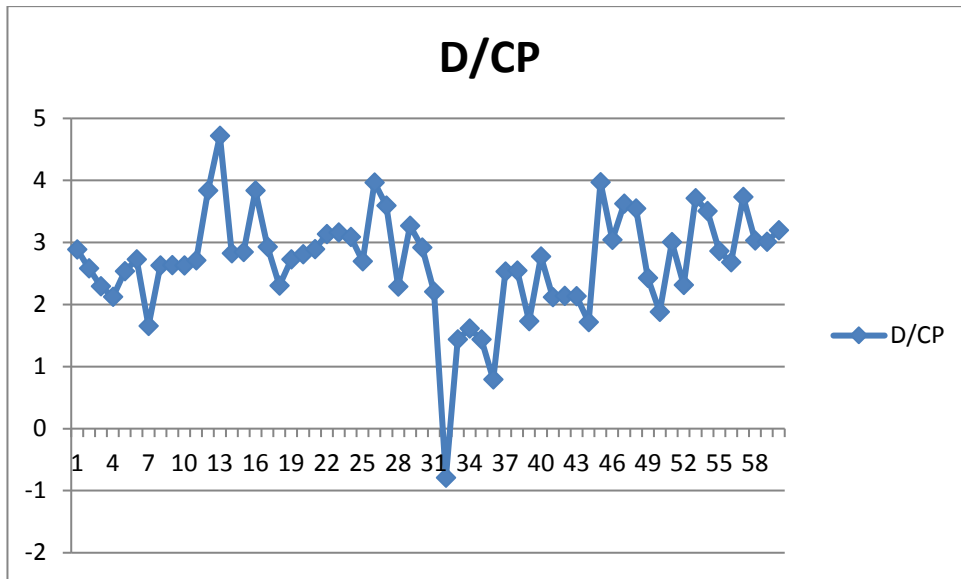
التعليق:

من خلال الشكل (1-2) الذي يمثل تطور الديون الى فائض الاجمالي للاستغلال لعينة الشركات الجزائرية (15 شركة) لدى قطاع الخدمات ، حيث يتضح من خلال الشكل أعلاه أن D/EBE عرفت تذبذب خلال فترة الدراسة الممتدة من 2012 إلى غاية 2015 ، حيث نجد أن متوسط الفترة إجمالا بلغ ما يقارب (2.58) كقيمة الديون الى فائض الاجمالي للاستغلال للشركة الواحدة.

و هذا راجع الى المؤسسة ممولة أساسا عن طريق الديون ، في هذه الحالة إذا قامت المؤسسة بإستثمارات جديدة ، وكانت في ذات الوقت ترغب في استعمال تمويلها الذاتي من أجل تمويل هذه الإستثمارات ، وهذا ما سيضطرها إلى طلب ديون جديدة فتكلفة استعمال التمويل الذاتي في هذه الحالة هي نفسها تكلفة الديون الجديدة.

تلجأ المؤسسة لعملية الاقتراض حيث أن الديون القصيرة و الطويلة الأجل تشكل المورد الرئيسي ضمن الموارد الخارجية لتمويل المؤسسة ، كون أن التمويل الذاتي و أموالها الخاصة لا يكفيان ، و الاقتراض لا يكون ناجعا إلا إذا كان التمويل به في مشاريع إستثمارية من شأنها أن تضمن الحصول على معدل مردودية أكبر أو يساوي على الأقل لمعدل الإقتراض ، حيث أنه هناك عدة طرق لتسديد القرض ، والطريقة الأكثر بساطة تتميز بتسديد المجموع في تاريخ أجل الإستحقاق أو بدفع أقساط ثابتة أو متناقصة

الشكل رقم(1-3): يمثل تطورا لديون الى الأموال الخاصة لشركات لدى قطاع الخدمات للفترة من 2012-2015



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على برنامج Excel.

التعليق:

من خلال الشكل (1-3) الذي يمثل تطور الديون الى الأموال الخاصة لعينة الشركات الجزائرية (15 شركة) لدى قطاع الخدمات، حيث يتضح من خلال الشكل أعلاه أن D/CP عرفت تذبذب خلال فترة الدراسة الممتدة من 2012 إلى غاية 2015، حيث نجد أن متوسط الفترة إجمالا بلغ ما يقارب (2.36) كقيمة الديون الى الأموال الخاصة للشركة الواحدة.

حيث نلاحظ ان مصادر تمويل المؤسسة أعلاه يتضح أن الديون بلغت نسبتها أكثر من 84% من الهيكل المالي، مما يعني أن الهيكل التمويلي للمؤسسة يعتمد بالدرجة الأولى على الديون وبصفة ضئيلة على الأموال الخاصة ، أي أن المؤسسة تعتمد على التمويل الخارجي بدرجة أولى، وفي حالة عجزها عن تغطية احتياجاتها المالية من هذا المورد تلجأ إلى التمويل الخارجي لكن بنسبة قليلة، وهذا يعد عاملا سلبيا لا يمكنها من الاستفادة من الاستقلالية المالية تجاه الغير من جهة؛ ومن جهة أخرى فان المؤسسة تكون أكثر عرضة للمخاطر المالية الناجمة عن الاستدانة. وهذا لا يتوافق مع نظرية افضلية مصادر التمويل .

الفرع الثالث : طريقة جمع البيانات

اعتمد الباحث في جمع البيانات على مصدرين أساسيين هما:

-المصادر الثانوية : تمت معالجة هذه الدراسة من خلال الاعتماد على الكتب والمراجع باللغة العربية والأجنبية ذات العلاقة بالموضوع، والمقالات والمجلات والدراسات السابقة التي لها صلة بموضوع الدراسة، والمطالعة في مواقع الإنترنت.

-المصادر الأولية : لمعالجة الجوانب التحليلية للدراسة، تم الحصول على بيانات الدراسة بالاعتماد على بيانات على عينات لشركات لدى قطاع الخدمات ويوضح الملحق رقم (1) لبيانات القيمة الاقتصادية المضافة و نسب الهيكل المالي و رقم (2) بملاحق الدراسة البيانات المستخدمة في التقدير .

المطلب الثاني : أدوات الدراسة

يشمل إطار الدراسة على تعريف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية ، والتي نختصرها بكلمة " بانل " في دراستنا ، والنماذج الأساسية المستخدمة في تقديرها وكذا طرق اختبار فيما بينها.

الفرع الأول: نماذج السلاسل الزمنية المقطعية

1-تعريف وأهمية بيانات بانل :

يمكن أن نعرف قاعدة بيانات بانل لسلاسل زمنية مع مقطع عرضي ، بمجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، فالسلاسل الزمنية تصف سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة بينما تصف البيانات المقطعية سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة وعليه فبيانات بانل تجمع بين ثلاثة حدود مع بعض: الحد الموضوعي : ويمثل الهدف المدروس (المتغير التابع- متغير الاستجابة) ومحدداته (المتغيرات المستقلة).

▲ الحد الزمني : الفترة الزمنية المدروسة.

▲ الحد المقطعي : والذي قد يكون مجموعة دول ، محافظات، مؤسسات ، أشخاص، سلع...الخ، وهنا تكمن أهمية استخدام بيانات بانل.

ومن هنا تحليل بانل يتميز على تحليل البيانات الزمنية بمفردها أو البيانات المقطعية بمفردها.

2-أهمية بيانات بانل:

- التحكم في التباين الفردي، الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية ، والذي يفضي إلى نتائج متحيزة.
- تتضمن بيانات بانل محتوى معلوماتي ، أكثر من تلك التي في المقطعية أو الزمنية ، وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية، ومن جانب آخر. تتميز بيانات بانل عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل.
- توفر نماذج بانل إمكانية أفضل لدراسة ديناميكية التعديل ، التي قد تخفيها البيانات المقطعية، كما أنها أيضا تعتبر مناسبة لدراسة فترات الحالات الاقتصادية، مثل البطالة، الفقر، النمو وغيرها. ومن جهة أخرى، يمكن من خلال بيانات بانل الرابط بين سلوكيات مفردات العينة من نقطة زمنية لأخرى؛¹
- تساهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة ، الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة، والتي تقود عادة إلى تقديرات متحيزة في المنحدرات المفردة. وتبرز أهمية استخدام بيانات بانل في أنها تأخذ في الاعتبار ما يوصف " بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ " الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية.
- حيث تساعد هذه النماذج في منع ظهور مشكلة انعدام ثبات تباين حد الخطأ Heteroscedasticity الشائعة الظهور عند استخدام بيانات المقطع العرضي في تقدير النماذج القياسية، كما تبرز كذلك أهمية إعداد بيانات ونماذج بانل عندما يرغب الباحث بتقدير نموذج لمقطع عرضي لا تكفي بياناته لوصف سلوك هذا المقطع. وبالتالي تتيح هذه نماذج وصف سلوك مجموعة معينة من الدول الأفراد، المنشآت كلا واحد خلال فترة زمنية معينة.

3- النماذج الأساسية لتحليل بيانات بانل:

- يقترح المنهج الحديث الصيغة الأساسية لانحدار بيانات بانل كما قدمها W.Green (1993) ومن هنا تأتي نماذج البيانات الطولية في ثلاثة أشكال رئيسية هي:

أولاً- النموذج التجميعي:

¹ بادي البلطحي " تحليل الاقتصاد القياسي في بيانات بانل، الطبعة الثالثة، 2005 ص ص [4- 9] .

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الطولية حيث تكون فيه جميع المعاملات $B_0(i)$ و B_i ثابتة لجميع الفترات الزمنية (بمهل أي تأثير للزمن) بإعادة كتابة النموذج في المعادلة (1) نحصل على نموذج الانحدار التجميعي والصيغة الآتية:

$$y_{it} = B_0 + \sum_{j=1}^k B_j X_j (it) + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \dots\dots(1)$$

حيث ان $E(\varepsilon_{it})=0$ و $\text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$ تستخدم طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في تقدير معاملات النموذج في المعادلة (2) بعد ان ترتيب القيم الخاصة بمتغير الاستجابة والمتغير التوضيحي بدءا من أول مجموعة بيانات مقطعية وهكذا وبحجم مشاهدات $(N*T)$.

ثانيا - نموذج التأثيرات الثابتة:¹

نموذج التأثيرات الثابتة يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حده من خلال جعل معلمة القطع B_0 تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل B_j ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية (أي سوف نتعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجموع)، وعليه فان نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة الآتية:

$$y_{it} = B_{0(i)} + \sum_{j=1}^k B_j X_j (it) + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \dots\dots(2)$$

حيث ان $E(\varepsilon_{it})=0$ و $\text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$ يقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة بان المعلمة B_0 لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن وإنما يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية لغرض تقدير معاملات النموذج في المعادلة (2) والسماح لمعلمة القطع B_0 بالتغير بين المجاميع المقطعية عادة ما تستخدم متغيرات وهمية بقدر $(N-1)$ لكي نتجنب حالة التعددية الخطية التامة ثم تستخدم طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية. يطلق على نموذج التأثيرات الثابتة اسم نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية .

¹ مجدي الشريحي ، أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية ، جامعة الشلف ، ملتقى دولي حول رأس المال الفكري في متطلبات العمال العربية في الاقتصاديات الحديثة، 2013 ص 16 .

ثالثاً- نموذج التأثيرات العشوائية:²

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون حد الخطأ ε_{it} ذا طبعي بوسط مقداره صفر و تباين مساوي إلى σ_{ε}^2 ولكي تكون معلمات نموذج التأثيرات الثابتة صحيحة و غير متحيزة عادة ما يفرض بان تباين الخطأ ثابت (متجانس) لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من مجاميع المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية نمودجا ملائما في حالة وجود خلل في احد الفروض المذكورة اعلاه في نموذج التأثيرات الثابتة (Gujarati,2003)، في نموذج التأثيرات العشوائية سوف يعامل معامل القطع $B_{0(i)}$ كمتغير عشوائي له معدل مقداره μ أي:

$$B_{0(i)} = \mu + V_i \quad , i=1,2,\dots,N \quad \dots(03)$$

وبتعويض المعادلة (3) في المعادلة (2) نحصل على نموذج التأثيرات العشوائية وبالشكل الآتي:

$$Y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^k B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad \dots(04) \quad i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T$$

حيث أن يمثل V_i حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية 1 يطلق على نموذج التأثيرات العشوائية أحيانا نمودج مكونات الخطأ (Error Components Model) بسبب أن النمودج في المعادلة (5) يحوي مركبين للخطأ هما V_i و ε_{it} يمتلك نمودج التأثيرات العشوائية خواص رياضية منها أن $E(\varepsilon_{it})=0$ و $\text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon}^2$

4- اختبارات التحديد (أساليب اختيار النمودج الملائم للبيانات الطولية):

من أجل إيجاد النمودج الملائم عند استعمال معطيات بانل يستخدم ما تسمى باختبارات التحديد كما ذكرنا سابقا بوجود ثلاثة نماذج رئيسية من نماذج الطولية وعلى هذا الأساس يطرح السؤال الآتي : ما هو النمودج الأكثر ملائمة لبيانات دراسة ما؟ لغرض الإجابة عن مثل هكذا تساؤل سوف نقوم بعرض ثلاث أساليب، الأول: مضاعف لانحدار LM لغرض الاختبار بين نمودج الانحدار التجميعي و(نمودج التأثيرات الثابتة أو نمودج التأثيرات العشوائية) والأسلوب الثاني : Hausman هو أسلوب الاختبار بين نمودج التأثيرات العشوائية ونمودج التأثيرات الثابتة والأسلوب الثالث F الاختبار بين نمودج الانحدار التجميعي ونمودج التأثيرات الثابتة.

²- عابد بن عابد العبدلي ، محددات التجارة البيئية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل بانل ، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية جدة، مجلد 12، عدد 1، 2010، ص 19 .

1-4: إختبار مضاعف Breusch-Pagan LM Lagrange

إختبار الأثر العشوائي (حالة نموذج الأفراد): يكون من أجل إختبار وجود الأثر العشوائي لدينا إختبار Breusch و Pagan (1980) ، يعتمد هذا الإختبار على مضاعف Lagrange المتعلق بالأخطاء الناتجة عن طريقة المربعات حيث يكون الإختبار بين نموذج الانحدار المجمع ونموذج الآثار الثابتة أو نموذج الآثار العشوائية من أجل الإختبار بين PRM و FEM أو REM سوف يتم استخدام إختبار مضاعف لاجرانج (LM) المقترح من جانب (Breusch and Pagan 1980)

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum_{i=1}^n (\sum_{t=1}^T \hat{u}_{it})^2}{\sum_{i=1}^n (\sum_{t=1}^T \hat{u}_{it})^2} - 1 \right] \dots \dots (05)$$

لاحظ أن القيم الكبيرة لإحصائية إختبار LM تشير إلى إن FEM أو REM سوف يكون أفضل من PRM و عبارة أخرى ، إذا كانت قيمة (P-value) لإحصائية إختبار LM تشير إلى وجود معنوية إحصائية لهذا الإختبار ، فيعني هذا أن FEM أو REM سوف يكون أفضل من PRM ، بينما إذا كانت هذه القيمة تشير إلى عدم وجود معنوية إحصائية لنفس الإختبار، فيعني هذا إن PRM سيكون أفضل من كل من FEM أو REM.

- إختبار Hausman (1978):

يستخدم إختبار Hausman (1978)، في حالة وجود إختلاف جوهري بين التأثيرات الثابتة والعشوائية وهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات المستقلة، فتستند فرضية العدم على عدم وجود ذلك الارتباط وعندها تكون كل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية متسقة ولكن مقدره التأثيرات العشوائية تكون هي الأكثر كفاءة، بينما في ظل الفرضية البديلة لوجود الارتباط، فان مقدره التأثيرات الثابتة هي فقط تكون متسقة وأكثر كفاءة.

الفرع الثاني: إختبارات جذر الوحدة وعلاقات التكامل المتزامن لبيانات البانل

اختلف العلماء المختصون في وجوب دراسة استقرار السلاسل الزمنية العادية أو المقطعية قبل اختبار إمكانية التكامل المتزامن.

وتتفوق اختبارات جذر الوحدة لبيانات البائل على اختبارات جذر الوحدة للسلاسل الزمنية الفردية نظراً لتضمنها محتوى معلوماتي مقطعي وزمني معاً ، يعطي نتائج أكثر دقة من اختبارات السلاسل الزمنية الفردية.

1-اختبارات جذر الوحدة

يعتبر اختبار جذر الوحدة أساسياً لمعرفة استقرار السلاسل الزمنية موضع الدراسة وتحديد درجة تكامل هذه السلاسل لما لها من أهمية قصوى للوصول إلى نتائج سليمة وتجنباً لظاهرة الانحراف الزائف والذي يعني أن العلاقة بين متغيرين أو عدد من المتغيرات الاقتصادية تعبر عن علاقة زائفة ، ومن بين الأساليب المستعملة :

1-1 اختبار: Levin, Lin, Chu (LLC)

طور هذا الاختبار سنة 2002، وينبثق من اختبار DF، حيث يعتمد على فرضيتين :
H0: بيانات بانل لها جذر وحدة .
H1: بيانات بانل لا تحتوي جذر وحدة.

2-1 اختبار IPS

انطلق هذا الاختبار من نفس فرضيات اختبار LLC ، حيث أبقى على فرضية العدم كما هي بالمقابل تم تجزئة الفرضية البديلة إلى حالتين تسمح باختلاف جذر الانحدار الذاتي.

3-1 اختبار Breitung

ظهر هذا الاختبار سنة 2000 وهو يتشابه مع اختبار LLC في مرحلته الأولى إلا أنه لا يحتوي على حد ثابت، حيث يستخدم التغير في الزمن الحالي مع التغير في الزمن للفترة L ، من أجل الحصول على البواقي.

4-1 اختبار Hadri

اقترح هذا الاختبار من طرف الجزائري قدور حضري سنة 2000 ، يتميز عن بقية غيره من الاختبارات، بأن فرضيته العدمية والبدلية عكس الاختبارات السابقة، لذلك فإن نتيجته لا تظهر في برنامج (Eviews) إلا بعد طلبها.

2- اختبارات التكامل المشترك¹

بعد التأكد من استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات وأنها متكاملة من نفس الدرجة $I(q)$ ، يتم اختبار وجود علاقة توازنية بين السلاسل الزمنية على الآجال الطويلة عن طريق اختبارات التكامل المشترك.

تختلف اختبارات التكامل المتزامن للسلاسل الزمنية المقطعية بانل عن اختبارات السلاسل الزمنية العادية ، حيث تستعمل اختبارات أخرى بدلا من اختبار Johanson و Engel –Granger.

وتعرف علاقات التكامل المتزامن من قبل Pedroni و Kao باختبار فرضية الجذر الوحدة لبواقي التكامل.

1-2 اختبار Pedroni

اقترح pedroni هذا الاختبار سنة 1999 وطوره سنة 2004 ، حيث قسمه إلى 7 اختبارات جزئية لكشف وإثبات فرضية التكامل المتزامن ، حيث يستدعي تطبيقها تقديرا مسبقا للعلاقة على المدى الطويل ، وتصاغ فرضيته كما يلي:

H0: عدم وجود تكامل مشترك.

H1: وجود تكامل مشترك.

ترفض فرضية العدم أو تقبل من خلال نتائج أغلبية الاختبارات الجزئية ، فإذا تجاوز احتمال $P(\text{value})$ لكل اختبار 5% ، ففي هذه الحالة تقبل الفرضية الصفرية، أما إذا كان الاحتمال اقل أو يساوي 0.05 فان الفرضية العدمية ترفض وبالتالي تقبل الفرضية البديلة.

¹ محمد بركة ومحمد جبوري ، " تأثير طبيعة نظام سعر الصرف على التضخم" ، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية ، العدد 06 ، 2014 ، ص 17.

2-2 اختبار Kao

قدم Kao سنة (1999) اختبار فرضية عدم التكامل المتزامن انطلاقا من اختبارات ديكي فولر DF و ADF معتبرا إياها لا تأخذ بالحسبان عدم التجانس الفردي في ظل الفرضية البديلة.¹

الفرع الثالث : صياغة نموذج الدراسة

تم اختيار القيمة الاقتصادية المضافة كمتغير استجابة (تابع) لعينة شركات الجزائرية، لدى قطاع الخدمات بينما أدرجت D/CP.D/EBE كمتغيرات مستقلة، وتغطي الدراسة قطاعات الشركات الجزائرية وهي 15 شركة خلال الفترة 2012 إلى 2015 .

ولتحقيق غرض الدراسة نستخدم قاعدة بيانات مدمجة، بعدد n=15 من المقاطع i والمتمثلة في 15 شركة جزائرية لقطاعات الخدمات المدروسة، وفي الوقت نفسه يغطي كل مقطع فترة زمنية t= 04 سنوات، وبذلك يكون عدد المشاهدات المستخدمة في العينة الكلية 60 مشاهدة .

يتم تحديد الشكل الرياضي للنموذج، و يكتب على النحو التالي :

$$EVA = f (D_CP , D_EBE)$$

$$y_{it} = \hat{\beta}_0(i) + \sum_{j=1}^4 \hat{\beta}_j x_{j(it)} \dots \dots 0 \quad i=1,2,\dots, \quad t=1,2,\dots,15$$

حيث :

¹ مجدي الشوربجي , "مرجع سبق ذكره", ص22.

i: تمثل الزمن أي قيمة المتغير في السنة، **EVA** : تمثل القيمة الاقتصادية المضافة، **D_CP** : الديون على الأموال الخاصة.

D_EBE : الديون على الفائض الاجمالي للاستغلال.

$\beta_2, \beta_0, \beta_1$: تمثل معلمات النموذج .

المبحث الثاني : عرض و مناقشة النتائج المتوصل إليها

بعد التعرف على متغيرات الدراسة، وطرقها وأدواتها في المبحث السابق، سنحاول من خلال هذا المبحث معرفة ما إذا كان هناك تأثير للهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة ، من خلال مجموعة من النتائج المتوصل إليها ، وسنقوم بتحليلها ومناقشتها من أجل الوصول إلى نتائج الدراسة ومقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة .

المطلب الأول : عرض نتائج الدراسة

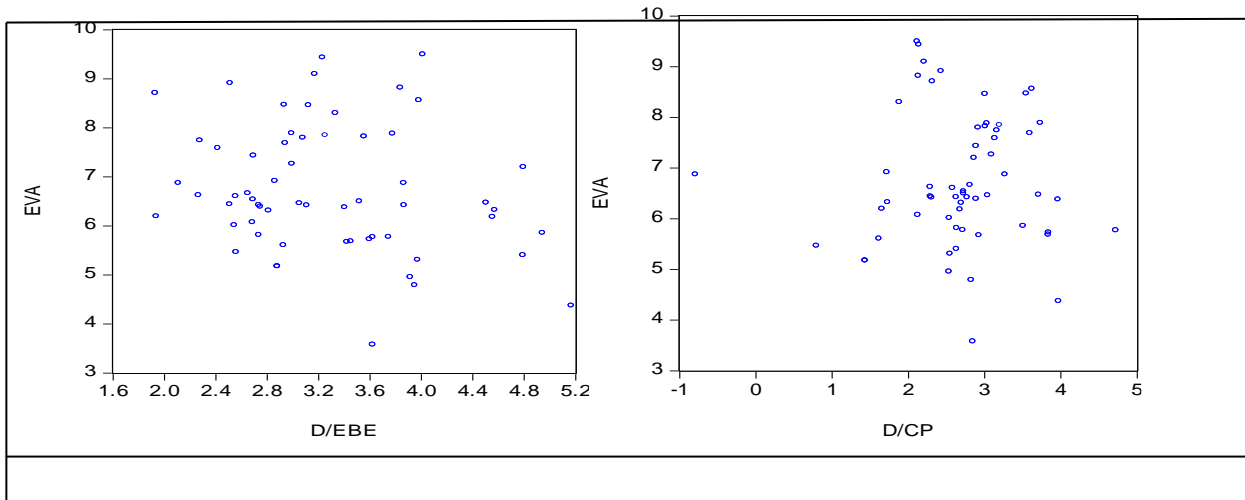
بعد جمع المعطيات الخاصة بالدراسة وتحليلها بالأدوات والطرق اللازمة وإدخال تغييرات عليها ، سنتطرق في هذا المطلب إلى العرض النهائي لهذه المعطيات والذي أجزناه في الخطوات التالية :

الفرع الأول : نتائج التمثيل النقطي لمتغيرات الدراسة

سنحاول الاعتماد على التمثيل النقطي 60 مشاهدة بواسطة معطيات مؤشرات المتغيرات ، فإذا كان هذا الانتشار على شكل خط مستقيم تكون العلاقة خطية، وإذا كان الانتشار على خلاف ذلك تكون العلاقة غير خطية، ويمكن تمثيل ذلك كما يلي :

الشكل رقم (2-2)

الشكل رقم (1-2)



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Eviews9.

يساعد التمثيل النقطي على صياغة العلاقة الخطية وذلك من خلال ملاحظة شكل انتشار النقاط ، فإذا كان هذا الانتشار على شكل معادلة خط مستقيم تكون العلاقة خطية، وإذا كان الانتشار على شكل قطع مكافئ تكون العلاقة أسية. من خلال أشكال التمثيل الإنتشاري للمتغير التابع القيمة الاقتصادية المضافة EVA ، مع المتغيرات المستقلة (D_EBE،D_CP) لا تتضح أنواع العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة إن كانت خطية أم غير خطية، لذلك سيتم تقدير نوع العلاقة بين متغيرات الدراسة عن طريق نماذج السلاسل المقطعية(بانل) ، بناء على عدة معايير إحصائية هي :

- معنوية المعالم المقدرة (وجود أحسن دلالة احصائية لمعاملات المقدرة).
- المعنوية الكلية للنموذج (وجود أحسن دلالة احصائية للنموذج الكلي المقدر).
- معامل التحديد R(أحسن جودة توفيق).
- قيمة داربن واتسون DW.

الفرع الثاني : نتائج تقديرات نماذج بانل

1- لغرض تقدير نتائج نماذج السلاسل الزمنية المقطعية من خلال تطبيق الطريقة المناسبة لكل نموذج على برنامج Eviews9 بعد إدخال البيانات السابقة كانت النتائج كما يلي:

جدول رقم(2-1): نتائج تقدير أثر نسب الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة لدى قطاع الخدمات

نماذج التقدير			المعامل	المتغيرات
PRM	FEM	REM		
0.309895	1.017146	-0.097792	β_0	C
0.1377	0.0001	0.5595	(Prob) الإحتمال	
0.257150	-0.829347	1.589153	β_1	D/EBE
0.6388	0.1758	0.0062	(Prob) الإحتمال	
0.133565	0.360594	-0.072054	β_2	D/CP
0.0858	0.0005	0.2158	(Prob) الإحتمال	
0.166738	0.613025	0.168500	R-squared	
4.202170	10.03293	4.255559	f-statistic	
0.003768	0.000000	0.003479	Prob(f-statistic)	
0.597739	1.348229	1.156220	Durbin-watson stat	

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Eviews9.

يبين الجدول أعلاه أن القيم الاحتمالية للمعلمات الجزئية منها ما هو مقبول إحصائيا (أي قيم الاحتمال أقل من 0.05) ، ومنها ما هو مرفوض إحصائيا (أي قيم الاحتمال أكبر من 0.05) ، أما بالنسبة للقيم الاحتمالية الكلية للنماذج (Prob-f-statistic) أقل من 0.05 ، أي للنماذج الثلاثة معنوية إحصائية .

إلا أنّ نتيجة DW أشارت إلى إمكانية وجود ارتباط ذاتي ، ولهذا تم تصحيح النموذج المختار لدراسة اثر الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة لدى قطاع الخدمات.

الفرع الثالث: نتائج اختبارات المفاضلة بين نماذج دراسة العينة

تظهر نتائج المفاضلة بدء من:

1- نتائج المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذجي الآثار الثابتة و العشوائية:

من أجل تحديد النموذج الملائم لتحليل بيانات هذه الدراسة تم استخدام اختبار LM للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي من جهة ونموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية من جهة أخرى.

تظهر النتائج في الجدول التالي :

الجدول رقم (2-2): نتائج اختبار مضاعف لاغرانج LM

Null (no rand. effect) Alternative	Cross-section	Period	Both
Breusch-Pagan	92.35514 (0.0000)	1.944682 (0.1632)	94.29982 (0.0000)

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات **Eviews9**.

يظهر الجدول أعلاه نتيجة اختبار LM التي بلغت للمقطع 92.35 ، للفترة كانت تساوي 1.94 ، أما بالنسبة للمقطع والفترات معا فيساوي 94.29 بإحتمال معدوم ، الأمر الذي يؤدي إلى رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة أي أن نموذج الإنحدار التجميعي لا يناسب هذه الدراسة.

- نتائج اختبار Hausman للاختيار بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية

يستخدم اختبار Hausman لاختيار النموذج الملائم بين نموذجي الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية ، وتظهر نتائجه

في الجدول التالي:

الجدول رقم (2-3): نتائج اختبار Hausman

Hausman test	
Chi-statistic	Prob
31.78474	0.0000

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Eviews9.

اختبار Hausman الذي يتبع توزيع "كاي مربع" (4 درجات) إلى 31.7847 ، وباحتمال (0.0000) ، مما يدل على رفض الفرضية العدمية H_0 ، وقبول الفرضية البديلة التي تقول بأن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم لهذه الدراسة ، وانطلاقا مما سبق سيتم عرض نتائج نموذج الآثار الثابتة بعد تصحيحه باعتباره النموذج الملائم لدراسة أثر الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة لدى قطاع الخدمات، وذلك على النحو التالي :

- نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات الثابتة بعد إدخال (1) AR (تصحيح النموذج).

بعد تصحيح نموذج التأثيرات الثابتة تظهر نتائج تقدير معلمته كالتالي:

جدول رقم (2-4): نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات الثابتة بعد (تصحيح النموذج).

المتغيرات	(coefficient) المعامل	t-statistic	(Prob) الإحتمال
C	1.020050	3.579187	0.0007
D/EBE	1.037978	-1.487893	0.1416
D/CP	0.418308	4.413306	0.0000
AR (1)	0.422123	3.270031	0.0017
R-squared	0.652894	Adjusted R-squared	0.583473
f-statistic	9.404825	Prob(f-statistic)	0.000000
Durbin-watson stat	1.805304		

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Eviews9.

تشخيص النموذج المقدر:

نحاول دراسة صلاحية النموذج من خلال النقاط التالية:

1- معنوية المعالم:

من خلال مخرجات برنامج (Eviews9) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob (β_0 و β_2) (0.0007، 0.000) مستوى المعنوية ومنه نقبل الفرضية **H1** ونرفض الفرضية **H0** ، وهذا يدل أن المعلمة المقدرة تختلف عن الصفر بمستوى دلالة 5% ، أي توجد دلالة إحصائية للعلاقة بين (**D_CP** , **EVA**) .

إما بالنسبة للقيمة الاحتمالية Prob β_1 (0.1416) ليست في مستوى معنوية ومنه نقبل **H0** و نرفض الفرضية **H1** ، وهذا يدل أن المعلمة المقدرة لا تختلف عن الصفر بمستوى دلالة 5% ، أي لا توجد دلالة إحصائية للعلاقة بين (**D_EBE** , **EVA**) .

2- المعنوية الكلية:

من خلال هذه المعطيات المقدمة نلاحظ أن إحصائية فيشر المحسوبة $F=9.404825 > 10.03$ القيمة الجدولة (بالقيمة المطلقة) بتوزيع فيشر، يعني أن النموذج مقبول إحصائياً.

اختبار جودة التوفيق:

نلاحظ من خلال النموذج بأن قيمة **R-Squared** تساوي 0.652894 وهذا يعني بأن تفسر 65.2894% من التغيرات الإجمالية التي تحدث في القيمة الاقتصادية المضافة.

اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

من خلال مخرجات (Eviews9) نلاحظ بأن قيمة (**DW**) تساوي 1.805304 فهي تقع ضمن المجال ، وهذا ما يعبر على عدم وجود ارتباط ذاتي و منو النموذج جيد ولا توجد مشاكل قياسية.

*دراسة المعنوية الإحصائية:

_ جزئيا : من خلال احصائيات ستودنت نجد :

$$H_0 : B_i = 0 \quad H_1 : B_i \neq 0 \quad \forall i = 0, 1 \dots \dots 2$$

الجدول رقم (2-5): نتائج اختبار ستودنت للنموذج المقدر .

المتغيرات	المقدرات	القيمة المحسوبة	القيمة الجدولة	ادنى مستوى معنوية
		T _{cal}	T _{tab}	Prob
الثابت	β_0	3.579187	1.959	0.0007
D/EBE	β_1	-1.487893	1.959	0.1416
D/CP	β_2	4.413306	1.959	0.0000

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات **views9**

نلاحظ أن قيم ستودنت المحسوبة بالقيمة المطلقة بالنسبة لـ β_2 ، β_0 أكبر تماما من القيمة الجدولة للتوزيع الطبيعي 1.96 ، وهذا يعني اننا نرفض الفرضية العدمية H_0 ، أي المعلم β_2 ، β_0 ذات معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 0.05 ، أما باقي المعلم (β_1) ، لم تكن له معنوية إحصائية .

وللتأكد من ذلك نقارن نسب الإحتمال (Prob) ، مع نسبة المعنوية $\alpha = 0.05$ ، نلاحظ ان نسب الإحتمال بالنسبة . لـ β_2 ، β_0 أقل تماما من 0.05 مما يشير الى أن المعلم β_2 ، β_0 وذات معنوية احصائية عند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ والعكس صحيح بالنسبة للمعلمين β_1 .

_ كليا :

$$\{ H_1 \neq \beta_i \neq 0 \quad \forall i = 0 \dots \dots 4 \quad \{ H_0 = \beta_0 = \dots \dots \beta_2 . = 0$$

نجد أن إحصائية فيشر (F) التي تساوي 10.03 أكبر تماما من القيمة الجدولة لتوزيع فيشر **Fischer** ، وبالتالي للنموذج في مجمله معنوية إحصائية لأن احتمال إحصائية فيشر أقل تماما من 0.05 .

*دراسة قوة الارتباط:

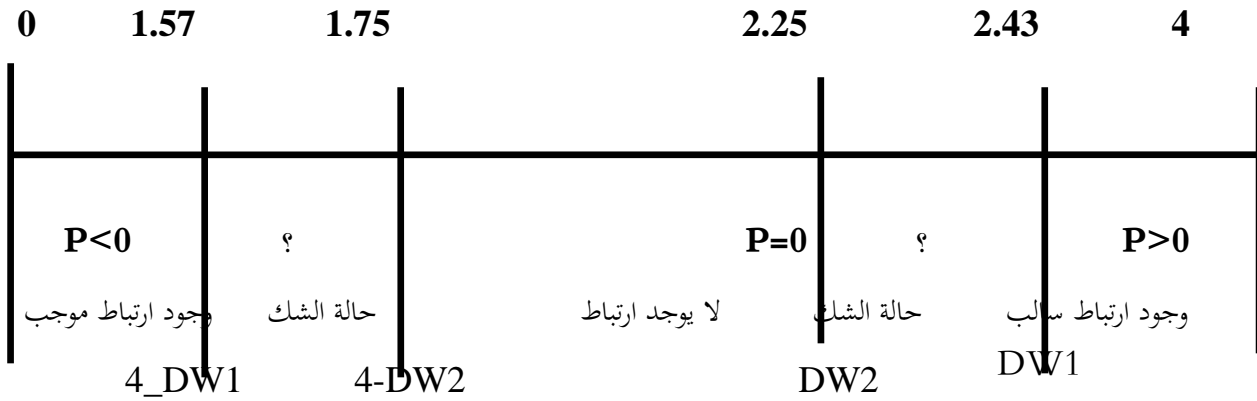
من خلال معاملي التحديد R^2 أن المتغيرات المستقلة (D/EBE.) و(D/CP) تفسر المتغير التابع EVA بنسبة 65.28% ، وعليه للنموذج قدرة تفسيرية جيدة .

*دراسة المشاكل القياسية

يتضح لنا من خلال الشكل أدناه أنه لا يوجد ارتباط ذاتي ما بين الأخطاء حيث أن: $DW = 1.80$

حيث:

الشكل رقم (2-3) : يوضح نتائج اختبار دورين واتسون



الفرع الرابع : نتائج اختبارات الإستقرارية والتكامل المشترك

1- نتائج اختبارات الاستقرارية

تظهر نتائج اختبارات جذر الوحدة لكل متغيرات الدراسة في الجدولين التاليين :

جدول رقم(2-6): نتائج إختبار جذر الوحدة للمتغيرات عند $I(0)$

D/CP	D/EBE	EVA	الإختبار
-5.07646 0.0000	-4.30731 0.0000	-2.66756 0.0038	Levin. Lin & Chu t*
-0.62160 0.2671	-0.29972 0.3822	-0.33355 0.3694	Im. Pesaran and Shin W-stat
25.2653 0.1178	20.9062 0.2842	21.5863 0.2509	ADF - Fisher Chi-square
18.4351 0.4274	20.0048 0.3325	22.3004 0.2189	PP - Fisher Chi-square
-0.34810 0.3639	-0.45109 0.3260	-1.69815 0.0447	Breitung
2.93742 0.0000	5.38825 0.0000	17.1673 0.0000	Hadri

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات **Eviews9**.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن معظم احتمالات إختبارات جذر الوحدة لكل المتغيرات أكبر من القيمة الإحتمالية (0.05) عند المستوى ، مما يدل على أن سلاسل المتغيرات غير مستقرة في المستوى .

جدول رقم (2-7): نتائج إختبار جذر الوحدة للمتغيرات عند (1)I

D/CP	D/EBE	EVA	الاختبار
-3.49224 0.0000	-5.26667 0.0000	-11.6269 0.0000	Levin. Lin & Chu t*
-0.34919 0.0036	-0.40268 0.0004	-1.98867 0.0234	Im. Pesaran and Shin W-stat
24.9076 0.0012	24.7815 0.0000	39.9343 0.0021	ADF - Fisher Chi-square
49.0714 0.0001	32.4994 0.0000	73.3514 0.0000	PP - Fisher Chi-square
-0.04787 0.0048	-0.24905 0.0017	-1.08889 0.1381	Breitung
0.81189 0.0000	3.99699 0.0000	17.1673 0.0000	Hadri

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات **Eviews9**.

نلاحظ بعد إجراء الاختبارات على سلاسل المتغيرات من الدرجة الأولى، كانت نتائج احتمال معظم الاختبارات بالنسبة لكل المتغيرات أقل من (0.05) .

-نتائج اختبار التكامل المشترك

بعد الإشارة إلى نتائج اختبارات جذر الوحدة يمكن اللجوء إلى التكامل المشترك التي يظهر في الجدول الموالي:

جدول رقم (2-8): نتائج اختبارات Pedroni للتكامل المشترك

الاختبارات المرجحة		الاختبارات		
الاحتمال	الإحصائية	الاحتمال	الإحصائية	الاختبارات الجزئية
0.9328	-1.497045	0.9512	-1.656395	V.Stat
0.9936	2.489620	0.9987	3.021675	Rho
0.7072	0.545091	0.8888	1.219982	PP
0.6756	0.455435	0.8415	1.000777	ADF

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Eviews9.

تشير الجدول أعلاه أن الاختبارات الجزئية احتمالاتها أكبر من (0.05) ، وعليه تقبل الفرضية العدمية وترفض الفرضية البديلة بمعنى عدم وجود تكامل مشترك ما بين سلاسل متغيرات الدراسة على الرغم من إستقرارها عند الدرجة الأولى وعليه نضطر إلى الذهاب إلى نماذج VAR .

نتائج اختبار نماذج VAR:

بما أنه لا يمكن إيجاد العلاقة طويلة المدى فيما بين متغيرات الدراسة بالتكامل المتزامن فإن هناك علاقة قصيرة المدى باستعمال نماذج الانحدار الذاتي (VAR) والتي تتطلب دراسة الخطوات التالية:

1-3: تحديد درجة التأخير الزمني:

حيث من الضروري معرفة الدرجات التي يمكن إجراء التقدير لنماذجها ، ولاختيار الدرجة الأفضل فانه يتم إستخدام ستة معايير للمفاضلة ، وتكون الدرجة الأفضل هي تلك التي تجمع لنا أكبر عدد من المؤشرات ذات القيم الدنيا ، وهذا ما يوضحه الجدول التالي :

جدول رقم(2-9): نتائج تحديد درجة التأخير الزمني

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
-1.244550*	-0.580170*	-1.625031	1.36e-07	NA	58.31313	1
-0.982828	0.345933	-1.743789*	1.27e-07*	41.48639*	85.74768	2

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات **Eviews9**.

وفي دراستنا وصلت إلى الدرجة الثانية حسب ما تشير إليه العلامة (*) ، التي يكون فيها أكبر عدد من المعايير أقل وهو ما يعني أن نموذج **var** ستكون فيه درجة تأخير كل متغيراته الداخلية والخارجية بدرجتين .

تقدير نموذج var:

*اختبار معادلة النموذج المقدر:

الجدول رقم(2-10):تقدير معادلة نموذج VAR

$D(EVA) = -0.039464 * D(EVA(-1)) - 0.514485 * D(EVA(-2)) - 1.240489 * D(D_EBE(-1)) + 1.073821 * D(D_EBE(-2)) - 0.035295 * D(D_CP(-1)) + 0.108529 * D(D_CP(-2))$	
R-squared	0.381177
Durbin-Watson stat	2.185300

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Eviews9.

H0 : عدم وجود علاقة قصيرة الأجل.

H1: وجود علاقة قصيرة الأجل .

يبين الجدول أعلاه أن القيم الاحتمالية هو مرفوض إحصائيا (أي قيم الاحتمال أكبر من 0.05) ، أما بالنسبة للقيم الاحتمالية (-0.035295) ≥ 0.05 و منه نرفض الفرضية العديمة H0 و نقبل الفرضية H1 من خلال النموذج المقدر عن طريق VAR وبالنظر إلى مستوى المعنوية نجد أن المتغيرة المؤثرة في القيمة الاقتصادية المضافة عن الفرق الأول و هي نسبة الديون إلى فائض إجمالي للاستغلال .

المطلب الثاني:تحليل النتائج المتوصل إليها ومناقشتها

يعتبر هذا المطلب جوهر الدراسة، وذلك للأهمية التي يكتسبها ، فبعد كل التمهيدات التي سبقته بداية من الفصل الأول الذي تعرض للاطار النظري للدراسة الهيكل المالي و القيمة الاقتصادية المضافة، ثم المبحث الأول من الفصل الثاني الذي حددت فيه طرق وأدوات تحليل المعطيات والبيانات وإجراء مختلف الحسابات عليها.

تكمن أهمية هذا المطلب في أنه سيقدم تحليلا لنتائج الدراسة ومناقشتها وإختبار مدى صحة الفرضيات .

الفرع الأول : تحليل نتائج المفاضلة بين النماذج

بعد عرض نتائج اختبارات المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي من جهة ، وبين نموذجي الآثار الثابتة أو العشوائية من جهة أخرى نلاحظ أن:

1- من خلال الجدول رقم (2.2) يظهر أن القيم الاحتمالية لاختبار LM كانت اقل من (0.05) ، وعليه ترفض الفرضية العدمية H_0 ، وتقبل الفرضية H_1 ، حيث أن:

H_0 : نموذج الانحدار التجميعي يناسب دراسة اثر الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة لدى قطاع الخدمات .

H_1 : أحد نموذجي التأثيرات يناسب دراسة اثر الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة لدى قطاع الخدمات.

مما يعني أن نموذج الانحدار التجميعي غير ملائم لدراستنا هذه ، وهذا يدل على وجود آثار خاصة لدى قطاع الخدمات ويطرح السؤال التالي: هل هذه الآثار ثابتة أم عشوائية؟

بالنسبة للاختبار بين نموذج الآثار الثابتة وبين نموذج الآثار العشوائية:

2- أشارت نتائج اختبار Hausman كما بينه الجدول رقم (3.2) ، أن قيمته الاحتمالية كانت أقل من (0.05) وبالتالي ترفض الفرضية العدمية، مما يعني أن نموذج الآثار العشوائية غير ملائم لهذه الدراسة.

نستنتج مما سبق أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم لدراسة اثر الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة لدى قطاع الخدمات ، ويرجع ذلك إلى وجود خصائص مشتركة شركات لدى قطاع الخدمات ، فهي تشترك في كونها تنتمي لنفس البيئة التي هي أن هذه شركات مدرجة في قطاع الخدمات .

الفرع الثاني : تحليل نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة:

اعتمادا على نتائج الجدول (4.2) وفي ضوء نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة بعد التصحيح نلاحظ بأن:

معاملات النموذج غير معنوي، حيث نجد احتمال كل من المعاملات التالية : المعامل الثابت (0.0007) اقل من (0.05).

__بينما احتمال كل من معامل نسبة الديون إلى فائض الاحمالي للاستغلال (0.6250) ومعامل نسبة الديون إلى الاموال الخاصة (0.1416) أنهما أكبر من (0.05)، مما يدل على أن هذين المعلمين ليس لهما معنوية إحصائية .

__احتمال إحصائية fisher (0.000) أقل من (0.05) تدل على المعنوية الكلية للنموذج، وهذا مايدل على أن نسب الهيكل المالي مجتمعة (نسبة الديون إلى فائض الاجمالي للاستغلال، نسبة الديون إلى الاموال الخاصة) لها معنوية إحصائية، وبالتالي نسب الهيكل المالي مجتمعة لها تأثير على القيمة الاقتصادية المضافة قطاع الخدمات، حيث نجد المتغيرات المسقلة مجتمعة تفسر التغيرات الحاصلة في المتغير التابع بقيمة %65 أما %35 من التغيرات المتبقية فترجع إلى عوامل أخرى خارجية

__ الإشارة الموجبة لنسبة الديون الى فائض الاجمالي للاستغلال (1.037978) تشير إلى العلاقة الطردية بين الهيكل المالي والقيمة الاقتصادية المضافة وهذا في حال اعتماد هذه النسبة كمؤشر لقياس أثر الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة قطاع الخدمات فعندما يزيد الهيكل المالي بوحدة واحدة ينتج عنه انخفاض القيمة الاقتصادية المضافة بـ 1.037978 دينار الجزائري وهذا يعود إلى سوء تسير الإدارة المالية وكذلك إرتفاع تكلفة التمويل عن طريق الديون نتيجة المبالغة في إستخدام الديون

__ الإشارة الموجبة لنسبة الديون إلى الاموال الخاصة (0.4183) تشير إلى العلاقة الطردية بين الهيكل المالي

والقيمة الاقتصادية المضافة وهذا في حال اعتماد هذه النسبة كمؤشر لقياس أثر الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة قطاع الخدمات ، أي عند زيادة الهيكل المالي بوحدة واحدة ينتج عنه زيادة القيمة الاقتصادية بـ 0.4183 دينار جزائري وفي هذه الحالة نقول أن القطاع الخدمات محل الدراسة إستفادت من مزايا الهيكل المالي حيث حققت أكبر عائدا من أموال الإقتراض.

__قيمة R^2 بلغت 0.6528 أي أن نسب الهيكل المالي مجتمعة تفسر القيمة الاقتصادية المضافة بنسبة 65.28% من التغيرات الاحتمالية للقيمة الاقتصادية المضافة قطاع الخدمات وهي نسبة جيدة .

الفرع الثالث: تحليل التكامل المشترك

تجدد الإشارة إلى انه قبل تحليل التكامل المشترك يجب إلقاء نظرة تحليلية حول اختبارات جذر الوحدة والتي كانت كالتالي:

1-تحليل نتائج الاستقرارية

أشارت نتائج اغلب الاختبارات إلى أن قيمها الاحتمالية اكبر من (0.05) عند المستوى ، أي أن نسب الهيكل المالي والقيمة الاقتصادية المضافة غير مستقرين في المستوى.

-بعد إجراء فروق من الدرجة الأولى كانت نتيجة احتمالات الغالبية العظمى من اختبارات جذر الوحدة لكل من الهيكل المالي مقاس بمجموعة من نسب الهيكل المالي و القيمة الاقتصادية المضافة هي أقل من (0.05) في فروق الدرجة الأولى ، مما يدل على جميع سلاسل متغيرات الدراسة مستقرة عند الدرجة الأولى (I(1).

بما أن المتغيرات تستقر في نفس الدرجة فهذا يدل على أنه يمكن ان تكون هناك علاقة طويلة الأجل بين نسب الهيكل المالي و القيمة الاقتصادية المضافة الأمر الذي يؤدي بنا إلى اختبارات التكامل المشترك.

2-تحليل نتائج اختبارات التكامل المشترك

بعدها أشارت اختبارات جذر الوحدة إلى إمكانية وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة ، نقوم بتحليل ومناقشة نتائج التكامل المشترك :

-تشير نتائج اختبارات Pedroni كما يبينه الجدول رقم (8.2) إلى أن الإختبارات الجزئية اغلبهم احتمالهم أكبر من (0.05) ، مما يعني أن كل الاختبارات تقبل الفرضية الصفرية التي تقول بعدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة . وهذا يدل على عدم وجود تأثير طويل المدى يتركه الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة قطاع الخدمات . نستنتج من كل هذا عدم وجود أثر طويل المدى للهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة لدى قطاع الخدمات . هذا ما يحقق إحدى فرضيات الدراسة.

وعليه نضطر الى الذهاب إلى نماذج VAR

الفرع الرابع: تحليل نتائج الانحدار الذاتي (VAR)

— درجة التأخير الزمني بالنسبة لمتغيرات الدراسة وصلت إلى الدرجة الثانية، وهو ما يعني أن نموذج لهذه الدراسة سيكون فيه درجة تأخير كل متغيراته المستقلة والمتمثلة في نسب الهيكل المالي ومتغيره التابع المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة بدرجتين ؛

— من خلال تقدير نماذج var لدراسة أثر الهيكل المالي مقياس بمجموعة من النسب على القيمة الاقتصادية المضافة في المدى القصير، توصلنا إلى أن الهيكل المالي ممثلاً بنسبة الديون إلى فائض الإجمالي للاستغلال كان له تأثير على القيمة الاقتصادية المضافة بالإضافة إلى ذلك نجد أن كل من معامل التحديد وقيمة اختبار DW في حالة جيدة، فالمتغيرات المستقلة تفسر لنا مقداره 38.11% من التغيرات الحاصلة في القيمة الاقتصادية المضافة، كما أنه لا وجود لارتباط ذاتي للأخطاء مع اقتراب DW إلى 2 أي بقيمة (2.18) .

من خلال سبق نستنتج أن الهيكل المالي مقياس بنسبة الديون إلى فائض الإجمالي للاستغلال له تأثير إيجابي على القيمة الاقتصادية المضافة قطاع الخدمات ، وهو ما توصلنا إليه من خلال التحليل التحليل الساكن وتم تأكيده من خلال التحليل الديناميكي من خلال نماذج VAR على المدى القصير ..

الخلاصة:

تناولنا في هذا الفصل الدراسة القياسية لأثر الهيكل المالي مقياس بمجموعة من النسب (نسبة الديون على فائض الإجمالي للاستغلال ، نسبة الديون على الأموال الخاصة) على القيمة الاقتصادية المضافة لدى قطاع الخدمات ، وذلك بإتباع أساليب الاقتصاد القياسي .

كمدخل نظري قمنا بعرض بعض المفاهيم حول السلاسل الزمنية المقطعية (بانل)، والنماذج المكونة لها، والبحث عن النموذج الملائم لدراسة موضوعنا، وذلك عن طريق اختبارات المقاضلة بين النماذج، ثم تقدير معلمات النموذج المختار، وبعد اختبارات التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة تم عرض نتائج الدراسة وتحليلها، حيث تبين أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسب الهيكل المالي مجتمعة و القيمة الاقتصادية المضافة ، كما أن العلاقة بين الهيكل المالي و القيمة الاقتصادية المضافة هي علاقة قصيرة الأجل.

الخاتمة

يرجع بقاء المؤسسة واستمرارها بشكل أساسي إلى الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة من أموال خاصة واستدانة سواء قصيرة الأجل، متوسطة الأجل أو طويلة الأجل. تطور فكر المسيرين الماليين بحيث لم يعد اهتمامهم يتركز على كيفية تدبير والحصول على الأموال الضرورية لاستمرار نشاط المؤسسة فقط بل تطور وارتقى إلى الاهتمام بالطرق والليفيات التي تمكن من الحصول على هذه الأموال الموارد المالية بأقل التكاليف الممكنة وبالتالي تصبح المؤسسة اقل قدرة على تحقيق خلق قيمة اقتصادية مضافة كما نال مدخل التقييم الاقتصادي في أوائل الثمانينات الكثير من الاهتمام من قبل الباحثين حول إثبات فاعليته لتحقيق نتائج أفضل من المدخل المحاسبي، ويعود ذلك الاهتمام إلى توسع الأسواق المالية وتزايد تداخلها وتأثرها بالأوضاع الاقتصادية ، وتبعاً لذلك توجه مختلف الباحثون إلى ضرورة اكتشاف أدوات قياس تتأثر بالتقلبات الاقتصادية وتساعد المؤسسة على تحسين لأدائها من خلال اتخاذ القرارات المالية المناسبة ومن أبرز هذه المؤشرات مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA.

وعليه ومن خلال ما تقدم فقد حاولنا في هذا المبحث الإجابة على الإشكالية المطروحة والمتمثلة في التساؤل الرئيسي التالي:

- ما هو تأثير الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة لعينة شركات لدى قطاع الخدمات ؟

ومن أجل الإجابة على مختلف الأسئلة الفرعية المرتبطة بالإشكالية الرئيسية فقد حاولنا تقسيم البحث إلى فصلين فصل نظري قسم بدوره إلى مبحثين الأول تطرقنا من خلاله إلى مفاهيم أساسية للهيكل المالي ونظريات المحددة للهيكل المالي وكيفية تقويمه ثم خصصنا الجزء الثاني لهذا المبحث لدراسة الهيكل المالي وتأثيرها على القيمة الاقتصادية المضافة وفي المبحث الثاني حاولنا الإشارة إلى بعض الدارسات السابقة التي تناولت الموضوع في السنوات السابقة التي تناولت الموضوع في السنوات السابقة محاولين إبراز أوجه الشبه والاختلاف بينهم وبين دراستنا. وفي الأخير قمنا في الفصل الثاني بإجراء دراسة تطبيقية حول الهيكل المالي لعينة شركات لدى قطاع الخدمات مبررين أثره على القيمة الاقتصادية المضافة لشركات محل لدراسة .

ومنه يمكن تلخيص أهم النتائج في النقاط التالية:

ومن النظريات التي اهتمت كذلك بدراسة إشكالية الهياكل المالية هي النظرية الحديثة للمشروع، وأهم التيارات التي تنطوي تحت هذا المنظور هي نظرية الإشارة ونظرية التمويل السلمي. إلا انه لحد الآن لا يوجد إجماع أو اتفاق على نظرية معينة تجيب عن مختلف التساؤلات في هذا الصدد وخاصة قضية أمثلية الهيكل المالي، وعليه يمكن القول أن الهيكل المالي هو نتيجة لعدة تسويات معقدة لذلك توجد العديد من العوامل لاختيار المؤسسة لهيكلها المالي.

ولقد حاولنا من خلال دراستنا النظرية والتطبيقية تحديد العوامل المحددة للهيكل المالي لعينة شركات لدى قطاع الخدمات

وكانت النتائج المتوصل إليها كما يلي:

1. نتائج اختبار الفرضيات:

أفضت نتائج إختبار فرضيات الدراسة إلى ما يلي:

أ_ بالنسبة للفرضية الأولى والمتمثلة في " يوجد تأثيرا إيجابيا للهيكل المالي ممثلا بنسبة الديون إلى فائض الإجمالي للاستغلال " فقد تم إثباتها من خلال النتائج التالية:

- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي ممثلا بنسبة الديون إلى فائض الإجمالي للاستغلال لدى قطاع الخدمات عند مستوى معنوية 5%.
وجود علاقة طردية بين الهيكل المالي القيمة الاقتصادية المضافة ، حيث أنه كلما زاد الهيكل المالي بوحدة واحدة ارتفع القيمة الاقتصادية المضافة لدى القطاع الخدمات محل الدراسة بـ 1.037978 وحدة.

ب_ بالنسبة للفرضية الثانية والمتمثلة في " يوجد تأثير إيجابي الهيكل المالي ممثلا بنسبة الديون إلى الأموال الخاصة ا " فقد تم إثباتها من خلال النتائج التالية:

- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية طردية عند مستوى معنوية 5% بين نسبة الديون إلى الأموال الخاصة ، حيث إنه كلما زادا الهيكل المالي بوحدة واحدة ينتج عنه زيادة القيمة الاقتصادية المضافة بـ 0.4183 وحدة .
القيمة الاقتصادية المضافة تزداد كلما زادت نسب الهيكل المالي، و هكذا فإن زيادة الهيكل المالي يؤدي إلى زيادة درجة التذبذب الأرباح لكل من القيمة الاقتصادية المضافة.
يرتبط الهيكل المالي بهيكل التمويل أي كلما زاد اعتماد قطاع الخدمات على الاقتراض لتمويل استثماراته، فإن درجة الهيكل المالي تزداد فيها و يكون فيها تأثير على القيمة الاقتصادية المضافة إيجابيا .

ث_ بالنسبة للفرضية الثالثة والمتمثلة في "لا توجد علاقة طويلة المدى بين الهيكل المالي و القيمة الاقتصادية المضافة لدى قطاع الخدمات " فقد تم إثباتها من خلال النتائج التالية:

- عدم وجود تأثير طويل المدى يتركه الهيكل المالي على القيمة الاقتصادية المضافة لدى قطاع الخدمات ، وذلك من خلال اختبار التكامل المشترك لمتغير الدراسة.

من خلال نماذج Var تبين أنه يوجد أثر إيجابي للهيكل المالي مقاس بنسبة الديون إلى الأموال الخاصة في المدى القصير، وهو ما يثبت ما توصلنا إليه في التحليل الساكن من خلال نماذج بانل .

➤ توصيات الدراسة:

- إن البحث في مجال تمويل المؤسسات الاقتصادية لا يزال واسعاً، كما لا تزال بعض النقاط مجهولة يمكن أن تكون مواضيع لبحوث أخرى و إشكاليات تنتظر المعالجة، والتي نذكر منها ما يلي:
- يمكن إعادة إجراء الدراسة بإضافة مؤسسات تنتمي إلى قطاعات مختلفة من أجل إضافة متغيرات طبيعة القطاع لمعرفة تأثيرها على اختيار الهيكل التمويلي.
 - الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي في المقام الأول لسهولة الحصول عليها وعدم تحمل تكاليف تحصيلها، ثم اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجي لتغطية العجز المتبقي في الإحتياجات .
 - إجراء هذه الدراسة على فترات زمنية أطول، لأن EVA تثبت فعاليتها على المدى الطويل.
 - التنوع في اختيار المؤشرات المالية يزيد من احتمال اختيار الاستثمارات الناجحة، فعلى المستثمرين التوجه إلى استخدام المؤشرات الاقتصادية الحديثة فهي مكملة للمؤشرات التقليدية ولا غنى لأحدهما عن الآخر .
 - الاعتماد على الإدارة المالية الحديثة من طرف المديرين والابتعاد عن الدور التقليدي وذلك من أجل خلق قيمة.
 - التأكيد على فهم الأفراد العاملين وتدريبهم على كيفية تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في جميع مستويات الإدارة داخل المؤسسة للحصول على أفضل النتائج، فضلاً عن منحهم الوقت الكافي لتطبيق هذا المقياس .

➤ آفاق الدراسة :

نظرا لأهمية التمويل في المؤسسات الاقتصادية وخصوصا التمويل الخارجي باعتباره مصدر مهم من مصادر التمويل لذا نرى أن هذا الموضوع يستحق التعمق والبحث فيه أكثر لذا قمنا باقتراح بعض الدراسات يمكن أن تكون دراسات مستقبلية ومنها:

- تطبيق هذه الدراسة على قطاعات أخرى من أجل تعميم النتائج.
- التأكيد على فهم الأفراد العاملين وتدريبهم على كيفية تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في جميع مستويات الإدارة داخل المؤسسة للحصول على أفضل النتائج، فضلا عن منحهم الوقت الكافي لتطبيق هذا المقياس.
- دراسة تنبؤية للقيم المستقبلية لمؤشرات الهيكل المالي، بناء على النماذج القياسية للانحدار الخطي وغير الخطي أو بتحليل السلاسل الزمنية لهذه المؤشرات .



قائمة المراجع

قائمة المراجع

❖ أولاً : المصادر و المراجع باللغة العربية

✓ قائمة الكتب

- 01- محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات ، الدار الجامعية ، الإسكندرية
2004.
- 02- محمد صالح الحناوي ، الإدارة المالية والتمويل، الطبعة الأولى ، الدار الجامعية ، مصر ، 2000 .
- 03- بن ساسي إلياس ، قريشي يوسف ، التسيير المالي - الإدارة المالية ، الطبعة الأولى ، دار وائل ، 2006.
- 04- طارق عبد العال ، التقييم و إعادة هيكلة الشركات، تحديد قيمة المشاة ، الدار الجامعية للنشر و التوزيع القاهرة ، طبعة
2008.
- 05- إلياس بن ساسي ، يوسف قريشي ، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس و تطبيقات ، الطبعة الثانية ، دار وائل
للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، جامعة الجزائر ورقلة ، 2011 .
- 06- بادي البلطجي " تحليل الاقتصاد القياسي في بيانات بانل ، الطبعة الثالثة ، 2005 .
- 07-- طارق عبد العال ، التقييم و إعادة هيكلة الشركات تحديد قيمة المشاة ، الدار الجامعية للنشر و التوزيع ، القاهرة
2008.

✓ الرسائل الجامعية:

- 01- شلاش سليمان ، البقوم علي العون سالم ، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركة الأعمال لحالة تطبيقية في
الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في السوق عمان المالي ، 1999-2001.
- 02- هاجر عدوي، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية "دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء"، مذكرة
ماجستير غير منشورة ، جامعة منتوري قسنطينة ، 2011 .
- 03- يوسف قريشي ، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر "دراسة ميدانية"، أطروحة دكتوراه جامعة
الجزائر .

10- محمد شعبان ، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية ، مذكرة ماجستير غير منشورة جامعة بومرداس
2010.

04- تير زغود ، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة
2009.

05- غنية بوربيعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة ، مذكرة ماجستير غير منشورة ، جامعة الجزائر
2012.

06- لزغم سمية ، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مذكرة ماستر غير
منشورة ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، 2012.

07- بن الضب علي ، دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة
بالبورصة، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، 2009 .

08- مقبل علي أحمد , دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكتملة لأدوات تقويم أداء الشركات الصناعية
و التعديلات المقترحة لاحتسابها" دراسة تطبيقية " طالب دراسات عليا (دكتوراه) جامعة حلب .(د.ت).

09- هوارى سويسي، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر ، أطروحة دكتوراه،
جامعة الجزائر، 2008 .

✓ المجالات و الملتقيات :

01- يجياوي مفيدة ، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية ، مجلة العلوم الإنسانية،
جامعة محمد خيضر، بسكرة ، العدد 03 ، 2003.

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

03- عبد الوهاب دادن ، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي ، مجلة الباحث ، العدد 4 ، جامعة ورقلة
2006.

04- يوسف قريشي و الياس بن ساسي ، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ، مداخلة في إطار فعالية المنتدى الدولي متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية يومي 17 و 18 أفريل ، جامعة حسينية بن بوعلي، الشلف ، 2006 .

05- عبد الوهاب دادن ، الجدل القائم حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، مجلة الباحث ، جامعة ورقلة العدد السابع، 2009 .

06- هشام بحري، مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة ورقلة ، العدد 01، 2012.

07- الخولي هالة عبد الله ،دراسة تحليلية انتقادية لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأحد الاتجاهات الحديثة في مجال قياس و تقييم الأداء في منشآت الأعمال ، مجلة التأمين ، العدد56_144، كلية التجارة، القاهرة ، 2000.

❖ ثانيا : المصادر والمراجع باللغة الأجنبية

01--Florence Delahaye،Jaqueline Delahaye, **Finance d'entreprise manuel et applications** ، 2eédition DUNOD ، Pari ،2009.

02--An najah Univ.j. ، A cas study of jordanian industrial companies: **determinants of capital structure choice**,2 Faris AL-shubirip18.,2010,(humanities) ,of ras

03--**Corporate Financing and Investement When Firm's Have Informations That Investors do** , MAJLUF.N.S,8 MYERS. C .S. p187, 1984, Vol 13, Journal of Financial Economics,**Not Have**

04--stern stewart , 25-03-2014 , [http :www.stern setwart .com/ ? content :proprietary &p = eva](http://www.stern.com/content/proprietary&p=eva)

05--Pascal Barneto , Georges Gregorio, DSCG 2 Manuel et APP Lincations , 2e édition , Dunod , Paris , 2009 .

06- Stern stewart & co . Research , EVA and Production Strategy jonnal is back , P : 3 , 26/03/2014 [http:// www/ stern stewart . com / ?content =intellectualprap](http://www/sternstewart.com/?content=intellectualprap)

❖ - مواقع الإنترنت-

1-Stern Stewart & Co. Research, EVA and Production Strategy Journal is back, P :

3, 26/03/2014

02-<http://trove.nla.gov.au/book/result?q=la+valeur+%C3%A9conomique+ajout+%C3%A9&s>

الفهرس

الصفحة	الفهرس
III	الإهداء
IV	الشكر والتقدير
V	الملخص
VII	قائمة المحتويات
VIII	قائمة الجداول
IX	قائمة الأشكال البيانية
X	قائمة الملاحق
XI	قائمة الاختصارات
أ	مقدمة
الفصل الأول: الإطار النظري للدراسة	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: الهيكل المالي و القيمة الاقتصادية المضافة
3	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي
3	الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي و الهيكل المالي الأمثل
4	الفرع الثاني: محددات الهيكل المالي
7	الفرع الثالث: المقاربات النظرية لمحددات الهيكل المالي
11	الفرع الرابع : تقويم الهيكل المالي
12	المطلب الثاني : الأسس النظرية للقيمة الاقتصادية المضافة EVA
12	الفرع الاول : مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة EVA
13	الفرع الثاني : خطوات حساب القيمة الاقتصادية المضافة

15	الفرع الثالث :مزايا و حدود استخدام القيمة الاقتصادية المضافة
17	المبحث الثاني : عرض الدراسات السابقة
17	المطلب الأول :الدراسات السابقة باللغة العربية
19	المطلب الثاني :الدراسات السابقة باللغة الاجنبية
21	المطلب الثالث :موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة
22	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: الدراسة القياسية للهيكال المالي و القيمة الاقتصادية المضافة	
24	تمهيد
25	المبحث الأول: الطريقة والأدوات
25	المطلب الأول: الطريقة المستخدمة في الدراسة في الدراسة
25	الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة
26	الفرع الثاني: متغيرات الدراسة
30	الفرع الثالث: طريقة جمع البيانات
30	المطلب الثاني: الأدوات التي استعانت بها الدراسة
30	الفرع الأول: نماذج السلاسل الزمنية المقطعية
35	الفرع الثاني: إختبارات جذر الوحدة و علاقات التكامل المتزامن
37	الفرع الثالث: صياغة نموذج الدراسة
38	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها
38	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة
38	الفرع الأول: التمثيل النقطي لمتغيرات الدراسة
40	الفرع الثاني: تقدير نماذج بانل
41	الفرع الثالث: إختبارات المفاضلة بين نماذج الدراسة
46	الفرع الرابع: إختبارات الإستقرارية و التكامل المشترك
50	المطلب الثاني: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة
51	الفرع الأول: تحليل نتائج المفاضلة بين النماذج

51	الفرع الثاني: تحليل نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة
53	الفرع الثالث: تحليل الإستقرارية والتكامل المشترك
54	الفرع الرابع: تحليل نتائج الإنحدار الذاتي
55	خلاصة الفصل
57	الخاتمة
62	قائمة المراجع
67	قائمة الملاحق
75	الفهرس

الملاحق

ملحق رقم 01: بيانات القيمة الاقتصادية المضافة ونسب الهيكل المالي

Entrprise	Année	D/EBE	D/CP	EVA
	2012	2,74771115	2,889089149	6,39597342
	2013	2,555013477	2,580305695	6,609111615
E1 : Smaïne laloui Mouley	2014	2,508552807	2,291444688	6,442514574
	2015	2,68644912	2,124414781	6,077313024
	2012	2,544195103	2,538451943	6,016455845
	2013	2,689212683	2,725700827	6,540597728
E2:SARL FAST CAR	2014	1,937929619	1,654069981	6,19809021
	2015	2,735102165	2,62841247	6,428667288
	2012	2,735102165	2,635378178	5,81853139
	2013	4,790954562	2,631122501	5,40449285
E3 : TOHAMI TRONPORT	2014	3,744782178	2,713827553	5,776733217
	2015	3,45235246	3,835731583	5,686859105
	2012	3,621499456	4,720782387	5,772708438
	2013	3,948343187	2,825352249	4,792190116
E4 SPA STE TRAVAUX D'IMPRESSION	2014	3,621328977	2,844646681	3,582021296
	2015	3,596250737	3,838324138	5,729485239
	2012	3,42181053	2,926517147	5,674750404
	2013	3,108588788	2,306610289	6,420680638
E5 : SPA STE DE GESTION IMMOBILIERE	2014	3,519872877	2,72706212	6,504069642
	2015	2,649895437	2,810520729	6,668217405
	2012	2,693378981	2,890781805	7,438350918
	2013	2,415435814	3,135222336	7,591262148
E6 : SOS ALGERIA	2014	2,275997518	3,160002572	7,745304023
	2015	2,992487038	3,090381719	7,268585368
	2012	2,81096769	2,696053702	6,31543862
	2013	3,404270497	3,964064033	6,381842317
E7 : bayat construction	2014	2,94070908	3,592735886	7,688429272
	2015	2,265511307	2,286685341	6,631059428
	2012	3,863528631	3,267881993	6,87376984
	2013	3,076560705	2,916019464	7,80033306
E8: SPA EL DJAZAIRIA LIL AIMMAR	2014	3,171091587	2,208096853	9,098916979
	2015	2,109126744	-0,791427569	6,875694755
	2012	2,878939595	1,436055244	5,17796017
	2013	2,92707357	1,614907965	5,60941628
E9 : socibat	2014	2,878939584	1,436055244	5,177960228
	2015	2,558480622	0,79392541	5,466342043
	2012	3,913169124	2,533337519	4,960288079
E10 : SPA EFMC	2013	3,970805077	2,548504425	5,310476897
	2014	4,572145923	1,729269185	6,325932374
	2015	3,866164364	2,773859095	6,426165966
	2012	4,011233559	2,119723662	9,501658781

E11:agro sud	2013	3,231499073	2,137869135	9,435132223
	2014	3,837253357	2,134037722	8,822998403
	2015	2,859455685	1,718475028	6,920447806
	2012	5,167972781	3,970065309	4,375968884
E12:SPA BAYAT CATRING -	2013	3,051247825	3,042332964	6,463401866
	2014	3,981042966	3,622967746	8,564573443
	2015	2,934230325	3,545574799	8,469688838
	2012	2,511872009	2,429523086	8,915130921
E13:eurest algerie	2013	3,332101482	1,881029682	8,30475564
	2014	3,123143922	3,005767619	8,462652284
	2015	1,928015498	2,315484602	8,711869353
	2012	4,504365363	3,710350568	6,476222017
E14:SPA DIED	2013	4,942300752	3,506140731	5,858972639
	2014	4,794444879	2,862391554	7,200883599
	2015	4,554087672	2,67867073	6,185092758
	2012	2,990772135	3,73480196	7,88988293
E15:oilfield	2013	3,776908759	3,032343557	7,885371418
	2014	3,554035039	3,013212992	7,827731072
	2015	3,253001311	3,196727419	7,851606041

الملحق 2: نتائج تقدير نماذج بانل

التجميعي

Dependent Variable: EVA
 Method: Panel Least Squares
 Date: 13/04/2017 Time: 11:33
 Sample: 2012 2015
 Periods included: 4
 Cross-sections included: 15
 Total panel (balanced) observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.097792	0.166897	-0.585941	0.5595
D_EBE	1.589153	0.565967	2.07854	0.0062
D_cp	-0.07254	0.057769	-1.247279	0.2158
R-squared	0.165800	Mean dependent var		0.346334
Adjusted R-squared	0.128905	S.D. dependent var		0.433670
S.E. of regression	0.404755	Akaike info criterion		1.083468
Sum squared resid	13.76141	Schwarz criterion		1.223279
Log likelihood	-43.21434	Hannan-Quinn criter.		1.139822
F-statistic	42.21434	Durbin-Watson stat		1.156220
Prob(F-statistic)	0.003479			

الثابت

Dependent Variable: EVA
 Method: Panel Least Squares
 Date: 13/04/2017 Time: 11:35
 Sample: 2012 2015
 Periods included: 4
 Cross-sections included: 15
 Total panel (balanced) observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.017146	0.248764	4.088797	0.0001
D_EBE	-0.829347	0.606831	-1.3665685	0.1758
D_CP	0.360594	0.09874	3.643316	0.0005
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.613025	Mean dependent var		0.34633
Adjusted R-squared	0.551924	S.D. dependent var		0.433670
S.E. of regression	0.290292	Akaike info criterion		0.498372
Sum squared resid	6.404471	Schwarz criterion		0.861881
Log likelihood	-9.177551	Hannan-Quinn criter.		0.644892
F-statistic	10.03293	Durbin-Watson stat		1.348229
Prob(F-statistic)	0.000000			

العشوائي

Dependent Variable: EVA
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 13/04/2017 Time: 11:42
 Sample: 2012 2015
 Periods included: 4
 Cross-sections included: 15
 Total panel (balanced) observations: 60
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.309895	0.20788	1.498614	0.1377
D_EBE	0.257150	0.545880	0.471075	0.6388
D_CP	0.133565	0.076828	1.73892	0.0858
Effects Specification				
		S.D.		Rho
	Cross-section random	0.404		0.239013
	Idiosyncratic random	0.5960		0.29022
Weighted Statistics				
R-squared	0.16678		Mean dependent var	0.124379
Adjusted R-squared	0.127059		S.D. dependent var	0.35821
S.E. of regression	0.33480		Sum squared resid	9.41600
			Durbin-Watson stat	1.268
F-statistic	4.202170			
Prob(F-statistic)	0.0037685			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.199375		Mean dependent var	0.346334
Sum squared resid	19.84978		Durbin-Watson stat	0.597739

الملحق 3 : نتائج اختبارات المفاضلة بين النماذج

اختبار مضاعف لاغرونج

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	92.35514 (0.0000)	1.944682 (0.1632)	9429982 (0.0000)
Honda	9.610158 (0.0000)	-1.394518 --	5.809335 (0.0000)
King-Wu	9.610158 (0.0000)	1.394518 --	3.247098 (-0.0006)
Standardized Honda	10.0242 (0.0000)	-1.192053 --	0.992214 (0.1605)
Standardized King-Wu	6.667156 (0.0000)	-0.569212 --	2.820442 (0.2961)
Gourieriou, et al.*	--	--	92.35514 (< 0.01)
*Mixed chi-square asymptotic critical values:			
1%	7.289		
5%	4.321		
10%	2.952		

اختبار مضاعف لاغرونج

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	31.784748	2	0.0000
Cross-section Random effect test comparisons:			
Prob	var(diff)	Randon	Fixed Variable
0.000	0.0725	0.25715	-0.829347 D/EBE
0.003	0.003893	0.13356	0.360594 D/CP

الملحق : 4 نتائج نموذج التأثيرات الثابتة بعد التصحيح

Dependent Variable: EVA
 Method: Panel Least Squares
 Date: 13/04/2017 Time: 11:50
 Sample (adjusted): 2012 2015
 Periods included: 4
 Cross-sections included: 15
 Total panel (unbalanced) observations: 60
 Convergence achieved after 11 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.020050	0.284995	3.579187	0.0007
D/EBE	1.037978	0.697616	-1.487893	0.1416
D/CP	0.418308	0.094783	4.413306	0.0000
AR(1)	0.422123	0.129088	3.270031	0.0017
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.652894		Mean dependent var	0.350589
Adjusted R-squared	0.583473		S.D. dependent var	0.450698
S.E. of regression	0.290876		Akaike info criterion	0.527530
Sum squared resid	5.499571		Schwarz criterion	0.947432
Log likelihood	-6.837424		Hannan-Quinn criter.	0.695755
F-statistic	9.404825		Durbin-Watson stat	1.805304
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots			.42	

الملحق 5 : نتائج تحديد درجة التأخير الزمني

<p>Varlag order selection criteria</p> <p>Endogemons variables :D(Eva).D(D_EBE).D(D/cp)</p> <p>Endogenons Variables</p>						
<p>Date:17/04/2017 Time:12:01</p> <p>Simple :2012 2015</p> <p>Unduded observation : 41</p>						
HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
-1.244550*	-0.580170*	-1.625031	1.36e-07	NA	58.31313	1
-0.982828	0.345933	1.743789*	1.27e-07*	41.48639*	85.74768	2
<p>Indicates log order selecte by the criterion</p> <p>Lrsequential modifled Lr TEST staistic (each test 5 leval)</p> <p>FPE:Final prediction error</p> <p>Aic:Akaike information criterions</p> <p>Sc:schwarzy information criterions</p> <p>HQ:Hannan –omm information criterions</p>						