

جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية و علوم التسيير
قسم علوم التسيير



أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم
فرع علوم التسيير، تخصص العلوم الاقتصادية و علوم التسيير
بعنوان :

نحو بناء نموذج مفسر لاتخاذ القرارات التمويلية بالمؤسسات الاقتصادية الجزائرية

دراسة حالة عينة من مؤسسات القطاع الخاص بولاية
غرداية خلال الفترة الممتدة من 2008 - 2014

من إعداد المترشحة : ذهيبة بن عبد الرحمان

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ 13 ماي 2018

أمام اللجنة المكونة من السادة :

- أ.د /بختي إبراهيم.....(أستاذ، جامعة ورقلة) رئيساً
أ.د / بن ساسي إلياس..... (أستاذ، جامعة ورقلة) مشرفاً ومقرراً
د /نمر محمد الخطيب..... (أستاذ محاضر "أ"، جامعة ورقلة) مناقشاً
أ.د / بوخاري عبد الحميد..... (أستاذ، جامعة غرداية) مناقشاً
أ.د /حميداتو محمد الناصر..... (أستاذ، جامعة الوادي) مناقشاً
د /بن الضب علي... (أستاذ محاضر "أ"، المركز الجامعي عين تيموشنت) مناقشاً

السنة الجامعية : 2017 / 2018

جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية و علوم التسيير
قسم علوم التسيير



أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم
فرع علوم التسيير، تخصص العلوم الاقتصادية و علوم التسيير
بعنوان :

نحو بناء نموذج مفسّر لاتخاذ القرارات التمويلية بالمؤسسات الاقتصادية الجزائرية

دراسة حالة عينة من مؤسسات القطاع الخاص بولاية
غرداية خلال الفترة الممتدة من 2008 - 2014

من إعداد المترشحة : ذهيبة بن عبد الرحمان

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ 13 ماي 2018

أمام اللجنة المكونة من السادة :

أ.د /بختي إبراهيم.....(أستاذ، جامعة ورقلة) رئيساً

أ.د / بن ساسي إلياس..... (أستاذ، جامعة ورقلة) مشرفاً ومقرراً

د /نمر محمد الخطيب..... (أستاذ محاضر "أ"، جامعة ورقلة) مناقشاً

أ.د / بوخاري عبد الحميد..... (أستاذ، جامعة غرداية) مناقشاً

أ.د /حميداتو محمد الناصر..... (أستاذ، جامعة الوادي) مناقشاً

د /بن الضب علي... (أستاذ محاضر "أ"، المركز الجامعي عين تيموشنت) مناقشاً

السنة الجامعية : 2017 / 2018

« الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي بِنِعْمَتِهِ تَبْتَغُونَ »

الصَّالِحَاتُ »

إهداء

إلى نبع الخير والعطاء الذي لا ينضب ما دام فيه عرق ينبض، والدتي الحبيبة أطال الله في عمرها وبارك فيها.

إلى الذي كان لي مدرسة أتعلم فيها المثابرة و الصبر على الشدائد، والذي العزيز.

إلى إخوتي و أختي، حفظهم الله و سدد خطاهم.

إلى كل عائلتي.

إلى صديقاتي إيمان قويرصان، سعيدة شرع، زينب زحي.

إلى كل ذي فضل و من له حق علي... من أساتذة و معلمين.

إلى كل مجتهد تواق للمعرفة يبتغي العلم طريقًا لمرضاة الله

أهدي ثمرة هذا الجهد.

شكر و تقدير

الحمد لله الذي أعانني على إتمام هذا البحث، أحمدته على توفيقه ورعايته و الشكر بعد المولى عز وجل لكل من أسهم في إخراج هذه الدراسة إلى النور، وأخص بذلك أستاذي الكريم الأستاذ الدكتور إلياس بن ساسي على قبوله الإشراف على هذا العمل وعلى ما قدمه من نصح و توجيه و إرشاد لإثراء هذه الأطروحة، وعلى كل عناية واهتمام وصبر وحكمة في سبيل تسهيل خطى باحثة تلتمس طريقا منهجيا للعلم، فجزاه الله كل الخير.

كما أتقدم بأسمى عبارات التقدير و الاحترام و الشكر لأعضاء لجنة المناقشة لتخصيص جزء من وقتهم لتقييم هذا العمل.

كما أتقدم بخالص شكري و امتناني و تقديري لكل من ساهم بمساعدتي على إتمام هذه الدراسة، وأخص بالذكر الأستاذة حياة بن بادة، أستاذة جامعة غرداية الأفاضل

كما أشكر كل من له فضل في إنجاز هذا البحث و لو بكلمة، فجزاهم الله جميعا كل الخير.

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز العلاقة بين مختلف القرارات التمويلية والعوامل المحددة لها، حيث شملت العينة خمسين مؤسسة تنتمي إلى القطاع الخاص بولاية غرداية على مدى سبع سنوات، وذلك بالاعتماد على نظام المعادلات الآنية.

تُشير النتائج إلى أن عجز التمويل الداخلي يؤثر على كل من الرفع في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات واللجوء إلى الديون المالية قصيرة وطويلة الأجل، وخلصنا إلى أن اللجوء إلى الديون المالية قصيرة وطويلة الأجل يُعد مُكمّلاً وليس بديلاً للرفع في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات. كما تبين النتائج أن الرفع السابق في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات يؤثر على الرفع الحالي.

وخلصنا أيضاً إلى أن خصائص المؤسسات المتمثلة في كل من المردودية المالية، النمو، الشكل القانوني، حجم المؤسسة وعمرها، ملكية المسير وقطاع النشاط هي محددات للقرارات التمويلية بالمؤسسات محل الدراسة.

الكلمات المفتاحية: قرارات تمويلية، قطاع خاص بولاية غرداية، عجز التمويل الداخلي، قرار الرفع في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات، ديون مالية قصيرة الأجل، ديون مالية طويلة الأجل، نظام المعادلات الآنية.

Abstract :

This study aims at highlighting the relationship between different financing decisions and the factors determining them. The sample included fifty institutions belonging to the private sector in Ghardaia, over seven years, based on a system of simultaneous equations.

The results indicate that the internal financial deficit affects on capital raising in cash, and by annexating reserves and the use of short-and long-term financial debt. We conclude that the use of short-and long-term financial debts is a complementary and not an Alternative to raising capital in cash and by annexating reserves. The results also show that the previous raising capital in cash and and by annexating reserves affects on the current raising.

We also concluded that the institutional characteristics which are the return on equity, growth, legal form, size, age of the institution, ownership of the manager and the activity sector were determinants of the financing decisions of the institutions under study.

Keywords : financing decisions, private sector in Ghardaia, internal financial deficit, raising the capital in cash and by annexating reserves, short-term financial debts, long-term financial debt, simultaneous equations system.

قائمة المحتويات

الصفحة	
IV	الإهداء.....
V	الشكر.....
VI	الملخص.....
VII	قائمة المحتويات.....
X	قائمة الجداول.....
XII	قائمة الأشكال البيانية.....
XIII	قائمة الملاحق.....
XIV	قائمة الاختصارات و الرموز.....
أ	المقدمة.....
001	الفصل الأول : مصادر تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة الاقتصادية
	ومعايير اختيارها
002	تمهيد.....
002	المبحث الأول : مصادر تمويل المؤسسة.....
002	المطلب الأول : التمويل الداخلي.....
013	المطلب الثاني : التمويل الخارجي.....
032	المطلب الثالث : الديون الأخرى بين التمويل الداخلي والخارجي.....
034	المبحث الثاني : معايير الاختيار بين المصادر التمويلية.....
034	المطلب الأول : مفاهيم أساسية متعلقة بقرار التمويل.....
036	المطلب الثاني : تكلفة المصادر التمويلية.....
047	المطلب الثالث : معايير أخرى لاختيار مصادر التمويل.....
058	خلاصة الفصل الأول.....
059	الفصل الثاني : الاسهامات النظرية المفسرة لقرارات التمويل.....
060	تمهيد.....
060	المبحث الأول : المفاهيم الأساسية التي يقوم عليها الطرح النظري للهيكل المالي.....
061	المطلب الأول : أثر الرافعة و المخاطرة المالية.....
066	المطلب الثاني : كفاءة سوق رأس المال.....

073	المبحث الثاني : النظريات المفسرة للهيكل المالي في ظل فرضيات الكفاءة التامة للسوق.....
074	المطلب الأول : التيار المؤيد لوجود هيكل مالي أمثل.....
077	المطلب الثاني : التيار المعارض لوجود فكرة هيكل مالي أمثل.....
083	المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي في ظل فرضيات الكفاءة الاقتصادية للسوق.....
083	المطلب الأول : التيار المؤيد و المعترف بوجود هيكل مالي أمثل.....
103	المطلب الثاني : التيار المعارض لفكرة وجود هيكل مالي أمثل.....
114	خلاصة الفصل الثاني.....
115	الفصل الثالث : الدراسات السابقة.....
116	تمهيد.....
116	المبحث الأول : دراسات في عجز التمويل الداخلي وعلاقة القرارات التمويلية فيما بينها.....
116	المطلب الأول : دراسات في عجز التمويل الداخلي.....
124	المطلب الثاني : دراسات في علاقة القرارات التمويلية فيما بينها.....
128	المبحث الثاني : دراسات في محددات القرارات التمويلية.....
128	المطلب الأول : دراسات في محددات الاستدانة.....
135	المطلب الثاني : دراسات في الائتمان التجاري.....
140	المبحث الثالث : تأصيل الدراسة.....
140	المطلب الأول : تحليل الدراسات السابقة.....
142	المطلب الثاني : مميزات الدراسة.....
143	خلاصة الفصل الثالث.....
144	الفصل الرابع : الطريقة و الأدوات المستخدمة.....
145	تمهيد.....
145	المبحث الأول : تقديم المجتمع و عينة الدراسة.....
145	المطلب الأول : عينة الدراسة.....
148	المطلب الثاني : مميزات القطاع الخاص بولاية غرداية.....
151	المبحث الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة.....
151	المطلب الأول : تعريف نماذج المعادلات الآنية.....
161	المطلب الثاني : قياس متغيرات الدراسة.....
173	المبحث الثالث : الدراسة الوصفية و الارتباط بين متغيرات الدراسة.....
174	المطلب الأول : التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة.....

179	المطلب الثاني : دراسة الارتباط بين المتغيرات الخارجية.....
189	خلاصة الفصل الرابع.....
190	الفصل الخامس : عرض النتائج و مناقشتها.....
191	تمهيد.....
191	المبحث الأول : نتائج تقدير النماذج المفسّرة لعلاقة الرفع في رأس المال بمختلف الديون
191	المطلب الأول : نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة الرفع في رأس المال بالديون المالية قصيرة الأجل
192	الفرع الأول : دراسة شروط التمييز.....
196	المطلب الثاني : نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة الرفع في رأس المال بالديون الأخرى.....
200	المطلب الثالث : نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة الرفع في رأس المال بالديون المالية طويلة الأجل.....
204	المطلب الرابع : نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة الرفع في رأس المال بديون الموردين.....
208	المبحث الثاني : نتائج تقدير النماذج المفسّرة لعلاقة الديون فيما بينها.....
208	المطلب الأول : نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة ديون الموردين بالديون المالية قصيرة الأجل....
212	المطلب الثاني : نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة الديون المالية طويلة الأجل بديون الموردين....
216	المطلب الثالث: نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة الديون المالية الطويلة بالديون المالية قصيرة الأجل.....
220	المطلب الرابع : نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة الديون الأخرى بديون الموردين.....
224	المطلب الخامس : نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة الديون الأخرى بالديون المالية طويلة الأجل
227	المبحث الثالث : تحليل نتائج الدراسة و مناقشتها.....
227	المطلب الأول : تحليل نتائج تقدير النماذج المفسّرة لعلاقة الرفع في رأس المال بمختلف الديون....
235	المطلب الثاني : تحليل نتائج تقدير النماذج المفسّرة لعلاقة الديون فيما بينها.....
241	المطلب الثالث : اختبار الفرضيات.....
247	خلاصة الفصل الخامس.....
249	الخاتمة.....
255	المراجع.....
271	الملاحق.....
285	الفهرس.....

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
(1-1)	جدول سداد القرض.....	041
(1-2)	تمثيل الفوائض التنظيمية و ثروة المؤسسة حسب نموذج Myers سنة 1990.....	109
(1-4)	تطور عدد المؤسسات الخاصة في ولايات الجنوب والجنوب الكبير.....	146
(2-4)	توزيع المؤسسات الخاصة محل الدراسة حسب ملكية المسير.....	148
(3-4)	توزيع المؤسسات الخاصة محل الدراسة حسب الشكل القانوني.....	148
(4-4)	مصادر تمويل المؤسسات الخاصة بولاية غرداية خلال الفترة 2008-2014.....	149
(5-4)	نسب تطور مصادر تمويل المؤسسات الخاصة بولاية غرداية.....	149
(6-4)	توزيع المؤسسات الخاصة محل الدراسة حسب قطاع النشاط.....	172
(7-4)	الدراسة الوصفية للمتغيرات الداخلية المعبرة عن قرارات التمويل.....	174
(8-4)	الدراسة الوصفية للمتغيرات الداخلية المتباطئة.....	176
(9-4)	الدراسة الوصفية لباقي المتغيرات الخارجية الكمية.....	177
(10-4)	معاملات بيرسون بين المتغيرات الخارجية.....	180
(11-4)	معاملات بيرسون بين الوفر الضريبي من غير الديون و باقي المتغيرات الخارجية.....	186
(12-4)	معاملات بيرسون بين متغيرتي DeltaDLTA1 و DEFTA وباقي المتغيرات الخارجية.....	187
(13-4)	معاملات بيرسون بين التغير السابق في ديون الموردين وباقي المتغيرات الخارجية.....	188
(14-4)	معاملات بيرسون بين التغير السابق في الديون الأخرى وباقي المتغيرات الخارجية.....	188
(1-5)	نتائج اختبار شروط التمييز لنظام المعادلتين الآيتين الأول S_1	192
(2-5)	نتائج تقدير النموذج S_1 حسب طريقتي 2SLS و 3SLS.....	193
(3-5)	نتائج اختبار شروط التمييز لنظام المعادلتين الآيتين الثاني S_2	196
(4-5)	نتائج تقدير النموذج S_2 حسب طريقتي 2SLS و 3SLS.....	197
(5-5)	نتائج اختبار شروط التمييز لنظام المعادلتين الآيتين الثالث S_3	200
(6-5)	نتائج تقدير النموذج S_3 حسب طريقتي 2SLS و 3SLS.....	201
(7-5)	نتائج اختبار شروط التمييز لنظام المعادلتين الآيتين (5-7) و (5-8).....	204
(8-5)	نتائج تقدير النموذج S_4 حسب طريقتي 2SLS و 3SLS.....	205
(9-5)	نتائج اختبار شروط التمييز لنظام المعادلتين الآيتين (5-9) و (5-10).....	208

209	.....	نتائج تقدير النموذج S_5 حسب طريقتي 2SLS و 3SLS	(10-5)
212	.....	نتائج اختبار شروط التمييز لنظام المعادلتين الآتيتين (5-11) و (5-12)	(11-5)
213	.....	نتائج تقدير النموذج S_6 حسب طريقتي 2SLS و 3SLS	(12-5)
216	.....	نتائج اختبار شروط التمييز لنظام المعادلتين الآتيتين (5-13) و (5-14)	(13-5)
217	.....	نتائج تقدير النموذج S_7 حسب طريقتي 2SLS و 3SLS	(14-5)
220	.....	نتائج اختبار شروط التمييز لنظام المعادلتين الآتيتين (5-15) و (5-16)	(15-5)
221	.....	نتائج تقدير النموذج S_8 حسب طريقتي 2SLS و 3SLS	(16-5)
224	.....	نتائج اختبار شروط التمييز لنظام المعادلتين الآتيتين (5-17) و (5-18)	(17-5)
225	.....	نتائج تقدير النموذج S_9 حسب طريقتي 2SLS و 3SLS	(18-5)

قائمة الأشكال البيانية

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
(1-1)	شروط الائتمان التجاري.....	030
(2-1)	منحنى تكلفة السهم العادي حسب MEDAF.....	038
(3-1)	الهيكل المالي و مراحل حياة المؤسسة.....	056
(1-2)	العلاقة بين نسبة الاستدانة و تكلفة الأموال.....	075
(2-2)	العلاقة بين تكلفة رأس المال و قيمة المؤسسة.....	075
(3-2)	علاقة نسبة الاستدانة بتكاليف التمويل.....	076
(4-2)	العلاقة بين تكلفة رأس المال و نسبة الاستدانة.....	077
(5-2)	العلاقة بين نسبة الاستدانة و قيمة المؤسسة.....	077
(6-2)	العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة و نسبة الرافعة المالية في ظل الاقتراح الثاني.....	081
(7-2)	الهيكل المالي الأمثل حسب المدخل التقليدي في ظل وجود ضريبة على الأرباح.....	084
(8-2)	تكلفة رأس المال وفقا لنظرية Modigliani et Miller سنة 1963.....	087
(9-2)	العلاقة بين نسبة الرافعة المالية و معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين.....	090
(10-2)	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة و تكلفة رأس المال.....	091
(11-2)	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة و قيمة المؤسسة.....	092
(12-2)	الاستدانة و تكاليف الوكالة.....	099
(13-2)	تأثير تكلفة الوكالة على قيمة المؤسسة في ظل وجود ضرائب و تكلفة الإفلاس.....	100
(14-2)	العلاقة بين تكاليف التمويل و نسبة الأموال المقترضة.....	101
(15-2)	القيمة السوقية في ظل نظرية التوازن.....	102
(1-4)	عدد المؤسسات الخاصة في ولايات الجنوب والجنوب الكبير خلال الفترة 2009-2015	146
(2-4)	تطور مصادر تمويل المؤسسات الخاصة بولاية غرداية خلال الفترة 2008-2014	150
(3-4)	نسبة توزيع القطاعات بالمؤسسات الخاصة محل الدراسة.....	172

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
272	نتائج تقدير علاقة الرفع في رأس المال بالديون قصيرة الأجل.....	الملحق رقم 01
273	نتائج تقدير علاقة الرفع في رأس المال بالديون الأخرى.....	الملحق رقم 02
274	نتائج تقدير علاقة الرفع في رأس المال بالديون المالية طويلة الأجل.....	الملحق رقم 03
275	نتائج تقدير علاقة الرفع في رأس المال بديون الموردين.....	الملحق رقم 04
276	نتائج تقدير علاقة ديون الموردين بالديون المالية قصيرة الأجل.....	الملحق رقم 05
277	نتائج تقدير العلاقة بين الديون المالية طويلة الأجل و ديون الموردين.....	الملحق رقم 06
278	نتائج تقدير العلاقة بين الديون المالية طويلة الأجل و الديون المالية قصيرة الأجل	الملحق رقم 07
279	نتائج تقدير العلاقة بين الديون الأخرى و ديون الموردين.....	الملحق رقم 08
280	نتائج تقدير العلاقة بين الديون الأخرى و الديون المالية طويلة الأجل.....	الملحق رقم 09
281	نتائج الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة.....	الملحق رقم 10
282	الرابعي الأول والثالث من مخرجات برنامج Gretl V.3.....	الملحق رقم 11
284	معامل الاختلاف CV من مخرجات برنامج Gretl V.3.....	الملحق رقم 12

قائمة الرموز و المختصرات

الرموز	الاختصار/الرمز	الدلالة
المخطر النظامي	β	
بيتا الاستدانة	β_D	
التغير	Δ	
التباين المشترك	cov	
حد الخطأ العشوائي	ε_{it}	
الدالة الأسية النيبيرية	e	
الأمّل الرياضي	E()	
اللوغاريتم النيبيري	Ln	
اللوغاريتم العشري	LOG	
دالة كثافة قانون الطبيعي المركز المختصر	N()	
تباين	Var	
الانحراف المعياري	σ	
المختصرات		
A		
الأصول الجارية	AC	
التحليل إلى مركبات أساسية	ACP	
سنة انشاء المؤسسة	ACR	
الأصل الاقتصادي	AE	
التمويل الذاتي	AF	
عمولات	Agio	
إجمالي الأصول الثابتة	AIBrut	
تثبيتات عينية	AIInet	
نظرية التسعير بالمراجعة	APT	
الرفع في رأس المال نقدا و بضم الاحتياطات	AUC	
الديون الأخرى	AUD	

B	
ربح السهم الواحد	BPA
C	
الكوبون	C
القدرة على التمويل الذاتي	CAF
رقم الأعمال خارج الرسم	CAHT
الدفع نقداً قبل الاستلام	CBD
تدفق الاستغلال بعد الفوائد و الضرائب على الأرباح	CF
اعتماد تعبئة الحقوق التجارية	CMCC
الدفع نقداً عند الاستلام	COD
قطاع التجارة	Com
الأموال الخاصة	CP
العمولة الجرد مرتفعة على انكشاف الحساب	CPFD
القدرة على السداد	CR
معامل الاختلاف	CV
D	
الديون المالية	D
الاهتلاكات و المؤونات	DAM
الوفر الضريبي من غير الديون	DAMTA
عجز التمويل الداخلي (الاحتياج للتمويل الخارجي)	DEF
عجز التمويل الداخلي	DEFTA
التغير في الديون الأخرى	DeltaAUDTA
التغير في الديون المالية قصيرة الأجل	DeltaDFCTA
التغير في ديون الموردين	DeltaFORTA
التغير في الديون المالية طويلة الأجل	DeltaDLTA
الديون المالية قصيرة الأجل	DFCT
ديون الموردين	DFOR
الديون المالية طويلة الأجل	DLT
تاريخ الخصم	DI

معدل الخصم النقدي	<i>DIS</i>
التوزيعات المدفوعة	<i>DIV</i>
الديون المتوسطة و طويلة الأجل	<i>DLMT</i>
طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين	<i>DMC (2SLS)</i>
التوزيع في السنة الأولى المدفوع لمدة غير محدودة	<i>D₁</i>
التوزيعات الثابتة	<i>D_p</i>
مخاطر عدم السداد	<i>DRis</i>
تاريخ الاستحقاق	<i>Dt</i>
E	
ثروة المؤسسة	<i>E</i>
المردودية المتوقعة	<i>E(X)</i>
الفائض الإجمالي للاستغلال	<i>EBE</i>
قيمة الوفرات الضريبية المتوقعة	<i>EI</i>
أثر الرافعة المالية	<i>EL</i>
الفائض النقدي قبل الضريبة أو التدفق النقدي الإجمالي	<i>ELAI</i>
الفائض النقدي قبل الضريبة أو التدفق النقدي الإجمالي	<i>EMAI</i>
معدل الضريبة الفعلي	<i>ETR</i>
المؤسسة ذات الشخص الوحيد و ذات المسؤولية المحدودة	<i>EURL</i>
F	
قيمة الخسائر المحتملة للإفلاس	<i>F</i>
أموال مشتركة للتوظيف في الابتكار	<i>FCPI</i>
مصاريف الإصدار	<i>fE</i>
مصاريف مالية	<i>FF</i>
مصاريف مالية صافية للنواتج المالية	<i>FFnet</i>
رأس المال تم مُصدر	<i>FP</i>
رأس المال العامل	<i>FR</i>
رأس المال العامل الصافي	<i>FRN</i>
G	
معدل نمو التوزيعات المتوقع	<i>g</i>

ضمانات	Gar
طريقة المربعات الصغرى المعممة	GLS
I	
قيمة الوفرات الضريبية المحتملة في أمد محدود	I
معدل الفائدة الاسمي	<i>i</i>
قطاع الصناعة الغذائية	IAGRO
معياري محاسبي دولي	IAS 17
الضرائب على أرباح الشركات	IBS
الصناعة الكيماوية و البلاستيك	Ichip
مؤسسة التمويل الدولي	IFC
صناعة الآلات الثقيلة	IMach
نسبة الاستقلالية المالية	INd
قطاع صناعة الورق	IPAP
مبلغ الفائدة قبل الضريبة للفترة t	I_t
قطاع الصناعة النسيجية	Itext
J	
المدة ما بين تاريخ تظهير الورقة من أجل الخصم و تاريخ الاستحقاق	J
K	
معدل المردودية المطلوب من المساهم	K
تكلفة رأس المال	K_0
معدل المردودية المطلوب لمؤسسة مستدينة	K_a
تكلفة التمويل الذاتي	K_{af}
تكلفة السهم العادي	K_{AO}
تكلفة الأموال الخاصة	K_{ep}
تكلفة الاستدانة	K_D
تكلفة الأسهم الممتازة	K_{ep}
تكلفة السندات	K_{ob}
L	
تمويل عمليات السيطرة على المؤسسة باستخدام أموال كلها مقترضة	LBO

الرافعة المالية للمؤسسة	LF _E
الرافعة المالية الشخصية	LF _p
مضاعف لاغرانج	LM
قيمة الإيجار المدفوع في السنة t	L _t
M	
الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي	MBA
الهامش الإجمالي للاستغلال	MBE
طريقة المربعات الصغرى العادية	MCO (OLS)
نموذج توازن الأصول المالية	MEDAF
مبلغ الضريبة على الأرباح الفعلي	M IBS
مضاعف الرفع المالي	MLF
طريقة العزوم المعممة	MMG(GMM)
الهامش الصافي للتمويل الذاتي أو التمويل الذاتي	MNA
N	
السنوات	<i>n</i>
ربح الاستغلال	NOI
O	
السندات بقسيمة الاكتتاب	OBSA
السندات القابلة للتحويل	OC
السندات القابلة للتحويل إلى أسهم جديدة أو موجودة	OCEANE
السندات القابلة للاستبدال	OE
طريقة المربعات الصغرى العادية	OLS
عرض عمومي للشراء	OPA
نسبة الاستدانة المثلى	Opt
السندات التي تسدد بأسهم	ORA
P	
أسلوب السلاسل الزمنية المقطعية	Panel Data
سعر الإصدار	P ₀
سعر الإصدار الإجمالي	PBE

الخصوم الجارية	PC
خسائر دورات سابقة	PerEA
نواتج الاستغلال القابلة للتحصيل	$P_{exp}E$
النواتج المالية	PF
احتمال تحقق المردودية	Pi
المعدل المحسوب على أساس قاعدة بنكية	PIBOR
سعر الإصدار الصافي	PNE
نظرية التمويل الرتي	POT
علاوة التسديد	PR
مساهمات العاملين	Pr
نواتج دورات سابقة	PrEA
مخصصات المؤونات	Pro
القيمة الإحتمالية	PV
الفائض / نقصان القيمة	PV/ MV
سعر الإصدار	PxE
سعر التسديد	PxR

R

تكلفة رأس المال لمؤسسة غير مستدينة	R
معدل الفائدة بدون مخاطرة	r
المردودية الاقتصادية	RE
التغير في الاحتياطات	Res
تكلفة الاقتراض	r_d
الأموال (الموارد) الدائمة	R_D
النتيجة الصافية	Rnet
نسبة تغطية المصاريف المالية	RCF
مردودية الأموال الخاصة	R_{cp}
استرجاع الاهتلاكات و المؤونات	RDAM
النتيجة الإجمالية قبل الضريبة على الأرباح	RGAI
نتيجة الاستغلال	R_{exp}

معدل المردودية الخالي من المخاطرة	R_f
عائد الفرصة البديلة	R_{op}
قسط القرض المسدد في نهاية الفترة t	R_t
S	
قيمة الأموال الخاصة	S
الشركات ذات المسؤولية المحدودة	SARL
قطاع الصحة	Sant
قطاع خدمات الصيانة	Servm
شركات التضامن	SNC
المخزون بالصافي	Snet
المؤسسات ذات الأسهم	SPA
برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية	SPSS
رصيد العمليات الإستثنائية ذات التأثير على الخزينة	SOE
T	
معدل الضريبة على المؤسسة	T
إجمالي الأصول	TA
الحجم	TAI
معدل النمو في رقم الأعمال	TCA
مصاريف الإصدار	t_{fe}
معدل الفائدة الضمني	TI
طريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل (ثلاثية)	TMC (3SLS)
نظرية التوازن	TOT
قطاع السياحة	Tour
قطاع البناء والأشغال العمومية	TPB
المؤسسات المصغرة	TPE
قطاع النقل	Trans
V	
القيمة الحالية لتكلفة الوكالة	VACA
القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس	VACF

القيمة الحالية للوفرات الضريبية	VAEI
القيمة الحالية للمؤسسة غير المستدينة	VAENE
قيمة الاستدانة	V_D
القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة	V_E
القيمة الاسمية للسند	VN
القيمة السوقية للسهم الممتاز	V_p
القيمة المتبقية	VR
قيمة السهم السوقية عند الزمن t	V_t
W	
القيمة الحالية للفوائض التنظيمية	W
X	
مردودية الأموال الخاصة	X_i
Y	
معدل الفائدة الحقيقي اليومي للخصم	Y_d

المقدمة

أ) إشكالية البحث :

تعتبر المؤسسة الركيزة الأساسية في الاقتصاد الوطني و الدولي، خصوصاً مع التطور المفروض عليها في ظل اشتداد المنافسة بين مثيلاتها المحلية والأجنبية، و الذي يعود إلى اندماج الجزائر في الاقتصاد العالمي. كما أن تراجع عائدات المحروقات خصوصاً في الآونة الأخيرة، أدى إلى زيادة تشجيع القطاع الخاص في محاولة لتوسيع نشاطاته ومساهمته في التنمية وتنويع الإقتصاد الوطني، بعد أن كان مقتصرًا على قطاع الصناعات الغذائية والخدمات أو في القطاعات ذات الربحية السريعة.

وتعد تجربة القطاع الخاص بولاية غرداية رائدة يحتذى بها، خصوصاً فيما يتعلق بدور المؤسسات الخاصة في التوفيق بين الأداء الإقتصادي و الإجتماعي على مستوى ولايات الجنوب والجنوب الكبير. غير أن نمو المؤسسات الخاصة وارتفاع عددها يظل مرتبطاً بمدى تجاوزها لمشكلة التمويل، الذي يمثل الانشغال الأهم لأصحاب هذه المؤسسات، باعتباره المحرك الأساسي لنشاطها وقراراتها الاستثمارية وقدراتها التنافسية. إذ يعتبر قرار التمويل قراراً استراتيجياً على درجة كبيرة من الأهمية و التعقيد.

و يكمن التعقيد و صعوبة اتخاذ قرار التمويل في طريقة المزج بين مختلف مصادر التمويل والكيفيات التي تتم بها صياغة الهيكل المالي. وعلى ضوء ذلك قدّمت النظرية المالية جُملة من الحلول في شكل نظريات مستحدثة تُسهّم في بناء الهيكل المالي، وحصص العوامل المختلفة التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند البحث عن الصيغ التمويلية الضرورية لتمويل الاحتياجات المالية.

ولقد حاولت العديد من الدّراسات الميدانية اختبار الفروض التي قامت عليها تلك النظريات في الواقع العملي، وذلك بالاعتماد على النماذج -التي تقوم على التحليل الميداني- بغية تحديد الخصائص المحددة لقرارات تمويل المؤسسة. حيث توصلت إلى نتائج متناقضة بخصوص تلك المحددات حتى في الدول المتقدمة، مما استدعى الأخذ في الحسبان بُعد البيئة المالية واختلافها، وهذا ما تحاول دراستنا إبرازه بطرح التساؤل الرئيس التالي :

ما هي محددات القرارات التمويلية في مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية في ظل اختلاف مصادرها؟ وهل توجد علاقة بين هذه القرارات خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى سنة 2014؟

و انطلاقاً من هذه الإشكالية، يُمكن طرح التساؤلات التالية :

- فيما تتمثل المصادر التمويلية التي تعتمد عليها مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية ؟
- كيف يؤثر عجز التمويل الداخلي على قرارات تمويل مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية خلال فترة الدراسة ؟

- هل ترتبط قرارات تمويل مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية فيما بينها خلال فترة الدراسة؟
- هل تعتبر خصائص المؤسسات المستمدة من النظريات المفسرة للتمويل والدراسات الميدانية السابقة كمحددات للقرارات التمويلية في مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية خلال فترة الدراسة؟

ب) فرضيات البحث :

قصد دراسة و تحليل هذا الموضوع و محاولة الإجابة على إشكاليته، تمت صياغة الفرضيات التالية :

1- تتمثل مصادر تمويل مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية في مصادر داخلية ومصادر خارجية، و يمكن تجزئة هذه الفرضية إلى الفرضيتين التاليتين :

1-1- مصادر داخلية : وتضم الأموال الخاصة، المكونة من التمويل الذاتي وفي حالة عدم تمكن هذه المؤسسات من تمويل احتياجاتها المالية بواسطة هذا المصدر، تلجأ إلى الرفع في رأس المال نقداً لصالح المساهمين الحاليين، الذين يشكلون في الغالب أفراد من العائلة، كما تعتمد هذه المؤسسات أيضاً على الحسابات الجارية للشركاء المدرجة ضمن الديون الأخرى؛

1-2- مصادر خارجية : وتتمثل في ديون الموردين، كما تعتمد مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية في تمويل بقية احتياجاتها المالية على الديون البنكية سواء كانت قصيرة الأجل أو طويلة الأجل.

2- ينشأ العجز في التمويل الداخلي عن الفرق بين فرص الاستثمار ذات المردودية وقدرات التمويل الداخلي، لذا يوجد تأثير إيجابي لعجز التمويل الداخلي على قرارات تمويل مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية؛

3- ترتبط قرارات تمويل مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية فيما بينها خلال فترة الدراسة؛

4- تعتبر خصائص المؤسسات المستمدة من النظريات المفسرة للتمويل والدراسات الميدانية السابقة كمحددات للقرارات التمويلية في مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية، ويمكن تجزئة هذه الفرضية إلى فرضيات جزئية على النحو التالي:

4-1- تؤثر المردودية المالية على القرارات التمويلية في مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية؛

4-2- يؤثر النمو على القرارات التمويلية في مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية؛

4-3- يؤثر الشكل القانوني على القرارات التمويلية في مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية؛

4-4- يؤثر الحجم على القرارات التمويلية في مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية؛

4-5- يؤثر عمر مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية على قرارات تمويلها؛

4-6- تؤثر ملكية المسير على قرارات تمويل المؤسسات الخاصة في ولاية غرداية؛

4-7- يؤثر قطاع النشاط على قرارات تمويل المؤسسات الخاصة في ولاية غرداية.

ت) مبررات اختيار الموضوع :

يُمكننا تقسيم مبررات اختيارنا لموضوع البحث إلى مبررات ذاتية وأخرى موضوعية، وذلك على النحو التالي:

● المبررات الذاتية :

الرغبة في استكمال دراسات سابقة في مجال تمويل المؤسسات والتي اقتضت على الاختيار بين الرفع في رأس المال نقداً من عدمه وعلى مؤسسات صناعية أردنية مدرجة في السوق المالي، لذا سنحاول في هذه الدراسة توسيع القرارات التمويلية لتشمل مختلف المصادر التمويلية وعلاقتها ببعضها، مع اسقاطها على مؤسسات اقتصادية جزائرية.

● المبررات الموضوعية :

- إثراء البحث في تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية بشكل عام وتحديداً في مؤسسات القطاع الخاص العاملة في ولاية غرداية ؛
- بناء نماذج مُفسّرة للسلوك التمويلي بالمؤسسات الخاصة في ولاية غرداية، تساعد أصحاب هذه المؤسسات ومسيرها في اتخاذ قراراتهم التمويلية.

ث) أهداف الدراسة :

نسعى من خلال هذه الدراسة إلى الإجابة على التساؤلات الواردة بصفة أساسية في الإشكالية و اختبار مدى صحة الفرضيات بالإضافة إلى :

- تحديد مصادر تمويل مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية؛
- إبراز تأثير عجز التمويل الداخلي كمحدد هام للجوء إلى مختلف المصادر التمويلية؛
- التحقق من علاقة المصادر التمويلية فيما بينها إن كان أحد المصادر بديل للآخر؛
- معرفة العوامل المحددة للجوء إلى التمويل الخارجي؛
- معرفة النسبة المستخدمة من المصدر التمويلي المعتمد بشكل دقيق بدل الاستناد إلى نماذج الانحدار اللوجيستي LOGIT و نماذج الانحدار ذو الاحتمال الشرطي PROBIT، لكون هذه النماذج تتميز بأنها ذات الاختيار الثنائي، يساعد استخدامها في معرفة العوامل المؤثرة على اتخاذ المؤسسة لقرار تمويلها من عدمه، دون التمكن من تحديد مقدار التمويل؛
- محاولة الإلمام بتطور النظرية المالية في تفسيرها لقرارات التمويل مع التركيز على مميزات المؤسسات الخاصة والتي تكون في الغالب عبارة عن مؤسسات صغيرة ومتوسطة الحجم؛

- اختيار المؤشرات ذات الدلالة في الأصل لبناء نماذج مُفسّرة للسلوك التمويلي باستخدام أدوات التحليل الإحصائي والقياسي.

ج) أهمية الدراسة :

تبرز أهمية هذه الدراسة في النقاط التالية :

- محاولة إبراز تأثير اختلاف ظروف البيئة المالية على قرار تمويل المؤسسات الخاصة- والتي تتميز بصغر حجمها- وهذا ما أكدته العديد من الدراسات التي أجريت على بيئات اقتصادية مُتقدمة؛
- يقدم الموضوع في جانبه التطبيقي الإطار المنهجي، لإجراء دراسة ميدانية تُستخدم فيها أدوات تحليلية ومنهج جديد، نظراً لقلّة الدراسات التي تناولت مختلف المصادر التمويلية، حيث تعتبر الدراسة الحالية الأولى من نوعها (في حدود اطلاعنا و اعتماداً على البحث المكتبي الذي أجريناه) التي تُطبَّق في الجزائر وتحديدًا في ولاية غرداية نظراً لاشتمالها على جميع مصادر التمويل وعلاقتها فيما بينها؛
- يكتسي الموضوع أهمية ذات طبيعة علمية، من خلال مساهمته النظرية و التطبيقية في إبراز أثر إرادة المسيرين في اختيار سياسة التمويل و فهم سلوك الملاك -المسيرين في تمويل مؤسساتهم؛
- إثراء البحث في موضوع التمويل بالائتمان التجاري وذلك لقلّة الدراسات في الأدبيات الاقتصادية بشكل عام وفي مؤسسات القطاع الخاص بالجزائر وتحديدًا في ولاية غرداية؛
- محاولة إبراز تأثير قطاع النشاط على تمويل المؤسسات الخاصة كونه لا يزال جانباً قليل الاستكشاف.

ح) حدود البحث :

للإجابة على إشكالية الموضوع و التوصل إلى نتائج دقيقة، حصرنا الدراسة ضمن حدود المفاهيم المعتمدة والإطار الزماني و المكاني، و ذلك على النحو التالي :

- الحدود المتعلقة بالمفاهيم :
- رُكزت الدراسة في جانبها التطبيقي على العوامل ذات التأثير الكبير على قرار التمويل، بحيث تضمّنت النماذج المستخدمة، أهم المتغيرات المُفسّرة و ذلك تبعاً لمنهجية الدراسات السابقة؛

- الحدود المكانية :

شملت الدراسة الميدانية عينة من المؤسسات العاملة في ولاية غرداية والمندرجة ضمن القطاع الخاص و ذلك لتواجد عدد كبير من هذه المؤسسات في هذه الولاية مقارنة بمشيلاتها من ولايات الجنوب والجنوب الكبير؛

- الحدود الزمنية :

من حيث الإطار الزمني فقد تركزت محددات الدراسة على ما يلي :

- تطور عدد المؤسسات الخاصة في ولايات الجنوب والجنوب الكبير من سنة 2009 إلى سنة 2015؛
- تطور مصادر تمويل المؤسسات الخاصة بولاية غرداية من سنة 2008 إلى سنة 2014؛

(خ) المنهج و الأدوات المستخدمة في البحث :

قصد دراسة الموضوع و تحليله و بلوغ أهدافه، اعتمدنا على المناهج المستخدمة في الدراسات المالية والاقتصادية، حيث تم تبني المنهج الوصفي أثناء دراسة الموضوع في جانبه النظري، و المنهج التجريبي في الجانب التطبيقي. كما تمّ اعتماد البحث المكتبي، من خلال استعمال المراجع التقليدية المتوفرة في المكتبات و مخابر البحث المتخصصة و المراجع الالكترونية المحمّلة، و ذلك بُغية التّأصيل النظري لموضوع الدراسة و تمحيص الدراسات السابقة له.

كما تمّ الاستعانة بمزيج من أدوات التحليل المالي، أدوات الإحصاء الوصفي و نماذج الاقتصاد القياسي من خلال استخدام برنامج Eviews v 9.5 و Gretl v.3 وبرنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS نسخة 22، لتحليل ومعالجة البيانات المستمدة من الكشوفات المالية للمؤسسات محل الدراسة.

(د) هيكل البحث :

قصد استيفاء الموضوع بما يُوفّره من منهج يؤدي إلى اختبار فرضياته، اعتمدنا على تقسيم الدراسة إلى قسمين أحدهما نظري والآخر تطبيقي، سبقتهما مقدمة تضمنت المحاور الأساسية للموضوع و إشكالية البحث، وتلتهما خاتمة تضمنت النتائج المتوصل إليها، ثم التّوصيات المستمدة من هذه النتائج، وآفاق البحث، حيث ضم القسم الأول ثلاثة فصول، شمل الإطار النظري لسياسات تمويل المؤسسات الاقتصادية وذلك في الفصلين الأول والثاني، وأهم الدراسات السابقة في الموضوع ضمن الفصل الثالث، أما القسم الثاني المتضمن للجانب التطبيقي، فقد تم تخصيص الفصلين الرابع والخامس لإسقاط الدراسة، ويمكن تلخيص ما تضمنته الفصول على النحو الآتي :

خصصنا الفصل الأول لمصادر تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة الاقتصادية ومعايير اختيارها، تناولنا فيه المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة، حيث قسّمناها إلى تمويل داخلي و تمويل خارجي، تطرّقنا فيه إلى خصائص كل نوع من المصادر مبرزين مزاياها وحدودها، ثم تعرّضنا إلى المفاهيم الأساسية المتعلقة بقرار التمويل، ثم

إلى تكلفة المصادر التمويلية، بدءاً بتكلفة كل مصدر تمويلي، ثم تكلفة رأس المال و طرق حسابها، وتناولنا في الأخير معايير أخرى لاختيار مصادر التمويل و التي تم تقسيمها إلى عوامل خارجية وداخلية مُحدّدة لقرارات التمويل؛

أما الفصل الثاني فخصّصناه للإسهامات النظرية المُفسّرة لقرارات التمويل، تطرّقنا في أوّله إلى بعض المفاهيم الأساسية التي يُقوم عليها الطرح النظري للهيكل المالي، و ذلك للتّمكن من عرض الإسهامات النظرية على أحسن وجه، حيث تمثّلت تلك المفاهيم في مفهوم أثر الرافعة و المخاطرة المالية و مفهوم كفاءة السوق المالي، بعدها تعرّضنا إلى النظريات المُفسّرة للهيكل المالي في ظلّ فرضيات الكفاءة التامة للسوق و ذلك ضمن تيارين، تيّار مُؤيّد لفكرة وجود هيكل مالي أمثل و تيّار مُعارض لها. و في الأخير تناولنا النظريات التي حاولت تفسير الهيكل المالي في ظلّ فرضيات سوق يتميز بالكفاءة الاقتصادية. و بنفس التقسيم السابق ضمن تيارين أحدهما متمسك و مُعترف بتأييده لفكرة أمثلية الهيكل المالي و الآخر ينفي وجودها، ثم سلّطنا الضوء على الاسهامات النظرية التي حاولت تفسير قرارات تمويل المؤسسات الصغيرة و متوسطة الحجم.

واقصرنا في الفصل الثالث على أهم الدراسات السابقة التي تناولت موضوع التمويل و التي ركّزت على محددات القرارات التمويلية و علاقة تلك القرارات فيما بينها، و ذلك للاستفادة من منهجيتها و نتائجها في توضيح و استخلاص الاختلافات بين هذه الدراسات و دراستنا الحالية.

أما الفصل الرابع فخصّصناه لعرض منهج الدراسة الذي شمل التعريف بمجتمع وعينة الدراسة وكذا الطريقة القياسية المعتمدة و المتمثلة في نماذج المعادلات الآنية، بعدها قمنا بتحديد متغيرات الدراسة و كيفية قياسها، ثم تطرّقنا في مرحلة مُوالية إلى التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة و إلى دراسة الارتباط بين المتغيرات الخارجية.

و قمنا في الفصل الخامس بتقدير النماذج المُفسّرة للعلاقة بين مختلف مصادر التمويل و إبراز محددات اللجوء إلى هذه المصادر، ثم قمنا بتحليل النتائج و مقارنة ما توصلنا إليه بما تضمنه الفصل الثالث من الدراسات السابقة و ذلك باستخدام المعادلات الآنية و في الأخير اختبرنا مدى مطابقتها لنتائجنا بالفرضيات.

ذ) صعوبات البحث :

أثناء إجراء هذه الدراسة، واجهتنا بعض الصعوبات و العقبات و التي حدّت من قُدرتنا على الوصول إلى نتائج أكثر دقة، خصوصا في الجانب التطبيقي و التي نُوردها على النحو التالي :

- استغراق وقت كبير في انتظار الحصول على القوائم المالية المتمثلة في الميزانيات وجداول حسابات النتائج، من المركز الوطني للسجل التجاري بالجزائر العاصمة؛
- قلة محاضر الجمعية العامة للمؤسسات على كامل فترة الدراسة؛
- استغراق وقت كبير في المراقبة والتأكد من صحة القوائم المالية المتحصل عليها من سنة لأخرى، من حيث الجمع بين بنود الميزانية في الأصول والخصوم ومن حساب الأرصدة الوسيطة للتسيير والنتيجة الصافية، مما أثار على انجاز البحث في وقته المحدد؛

الفصل الأول :

مصادر تمويل الاحتياجات المالية
للمؤسسة الاقتصادية ومعايير اختيارها

تمهيد

تسعى المؤسسة لتحقيق الأهداف التي أنشئت من أجلها سواء تعلق بالربح و تعظيم مداخيلها أو بضمان استمراريتها وبقائها، خصوصا في ظل المنافسة الشرسة بين المؤسسات، التي يكون فيها البقاء للمؤسسة التي تتميز بالفعالية الاقتصادية والمواكبة لنمو الأسواق، من خلال تحقيقها للنمو الذي يتطلب تمويلا للاحتياجات الناتجة عن نشاطها تبعا لدورتي الاستثمار والاستغلال. و يقع على عاتق المسير المالي تدبير المصادر لتمويل تلك الاحتياجات، حيث يواجه بدائل مختلفة مما يتعين عليه اختيار تلك البدائل بطريقة رشيدة.

سنتطرق في هذا الفصل إلى دراسة مختلف المصادر التمويلية المتاحة للمؤسسة الاقتصادية و معايير اختيارها، حيث قسمناه إلى مبحثين خصصنا الأول منه لدراسة مصادر التمويل حاولنا من خلال ذلك الوقوف على خصائص كل نوع من المصادر مبرزين مزاياها وحدودها، بعد ذلك تناولنا معايير الاختيار بين هذه المصادر في المبحث الثاني.

المبحث الأول : مصادر تمويل المؤسسة

تلجأ المؤسسة لتمويل مشاريعها الاستثمارية ونشاطها الاستغلالي إلى المصادر الداخلية المتمثلة في التمويل الذاتي والرفع في رأس المال نقداً لصالح المساهمين الموجودين أو إلى مصادر خارجية سواء عن طريق الرفع في رأس المال نقداً لصالح المساهمين الجدد أو عن طريق الاستدانة، كما قد تعتمد المؤسسة على الديون الأخرى، لذا سنبين في هذا المبحث خصائص ومزايا كل مصدر وحدوده.

المطلب الأول : التمويل الداخلي

سنتناول في هذا المطلب كل من التمويل الذاتي والرفع في رأس المال، ثم نتطرق إلى الخصوصية الداخلية للرفع في رأس المال.

الفرع الأول : التمويل الذاتي

1- تعريف التمويل الذاتي :

يُعرّف على أنه تلك الموارد الجديدة الناتجة عن نشاط المؤسسة والمحتفظ بها بشكل مستمر من أجل تمويل عملياتها المستقبلية¹. كما يُعرّف على أنه تدفق للموارد الداخلية التي يعاد استثمارها في المؤسسة².

¹ -Elie Cohen, *Gestion financière de l'entreprise et développement financière*, EDICEF, Paris, 1991, p.194.

² -Hubert de la Bruslerie, *Analyse Financière, information financière et diagnostic*, 3^{ème} édition, Dunod, 2006, p.167.

2- طرق حساب التمويل الذاتي :

يمكن أن يُحسب التمويل الذاتي بالاعتماد على عنصرين :

1-2- حساب التمويل الذاتي انطلاقاً من القدرة على التمويل الذاتي :

$$AF = CAF - DIV \dots (1-1)$$

فالتمويل الذاتي AF هو الفرق بين القدرة على التمويل الذاتي و التوزيعات المدفوعة DIV¹. إذ تمثل القدرة على التمويل الذاتي CAF ذلك الفائض النقدي الكامن² الناتج عن نشاط المؤسسة خلال الدورة وتحسب انطلاقاً من النتيجة الصافية بالعلاقة التالية :

$$CAF = Rnet + DAM \pm PV / MV \dots (1-2)$$

حيث :

Rnet : النتيجة الصافية؛ DAM : الاهتلاكات و المؤونات؛ PV/MV : فائض/نقصان القيمة؛

تسمى هذه الطريقة لحساب القدرة على التمويل الذاتي بالغير مباشرة - طريقة الإضافة-، كما يمكن أن

تحسب بطريقة مباشرة - طريقة الطرح - انطلاقاً من الفائض الإجمالي للاستغلال كما يلي :

$$CAF = EBE - FF_{net} \pm SOE - IBS \dots (1-3)$$

حيث :

EBE : الفائض الإجمالي للاستغلال؛ FF_{net} : مصاريف مالية صافية للنواتج المالية؛

SOE : رصيد العمليات الإستثنائية ذات التأثير على الخزينة؛ IBS : الضرائب على أرباح الشركات؛

توضح هذه الطريقة مصدر الأموال التي تشكّلها. ونظراً لتأثر القدرة على التمويل الذاتي بالاختيارات المحاسبية و الجبائية، فإنها لا تُعد طريقة حساب ملاءمة لربحية أو مردودية المؤسسة باعتبارها فائض نقدي يتسم بالميزة الكامنة المدعّمة بدمج كل المؤونات³، وبالتالي فهذا الفائض لا يتعلق بمورد داخلي متاح بالكامل، كونه عبارة عن تدفق للأموال و ليس تدفق خزينة⁴.

2-2- حساب التمويل الذاتي انطلاقاً من الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي :

يحسب بالعلاقة التالية :

$$MNA = AF = MBA - DIV \dots (1-4)$$

¹ -George Legros, *stratégie financière des groupes*, Ellipses, Paris, 2006, p. 155.

² - Hubert de la Bruslerie, 2006 ,Op.Cit., p. 170.

³ - لذلك لا بد من التمييز بين مؤونات ذات طابع المصروف التي يتناسب استرجاعها بإلغاء المصروف الحقيقي و مؤونات ذات طابع الاحتياطات، التي يكون استرجاعها عاجلاً أو آجلاً في حساب النتيجة لكن دون مقابل حقيقي، لأن دمج هذين النوعين من المؤونات من شأنه أن يضاعف CAF و هذا لا يتناسب مع الموارد النقدية الكامنة الدائمة. أنظر : -Ibid, p. 169.

⁴ - و يعود ذلك إلى التباين في آجال التسوية بين تدفقات الاستغلال Flux d'exploitation و الحركات الحقيقية للخزينة les mouvement réels . أنظر : - Ibid, p. 170.

حيث :

MNA : الهامش الصافي للتمويل الذاتي أو التمويل الذاتي؛

MBA : الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي؛

DIV : التوزيعات المدفوعة؛

يمثل الهامش الصافي للتمويل الذاتي الهامش الوحيد الذي تستفيد منه المؤسسة¹، حيث يدل على قابليتها الحقيقية (Son aptitude réelle) على التمويل الذاتي. و يُعرّف MBA أيضا بالتدفق النقدي الصافي Cash Flow Net² و الذي يتمثل في مجموعة الموارد المالية الناتجة عن نشاط المؤسسة خلال الدورة، بحيث يأخذ في الاعتبار الموارد المالية الناتجة عن كل أجزاء نشاطها من استغلال وتمويل و عمليات إستثنائية. يحسب الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي وفق طريقة الإضافة كما يلي³ :

$$MBA = R_{net} + DAM + Pro \dots (1- 5)$$

حيث : Rnet : النتيجة الصافية؛ DAM : مخصصات الاهتلاك؛ Pro : مخصصات المؤونات⁴؛
يضم هذا التدفق النقدي النتيجة الصافية و المصاريف المحسوبة، التي لا تتطابق مع التدفقات المالية الخارجة من المؤسسة، ممثلة في الاهتلاكات و المؤونات ذات طابع الاحتياطات فقط. بحيث يفسر التدفق النقدي النمو المحتمل للمؤسسة أي قدرتها القصوى على التمويل الذاتي، و بالتالي القابلية الكامنة potentielle للتمويل الذاتي؛ يُحسب الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي انطلاقا من EBE⁵ :

$$MBA = EBE + FF_{net} \pm SOE + PrEA - PerEA - Pr - IBS \dots (1- 6)$$

حيث :

EBE : الفائض الإجمالي للاستغلال؛ FF_{net} : مصاريف مالية صافية للنواتج المالية؛

SOE : رصيد العمليات الاستثنائية؛ PrEA : نواتج دورات سابقة؛

PerEA : خسائر دورات سابقة؛ Pr : مساهمات العاملين؛ IBS : الضريبة على أرباح الشركات؛

¹ - Patrice Vizzavona, **Pratique de Gestion, Analyse financière**, Berti édition, Tome 1, Alger, 1991, p. 66 (بتصرف).

² - الفرق بينه و بين التدفق النقدي الإجمالي cash flow brut هو في مقدار الضريبة على أرباح الشركات و يسمى أيضا هذا الأخير بالفائض النقدي قبل الضريبة (EMIA) Excédent monétaire avant impôt هناك من يطلق عليه التدفق النقدي الناتج عن الاستثمار بالهامش الإجمالي للتمويل الذاتي.

³ - (بتصرف) Voir : -Thierry Guillen, Martin Tables, **Optimiser, Gestion et Qualité pour créer de la valeur**, Dunod, Paris, 2008, p. 95.

⁴ - L.Honoré, **Gestion financière**, Armand colin, Nathan, 2004, p. 52 (بتصرف).

⁵ - المحددة بنص قانوني.

⁵ - Patrice Vizzavona, Tome 1, Op.Cit., p. 66 (بتصرف).

و بمقارنة القدرة على التمويل الذاتي CAF و الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي MBA، نجد أن لهذا الأخير ميزة واسعة جدا، في حين تعد CAF مفهوما محدودا و أقل دقة من الناحية الاقتصادية، وذلك لأن كل مخصصات المؤونات الصافية و الاسترجاعات تكون مقبولة عند حسابها، لذا تحتاج إلى تعديلات على مستوى فائض أو نقصان القيمة وعلى اهتلاك إعانات الاستثمار وذلك احتراماً لقواعد عرض جدول الاستخدامات والموارد.¹

و من الصيغتين (1-4) و (1-5) تتضح العناصر المكونة للتمويل الذاتي و المتمثلة في ما يلي²:

- مخصصات الاهتلاكات : تحسب كتكاليف في جدول حسابات النتائج ولا تتعلق بالتدفقات، تسمح بتعويض التآكل المادي و المعنوي للأصول؛
- مخصصات المؤونات ذات طابع الإحتياطي : ممثلة في مؤونات تدني الأصول من مخزونات و حقوق و مؤونات لمواجهة المخاطر و التكاليف؛
- الأرباح غير الموزعة و المحتجزة في شكل احتياطات أو الترحيل من جديد : لإعادة استثمارها في نشاط المؤسسة.

3- مزايا و حدود التمويل الذاتي :

يحقّق التمويل الذاتي مزايا عديدة تتمثل فيما يلي :

- يحافظ على الاستقلالية المالية و يُسهّل التفاوض مع المؤسسات الائتمانية³ و يعتبر أهم مصدر تمويلي للمؤسسات بما في ذلك المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، التي تجد صعوبة أو استحالة حصولها على مصادر خارجية؛
- يعد ضمانا لسداد القروض⁴، بحيث يعتبر الركيزة الأساسية لإعداد مخطط التمويل، و ذلك لأن الوسطاء الماليين لا يمنحون للمؤسسة اعتمادات مالية، إلا عند مستوى تمويل ذاتي يضمن قدرتها على السداد؛
- يجنّب المؤسسة أعباء هامة ناتجة عن عمليات مالية كدفع الفوائد و تسديد الأقساط، فيما لو التجأت إلى الاستدانة؛
- يرفع من نسبة الأموال الخاصة إلى الاستدانة، مما يؤدي إلى زيادة القدرة الإقراضية للمؤسسة⁵ و يزيد من درجة الأمان لدى الدائنين لارتفاع خزيتها، كما يساهم في التقليل من مخاطر التوقف عن الدفع و العسر

¹ -Ibid, p. 65 (بتصرف) .

² -L.Honoré, Op.Cit., p. 94 (بتصرف) .

³ -Patrice Vizzavona, Tome 1, Op.Cit., p. 83 (بتصرف) .

⁴ -Pierre Conso, Farouk Hemici, **gestion financière de l'entreprise**, 9^{ème} édition, Dunod, 1999, p. 47.

⁵ - عاطف وليم أندراوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 379 (بتصرف).

- المالي، والتي قد تؤدي إلى تحقيق مخطر الإفلاس¹، بحيث تحقق زيادة قيمة الأموال الخاصة فوائض في القيمة (أرباح رأسمالية) بالنسبة للمساهم عند التنازل عن أسهمه، لكونها أقل خضوعاً للضريبة على القيم المنقولة (الضريبة على الدخل الشخصي) مقارنة بالتوزيعات؛
- يشكل التمويل الذاتي بالنسبة للمسير مورد متاح يوفر له المرونة بحيث لا يتطلّب موافقة المساهمين أو الدائنين²؛
 - إذا كان للتمويل الذاتي آثاراً إيجابية على المؤسسة و أطرافها، فإن له حدوداً تتمثل فيما يلي :
 - يرتبط مبلغه جزئياً بالنتائج و ينخفض عندما تحقق المؤسسة خسائر³. و بالرغم من أنه يلعب دوراً أساسياً لكنه غير كافٍ لمتابعة نمو المؤسسة⁴؛
 - قد لا تهتم إدارة المؤسسة بدراسة مجالات استخدام التمويل الذاتي في نشاط المؤسسة كاهتمامها بمصادر التمويل الخارجية⁵، مما يؤدي إلى تخصيص سيء للأموال ينتج عنه تكاليف وكالة⁶؛
 - يمكن أن يؤدي بالمسير إلى انجاز مشاريع تكون مردوديتها أقل من تكلفة رأس المال للمؤسسة، هذا التخصيص السيء من شأنه أن يدمر القيمة (destructrice de valeur)؛
 - الاعتقاد بأن التمويل الذاتي لا يؤدي إلى أية مصاريف في حساب النتيجة هي فكرة خاطئة، فبمجرد علم المساهمين باحتجاز الأرباح و عدم إمكانية تحصيلها في شكل توزيعات، تتمثل لديهم تكلفة فرصة بديلة⁷؛
 - احتجاز الأرباح من شأنه أن يخفض مبلغ التوزيعات على المساهمين و هذا ما يجعل المؤسسة تفقد جاذبيتها تجاه المستثمرين المحتملين، عندما ترغب في التمويل عن طريق سوق رأس المال⁸.

الفرع الثاني : الرفع في رأس المال

تتعدّد وسائل الرفع في رأس المال بحسب الأهداف المحدّدة و توجهات المسيرين و المالكين، و يتم ذلك سواء عند إنشاء المؤسسة، حيث تتحدّد المساهمة بوضع رأس مال أولي لتكوين رأس المال أو عند تزايد الاحتياجات

¹ - إلياس بن ساسي، المؤسسة أمام خيار النمو الداخلي و النمو الخارجي مع دراسة حالة مؤسسات قطاع المحروقات بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008، ص 131.

² -Alain Burlaud, Arnaud Thauvron, Annaïck Gujvarc'h, **Finance, manuel**, édition Foucher, Paris, 2007/2008, p.166(بتصرف).

³ -L.Honoré, Op.Cit., p. 95(بتصرف).

⁴ -Boubker Medkouri, **la gestion des ressources financières de la firme: entre sécurisation Interne Fragilisation externe**, thèse doctorat, université des sciences sociales de Toulouse I, 2000, p. 185(بتصرف).

⁵ - منير شاكر، إسماعيل إسماعيل، عبد الناصر نور، التحليل المالي مدخل اتخاذ القرارات، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2008، ص 291(بتصرف).

⁶ - أنظر نظرية الوكالة ضمن الفصل الثاني.

⁷ -Alain Burlaud, Arnaud Thauvron, Annaïck Guyvarc'h, 2007/2008, Op.Cit., p.166.

⁸ -L.Honoré, Op.Cit., p. 95(بتصرف).

المالية بفعل النمو وذلك بوضع أموال إضافية لتغطية تلك الاحتياجات¹، وقبل مناقشة الخصوصية الداخلية لهذا المصدر التمويلي، نتطرق إلى أشكال الرفع في رأس المال.

1- الرفع في رأس المال نقداً :

يكون في شكل نقود سائلة، يعمل على تحسين الهيكل المالي، حيث يظهر على شكل ارتفاع في الأموال الخاصة و تحسُّن في مستوى السيولة المالية التي تستخدم في حيازة أصول جديدة، و بذلك تتجنَّب المؤسسة مشاكل الاستحقاق فيما لو التجأت إلى الاستدانة لتمويل أصولها الثابتة²، و يتم ذلك بطرح أسهم جديدة في السوق المالي، غير هذه العملية مُحاطة بالكثير من القيود منها الشكل القانوني للمؤسسة و وجود سوق مال من عدمه و ميل المالكين و المسيرين إلى فتح رأس المال للمساهمة³.

1-1- الأسهم العادية :

1-1-1-تعريف الأسهم العادية :

هي أوراق مالية لا تُستحق، تحمل قيمة اسمية تصدرها المؤسسة للحصول على أموال خاصة، تمنح لحامليها الحق في الملكية النهائية و ما يتبع ذلك من تحمل لمخاطر نشاط المؤسسة و تبعات المسؤولية، التي تحددها نسبة المساهمة فيها⁴. وتصدر الأسهم بسعر يتطابق مع قيمة الأسهم الموجودة، و يمثل الفرق بين القيمة الاسمية وسعر وسعر الاصدار علاوة الاصدار و التي تحسب كما يلي⁵ :

$$\text{علاوة الاصدار} = \text{سعر الاصدار} - \text{القيمة الاسمية}$$

تهدف هذه العلاوة إلى ضمان المساواة في الحقوق بين المساهمين القدامى والجدد، في حالة وجود احتياطات أو فوائض قيمة التنازل عن الأصل، فهي مقابل حصول المساهمين الجدد على الحق في هذه الاحتياطات أو فوائض القيمة⁶. و بالإضافة إلى القيمة الاسمية التي تصدر بها، للسهم قيمة دفترية تمثل حصة من الأموال الخاصة و تحسب بالعلاقة التالية :

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{مجموع الأصول} - \text{الديون}}{\text{عدد الأسهم}} \dots (1 - 7)$$

¹ - إلياس بن ساسي، المؤسسة أمام خيار النمو الداخلي و النمو الخارجي مع دراسة حالة مؤسسات قطاع المحروقات بالجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 138- 139 (بتصرف).

² - المرجع السابق، ص 139 (بتصرف).

³ - المرجع السابق، ص 137- 138 (بتصرف).

⁴ - خلدون إبراهيم الشديفات، إدارة و تحليل مالي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001، ص 63(بتصرف).

⁵ - Daniel Sopel, *contrôle de gestion, Analyse financière, comptabilité des sociétés*, éducation, Paris, 1999, p. 207 (بتصرف).

⁶ - Georges depallens, Jean-Pierre Jobard, *Gestion financière de l'entreprise*, 10 éditions, Sirey, Paris, 1990, p. 690.

أما عن القيمة السوقية فتمثل تلك القيمة التي يباع بموجبها السهم في السوق¹ والتي تتحدد بقوى العرض والطلب، بحيث تؤثر التقييمات السوقية مباشرة على القيم الأساسية للمؤسسات المدرجة من خلال الشروط التي تنظم الاصدار أو إعادة شراء الأسهم أو غيرها من العمليات². و تُؤثر القيمة السوقية للسهم فيما إذا كانت المؤسسة قد تمكّنت من تعظيم قيمتها في سوق الأوراق من عدمه، و تحسب بضرب عدد الأسهم في سعر السهم³.

تمتع الأسهم العادية بجملة من الخصائص منها :

● أنها تعطي حقوقاً لحاملها و تكون هذه الحقوق، إما جماعية أو حقوقاً خاصة بكل مساهم، تتمثل الحقوق الجماعية لحملة الأسهم⁴ في :

- تعديل الهيكل التنظيمي للمؤسسة بعد موافقة إدارتها؛
- تعديل القانون الأساسي للمؤسسة؛
- اختيار مجلس الإدارة؛
- التصريح ببيع بعض الأصول الثابتة؛
- المصادقة على الاندماج؛
- تعديل رأس المال المصرح به.

— التصريح بإصدار أسهم ممتازة و سندات و غير ذلك من الأوراق المالية؛

● أما عن الحقوق الخاصة بكل مساهم، فتتمثل في ما يلي :

- الحق في التصويت على قرارات ادارة المؤسسة، استنادا إلى نسبة مساهمته في رأس المال الممتلك، بحيث يُمكن هذا الحق من الرقابة و السيطرة على المؤسسة؛
- الحق في استلام الأرباح الموزعة؛
- الحق في الاكتتاب في الاصدارات الجديدة⁵ و يمكن لهذا الحق أن يكون محل تداول⁶؛
- حق نقل ملكية الأسهم ببيعها⁷.

¹ - عبد النافع الزدري، غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001، ص 157.

² - George Soros, *l'alchimie de la finance*, Valor éditions, Paris, 1999, p. 58 (بتصرف).

³ - عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 163 (بتصرف).

⁴ - عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 493 - 494 (بتصرف).

⁵ - Bourachot, G. Renouard, J. L. Rettel, Montoussé, *100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers*, 2^{ème} édition, Breal, Paris, 2006, p 74.

⁶ - Ibid, p.82. (بتصرف).

⁷ - محمد صالح الحناوي، نبال فريد مصطفى، الإدارة المالية، التحليل المالي لمشروعات الأعمال، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 248 (بتصرف).

1-1-2- مزايا و حدود التمويل بالأسهم العادية :

يوفر التمويل بالأسهم العادية للمؤسسة مجموعة من المزايا هي :

- لا يشكّل أي التزامات بشأن توزيع الأرباح على المساهمين؛
- ليس لها تاريخ استحقاق؛
- يزيد من قدرة المؤسسة على الاستدانة¹.

أما عن عيوب التمويل بهذه الأسهم، فتتمثل في :

- تكلفته مرتفعة نتيجة ارتفاع معدل المردودية المطلوب من قبل حملة الأسهم؛
- لا يحقق أي وفرات ضريبية، لأن توزيعاتها لا تعد من التكاليف الواجبة الخصم؛
- يترتب على إصدار أسهم جديدة دخول مساهمين جدد، مما يُفقد المساهمين القدامى السيطرة على قرارات المؤسسة² و هذا ما يسمى بأثر ذوبان السلطة.

و يمكن التغلب على هذا الأثر بمنح المساهمين القدامى حق الأولوية - الأفضلية- في الإكتتاب. وللإشارة يكون للمؤسسة عند الرفع في رأس مالها نقدا إمكانيتين بحسب سعر إصدار الأسهم الجديدة، فإذا كان هذا السعر أقل من السعر السوقي للسهم، يتم الإصدار مع حق الأولوية في الإكتتاب. أما إذا كان سعر إصدار السهم قريب من سعره السوقي، فليس من الضروري إصدار حق الأولوية للإكتتاب³، و يمكن للمساهمين القدامى الاستفادة من أجل أولوية الإكتتاب في الأسهم الجديدة⁴.

1-2-1- الأسهم الممتازة :

1-2-1-1- تعريف الأسهم الممتازة :

هي مُستند ملكية و إن كانت الملكية في حالة الأسهم الممتازة تختلف عن الملكية التي تنشأ عن الأسهم العادية، نظرا لما تتمتع به من بعض الحقوق الأخرى مثل⁵:

- أولوية الحصول على الأرباح الموزعة قبل حملة الأسهم العادية؛
- إمكانية تحويلها إلى أوراق مالية أخرى؛

¹ - عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 495 (بتصرف).

² - عاطف وليم أندراوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص 377 (بتصرف).

³ - في فرنسا يكون هذا الأجل في مدة لا تقل عن عشرين يوما.

⁴ -Alain Burloud, Arnaud Tavron, Annaïck Guyvarc'k, 2007/2008, Op.Cit., p.167 -168.

⁵ - محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، أسواق المال و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، إسكندرية، مصر، 2007، ص 17 (بتصرف).

فهي مصدر تمويلي هجين كونها تجمع بين صفات السهم العادي و السندات، لها قيمة اسمية و دفترية وسوقية، غير أن قيمتها الدفترية هي حاصل قسمة قيمة الأسهم الممتازة الظاهرة في الميزانية على عددها المصدر¹. و عادة ما تُصدر كنسبة من إجمالي عدد الأسهم المصدرة و المكتتب فيها².

1-2-2-1- مزايا و حدود الأسهم الممتازة :

تتميز الأسهم الممتازة بالمزايا التالية :

- المؤسسة ليست مُلزِمة قانوناً بإجراء توزيعات في كل سنة تحقق فيها أرباح، هذه التوزيعات محدودة بمقدار معين، فهي بذلك لا تؤدي إلى الإفلاس كما هو الحال في السندات؛
- زيادة قدرة المؤسسة على الاستدانة؛
- تعطي للمؤسسة الحق باستدعائها مقابل علاوة، حيث يُمكن هذا الحق من الاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة في السوق، و ذلك بالتخلص من الأسهم الممتازة التي سبق و أن طُرحت و احلالها بسندات ذات كوبون منخفض أو بأسهم ممتازة ذات معدل ربح منخفض³؛
- ليس لحاملها الحق في التصويت إلا في حالات معينة، لذا فهي لا تؤثر على سيطرة الإدارة⁴؛

أما عن حدود التمويل بالأسهم الممتازة، فتتمثل في :

- ارتفاع تكلفتها لكون توزيعاتها غير قابلة للخصم، بالتالي لا تحقّق للمؤسسة وفراً ضريبياً؛
- يحتفظ حاملوها بحقهم في الحصول على مستحقّاتهم من أرباح سنة لاحقة⁵، مما يزيد من الأعباء المالية للمؤسسة؛
- أحيانا يكون لحاملها الحق في التصويت عند مواجهة المؤسسة لبعض المشاكل، وبالتالي تفرض قيوداً على التوزيعات⁶.

2- الرفع في رأس المال بمساهمات عينية :

يتمثل هذا الرفع أساساً في جلب المساهمات في شكل استثمار مادي يوضع تحت تصرف المؤسسة، يؤدي ذلك إلى ارتفاع في الأموال الخاصة من جهة الموارد و الأصول الثابتة من جهة الاستخدامات، فتتمكّن المؤسسة

¹ - ربحية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية، دار المعتر للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص 151 (بتصرف).

² - فريد النجار، أسواق المال و المؤسسات المالية محاور التمويل الاستراتيجي، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 194 (بتصرف).

³ - ربحية أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص 152 (بتصرف).

⁴ - مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 117 (بتصرف).

⁵ - ربحية أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص 153 (بتصرف).

⁶ - نفس الموضوع (بتصرف).

من رفع رأسمالها دون أن يكون لذلك أثر على الخزينة، حيث تجمع بين تحقيق النمو و تحقيق التوازن المالي في آن واحد¹، وهذا الشكل من الرفع يحسّن من مستوى المردودية².

3- الرفع في رأس المال بضم الاحتياطات :

لا تعتبر وسيلة تمويلية جديدة؛ حيث يحدث الارتفاع في الأموال الخاصة، دون أي تدخّل خارجي و دون ارتفاع في الأصول ولا ارتفاع في السيولة المالية، يتم ذلك بضم الاحتياطات الموضوعة في شكل أرباح غير موزّعة إلى الأموال الخاصة، وهذا لا يحدث أي تغيير على تركيبة الهيكل المالي بالنسبة إلى الديون، فالعملية ما هي إلاّ مجرد إعادة ترتيب عمودي لموارد المؤسسة، من شأنها أن تساهم في تحسين صورة المؤسسة أمام المساهمين والدائنين³. تتم هذه العملية عن طريق الرفع في القيمة الاسمية للأسهم أو تخصيص أسهم مجانية⁴ توزع على المساهمين القدامى بحسب نسب مساهماتهم.

4- الرفع في رأس المال بتحويل الديون :

يتمثل في تحويل بعض ديون المؤسسة تجاه الغير إلى أسهم؛ تُستخدم هذه العملية أساساً عندما تعرّف المؤسسة صعوبات مالية على مستوى الخزينة⁵، بحيث لا تؤدي إلى زيادة في السيولة النقدية، لكنها تُمكن من إلغاء آجال الاستحقاق و بالتالي تخفّف الضغط على الخزينة⁶، وبذلك تُعد مساهمة غير مباشرة⁷ عن طريق تغيير طبيعة الدائنين من ذوي الحقوق المستحقة في آجال مُحدّدة إلى مساهمين مشاركين في رأس المال، يستفيدون من الأرباح ويتحمّلون الخسائر، و يشاركون في التسيير حسب حجم مساهماتهم و الامتيازات الملحقّة بهم⁸.
بحيث،

يتم تحويل الديون على شكلين حسب طبيعة الدين⁹ :

¹ - إلياس بن ساسي، المؤسسة أمام خيار النمو الداخلي و النمو الخارجي مع دراسة حالة مؤسسات قطاع المحروقات بالجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 139(بتصرف).

² - إلياس بن ساسي، تمويل احتياجات النمو الداخلي للمؤسسة، حالة المؤسسة الوطنية للتقريب **ENAFOR**، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2003، ص 41(بتصرف).

³ - إلياس بن ساسي، الخيارات الاستراتيجية لنمو المؤسسة الأسس النظرية لعملية المفاضلة بين البدائل الاستراتيجية للنمو، ط1، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011، ص 240-241(بتصرف).

⁴ Georges depallens, Jean-Pierre Jobard , **Op-cit**, p. 691.

⁵ - Ibid, p. 693(بتصرف) .

⁶ - المرجع السابق، ص 241.

⁷ - Pierre Conso, Farouk Hemici, **gestion financière de l'entreprise**, 9^{ème} édition, Dunod, 1999, p.424.(بتصرف) .

⁸ - نفس الموضوع.

⁹ - إلياس بن ساسي، تمويل احتياجات النمو الداخلي للمؤسسة، حالة المؤسسة الوطنية للتقريب **ENAFOR**، مرجع سبق ذكره، ص 42(بتصرف).

- إذا تعلّق التحويل بالديون قصيرة الأجل، فإن ذلك سيؤدي إلى تحسين رأس المال العامل الصافي FRN، ومن ثمّ تدعيم الهيكل المالي للمؤسسة، كنتيجة لانخفاض الديون قصيرة الأجل وارتفاع الأموال الخاصة وبالتالي زيادة الموارد المالية المخصّصة لتمويل الأصول المتداولة؛

- أما إذا شملت عملية التحويل الديون المتوسطة و طويلة الأجل، فهذا يؤدي إلى بقاء الأموال الدائمة ورأس المال العامل الصافي دون تغيير، في حين تتحسن الاستقلالية المالية؛

و يمكن أن يأخذ الرفع في رأس المال عن طريق تحويل الديون عدة أساليب تتمثّل في :

- تحويل الديون العادية إلى أسهم :

تسمى أيضاً بتركيز الديون "consolidation des dettes"، إذ يمكن للمؤسسة أن تقترح على أحد أو عدد من دائئها بتحويل ديونها مقابل أسهم جديدة¹، و ذلك لتجنّب دفع الفوائد و تسديدات القرض² الذي القرض² الذي قد يؤدي عجزها عن تسديده إلى إجراءات التسوية و الإفلاس. حيث يُستخدم هذا التحويل أملاً في تحسين وضعيتها وهيكلها المالي. ويمكن أن تتم هذه العملية وفق إجراءات مختلفين يتمثلان في :

- الرفع في رأس المال نقداً، بحيث تكون الأسهم محرّرة بتعويض مبلغ الديون السائلة و المستحقّة على المؤسسة من قبل الغير، و في هذه الحالة يجب أن يتخلى المساهمون على حقوقهم التفضيلية - حقوق الأولية - في الاكتتاب لصالح الدائنين أو حاملي السندات؛
- الرفع في رأس المال عن طريق مساهمات عينية لدائني المؤسسة، إذ يُعد هذا الإجراء الأكثر استخداماً، فهو يتطابق مع صيغة الرفع في رأس المال بمساهمات عينية؛
- تحويل السندات القابلة للتحويل و القابلة للاستبدال إلى أسهم؛
- طرح سندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم³ OBSA⁴؛

5- مناقشة الخصوصية الداخلية للرفع في رأس المال :

يسمح كل من الرفع في رأس المال نقداً و بمساهمات عينية بتمويل نشاط المؤسسة، ففي الواقع يوفر اصدار الأسهم نقداً للمؤسسات المصغرة الموارد المالية التي سيمكن من استثمارها و تطويرها و/أو التقليل من استدانتها، كما يمكن للمساهمين أيضاً تقديم أصل للمؤسسة في مقابل عدد من الأسهم تمثل قيمة الأصل، ويمكن القيام بهذا الرفع في رأس المال عند انشاء المؤسسة أو أثناء وجودها.

¹ - (بتصرف) Paul-Jacque, Lehman, *Bourse et marché financier*, 2^{ème} édition, Dunod, Paris, 2005, p.14.

² - Alain Burlaud, Arnaud Thavron, Annaïck Guyvarc'h, 2007/2008, Op.cit., p. 167.(بتصرف)

³ - و تسمى أيضاً بالسندات التي تعطي الحق في شراء الأسهم.

⁴ - Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, Op.cit., p. 693.

و بالتالي لا يؤدي إصدار أسهم موجهة للمساهمين الحاليين أو الموجودين إلى مشاكل عدم التماثل في المعلومات والاختيار المعاكس أو ضياع السيطرة، لأن هؤلاء المسيرين لديهم حصة سابقة في المؤسسة، و لهذا يعتقد الباحث BELLETTRE سنة 2010 أن هذا التمويل لديه عدة نقاط تشبه التمويل الذاتي ويكون ذلك صحيح عندما تكون المؤسسة فردية لأن الرفع في رأس المال يتحقق بتحويل بسيط للأموال من الذمة المالية الشخصية نحو الذمة المالية المهنية للمالك -المسير .

أما عندما تكون المؤسسة عبارة عن شركة مساهمة يكون المفهوم أكثر تعقيداً، تتم المساهمة من قبل المساهمين إما عند إنشاء المؤسسة، أو عند زيادة رأس المال، غير أن هذا القرار يجب توافق عليه مسبقاً الجمعية العامة الاستثنائية¹. كما أن لهذا التمويل بعض الحدود، ففي الواقع أي تغيير في توزيع رأس المال يمكن أن يعكس نسب السيطرة. كما أن هذا النوع من إصدار الأسهم يكون محدود أيضاً في المؤسسات المصغرة لأن المسير الذي يملك أكثر من نصف الحصص (الأسهم) يرغب في الاحتفاظ بالسيطرة. وهذا يفرض عليه في الغالب الاستجابة لإصدار أسهم، والذي سيصبح محدود بثروته الخاصة أو بعدد قليل من المساهمين. و هذا يرتبط أيضاً بالشكل القانوني للمؤسسة، ففي إطار المؤسسة ذات الشخص الوحيد و ذات المسؤولية المحدودة EURL يكون المساهم وحيد وأي رفع في رأس المال محدود بثروته الخاصة².

المطلب الثاني : التمويل الخارجي

يُعد التمويل الداخلي غير كاف لتغطية الاحتياجات المالية للمؤسسة، لذلك تضطر للجوء إلى مصادر خارجية، سنستعرضها في هذا المطلب.

الفرع الأول : الرفع في رأس المال نقداً لصالح المساهمين الجدد

بخلاف إصدار الأسهم لصالح المساهمين الموجودين أو الحاليين، يسبب إصدار أسهم لصالح المساهمين الجدد إزعاجات عديدة لمسير المؤسسة المصغرة TPE، يمكن ذكر حدود هذا التمويل مثل الدرجة العالية لعدم التماثل في المعلومات، ذوبان الأرباح و السيطرة، فضلاً عن غياب سوق مالي يتكيف مع هذه المؤسسات.

و قد أكد ل Mayers سنة 1984 أنه عندما يتصرف مسير المؤسسة لصالح المساهمين الموجودين سابقاً فهو لا يفتح رأس مالها للمساهمين الجدد إلا كآخر ملجأ، و يكون هذا الإثبات سهل التطبيق في حالة المؤسسات المصغرة غير التسييرية³ التي تمثل غالبية المؤسسات المصغرة TPE لأن المساهم الرئيسي يكون أيضاً مسير للمؤسسة و بالتالي فمن السهل تصور أنه يتصرف دوماً لمصلحته الخاصة. فإذا ما تم اتباع Mayers فإن

¹ -Ingrid BELLETTRE, **les choix de financement des très petites entreprises**, thèse de doctorat, université Lillenord deFrance, 2010, p. 179, 26/09/2013, <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00579822/document>

² -Ibid, p.180 .

³ - أي لا تعتمد في تسييرها على مسير غير مالك لخصص من أسهمها.

مسير المؤسسة الذي لديه توقعات إستثمارية جيدة سيرفض إصدار أسهم جديدة، لأنه يجب أن يتقاسم أرباح تلك المشاريع الإستثمارية مع المساهمين الجدد، بخلاف إذا ما كانت توقعات المؤسسة سيئة، فإنه سيحاول إصدار أسهم جديدة لأن ذلك سيكون مريح للمساهمين الحاليين (الموجودين). و بالتالي سيتجه سعر الأسهم للانخفاض عند الإعلان عن الرفع في رأس المال، مما يجعل اصدار الأسهم طريقة جد مكلفة للحصول على أموال إضافية. كما أن بعض الشركات تفضل عدم الاستثمار في مشروع ذو مردودية على أن تُصدر أسهم بأقل من قيمتها¹.

و تجدر الإشارة إلى أنه بعد الرفع في رأس المال، يتم تقسيم الأرباح على عدد كبير من الأسهم، مما يؤدي عادة إلى انخفاض ربح السهم الواحد BPA. وبالمثل، ولعل من أهم النتائج بالنسبة لمسير المؤسسة المصغرة غير التسييرية هي انخفاض نسبة السيطرة المرتبطة بكل سهم، وبالتالي فالمساهم ذو الأغلبية المسيير للمؤسسات المصغرة سيكون له حافز لاستخدام المصادر التمويلية الأخرى، إذا كان يرغب في الحفاظ على السيطرة واستقلالية مؤسسته. وعلاوة على ذلك قد يفضل مسير المؤسسة العائلية الحد من نمو شركته لتجنب مخطر فقدان السيطرة. غير أن هذا الشكل التمويلي يكون مستثنى تقريبا في السنوات الأولى من وجود المؤسسة المصغرة ولا يزال محدود.

في الواقع، كيف يتم تصور أحد المساهمين الخارجيين يرغب في الاستثمار في مؤسسة غامضة يسعى مسيرها للحفاظ على السيطرة؟ فالمساهم الجديد لا يمكنه أن يستثمر إلا في عدد محدود من الأسهم، وهذا ما يقلل كثيرا من قدرته على اتخاذ القرار. بالإضافة إلى عدم القدرة المتكررة للمساهم- المسير على إقناع المستثمرين المحتملين بجودة المعلومات التي يقدمها، فضلا عن ذلك يمكن أن تؤدي التنظيمات اللازمة المقيدة والمتعلقة بنشر المعلومات إلى الحالات التي تكون فيها التكاليف الإضافية المرتبطة بالحصول على المعلومات ومصداقيتها بالغة الأهمية.

و مع ذلك، تم إنشاء العديد من تدابير الإعفاء الضريبي لتشجيع المستثمرين على المشاركة في رأس مال بعض المؤسسات الصغيرة، مثل أموال مشتركة للتوظيف في الابتكار² FCPI، غير أن هذا الشكل التمويلي لا يزال يستخدم إلى حد ما لدى فئة المؤسسات المصغرة مقارنة بالمؤسسات المبتكرة les start-up. وفي الواقع، فإن

¹ - Ibid, p.183.

² - FCPI: Fonds Commun de Placement dans l'Innovation.

هذه المؤسسات ذات النمو القوي لها احتياجات معتبرة، وأحيانا يتوجب عليها اللجوء إلى وسائل خارجية أخرى للتمويل مثل رأس المال المخاطر venture capital أو les business angels¹.

تقوم تقنية التمويل برأس المال المخاطر على أساس المشاركة، حيث يُموّل المشارك -المتمثل في شركة رأس المال المخاطر- المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه، وبذلك فهو يخاطر بأمواله؛ فهذه التقنية تساعد أكثر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة أو التوسعية التي تواجه صعوبات في هذا المجال، حيث أن النظام المصرفي يرفض منحها القروض نظراً لعدم توفر الضمانات، و يتحمل المخاطر(المستثمر) كلياً أو جزئياً الخسارة في حالة فشل المشروع الممول، و من أجل التخفيف من حدة المخاطر فإن المشارك لا يكتفي بتقديم النقد فحسب بل يساهم في إدارة المؤسسة بما يحقق تطورها ونجاحها².

وتجدر الإشارة إلى أنه بخلاف المؤسسات المصغرة الأمريكية، فالمؤسسات المصغرة الفرنسية لا تملك سوقاً مالياً متخصص لها، فضلاً على ذلك ينجم عن اللجوء إلى سوق رأس المال تحمل تكاليف للمعاملات ثابتة ومتغيرة والتي تشكل عائقاً أمام دخول المؤسسات الصغيرة. كما أن عملية الرفع في رأس المال تخضع لقيود الشكل القانوني؛ فعلى سبيل المثال المؤسسة ذات الشخص الوحيد و ذات المسؤولية المحدودة EURL لن تتمكن من القيام بهذا النوع من الرفع في رأس المال دون التغيير المسبق في القانون الأساسي، والذي قد يتوافق مع حدث قاهر ونادر في هذا النوع من المؤسسات. ولذلك يبدو أن اللجوء إلى المساهمين الجدد معقّد ومكلف ومحفوف بالمخاطر بالنسبة للمستثمر كما بالنسبة لمسير المؤسسة المصغرة³.

الفرع الثاني : التمويل عن طريق الاستدانة

تُعد الاستدانة مصدراً تمويلياً تعتمد عليه المؤسسة، نظراً لما توفره من أشكال بحسب طبيعة قروض و آجال استحقاقها. سنخصص هذا المبحث لعرض التمويل بالاستدانة طويلة ومتوسطة وقصيرة الأجل.

1- الاستدانة متوسطة وطويلة الأجل :

تندرج ضمن الاستدانة متوسطة وطويلة الأجل كل من القروض متوسطة وطويلة الأجل والسندات والاعتماد الإيجاري.

¹ - Ibid, p.184.

² - بريش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة حالة شركة SOFINANCE، مجلة الباحث، العدد05، جامعة ورقلة، 2007، ص 7(بتصرف).

³ - Ibid, p.184-185.

1-1- القروض متوسطة وطويلة الأجل :

يُعرّف القرض على أنه عقد بين المقرض و المقرض يقدم بموجبه هذا الأخير مبلغاً من المال و يلتزم المقرض بإعادة المبلغ المقرض في مواعيد محددة، بموجب دفعات متفق على قيمتها بالإضافة إلى الفوائد. وتحصل المؤسسة على هذه القروض من البنوك و المؤسسات المالية المتخصصة في الموارد المالية طويلة الأجل، من خلال التفاوض المباشر معها و الذي يحدد نوع الشروط فيما إذا كانت حقيقية أو مُشدّدة¹.

و يتضمن عقد القرض جملة من الشروط تُفرض على المؤسسات المستفيدة ومنها :

- قيمة القرض و معدل الفائدة المستحقة عليه و تاريخ استحقاقه؛
- أوجه الاستخدام التي سيخصّص لها القرض² لمراقبته من خلال فحص مخططات الإنتاج؛
- إمكانية طلب ضمانات لقاء منح القرض و ذلك حسب متانة المركز المالي³؛
- شروط تحد من حرية المؤسسة في توزيع الأرباح، الاستثمار و زيادة الاستدانة للحفاظ على وضع مالي سليم.

و قد يتضمن شروط لحماية المقرضين كعدم السماح للمقرض باقتراض مبالغ جديدة إلا بموافقة مُسبقة من المقرضين. و يتم تسديد القروض على عدة أقساط قد تكون متساوية أو متغيرة دورياً، و قد تكون بموجب دفعة واحدة تُستحق في نهاية فترة القرض⁴. وفي كل الأحوال تدفقات الخزينة المستقبلية للمشروع أو الأصل المراد تمويله، هي التي تُحدّد نمط التسديد⁵، حيث تفوق فترة استحقاق القروض طويلة الأجل السبع سنوات، في حين تفوق مدة استحقاق القروض متوسطة الأجل السنة على أن لا تتعدى سبع سنوات. فالدافع الرئيسي للاقتراض متوسط و طويل الأجل هو تأمين التمويل اللازم للمؤسسة، و تلجأ المؤسسات إليه للمبررات التالية:

- عدم إمكانية طرح أسهم جديدة أو عدم كفاية التمويل الذاتي؛
- ضعف الطلب في السوق المالي و احتمال عدم تغطية الإصدار؛
- عدم تأثير الاقتراض في السيطرة الحالية على إدارة المؤسسة؛
- يمكن استخدامه في تمويل الأصول الثابتة⁶؛
- يوفر للمؤسسة المرونة من خلال إمكانية تغيير بنود العقد بشكل مباشر في حالة حدوث تغيرات في الظروف الاقتصادية، مما يستدعي تغيير تلك الشروط؛

¹ - مفلح عقل، مرجع سبق ذكره، ص 118- 119 (بتصرف).

² - عاطف وليم أندراوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص 387 (بتصرف).

³ - عدنان تايه النعمي، ياسين كاسب الحرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 169 (بتصرف).

⁴ - مفلح عقل، مرجع سبق ذكره، ص 119 (بتصرف).

⁵ -Alain Burlaud, Annaïck Guyvarc'k, Arnaud Tavron, **Finance, Applications et cas corrigés**, Sup Foucher, Paris, 2008/2009, p.88

(بتصرف).

⁶ - نفس الموضوع.

- تتصف إجراءاته بالسهولة و البساطة النسبية، بما يمكّن المؤسسة من الحصول على احتياجاتها بسرعة¹؛
 - قد يوفر مصدراً للوفاء قصير الأجل؛
 - تكلفته أقل من إصدار الأسهم؛
 - تكلفته تُخفّض من الربح الخاضع للضريبة، مما يسمح بتحقيق وفر ضريبي.
- إلا أنه قد تواجه المؤسسة في بعض الأحيان بعض النصوص في أنظمتها أو في اتفاقيات الاقتراض تحدد مقدار ما تستطيع أو ما يمكن اقتراضه، فضلاً عن محدودية قدرتها على السداد و عدم وجود ضمانات كافية² لديها.

2-1- القرض السندي :

تتجه المؤسسات إلى البنوك لإصدار قرض سندي، والذي يُعد قرضاً طويل الأجل، يتم بواسطة إصدار عام لأوراق مالية تكون قابلة للتداول بالبيع والشراء، وهو ما يُعرف بالسندات، وتوجد عدة أنواع من السندات نذكر منها:

1-2-1- السندات العادية :

يُعرّف السند على أنه أصل مالي يعطي الحق لحامله في الحصول كل سنة على كوبون Coupon ثابت أو متغير³ مقابل إقراض مبلغ من المال، يكون بذلك حامل السند دائناً للمؤسسة. فهو ورقة قابلة للتداول في السوق المالي يمكن تصفيتها في أي وقت قبل تاريخ استحقاقها⁴. يكون للسند قيمة اسمية تحسب على أساسها العوائد الدورية في شكل كوبونات، وتمثّل هذه الأخيرة كنسبة من القيمة الاسمية و تحسب بضرب معدل الفائدة الاسمي في القيمة الاسمية⁵ كما يلي :

$$C = VN \times i \dots\dots (1- 8)$$

حيث :

C : الكوبون؛ VN : القيمة الاسمية؛ i : معدل الفائدة الاسمي؛

و كونه محل تداول في السوق المالي، فله قيمة سوقية تُحدّد بناءً على المقارنة بين سعر الفائدة المسجل على السند و العائد المطلوب عليه في السوق لتكون هناك ثلاث حالات :

إذا كان سعر الفائدة أكبر من العائد المطلوب على السند، فإن السند يباع بعلاوة تسمى علاوة التسديد، وتكون القيمة السوقية أكبر من القيمة الاسمية، تحسب هذه العلاوة كما يلي⁶ :

¹ - عاطف وليم أندروس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص 387 (بتصرف).

² - مفلح عقل، مرجع سبق ذكره، ص 120 (بتصرف).

³ -Patrick navette, *Instruments et Marchés financiers*, édition management, Paris, 1992, p.21.

⁴ - عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية الجديدة، إسكندرية، مصر، 2002، ص 394 (بتصرف).

⁵ -Daniel Sopel, Op.Cit., p. 221.

⁶ -Ibid, p. 222.

$$PR = P_xR - P_xE.....(1- 9)$$

حيث : P_xR : سعر التسديد؛ P_xE : سعر الإصدار؛

أما إذا كان سعر الفائدة على السند أقل من العائد المطلوب عليه، فسيباع السند بخصم، حيث تكون القيمة السوقية أقل من القيمة الإسمية.¹ و في الحالة التي يتساوى فيها سعر الفائدة على السند مع العائد المطلوب، تتساوى القيمتين الاسمية و السوقية ليباع بالقيمة الاسمية. و من خلال هذه المقارنة يتمكّن حامل السند من تحقيق فوائض أو خسائر في القيمة. وللإشارة، تتحدد القيمة السوقية للسند على ضوء درجة المخاطر التي يتعرض لها حامله، والتي تتوقف بدورها على المركز المالي للمؤسسة² وكذا الظروف الاقتصادية السائدة والتي من أهمها سعر الفائدة، بحيث يتطور سعر السند بعلاقة عكسية مع معدل الفائدة.³

وتتمثل أهم مزايا السندات العادية فيما يلي:

- تكون تكلفتها منخفضة مقارنة بالأسهم العادية و الممتازة؛
- فوائدها قابلة للخصم من وعاء الضريبة على أرباح الشركات و ذلك بخلاف التوزيعات، مما تحقق وفراً ضريبياً؛
- تُمكن المساهمين القدامى من الاحتفاظ بسيطرتهم على قرارات المؤسسة⁴؛
- تحقق المرونة للمؤسسة من خلال شرط الاستدعاء⁵ للسندات القديمة و إحلالها بسندات جديدة ذات معدل فائدة منخفض⁶.

أما عن عيوبها فهي كما يلي⁷:

- تمثل السندات تكلفة ثابتة على المؤسسة المستدينة، تؤدي إلى تعريضها إلى مخاطر كبيرة إذا كانت إيرادات المؤسسة متقلّبة، فقد يحدث في بعض الحالات عجز عن الوفاء بتلك الالتزامات الثابتة؛
- يخضع إصدارها إلى بعض القيود القانونية و الالتزامات التعاقدية تحد من الاستدانة.

¹ - خلدون الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص 61 (بتصرف).

² - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 562 (بتصرف).

³ - (بتصرف) John Murphy, *l'analyse technique des marchés financiers*, Valor édition, Hendaye, 2003, p.467.

⁴ - عاطف وليم أندراوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص 381-382 (بتصرف).

⁵ - مفلح عقل، مرجع سبق ذكره، ص 121 (بتصرف).

⁶ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 563 (بتصرف).

⁷ - مفلح عقل، مرجع سبق ذكره، ص 121-122 (بتصرف).

2-1-2- السندات القابلة للتحويل للobligations convertibles :

تعطي لحاملها الحق في تحويل السندات إلى عدد من الأسهم خلال فترة محددة و بشروط ثابتة¹ في عقد الإصدار، فهي سند عادي مُصاحب لخيار التحويل إلى أسهم عادية²، حيث تُكسب حاملها صفة دائن للمؤسسة، طالما لم يتم استبدال هذه السندات بأسهم، أما إذا تم التحويل فتلغى تلك السندات و تتداول الأسهم المستبدلة بها في سوق الأوراق المالية، ليصبح حاملها مالكا للمؤسسة. و تكمن المزايا الأساسية لهذا النوع من التمويل فيما يلي :

- توفر للمؤسسة أموال اقتراض في الوقت الذي تكون فيه غير قادرة على إصدار سندات عادية، بسبب وضعيتها أو لظروف في السوق³؛
- طالما لم يتم تحويل السند، فإن فوائده هي مصاريف قابلة للخصم تُحقق الاقتصاد في الضريبة بخلاف التوزيعات⁴؛
- تكون تكلفتها أقل نسبيا من السندات العادية و أكثر المؤسسات استفادة من هذه الميزة تلك التي تكون في بداية حياتها الإنتاجية و في مرحلة النمو⁵؛
- تمكّن هذه السندات بعد تحويلها، من إصدار أسهم بسعر أعلى من السعر الذي تحدده المؤسسة في حالة الرفع في رأس المال مباشرة، مما يؤدي إلى تخفيض في التكلفة الظاهرة للأسهم؛
- يوفر التحويل ميزة رئيسية مثلة في استبدال الاستدانة بالأموال الخاصة⁶ والتي من شأنها أن تعزز الهيكل المالي، لكن لا يترتب عليه أي تدفق نقدي داخل المؤسسة؛
- يجنّب تحويلها إلى أسهم تسديد القرض⁷.

أما عن حدود هذه السندات، فتتمثل في :

- يؤدي تحويل السندات القابلة للتحويل إلى زيادة عدد الأسهم في السوق، مما يؤدي إلى انخفاض الربحية والقيمة السوقية للأسهم العادية و الذي يُعرف بأثر الذوبان dilution⁸ يترتب على ذلك مخاطر لحملة

¹ - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003-2004، ص 469 (بتصرف).

² -Richard Brealey, Stewart Myers, Franklin Allen, **Principes de gestion financière**, 8^{ème} édition, Pearson, Paris, 2006, p.394(بتصرف) .

³ -Pierre conso, Farouk Hemici, Op.Cit., p. 451(بتصرف) .

⁴ -Jack Forget, **Financement et rentabilité des investissements**, édition d'organisation, Paris, 2004, p. 116(بتصرف) .

⁵ - محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري و التطبيقات العملية، الطبعة السادسة، دار وائل، عمان، الأردن، 2013، ص 230(بتصرف).

⁶ - Olivier Picon, **La bourse des mécanismes, gérer son portefeuille, réussir ses placements**, Delmas, 14^{ème} édition, Paris, 2000, p.70 (بتصرف).

⁷ -Pierre Ramage, **Finance de marché**, édition d'organisation, Paris, 2002, p.55(بتصرف) .

⁸ -Roland Gillet, Hubert de la Bruslerie, **les conséquences de l'émission d'obligations convertibles : dilution et/ou restructuration financière?**, Article, Universitaire, Paris1 -Pantehón - Sorbonne, Version 29/03/04, p.18, 24/05/2010, http://www.u-cergy.fr/AFFI_2004/IMG/pdf/GILLET.pdf

السندات السابقين - بعد أن أصبحوا مساهمين - قد يتم تعويضهم بجعل المساهمين القدامى يتخلّون عن حقوقهم- التفضيلية - في أولوية الاكتتاب¹؛
 - يمكن أن يمتد قرار التحويل و الرفع النهائي لرأس المال إلى عدة سنوات و ذلك لما يتميز به هذا القرار من حالة عدم التأكد²؛
 - عدم ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي إلى مستوى يشجع المستثمرين على التحويل خلال الفترة المحددة، قد يُفهم من قبل المتعاملين في السوق على أنه مؤشر على انخفاض مستوى أداء المؤسسة، و هذا ما يترك أثرا سلبيا على قدرتها في تدبير موارد مالية مستقبلا³؛

كما أن أهم انتقاد يوجه إلى هذا النوع من التمويل، هو تلك الإجراءات الإدارية المعقّدة و التكاليف المترتبة على ذلك، وكذا المشاكل القانونية الناتجة عن معاملة حاملي هذه السندات القابلة للتحويل كمساهمين، من خلال إعطائهم حق الاكتتاب مباشرة في أي زيادة تحدث أثناء فترة التحويل⁴، مما يؤدي إلى عدول المؤسسة عن اللجوء إلى هذا الأسلوب.

1-2-3- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم جديدة أو موجودة OCEANE * :

تسمح هذه السندات التي سيتم تحويلها من قبل المؤسسة برغبة من المكتتب فيها، بالاختيار بين إصدار أسهم جديدة أو إرجاع الأسهم المحتفظ بها سابقا إلى المحفظة نتيجة عمليات إعادة شراءها⁵. و بصفة عامة يشكّل التحويل المعتبر الذي قد تقوم به المؤسسة خطر ذوبان رأسمالها، إلا أن اللجوء إلى هذه السندات من شأنه أن يجنبها هذا الخطر، من خلال تخصيص أسهم معاد شرائها مسبقا من السوق⁶، تمثّل هذه السندات أسلوب تمويل هجين و هام أساسا، بحيث تكون مُفضّلة من قبل مجموعات عديدة⁷ وذلك لما تتمتع به من إمكانية تسديد المستثمرين، ليس فقط عن طريق إصدار أسهم جديدة، بل بأسهم موجودة من قبل⁸.

¹ - (بتصرف) Paul-Jacque, Lehman, Op.Cit., p. 20.

² - (بتصرف) Jack Forget, **Financement et rentabilité des investissements**, Op.Cit., p. 117.

³ - عبد النافع الزدي، غازي فرج، مرجع سبق ذكره، ص 80 (بتصرف).

⁴ - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 468 (بتصرف).

* - les obligations convertibles en actions nouvelles ou existantes.

⁵ - Alain Burlaud, Annaick Gujvarc'h, Arnaud Thauvron, 2007/2008, Op.Cit., p.186 (بتصرف).

⁶ - H. Bourachot G. Renouard, J. LRettel, Montoussé, Op.Cit., p.103 (بتصرف).

⁷ - الشركة الأم وفروعها.

⁸ - (بتصرف) George Legros, Op.Cit., p. 157.

1-2-4- السندات القابلة للاستبدال **OE** : les obligations échangeables

تختلف هذه السندات عن السندات القابلة للتحويل في كون الأسهم المكتتب فيها، يجب أن تكون مصدرية في نفس الوقت مع القرض، و ممتلئة من قبل الغير الذي يكون بصفة عامة بنكاً¹، تسدد هذه السندات بأسهم مؤسسة أخرى و عموماً تكون من نفس المجموعة (الشركة الأم و فروعها)².

1-2-5- السندات التي تسدد بأسهم **(ORA)** *

تكون هذه السندات محوِّلة تلقائياً إلى أسهم عند تاريخ استحقاقها، بالتالي لا يترتب عليها أي تدفق نقدي ولا تتيح لحاملها خيار التحويل³، بل وأن عدم تحويلها لا يُشكّل خطراً على المؤسسة المصدرة لها. وبالنسبة للمكتتب فيها لا يكون سعر سدادها معروفاً مسبقاً⁴.

1-2-6- السندات بقسيمة الاكتتاب في أسهم **OBSA** ** :

هي سندات تُصدرها المؤسسة بمعدلات منخفضة نسبياً وبتاريخ استحقاق محدد، مصحوبة بقسيمة تعطي الحق لحاملها في شراء عدد من أسهم المؤسسة مستقبلاً⁵، و تتمثل مزايا هذا النوع من التمويل بالنسبة للمؤسسة للمؤسسة فيما يلي :

- يسمح تنفيذ القسيمة من توفير الموارد المالية المطلوبة - لمرحلة النمو- أو جزءاً منها على الأقل، بحيث توضع تحت تصرف المؤسسة نقداً⁶، و يتوقف هذا على حاجة المؤسسة إلى الأموال و هو ما لا تحققه السندات القابلة للتحويل **OC**⁷؛
- تكون تكلفتها منخفضة مقارنة بتكلفة الأسهم العادية⁸.

أما بالنسبة للمستثمر تعتبر أكثر مرونة من السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، حيث تمكنه من بيع السند بعد تنفيذ الحق.

¹ - (بتصرف) Paul-Jacque, Lehman, Op.Cit., p. 20.

² -Alain Burlaud, Annaick Gujvarc'h, Arnaud Thauvron, Op.Cit., 2007/2008, p.186.

* -les obligations remboursables en actions

³ -Frederic S. Mishkin, **Monnaie, Banque, Marchés financiers**, Pearson éducation, Paris, 2007, p. 484 (بتصرف).

⁴ -Alain Burlaud, Annaick Gujvarc'h, Arnaud Thauvron, Op.Cit., 2007/2008, p.186.

** -les obligations à bons de souscription d'action.

⁵ - يمثل المبلغ المقابل للحصول على هذه القسيمة في الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء سند بقسيمة و القيمة السوقية لسند بدون قسيمة.

⁶ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 658 (بتصرف).

⁷ - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 478 (بتصرف).

⁸ - عاطف وليم أندراوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص 384 (بتصرف).

أما عن عيوب هذه السندات، فتتمثل في :

- بقاء هذه العملية عشوائية¹ لأن المؤسسة لا يمكنها التنبؤ بتنفيذ هذا الحق من طرف حامل هذه القسائم كونه يخضع إلى ظروف السوق خلال فترة التنفيذ و التي قد تطول؛
 - يترك تنفيذ الحقوق أثرا عكسيا (أثر الذوبان) على ربحية السهم²؛
 - يشكّل إصدارها قيودا شديدة على المؤسسة، مما يجبرها على أن تُدافع على مصالح حاملي حقوق الأولوية في الاكتتاب³؛
 - عند مقارنة تكلفة السندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم بتكلفة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، نجد أن الأموال الإضافية التي تأتي للمؤسسة من تنفيذ حقوق الشراء هي أموال خاصة، لأنها تعني بيع أسهم بسعر محدد مقابل قيمة ذلك الحق، فكلما كانت الأموال المتأتية من هذا المصدر كبيرة كلما زادت تكلفة الأموال الخاصة. و يستخلص من ذلك أن السندات بقسيمة الاكتتاب في أسهم، في حد ذاتها مكلفة كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم⁴.
- وتجدر الإشارة إلى أن كل من السندات القابلة للتحويل OC والسندات بقسيمة الاكتتاب في أسهم OBSA و السندات التي تسدد بأسهم ORA هي أوراق هجينة تعد حولا بديلة للاختيار الثنائي بين الإستدانة من جهة و الرفع في رأس المال⁵ من جهة أخرى.

1-3-3-1-3-1-3-1 الاعتماد الإجاري :

1-3-3-1-3-1-3-1 تعريف الاعتماد الإجاري :

يُعرّف الاعتماد الإجاري على أنه " عقد يلتزم بموجبه المستأجر بدفع مبالغ محددة في مواعيد متفق عليها لمالك أصل من الأصول، لقاء انتفاع الأول بالخدمات التي يقدمها الأصل المستأجر لفترة معينة"⁶. كما يُعرّف على أنه عقد إيجار مع خيار الشراء لأصل منقول أو عقار بسعر محدد مسبقا⁷ خلال فترة محددة. فهو تقنية تسمح للمؤسسة من استخدام أصل دون الالتزام بشرائه عن طريق أموالها الخاصة أو الاستدانة. بحيث تهدف معظم المؤسسات إلى استخدام المباني و المعدات و غيرها و ذلك ليس بهدف امتلاكها⁸.

¹ -Pierre Conso, Farouk Hemici, Op.Cit., p. 452.

² - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 659 (بتصرف).

³ -Idem.

⁴ - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 479 (بتصرف).

⁵ -Olivier Meier, Guillaume Seheir, **Fusion Acquisitions**, 2^{ème} édition, Dunod, Paris, 2006, p.167-168 (بتصرف).

⁶ - دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2009، ص 410 (بتصرف).

⁷ -Alain Burlaud, Arnaud Thauvron, Annaick Gujvarc'h, 2007/2008, Op.Cit., p.178.

⁸ - جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللحلح، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2006، ص 319 (بتصرف).

- و توضح عقود الإيجار الظروف و الشروط الخاصة به و التي من بينها¹ :
 - مدة الإيجار و مبلغ أقساطه و مواعيد تسديدها؛
 - مسؤولية الأطراف عن تكلفة الصيانة و التصليح للأصول المستأجرة؛
 - امتيازات إمكانية إلغاء عقد الإيجار؛
 - الاختيار في حالة وجوده لشراء الأصل في نهاية مدة الإيجار..

1-3-2- أنواع الاعتماد الإيجاري :

نميز بين نوعين رئيسيين للإيجار ممثلان في :

1-3-2-1- الإيجار التشغيلي :

يتميز هذا النوع من الإيجار بما يلي :

- مدته أقل من العمر الاقتصادي للأصل؛
- لا تتحمل المؤسسة مصاريف صيانة الأصل؛
- يُمكن إلغاء عقد الإيجار قبل التاريخ المحدد لانتهائه، مما يسمح للمؤسسة بإرجاع الأصل في الحالات التالية :

- حالة تقادم الأصل بفعل عوامل التطور التكنولوجي²؛
- حالة انتهاء حاجة المؤسسة للأصل³؛

1-3-2-2- الإيجار المالي :

يختلف عن سابقه في ثلاثة جوانب :

- يستمر لمدة طويلة تُمدد حتى نهاية العمر الاقتصادي للأصل؛
- تتحمل المؤسسة مصاريف الصيانة و تدفع تكاليف التأمين و الضرائب إذا كان الأصل عقارا⁴؛
- لا يمكن إلغائه؛

يرتبط أي خيار بالنسبة للمؤسسة في نهاية مدة الإيجار، بشكل وثيق بالقيمة السوقية العادلة المتوقعة للأصل⁵. تتم عملية الاعتماد الإيجاري بين ثلاثة أطراف هي : المؤسسة طالبة التأجير، مؤسسة الاعتماد الإيجاري (المؤجر)، المورد.

¹ - عدنان النعيمي، ياسين الخرشنة، مرجع سبق ذكره، ص 179 (بتصرف).

² - عاطف وليم أندراوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص 389 (بتصرف).

³ - Idem.

⁴ - مفلح عقل، مرجع سبق ذكره، ص 129 (بتصرف).

⁵ - عدنان النعيمي، ياسين الخرشنة، مرجع سبق ذكره، ص 178 (بتصرف).

حيث تختار المؤسسة للأصول شروطاً محددة تفي بمتطلباتها و تبدأ بالتفاوض بشأنها، إلى جانب شروط السعر والتسليم مع موردي الأصول، التي ترغب في استئجارها و مع تحديد هذه الشروط والاتفاق بشأنها مع المورد، تبدأ المؤسسة في الدخول في مرحلة تفاوض جديدة مع مؤسسة الاعتماد الإيجاري، وعند الاتفاق على تلك الشروط تطلب المؤسسة من المؤسسة المؤجّرة شراء الأصول محل عقد الإيجار من المورد وعندما يتم شراء الأصول، تبدأ المؤسسة في تنفيذ عقد الإيجار¹.

1-3-3- مزاي و حدود الاعتماد الإيجاري :

للاعتداع الإيجاري عدة مزايا نوردها كما يلي :

- يسهّل التمويل بالأصول الضرورية لنمو المؤسسات خاصةً الصناعية²، إذ يُعطي تمويل الأصول بنسبة 100%³؛
- يوفر المرونة التشغيلية، بحيث يمكن المؤسسات من تغيير أصولها بتكلفة مناسبة، استجابة للتغيرات التي قد تطرأ على تقنية الإنتاج و حاجات التسويق، بإرجاع الأصول من خلال إمكانية إلغاء عقد الإيجار التشغيلي؛
- تخفيض مخاطر إفلاس المؤسسات الجديدة، خاصة عندما تنخفض درجة التأكد من الطلب المتوقع على منتجاتها⁴؛
- تكلفته ثابتة لا تتغير بتغير سعر الفائدة⁵، بحيث ترتبط مباشرة باستخدام الأصل و تحقق الاقتصاد في الضريبة كونها مصاريف قابلة للخصم؛
- لا يُعدّل من تركيبة استئدانة المؤسسة و لا حصتها من الأموال الخاصة، فهو لا يظهر في ميزانية المؤسسة، مما يزيد من إمكانياتها على الاقتراض و يسمح من احتجاز أموالها الخاصة لاستخدام آخر⁶؛
- يجنّب بعض الشروط التي قد يفرضها مقدمو الأموال في البدائل الأخرى، مثل تحويل الديون إلى الأموال الخاصة، كما هو الحال في السندات القابلة للتحويل و قيود الحصول على توزيعات الأرباح و وضع الشروط الرقابية و غير ذلك⁷؛
- يحافظ على الاستقلالية المالية للمؤسسة⁸؛

¹ - عاطف وليم أندراوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص 390(بتصرف).

² -Khalil Faghali, *Le crédit-bail, outil stratégique de financement, Analyse de la situation libanaise*, libanaise science journal, Vol 8 № 2, 2007, p. 183 (بتصرف) , 02/12/2010, <http://www.cnrs.edu.lb/info/feghali.pdf>

³ -Alain Burlaud, Arnaud Thauvron, Annaick Gujvarc'h, 2007/2008, Op.Cit., p.178(بتصرف) .

⁴ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 410 (بتصرف).

⁵ - مفلح عقل، مرجع سبق ذكره، ص 131(بتصرف).

⁶ -Pierre Conso, Farouk Hemici, Op.Cit., p. 462(بتصرف) .

⁷ - عدنان النعيمي، ياسين الخرشنة، مرجع سبق ذكره، ص 179 (بتصرف).

⁸ -Ibid, p. 462.

- يتميز في كثير من الحالات بالسرعة و سهولة الحصول عليه¹؛
- يوفر المرونة في هيكله أقساط الإيجار، حيث يمكّن المؤسسة من الربط بين تلك الأقساط و التدفقات النقدية المتحققة عن الأصل المستأجر².
- أما عن عيوبه، يعاني الاعتماد الإيجاري من بعض المحددات :
 - تكلفته مرتفعة نسبيا مقارنة بالاقتراض³؛
 - سهولة الحصول عليه يمكن أن تؤدي بالمؤسسة إلى تحقيق استثمارات ذات مردودية ضعيفة أو غير أكيدة⁴؛
 - خسارة القيمة المتبقية من قيمة الأصل، عند شراءه بعد انتهاء مدة العقد⁵؛
 - له طابع الدين من الدرجة الأولى في حالة عدم القدرة على الدفع، بحيث يسمح للجهة المؤجّرة (مؤسسة الاعتماد الإيجاري) من إشهار إفلاس المؤسسة المستأجرة⁶.

و اعتباره تمويل خارج الميزانية، جعل من المعايير المحاسبية الدولية تخصّص له معالجة في المعيار الدولي رقم IAS17، ليسجل ضمن الأصول الثابتة، بحيث تضاف أقساط الإيجار إلى الاستثمارات الصافية و في جانب الخصوم تُدرج الأقساط التي لم تُسدّد ضمن الديون البنكية و المالية.

2- الاستدانة قصيرة الأجل :

تلجأ المؤسسة إلى التمويل البنكي لتغطية احتياجاتها المالية الضرورية لدورة استغلالها، والذي يكون في شكل اعتمادات خزينة أو تعبئة لحقوق الاستغلال ؛ بالإضافة إلى قرض الموردين سنستعرض هذه الأشكال، ثم نبين مميزات و حدود كل نوع منها.

2-1- اعتمادات الخزينة :

تتجه المؤسسات في تمويل الاحتياج في رأس مالها العامل إلى اعتمادات الخزينة، التي تأخذ عدة أشكال يقدمها البنك، قد تكون غير مخصّصة لاحتياجات معينة قصيرة الأجل، مثل تسهيلات الصندوق و السحب

¹ - Alain Burlaud, Arnaud Thauvron, Annaick Gujvarc'h, 2007/2008, Op.Cit., p.178.

² - نفس الموضوع.

³ - Jack Forget, **Financement et rentabilité des investissements**, Op.Cit., p. 121 (بتصرف).

⁴ -Alain Burlaud, Arnaud Thauvron, Annaick Gujvarc'h, 2007/2008, Op.Cit., p.178.

⁵ - المرجع السابق، ص 180 (بتصرف).

⁶ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 412 (بتصرف).

على المكشوف أو موجهة لتمويل احتياجات محددة¹، مثل الاعتماد الموسمي و التسبيقات على البضائع والمخزون.

1-1-2- تسهيلات الصندوق :

يخصص لتغطية عجز خزينة المؤسسة الناتج عن التباعد الزمني بين آجال تحصيلات الاستغلال و آجال تسديد النفقات، بحيث يسمح البنك بإبقاء حساب المؤسسة لدينا في حدود سقف، يتمثل في رقم أعمالها الشهري كأقصى تقدير، تتراوح مدته من بضعة أيام إلى شهر، ويجب عليها أن تستخدمه بشكل مناسب لتفادي تحويله إلى السحب على المكشوف بشكل دائم. يوفر هذا النوع من الائتمان المرونة، كونه يسمح للمؤسسة من استخدامه تبعاً لاحتياجاتها، ينتج عنه مصاريف مالية في شكل آجيو Agio، تُفرض إلاً على المبلغ الفعلي المستخدم خلال فترة الحساب المدين².

2-1-2- السحب على المكشوف :

هو اتفاق مُسبق بين البنك و المؤسسة، يمكّنها من سحب مبلغ يفوق ما لديها من رصيد دائن في حسابها الجاري³. وتتراوح مدة الانكشاف من أسابيع إلى سنة، على أن يستخدم في حدود سقف على الأقل 10% من مجموع الائتمان قصير الأجل⁴. و بصفة عامة يكون مرخصاً فقط للمؤسسات التي تبدو قادرة على استعادة استعادة توازن خزنتها، من خلال تحقيقها لأرباح إضافية تدعم رأس مالها العامل.

3-1-2- الاعتماد الموسمي :

يُنح للمؤسسات التي يتميز نشاطها بالموسمية و الذي تسجل خلاله احتياجاً ناتجاً عن التباعد الزمني بين مراحل التمويل، الإنتاج، البيع و التحصيل، بحيث لا تتمكن من تغطيته، فتلجأ إلى البنك للاستفادة من قرض⁵ قرض⁵ تتراوح مدته من بضعة أشهر إلى سنة.

4-1-2- تسبيقات على البضائع :

و هو اعتماد يشتمل على تمويل مخزون بضاعة، في مقابل ذلك يحتجز البنك جزءاً من مخزونها كضمان له.

¹ -Necib Rejem, *La gestion financière à court terme*, Dar El-oulom Annaba, Algérie, 2005, p.84(بتصرف).

² -Ibid, p101-102.

³ - عبد الستار مصطفى الصباح، سعود جايد العامري، الإدارة المالية، أطر نظرية و حالات عملية، ط3، دار وائل، عمان، الأردن، 2007، ص 247(بتصرف).

⁴ - Ibid, p.102.

⁵ - Ibid, p.103.

2-1-5-تسيقات على المخزون :

يقدم على شكل تسيق على الحساب لجزء من مخزونات المواد الأولية و المنتجات التامة أو مواد تغليف في انتظار تحويلها أو بيعها، و التي يجب أن تمثل نسبة تتراوح بين 60 إلى 70% من المبلغ الإجمالي، تسدد خلال مدة قصيرة¹.

2-2-الإتمادات البنكية التجارية :

تتمثل في تعبئة حقوق الاستغلال و تضم ما يلي :

2-2-1-الخصم :

يسمح الخصم المتعلق بالحقوق التجارية للمؤسسة سواء كانت سفتجة أو سنداً لأمر، من تحصيل الأموال قبل تسديد عملائها لمستحقاتهم. و ذلك لمواجهة احتياجاتها المحتمل للتمويل أو عندما تعرف صعوبة عابرة على مستوى خزيتها، يتم خصم الورقة على مراحل تبدأ بوضع المؤسسة لتلك الورقة التي تم تظهيرها من قبل عميلها لدى البنك، ليقوم هذا الأخير بتقيد حساب المؤسسة في جانبه الدائن بمبلغ الورقة بعد خصم مكافأته المتمثلة في الآجيو Agio. و عند الاستحقاق، يتحصل البنك على المبلغ مباشرة من العميل.

كما أن المؤسسة لا تلجأ إلى خصم الورقة إلا إذا كان تاريخ استحقاقها يقل أو يعادل مدة 90 يوم، بل ولا يمكنها القيام به إذا تجاوز مبلغا محددًا أو إذا رفض البنك خصم بعض الأوراق، التي يكون مخطر عدم سدادها كبيراً².

2-2-2-اعتماد تعبئة الحقوق التجارية CMCC :

نظراً لما تحمله عملية الخصم من إجراءات إدارية متكررة لكل ورقة محل الخصم، استُحدثت تقنية مُبسطة تمكن المؤسسة من تعبئة حقوقها بإصدارها سند لأمر لصالح البنك يخضع إصداره إلى ثلاث شروط³:

- يجب أن يجمع هذا السند الأوراق كلها أو جزءاً منها، بحيث تكون تواريخ استحقاقها متقاربة ولا تتجاوز 10 أيام؛
- أن تكون الأوراق مُصدرة بعد فويرة التسليمات أو الأداءات، حتى يُمكن تجميعها في السند؛
- تكون مدة استحقاق هذا السند لأمر المجمع للحقوق في 90 يوم منذ تاريخ إصداره.

¹ - Ibid, p.104.

² - L. Honoré, Op.Cit., p. 86(بتصرف) .

³ -Patrice Vizzavona, *Gestion financière*, 9^{ème} édition, Berti, Alger, 1999, p. 266(بتصرف) .

و في جميع الأحوال لا يمكن أن يقع تاريخ استحقاقه لأكثر من 120 يوم من تاريخ التسليم أو الأداء لأقدم ورقة مُعبَّئة من هذا السند. تقوم المؤسسة بخصم السند لأمر لدى البنك الذي يسدد لها مبلغه بعد اقتطاع الآجيو. و عند تاريخ استحقاقه تُسَدَّد المؤسسة مبلغه إلى البنك بعد أن تكون قد حصَّلت تلك الأوراق من عملائها، بخلاف الخصم العادي الذي يتحصل البنك على مبلغه من عملاء المؤسسة.

2-2-3- طريقة Daily :

هي عملية لتعبئة الحقوق تقدم مزايا هامة للمؤسسة، بحيث تُمكنها من التمويل قبل نشوء الحق على عملائها، فعند تلقيها لطلبية مُثبتة و أكيدة، يمكن للبنك أن يقوم بتمويلها و تعد تلك الطلبية كضمان له، بالتالي تجري عمليات التصنيع و التسليم في المؤسسة بعد التمويل المتفق عليه. و لا يكون تطبيق هذه العملية آمن بشكل كاف، إلا إذا كان لدى المؤسسات عدد محدود من الطلبيات و بمبلغ معتبر، وأن يكون صاحب الطلبية على درجةٍ من الملاءة¹.

2-2-4- تحويل الفواتير l'affacturage :

هو أسلوب لتمويل المؤسسة من خلال إزالة القيود الملحقة بآجال تسوية عملائها، حيث تقوم المؤسسة ببيع حقوقها² التجارية - أي تحويل فواتيرها- إلى مؤسسة مالية متخصصة تسمى Facteur³، مقابل خصم هذه الفواتير، لتتحمل المؤسسة المشتريّة تحصيل تلك الحقوق و ما ينجر عنه من مخاطر عدم التسديد⁴. وللتقليل من هذه المخاطر تقتصر على أخذ جزء من الفواتير التي يسهل تحصيلها. و يعد هذا الأسلوب مُكلف لأن الحقوق تكون دوما مباعة بأقل من قيمتها.

يتمتع التمويل قصير الأجل بالمزايا التالية :

- سهولة الحصول عليه نظرا لقلة المخاطر التي يتحملها المقرض، في حالة القروض قصيرة الأجل بعكس حالة القروض طويلة الأجل؛
- انخفاض سعر الفائدة مقارنة بفوائد القروض طويلة الأجل⁵؛

¹ - (بتصرف) Ibid, p. 407.

² - (بتصرف) Frederic S. Mishkin, Op.Cit., p. 485.

⁴ - (بتصرف) Patrice Vizzavona, Gestion financière, Op.Cit., p. 405.

³ - تكون فرعا من أحد البنوك.

⁵ - جمال مرسي، أحمد اللحلج، مرجع سبق ذكره، ص 317 (بتصرف).

- يعد الحصول عليه بمثابة تقييم للمؤسسة، لأن البنك لا يمنح الائتمان إلا إذا كان متأكداً من قدرتها على تسديد القروض، لكون معايير منح الائتمان تقوم على ضوء الدراسات المالية و الاقتصادية للمؤسسة التي تحصل عليه¹.

إلا أنه قد تؤدي سهولة الحصول على القروض قصيرة الأجل و المرونة في ذلك إلى تراكم الديون المتداولة على المؤسسة²، مما قد يصعب تسديدها في تواريخ استحقاقها.

2-3- الائتمان التجاري :

هو ائتمان قصير الأجل يتمثل في قيمة المشتريات الآجلة التي تحصل عليها المؤسسة أو المستثمر من الموردين، وغالبا تلجأ المؤسسات إلى الائتمان التجاري كمصدر تمويلي عند قصور رأس المال العامل على تلبية احتياجات الاستغلال³، ويعد الأكثر استخداماً و انتشاراً خصوصاً في مجال تجارة التجزئة⁴، حيث يشكل هذا المصدر النسبة الأكبر من إجمالي الاستدانة قصيرة الأجل و يصل كمتوسط في المؤسسات غير المالية إلى 40% من مجموع الخصوم الجارية وقد يشكّل هذا النوع من التمويل المصدر الأساسي في المؤسسات صغيرة الحجم التي تكون غير مؤهلة لاستخدام مصادر التمويل الأخرى بسبب ضعف مركزها المالي⁵.

وللإشارة قد يعود تأجيل موعد تسديد أثمان المواد والسلع والمعدات والحصول على الخدمات لعدم قدرة صاحب المؤسسة على دفع قيمتها نقداً⁶ أو لكون المؤسسة المدينة تعمد إلى إبطاء معدل السداد للموردين بهدف استخدام الأموال الموجودة لتمويل أصول أخرى من غير المخزون السلعي⁷.

2-3-1- شروط الائتمان التجاري :

تشير هذه الشروط إلى الظروف التي يتم في ظلها منح الائتمان التجاري، وتوجد ثلاثة عناصر رئيسية في شروط الائتمان هي⁸:

- تاريخ الاستحقاق؛
- الخصم النقدي؛

¹ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 235 (بتصرف).

² - جمال مرسي، أحمد اللحج، مرجع سبق ذكره، ص 317 (بتصرف).

³ - سعيد عبد العزيز عثمان، دراسات جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2002، ص 152-153 (بتصرف).

⁴ - جهاد عبد الله عفانه، قاسم موسى أو عبيد، ادارة المشاريع الصغيرة، دار البازوري، عمان، الأردن، 2004، ص 103 (بتصرف).

⁵ - عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي الساقحي، أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، ط5، الإدارة المالية النظرية و التطبيق، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2014، ص 346 (بتصرف).

⁶ - جهاد عبد الله عفانه، قاسم موسى أو عبيد، مرجع سبق ذكره، ص 103 (بتصرف).

⁷ - محمد صالح الحناوي، محمد فريد الصحن، محمد سعيد سلطان، مقدمة في الأعمال و المال، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 1999، ص 317 (بتصرف).

⁸ - عدنان النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 347 (بتصرف).

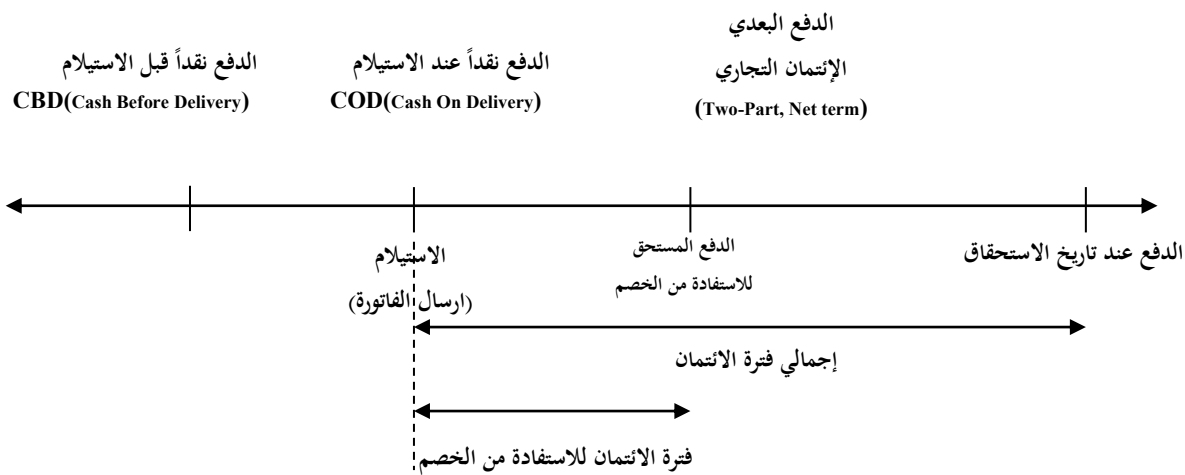
- معدل الخصم.

واستناداً إلى هذه العناصر تتعدد أشكال شروط الائتمان، ولعل من أهمها وأكثرها انتشاراً ما يلي:

- شرط **Two-Part terms (2/10 net 30)**¹: أي (10/2، صافي 30) ويقصد به 2% وهي نسبة الخصم النقدي المسموح به، و (10) هي مدة سريان الاستفادة من الخصم النقدي، و (30) هي المدة القصوى لتسديد قيمة المشتريات في حالة عدم الاستفادة من الخصم النقدي².
- شرط **(Net 30) Net term**: تمثل هذه الفترة المدة الزمنية التي يُسمح بها لسداد الفاتورة، عندما لا يعرض المورد خصماً نقدياً.

ويمكن توضيح هذين الشرطين في الشكل التالي:

الشكل رقم (1-1): شروط الائتمان التجاري



Source : Chee K.Ng et al, Op-cit, p1111 (بتصرف)

من خلال الشكل أعلاه، تتضح المدة الزمنية الممنوحة للمؤسسة المشتريّة من تاريخ ارسال الفاتورة لكي تقوم بالسداد، وإذا سددت خلال فترة زمنية قصيرة داخل المدة الممنوحة، فإنها تحصل على خصم تعجيل الدفع³، أما إذا لم تسدد خلال تلك المدة، فتكون بذلك قد ضيعت فرصة الاستفادة من الخصم. وبالتالي تتشكل تكلفة لدى المؤسسة المشتريّة و يتوجب عليها دفع قيمة الفاتورة كاملة. أما إذا لم يكن هناك خصم نقدي معروض

¹ -Chee K. Ng, Janet Kiholm Smith and Richard L. Smith, Evidence on the Determinants of Credit Terms Used in Interfirm Trade, The Journal of Finance, Vol. 54, No. 3 (Jun., 1999),P.1110

² - محمد صالح الخناوي وآخرون، مقدمة في الأعمال و المال، مرجع سبق ذكره، ص 323(بتصرف).

³ - المرجع السابق، ص 324(بتصرف).

فمن مصلحة المؤسسة المشتريّة استخدام المدة الممنوحة للسداد بالكامل، فمثلاً لو كانت شروط الشراء صافي 30 يوم، فإن السعر سيكون واحداً سواء تم التسديد في اليوم الخامس أو في اليوم الثلاثين¹.

2-3-2-مزايا وحدود الائتمان التجاري :

يتمتع الائتمان التجاري المكتسب بعدة مزايا من أهمها:

- التوافر(السهولة): باستثناء المؤسسات التي تعاني من مشاكل مالية، فإن الائتمان التجاري يتم بشكل تلقائي ولا يتطلب مفاوضات أو ترتيبات خاصة للحصول عليه، وتكبر هذه المزايا في المؤسسات الصغيرة التي قد تواجه محددات وقيود عند الحصول على الأموال من المصادر الأخرى للتمويل؛
- المرونة : في حالة زيادة مبيعات المؤسسة ترتفع مشترياتها من السلع والخدمات، الأمر الذي يؤدي إلى استجابة الائتمان التجاري المكتسب بشكل تلقائي ويحدث عكس ذلك في حالة انخفاض حجم المبيعات²، ونظراً لارتباط الائتمان التجاري مباشرة بالمخزون السلعي والمبيعات، فإنه يوفر عنصر المرونة الضروري في الهيكل المالي، كما يساهم أيضاً هذا الائتمان في مرونة التمويل من ناحية أخرى، من حيث أن الدائنين التجاريين نادراً ما يطلبون من المدين رهن أصوله للحصول على الائتمان، فإن استخدام الائتمان التجاري يترك أصول المدين دون مساس، وبالتالي يصبح المدين في مركز أفضل للحصول على أموال إضافية من مصادر أخرى بضمان بعض أصوله³؛
- قلة القيود : تتميز شروط الائتمان التجاري بكونها أبسط من الشروط التي تتطلبها مصادر الأموال الأخرى التي تحتاج إلى التفاوض مع الجهات المانحة والتي قد تفرض قيوداً صارمة على الأنشطة المالية للمؤسسة تحد من حريتها⁴، بالإضافة إلى أن الفشل الناشئ من مواجهة الائتمان التجاري يكون أقل وقعاً على المؤسسة من الفشل الناشئ من عدم سداد القروض التفاوضية⁵.
- يعد الائتمان التجاري أقل خضوعاً لتكاليف عدم التماثل في المعلومات مقارنة بالدين البنكي، وذلك لكون المورد يعرف السوق الذي تتطور فيه المؤسسة، فبالإضافة إلى العلاقة المالية تسمح العلاقة التجارية بين المورد وزبونه بالحصول على بعض المعلومات عن الصحة المالية للمؤسسة كإنخفاض الطلبات، استخدام الخصم التجاري، التأخر في الدفع...إلخ؛

¹ - المرجع السابق، ص 327(بتصرف).

² - عدنان النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية و التطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 348(بتصرف).

³ - محمد صالح الحناوي وآخرون، مقدمة في الأعمال و المال، مرجع سبق ذكره، ص 329(بتصرف).

⁴ - عدنان النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية و التطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 348-349(بتصرف).

⁵ - محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار و التمويل و التحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 41.

- يتمتع الائتمان التجاري بخصوصية بقاء المورد مالك لمخزونه حتى دفع الزبون وبالتالي يكون للمورد ضمان إضافي مقارنة بالبنكي، كما لا يكون هذا الائتمان خاضع لمخطر احلال الأصل، وعليه لن يفرض ضمانات ولن يطالب بالتدخل في تسيير الشركة وبالتالي لا يُعرض مسير المؤسسة المصغرة لأي ضياع لسيطرته¹.
هذا عن مزاياه، أما عن حدوده فيعتبر الائتمان التجاري مصدر تمويلي مُكلف².

المطلب الثالث : الديون الأخرى بين التمويل الداخلي و الخارجي

تضم الديون الأخرى كلا من الحسابات الجارية للشركاء و القروض الأخرى و التي قد يكون مصدرها العائلة أو الأصدقاء أو المقرضين غير الرسميين، سنحاول في هذا المطلب التطرق لمزايا وحدود الحسابات الجارية للشركاء باعتبارها المكون الرئيسي لهذا النوع من الديون.

الفرع الأول : مفهوم الحسابات الجارية للشركاء

يُقي كل من الشركاء و الاداريون في شركات المساهمة و مسيرو الشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL مبالغ معتبرة بشكل منتظم لصالح المؤسسة للتخفيف من عدم كفاية الأموال الخاصة و/أو الأجنبية، إذ تمثل هذه المساهمات الموضوعية تحت تصرف المؤسسة تمويل جد هام بالنسبة للمؤسسات الصغيرة و هذا حسب Di martino سنة 1979 وتكون متاحة في الغالب لعدة سنوات، فعلى مستوى المخطط المالي بالرغم من تصنيف الحسابات الجارية للشركاء في بند الديون المالية في الميزانية، يمكن في بعض الحالات دمجها ضمن الأموال الخاصة، فضلا عن ذلك فقد أنشئ بنك فرنسا مفهوم الأموال الخاصة الموسّعة الذي يُدرج الحسابات الجارية المجددة، وفي الواقع يمكن للقانون الأساسي للمؤسسة أو لاتفاقية خاصة أن تجبر الشركاء أو المساهمين على عدم المطالبة بالتسديد الكلي أو الجزئي لهذه الحسابات الجارية للشركاء خلال مدة محددة و بمدة إشعار دنيا، كما يمكن أيضا للبنك عند طلب تمويل مصرفي أن يطالب بتجميد الحسابات الجارية للشركاء خلال مدة القرض إذا كانت الأموال الخاصة للمؤسسات المصغرة ضعيفة جداً.

وقد يختلف أصل المبالغ الموضوعية في الحسابات الجارية من قبل الشركاء، بحيث تكون في شكل :

- توزيع كلي أو جزئي للأرباح غير المسحوبة.

¹ - BELLETTRE, Op-cit, p. 203-204.

² - Nancy Huyghebaert, Linda Van de Gucht and Cynthia Van Hulle, The Choice between Bank Debt and Trade Credit in Business Start-Ups, *Small Business Economics*, Vol. 29, No. 4 (Dec., 2007), P.435.

- بعض المبالغ المحلوبة بالإضافة إلى رأس المال كالإقراضات الشخصية للشركاء المخصصة لحساب الشركة؛ تضم هذه الحسابات مبالغ معتبرة نسبيا في المؤسسات العائلية، حيث لا يتم الفصل بين ثروة المؤسسة (الذمة المالية للمؤسسة) و ذمة الشركاء إلا لغرض جبائي أو اجتماعي¹. و تخضع تكلفة هذا التمويل لاختيار مسير المؤسسة، بحيث يحدد بنفسه معدل فائدة الحسابات الجارية وقد يقرر عدم مكافأتها.

و تكون الفائدة كما في الإقراض قابلة للخصم من النتيجة الخاضعة للضريبة، غير أنه لتجنب أي تجاوز توجد بعض الحدود الجبائية².

كما لا يوجد تنظيم خاص إضافي لذلك، بل ضمن أحكام القوانين الأساسية يمكن أن يُحدّد معدل المكافأة، و المبلغ الأدنى أو الأقصى، وكذا أجل الإشعار قبل أي سحب، التجميد المؤقت للحسابات... إلخ، ويمكن للمبالغ الموضوعة في الحسابات الجارية أن تكون مدرجة في رأس المال بعد دفع رسم ثابت رمزي³.

الفرع الثاني : مزايا الحسابات الجارية للشركاء

يتميز هذا المصدر التمويلي بالمزايا التالية :

- في العديد من المؤسسات المصغرة TPE يستخدم المساهمون- المسيريون الحسابات الجارية للشركاء لجلب أموال إضافية للمؤسسة و لتجنب القيود المرتبطة بالرفع في رأس المال الذي يلي تخفيض محتمل لرأس المال؛
- توفر الحسابات الجارية -التي تشكّل مورد مالي هام في بعض المؤسسات المصغرة TPE- ميزة لا يمكن إهمالها تتمثل في غياب عدم التماثل في المعلومات؛
- يسمح أيضا هذا الأسلوب التمويلي بتجنب أي مشكل لضيق السيطرة و يضمن بعض الاستقلالية المالية⁴ للشركة؛
- و في الواقع يكون لصاحب الحساب الجاري المعتبر وسيلة ضغط دائم على الشركاء الآخرين، بحيث يستفيد من سلطة التصرف في الشركة من الناحية العملية.

¹ - BELLETTRE, Op-cit, p. 177.

² - كأن يتم خصم الفائدة فقط للجزء الذي يقل عن المعدل الفعلي المتوسط المطبق في مؤسسات الإئتمان، فضلا عن ذلك إذا كانت المؤسسة خاضعة للضريبة على الأرباح يوجد أيضا حد من حيث المبلغ، كما لا تكون الفوائد قابلة للخصم إلا على حصة الحسابات الجارية التي تقل عن 1,5 مرة من رأس المال المحرر، أنظر :

- BELLETTRE, Op-cit, p. 178.

³ - يكون في فرنسا أقل من 500 أورو.

⁴ - بالإضافة لما يحققه التمويل الذاتي من هذه الاستقلالية المالية.

الفرع الثالث : حدود الحسابات الجارية للشركاء

رغم المزايا التي يقدمها هذا الأسلوب التمويلي إلا أنه:

- يبقى محدود في المؤسسات المصغرة TPE، لأن عدد الشركاء/ المساهمين يكون في العادة ضعيف، حيث تكون الحسابات الجارية محدودة بثروة عدد قليل من المساهمين أو بثروة المساهم الرئيسي؛
- تكون الميزة المقيدة لهذا التمويل أكثر وضوحا في الفترة الموالية لإنشاء المؤسسة، لكون المساهمين قد وضعوا مسبقاً حصصاً من ثروتهم الشخصية في رأس مال المؤسسة، و تجدر الإشارة إلى أن أي استثمار¹ إضافي للمساهم في مؤسسته المصغرة TPE يجبره على ضعف تنويع (sous-diversifier) ذمته المالية الشخصية².

المبحث الثاني : معايير الاختيار بين المصادر التمويلية

بعد أن تطرقنا لمختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة، وبيننا مزايا و عيوب كل مصدر، نتناول في هذا المبحث معايير الاختيار بين تلك المصادر، لكن قبل ذلك لا بد من الوقوف على مفهومي قرار التمويل والهيكل المالي، ضمن المطلب الأول، ثم نستعرض تكلفة المصادر التمويلية في المطلب الثاني، ثم نبين المعايير الأخرى لاختيار مصادر التمويل في المطلب الثالث.

المطلب الأول : مفاهيم أساسية متعلقة بقرار التمويل

سنحاول في هذا المطلب الوقوف على تعريف القرار ومركزاته، ثم نتطرق إلى قرار التمويل ومفهوم الهيكل المالي.

الفرع الأول : تعريف القرار ومركزاته

يُعرّف القرار على أنه عملية التي بموجبها تتم المفاضلة بين مجموعة من البدائل، وذلك لتحقيق هدف معين، وما القرار إلا عملية تنبؤ تحاول الربط بين الماضي والمستقبل يقصد منها التحكم فيما سيحدث مستقبلا ومجابهته. حيث يقود القرار إلى تصرف أو رد فعل معين والذي بدوره يقود إلى تحقيق ناتج محدد (هدف)، وبناء على هذه النتائج ومقارنتها ببعض يتم اختيار البديل الأفضل.

ويعرف القرار أيضا على أنه يقوم على عملية المفاضلة، وبشكل واع ومدرك، بين مجموعة بدائل أو حلول (على الأقل بديلين أو أكثر) متاحة لمتخذ القرار لاختيار واحد منها باعتبارها أنسب وسيلة لتحقيق الهدف أو الأهداف التي يبتغيها متخذ القرار.

¹ - BELLETTRE ,Op-cit ,p.178.

² - Ibid , p .179.

- ولكي تتخذ القرارات بشكل علمي ومدروس، ينبغي أن يستند أي قرار سليم صادر عن أي عون اقتصادي خصوصا المؤسسة على ثلاث ركائز ضرورية، تتمثل في¹ :
- 1- **مدخلات القرار** : تمثل المتغيرات والمعلومات التي يجب أن يأخذها المسير في الحسبان عند إقدامه على اتخاذ القرار، وهنا تبرز أهمية وجود نظام للمعلومات بالمؤسسة، يمكن الاعتماد عليه في توفير ما يلزم من معلومات صالحة في الوقت المناسب وبالذقة المطلوبة وبالتكلفة المعقولة؛
- 2- **قاعدة أو قواعد القرار** : تمثل معيار أو مجموعة من المعايير المعتمدة لاختيار البديل أو البدائل الأفضل، بعد تزويد متخذ القرار (المسير) بالمعلومات المتحصل عليها من مدخلات القرار؛
- 3- **مخرجات القرار** : تمثل القرار المتوصل إليه من طرف المسير من خلال المفاضلة بين مختلف البدائل المتاحة.

الفرع الثاني : تعريف قرار التمويل

يعرّف هذا القرار على أنه عملية تخصيص لكل الموارد المالية المتاحة و التي يمكن توفيرها من مصادر مختلفة بالصورة التي تحقق أكبر عائد ممكن²، حيث يتعلق بكيفية اختيار المصادر من بين عدة بدائل، يتم الحصول منها على الأموال اللازمة لتمويل³ الإحتياجات المالية تبعا لدورتي الاستثمار و الاستغلال. يكون لقرار التمويل انعكاسات على أداء المؤسسة و على درجة المخاطرة المالية، وذلك لتأثيره المباشر على تكلفة رأس المال⁴ و على قيمة المؤسسة، فهو بذلك يُعد قراراً مصيرياً بالنسبة لها، كونه قراراً استراتيجياً على درجة كبيرة من الأهمية والتّعقيد، يقع على عاتق المسير المالي في إطار الوظيفة المالية، ويتطلب دراسة جيدة و إلمام كافي بطبيعة كل مصدر⁵، ضمن عملية التخطيط المالي التي تسمح له بتقييم إمكانيات التمويل و اختيار أنسب مصادره⁶، في تركيبة مالية من استدانة وأموال خاصة، تُمكن من تحقيق أكبر عائد ممكن للمؤسسة، كما يسمح التخطيط المالي⁷ بدراسة الانعكاسات على سيولة المؤسسة و مردوديتها و على قدرتها في الحصول على أموال لاحقا.

¹ - هوراي سوسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2007/2008، ص 189-190 (بتصرف).

² - الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2005/2006، ص 126 (بتصرف).

³ - مفلح عقل، مرجع سبق ذكره، ص 30 (بتصرف).

⁴ - عبد الوهاب دادن، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية- نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008، ص 45-46 (بتصرف).

⁵ - عبد الرحمان عقلة علي السلفيتي، تأثير ضريبة الدخل في تمويل الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، جامعة النجاح الوطنية نابلس، فلسطين، 2005، ص 90 (بتصرف).

⁶ - عبد الوهاب دادن، مرجع سبق ذكره، ص 117 (بتصرف).

⁷ - فالتخطيط المالي يشمل هدي المردودية و السيولة، يساهم في إجراء الرقابة المالية التي تهدف إلى تقييم كفاءة السياسة المالية و مدى ملائمتها لتحقيق الأهداف و دقة تنفيذها لآخذ الإجراءات التصحيحية في الوقت المناسب، أنظر : - خلدون إبراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص 191 (بتصرف).

- مفلح عقل، مرجع سبق ذكره، ص 231 (بتصرف).

الفرع الثالث: مفهوم الهيكل المالي

يقصد بالهيكل المالي توليفة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتغطية استثماراتها، يتكون من مجموعة العناصر التي تُشكّل جانب الخصوم في ميزانية المؤسسة، سواء كانت هذه العناصر طويلة أو قصيرة الأجل، استناداً إلى أموال خاصة. و تجدر الإشارة إلى أن مفهوم الهيكل المالي هو مفهوم شامل يتضمن مفهوم هيكل التمويل، حيث يُنظر لهذا الأخير على أنه خليط للأموال و ليس مجموعاً لها كما هو الحال في الهيكل المالي¹، لأن الهيكل المالي يُراعي عند تكوينه التوازن المالي. و يختلف الهيكل المالي عن ما يسمى بمفهوم هيكل رأس المال capital structure، الذي يتضمن فقط مصادر التمويل طويلة الأجل مُثلة في القروض طويلة الأجل والسندات إلى جانب الأموال الخاصة، فهيكّل رأس المال هو عبارة عن جزء من الهيكل المالي بعد استبعاد الديون قصيرة الأجل².

ونستخلص من التعريف أن الهيكل المالي هو تركيبة جانب الخصوم في ميزانية المؤسسة، الذي يتم الاعتماد عليه في تمويل جانب الأصول.

المطلب الثاني : تكلفة المصادر التمويلية

تُعرف تكلفة أي مصدر على أنها معدل الاستحداث الذي يحقق المساواة بين الأموال التي تحصل عليها المؤسسة و القيمة الحالية للمبالغ التي ستدفعها مُستقبلاً، سواء في شكل توزيعات (على المساهمين) أو أقساط للسداد.

الفرع الأول : تكلفة الأموال الخاصة

يضم حساب الأموال الخاصة كل من الأسهم العادية و الأسهم الممتازة والتمويل الذاتي.

1- تكلفة الأسهم العادية :

تمثّل المعدل الذي يستعمله المستثمر لحصم أرباح السهم العادي المتوقع، ليتوصل إلى تقدير قيمته في السوق³. و هناك نماذج عديدة يُعتمد عليها في قياس هذا المعدل، سنبين أهمها :

1-1 نموذج التوزيعات المخصومة لـ Gordon و Shapiro :

يقوم هذا النموذج على نمو التوزيعات لتقدير القيمة الحالية للسهم⁴، عندما ترفع المؤسسة رأس مالها بإصدار أسهم جديدة، يقوم المستثمرون بتقديم مبلغ إجمالي للإصدار وفي المقابل يُتوقع تحصيل سلسلة غير محدودة من التوزيعات العشوائية، تُفرض عليها ضريبة (أي ضريبة على القيم المنقولة). و تقدّر المؤسسة من

¹ - جمال مرسي، أحمد اللحلح، مرجع سبق ذكره، ص 245 (بتصرف).

² - محمد صالح الحناوي، نبال فريد مصطفى، رسمية زكي قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 329 (بتصرف).

³ - الجودي صاطوري، مرجع سبق ذكره، ص 21 (بتصرف).

⁴ - AbdelKader Beltas, Op.Cit., p. 97 (بتصرف).

جهتها المبلغ الصافي للإصدار، بعد أن تقوم بخصم مصاريف الإصدار بعد الضريبة. و بافتراض النمو الثابت للتوزيعات، تكتب تكلفة السهم بالعلاقة التالية¹ :

$$K_{AO} = \frac{D_1}{P_0 - FE(1-T)} + g \dots \dots (1-10)$$

حيث :

K_{AO} : تكلفة السهم العادي؛ D_1 : التوزيع في السنة الأولى المدفوع لمدة غير محدودة؛

g : معدل نمو التوزيعات المتوقع؛ P_0 : سعر الإصدار؛

FE : مصاريف الإصدار؛ T : معدل الضريبة على المؤسسة؛

وبافتراض عدم ثبات نمو التوزيعات، تحسب هذه التكلفة بالاعتماد على العلاقة التالية :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{\left(\frac{1}{K_{AO}}\right)^t} \dots \dots (1-11)$$

2-1- نموذج توازن الأصول المالية :

يحدد هذا النموذج معدل المردودية المطلوب من قبل المساهم، يتم الوصول إلى نموذج توازن الأصول المالية من خلال تحديد كل من معدل المردودية الخالي من المخاطرة، الذي يُمثّل معدل الفائدة على سندات أو أذونات خزينة² و معامل β الذي يقيس المخاطر النظامي وعلاوة مخاطرة السوق المتمثلة في الفرق بين معدل المردودية المتوقع في السوق و معدل المردودية الخالي من المخاطرة. تقدر تكلفة السعر العادي بالعلاقة التالية³ :

$$K = R_f + \beta (R_m - R_f) \dots \dots (1-12)$$

حيث :

K : معدل المردودية المطلوب من المساهم؛ R_f : معدل المردودية الخالي من المخاطرة؛

R_m : معدل المردودية المتوقع في السوق؛ $\beta(R_m - R_f)$: علاوة مخاطرة السهم؛

حيث يقاس معامل β عن طريق العلاقة بين التباين المشترك covariance لكل من معدل مردودية السهم المطلوب R_i و معدل مردودية السوق R_m من جهة وتباين variance معدل مردودية السوق $Var(R_m)$ من جهة أخرى، ويُعبّر عن ذلك بالمعادلة التالية :

¹ -Narjess Boubakri, Imed Chkir, yoser Gadhoun, Maher Kooli, **les principes de la finance d'entreprise**, Montréal, Québec, 2005, p. 149 (بتصرف).

² - أو معدل الفائدة على شهادات الإيداع أو أي فرصة بديلة يقتنع بها المستثمر بأنها ذات عائد حال المخاطر، أنظر :

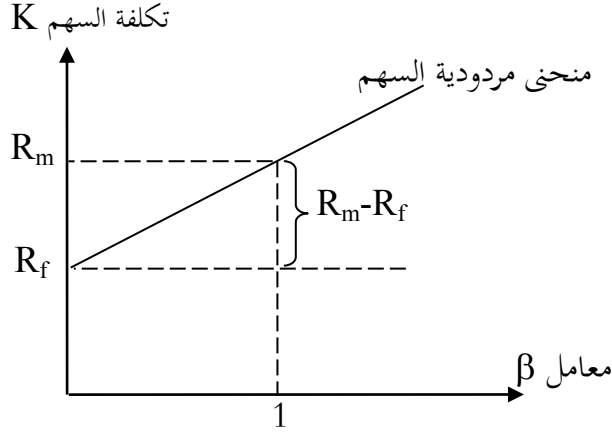
- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص 222 (بتصرف).

³ -Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye, **Gestion financière cas pratique**, 8^{ème} édition, Dunod, Paris, 2006, p. 85 (بتصرف).

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)} \dots \dots (1-13)$$

و تشكّل العلاقة (1 - 12) معادلة خط السوق و الموضحة في الشكل التالي :

الشكل (1- 2) منحني تكلفة السهم العادي حسب MEDAF



Source : Daniel Herlemont, **Gestion de Portefeuille Syllabus**,
www.yats.com/doc/portfolio-management-course-syllabus-fr, PDF, P12,
Consulté le : 03/05/2009.(بتصرف).

حيث يمثل المحور العمودي تكلفة السهم، بينما المحور الأفقي يمثل مستوى المخاطر النظامية، يبدأ خط السوق من ثابتة تمثل معدل المردودية الخالي من المخاطرة و يحدد β ميل هذا الخط، عندما يكون معامل $\beta=2$ ، هذا يعني أنه في حالة حدوث تغيير في السوق بنسبة 1% ارتفاعاً أو انخفاضاً ستتغير مردودية السهم في حدود ± 2 . بالتالي معامل β يقيس درجة حساسية السهم لمردودية السوق¹.
إذا كان $\beta=1$ فهذا يعني أن تكلفة السهم تساوي معدل المردودية في السوق.
و في حالة $\beta=0$ تتساوى تكلفة السهم مع معدل المردودية المحسوب عن طريق خصم التوزيعات و لا وجود للارتباط مع معدل المردودية في السوق.

أعطى نموذج توازن الأصول المالية MEDAF نقطة الانطلاق لتقدير تكلفة الأموال الخاصة، إلا أنه عرّف انتقادات و التي منها :

- يعتمد على فرضية كفاءة السوق المالي و هي حالة نظرية؛
- صعوبة تقدير معامل β ؛
- الارتباط بين معدل المردودية و معامل β ضعيف؛
- لا ترتبط تكلفة الأموال الخاصة بالمخاطر النظامي فقط، بل هناك عوامل أخرى غير متوقعة من قبل هذا النموذج.

¹ -Narjess Boubakri, Imed Chkir, yoser Gadhoun, Maher Kooli, Op.Cit, p. 148-149(بتصرف) .

وثمة أسلوب آخر يستخدم في قياس معدل المردودية المطلوب، يقوم على نظرية التسعير بالمراجعة APT، التي تعود إلى Ross وحسب هذه النظرية يتحدد هذا المعدل وفقا لمجموعة من العوامل و ليس بعامل واحد كما هو الحال في نموذج توازن الأصول المالية (MEDAF). حيث اقتصر نموذج Ross على العوامل التالية¹:

- تغير مؤشر الإنتاج الصناعي؛
- تغير معدل الفائدة الحقيقي في المدى القصير؛
- تغير معدل التضخم في المدى القصير؛
- تغير معدل التضخم في المدى الطويل.

في حين تضمن نموذج Fama et French سنة 1992 ثلاثة عوامل :

- عائد السوق؛
- علاوة الحجم؛

- و عامل آخر مرتبط بنسبة القيمة المحاسبية إلى القيمة السوقية للأصول $\left(\frac{BE}{ME}\right)$ ².

ويترك تحديد تلك العوامل لكل باحث، كون أن هذه النظرية لا تُذكر ماهية العوامل المُفسّرة بدقة للمردودية³.

2- تكلفة الأسهم الممتازة :

هي ذلك المعدل الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة عن طريق الأسهم الممتازة⁴، تحسب بقسمة

التوزيعات التي تدفع لحاملها على القيمة السوقية للسهم بعد احتساب مصاريف الإصدار كما يلي⁵:

$$k_{ep} = \frac{D_p}{v_p (1-t_{fe})} \dots \dots (1-14)$$

حيث :

D_p : التوزيعات الثابتة؛ V_p : القيمة السوقية للسهم الممتاز؛ t_{fe} : مصاريف الإصدار؛

3- تكلفة التمويل الذاتي :

نظرا لقصور نموذج Gordon و Shapiro في القياس الدقيق لتكلفة التمويل الذاتي، و ذلك لاغفاله للاهتلاكات و اقتصاره فقط على الربح المحتجز⁶، و لما كان هذا التمييز بين استثمار أموال الاهتلاكات

¹ - عبد الغني دادن، قرار التمويل تحت تأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، عدد 2008/06، جامعة ورقلة، ص 24.

² - Cécile Carpentier, la recherche et la finance d'entreprise, des théories peu pratiques, Op.Cit, p. 13 (بتصرف).

³ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 321 (بتصرف).

⁴ - محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 24.

⁵ - Abdelfattah Bouri, Gestion Financière, Imprimerie le livre d'art, Tunis, 2007, p. 140 (بتصرف).

⁶ - لأنه حسب هذا النموذج يتحقق النمو بإعادة استثمار الأرباح المحتجزة فقط.

واستثمار الأرباح المحتجزة غير مبرر، فإنه يتم تخصيص الأموال المحتجزة و إعادة استثمارها- بغض النظر عن مصدرها- بمعدل عائد يماثل تكلفة الفرصة البديلة، و ذلك باستخدام الفائض النقدي المعاد استثماره أو الهامش الصافي للتمويل الذاتي بدلا من مفهوم الربح المحتجز.

تمثل تكلفة التمويل الذاتي معدل النمو المتوقع وتحسب كما يلي¹:

$$K_{af} = \frac{MNA}{MBA} \times R_{op} \left[\left(\frac{DAM}{EMAI} \times IBS \right) (1 - IBS) \right] \dots\dots(1-15)$$

حيث :

K_{af} : تكلفة التمويل الذاتي و هي معدل النمو المتوقع g ؛

MBA : الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي أو الفائض النقدي الإجمالي و الذي يساوي الربح المعلن + المخصصات المعفاة من الضرائب؛

MNA : الهامش الصافي للتمويل الذاتي أو الفائض النقدي المحتجز أو ما يسمى بالتمويل الذاتي؛

$\frac{MNA}{MBA}$: تمثل نسبة التمويل الذاتي أو نسبة الفائض المحتجز؛

R_{op} : عائد الفرصة البديلة يمثل تكلفة الفرصة البديلة؛

DAM : اهتلاكات و مؤونات؛

$EMAI$: الفائض النقدي قبل الضريبة أو التدفق النقدي الإجمالي $Cash Flow Brut$ وبحسب كما يلي :

$$EMAI = MBA + IBS \dots\dots(1-16)$$

IBS : معدل الضريبة على الأرباح

و هذا يدل على أن الفائض النقدي أو الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي يتكون من²:

- جزء معفى من الضريبة الداخلية كالاهلاك وغيره من المخصصات المعفاة تخصم من الوعاء الضريبي

وتشكل جزءاً من التمويل الذاتي، بحيث يحقق وفراً ضريبياً مضروباً في معدل الضريبة. و هذا الجزء مُثلاً

بنسبة مئوية كما في المعادلة (1-15) : $\left(\frac{DAM}{EMAI} \times IBS \right) \%$ ؛

- جزء غير معفى من الضريبة ولا يخصم من الوعاء الضريبي كالاحتياطات و المخصصات غير المسموح بخصمها؛

نلاحظ الاختلاف بين هذا المعدل (تكلفة التمويل الذاتي) و معدل النمو المحسوب في نموذج Gordon

و Shapiro، يتم الحصول على هذا الأخير بضرب نسبة الربح المحتجز في معدل المردودية المالية.

¹ - عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص 383 (بتصرف).

² - المرجع السابق، ص 387 - 389 (بتصرف).

الفرع الثاني : تكلفة الاستدانة

تضم الاستدانة كل من القروض البنكية المتوسطة و طويلة الأجل والسندات والاعتماد الإيجاري و الديون قصيرة الأجل، سواء المالية أو التجارية.

1- تكلفة القروض البنكية متوسطة و طويلة الأجل :

قبل توضيح كيفية حساب هذه التكلفة، يجدر بنا التّعرض إلى طرق تسديد القرض.

1-1- طرق تسديد القرض :

يتم تسديد الفوائد بشكل دوري بمعدلات ثابتة أو متغيرة حسب الإتفاق، فيما يتم اهتلاك القرض بثلاث طرق¹:

- طريقة التسديد بإهتلاك القرض في نهاية المدة :

يتم تسديد رأس المال المقترض في نهاية العقد أي عند تاريخ استحقاقه مع تسديد سنوي للفوائد.

- طريقة التسديد بإهتلاك ثابت :

يكون قسط التسديد متساوي أي بإهتلاك ثابت في حين تتغير الدفعة من سنة لأخرى بشكل متناقص.

- طريقة التسديد بدفعات ثابتة :

تسدّد المؤسسة القرض بدفعات متساوية إلى غاية انقضاء مدة العقد، تتضمن قسط السداد و الذي يكون متناقص (بإهتلاك متناقص) بالإضافة إلى الفوائد، و تعد هذه الطريقة الأكثر استخداماً. و يتم تسديد الدفعات وفقاً لجدول السداد الذي يتضمن السنوات، أصل القرض (رأس المال المقترض) في بداية المدة، الفوائد، قسط الإهتلاك، الرصيد المتبقي و الدفعات كما هو موضح في الجدول التالي :

الجدول رقم (1 - 1) : جدول سداد القرض

السنوات	أصل القرض M	الفوائد I _t	قسط الإهتلاك R _t	الرصيد المتبقي	الدفعات السنوية A
1					
N					

المصدر : من إعداد الباحثة.

و تُحسب الدفعة الثابتة بالعلاقة التالية²:

$$A = \frac{M \cdot i}{1 - (1+i)^{-n}} \dots \dots (1-17)$$

حيث : n : السنوات؛

M : أصل القرض؛

i : معدل الفائدة؛

¹ -Pierre Cabane, Op.Cit., p. 182-183 (بتصرف).

² -Abdelfattah Bouri, Op.Cit., p. 197 (بتصرف).

ثم تحسب الفائدة للسنة الأولى، عن طريق ضرب معدل الفائدة في أصل القرض، ليُطرح مبلغ الفائدة السنوي الأول من قيمة الدفعة للحصول على قسط الاهتلاك. وعند طرح هذا القسط من أصل القرض يتشكل الرصيد المتبقي، الذي يعد كأصل قرض للسنة الثانية. تتكرر العملية إلى غاية اهتلاك القرض تماما في نهاية المدة. و تُفصل الفوائد عن الأقساط لإخضاعها للضريبة على الأرباح كل سنة، لتُجمع الفائدة الجديدة مع القسط، للحصول الدفعة الجديدة.

2-1- حساب تكلفة القروض :

تمثل تكلفة الاقتراض المعدل الذي يحقق المساواة بين القيمة الحالية للدفعات بإعتبارها تدفقات صافية للضريبة للدفع و أصل القرض (المبلغ الصافي الذي حصلت عليه المؤسسة)، كما هو مبين في العلاقة التالية¹:

$$M = \sum_{t=1}^n \frac{R_t + I_t(1-IBS)}{(1+r_d)^t} \dots\dots\dots(1-18)$$

حيث : R_t : قسط القرض المسدد في نهاية الفترة t ؛ I_t : مبلغ الفائدة قبل الضريبة للفترة t ؛
 IBS : الضريبة على أرباح الشركات ؛ r_d : تكلفة الاقتراض² ؛

2- تكلفة السندات :

هي معدل العائد المطلوب من قبل حاملي السندات، الذي يساوي بين الناتج الصافي للإصدار - تدفق داخلي - و النفقات اللاحقة المتمثلة في مبالغ الفوائد المدفوعة، بالإضافة إلى مصاريف خدمة الكوبون بعد الضريبة ومبلغ سداد الأصل - القيمة الحالية لقيمة السند عند الاستحقاق (القيمة الاسمية) - و تُحدّد تكلفة السندات بالعلاقة التالية³:

$$P = \frac{C(1-IBS)[1-(1+K_{ob})^{-n}]}{K_{ob}} + \frac{VN}{(1+K_{ob})^n} \dots\dots\dots(1-19)$$

حيث :

$$PNE = PBE - fE(1 - IBS) \dots\dots\dots(1-20)$$

PNE : سعر الإصدار الصافي ؛ C : الكوبون السنوي أو الفائدة الدورية ؛
 IBS : الضريبة على أرباح الشركات ؛ K_{ob} : تكلفة السندات ؛
 n : عدد السنوات ؛ VN : القيمة الاسمية للسند ؛
 PBE : سعر الإصدار الإجمالي ؛ fE : مصاريف الإصدار ؛

¹ - (بتصرف) Idem.

² - تُحدّد هذه التكلفة بالإعتماد على الجداول المالية.

³ - (بتصرف) Narjess Boubakri, Imed Chkir, Yoser Gadhoun, Maher Kooli, Op.Cit., p. 152.

3- تكلفة الاعتماد الإيجاري :

هي المعدل الذي يحقق المساواة بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية بعد الضريبة مضافاً إليها القيمة المتبقية مُحَيَّنَةً و مبلغ حيازة الأصل و تُحسب بالعلاقة التالية¹:

$$M = \sum_{t=1}^n \frac{L_t(1-IBS)+A_t.IBS}{(1+r_{cb})^t} + \frac{VR}{(1+r_{cb})^n} \dots \dots (1-21)$$

حيث :

M : سعر حيازة الأصل؛
VR : القيمة المتبقية؛
L_t : قيمة الإيجار المدفوع في السنة t؛
IBS : الضريبة على أرباح الشركات؛
A_t : مخصصات الاهتلاك في السنة t؛
r_{cb} : تكلفة الاعتماد الإيجاري؛

4- تكلفة الديون قصيرة الأجل :

يتم التركيز على الديون قصيرة الأجل ممثلة في تكلفة الخصم و السحب على المكشوف، وذلك باعتبار تكلفتها تكلفة ظاهرة تعبر عن مكافأة للبنك²، بالإضافة إلى تكلفة الائتمان التجاري.

4-1- تكلفة الخصم :

هو ذلك المعدل الذي يُقتطع من قبل البنك و الذي يتكون من :

- معدل الفائدة : هو المعدل الذي يُجَدَّد بناءً على معدل قاعدة بنكية³، تستند إلى معدل السوق النقدي EURIBOR⁴؛
- العمولات و العلاوات : تتغير حسب نوع الاعتماد ودرجة المخاطرة بالإضافة إلى حساب TVA على المصاريف؛
- الأيام : عندما تقدم الورقة التجارية للخصم في يوم J، فإن عملية الخصم و تحصيل المبلغ ستكون في اليوم الموالي J+1.

لا يُعبّر الآجيو عن التكلفة الحقيقية⁵، لذلك تُقدر تكلفة الخصم الحقيقية بالعلاقة التالية⁶:

$$M - FF = \frac{M}{(1+Y_d)^{J+3}} \dots \dots (1-22)$$

حيث :

M : مبلغ الورقة التجارية المراد خصمها؛
Y_d : معدل الفائدة الحقيقي اليومي للخصم؛

¹ - Abdelfattah Bouri, Op.Cit., p. 196 (بتصرف) .

² - Khemissi Chiha, *Gestion et stratégie financière*, Dar Houma, Alger, 2005, p.118 (بتصرف) .

³ - Patrice Vizzavona, *Gestion financière*, Op.Cit., p. 259 (بتصرف) .

⁴ - European Interbank offered Rate.

⁵ - Patrice Vizzavona, *Gestion financière*, Op.Cit., p. 261 – 264 (بتصرف) .

⁶ - تير زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009، ص 41.

FF : المصاريف المالية (الآجيو)؛ J : المدة ما بين تاريخ تظهير الورقة من أجل الخصم و تاريخ الاستحقاق؛

4-2- تكلفة السحب على المكشوف :

تتلقى المؤسسة كشوفاً من بنوكها بشكل مُنتظم، تتضمن معلومات عن حسابها والفوائد- ممثلة في المعدل المحسوب على أساس قاعدة بنكية PIBOR¹ و العمولات المحسوبة على الحركات المدينة لكل ثلاثة أشهر، وتضم تلك العمولات : العمولة الجِد مرتفعة على انكشاف الحساب و التي تعد مكافأة لأقصى مخاطرة يتحملها البنك لأجل المؤسسة، بحيث تكون هذه العمولة مُحدّدة بسقف²، بالإضافة إلى عمولات أخرى كعمولة الحركات la commission de mouvement التي تمثّل نسبة يفرضها البنك على استخدام الحساب و مصاريف مسك الحساب التي يُمكن للمؤسسة التفاوض بشأنها مع بنوكها³. وتحسب التكلفة الحقيقية للمكشوف بالعلاقة التالية⁴ :

$$M = \frac{M+CPFD+FF}{(1+Y_d)^J} \dots \dots (1-23)$$

حيث :

M : مبلغ الاعتماد؛

J : مدة انكشاف الحساب؛

CPFD : العمولة الجِد مرتفعة على انكشاف الحساب؛

FF : الفوائد؛

Y_d : معدل الاستحداث اليومي و يمثل تكلفة السحب على المكشوف؛

4-3- تكلفة الإئتمان التجاري :

يمكن قياس تكلفة الائتمان التجاري عن طريق مقدار الخصم النقدي المعروض⁵، فكما سبق وأن أشرنا إلى أكثر الشروط انتشاراً والمتمثل في شرط (10/2، صافي 30) يتم حساب معدل الفائدة الفعلي (الضمني) له بالعلاقة التالية :

$$TI = \left\{ \left(\frac{100}{100 - DIS\%} \right)^{\frac{360}{(Dt-DI)}} - 1 \right\} \dots (1-24)$$

حيث : TI : تمثل معدل الفائدة الضمني؛ DIS : معدل الخصم النقدي؛ Dt : تاريخ الاستحقاق؛

DI : تاريخ الخصم؛

¹ -L. Honoré, Op.Cit., p.85(بتصرف) .

² - في فرنسا لا تتجاوز هذه العمولة سقف 50% من الفوائد المدينة.

³ -Patrice Vizzavona, *Gestion financière*, Op.Cit., p.401 – 402(بتصرف) .

⁴ - علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009، ص 96.

⁵ - محمد صالح الحناوي وآخرون، مقدمة في الأعمال و المال، مرجع سبق ذكره، ص 325.

وبناءً على هذا الشرط يكون المعدل السنوي له محدد بـ 43,9%¹ وذلك وفقاً للعلاقة رقم (1-24)، وبالتالي يتضح أن الخصم النقدي يصل إلى معدل فائدة سنوي جد مرتفع ويعد تكلفة فرصة للمشتري²، إذا تم منحه من قبل المورد ولم يُستفاد منه، وعليه يجب على المؤسسة استخدام الائتمان التجاري المجاني الذي يمكن الحصول عليه، غير أنها قد تستخدم الائتمان التجاري ذو التكلفة إذا كان أقل تكلفة من مصادر التمويل قصيرة الأجل الأخرى³.

الفرع الثالث : تكلفة رأس المال

بعد عرض كيفية حساب تكلفة عناصر التمويل المتمثلة في تكلفة الأموال الخاصة و الاستدانة، يمكن تحديد تكلفة رأس المال. و للإشارة أن حساب تكلفة رأس المال يهتم بمصادر التمويل طويلة الأجل، باعتبار أنها المصدر الرئيسي لتمويل العمليات الإستثمارية و لا تختص هنا بالديون قصيرة الأجل.

1- تعريف تكلفة رأس المال :

تعرف تكلفة رأس المال على أنها المردودية المتوسطة المنتظرة من قبل ممولي المؤسسة⁴ من مساهمين و دائنين، فهي تعبر عن الحد الأدنى من معدل المردودية الواجب تحقيقه من الاستثمارات⁵. و تستمد تكلفة رأس المال أهميتها من كونها متغير أساسي في قرار الاختيار بين المشاريع الاستثمارية⁶، كما تُعد المحدد الرئيسي لإنشاء القيمة عند مقارنتها بالمردودية المحاسبية للأصل الاقتصادي⁷.

2- طرق حساب تكلفة رأس المال :

تحسب تكلفة رأس المال بطريقتين⁸ هما :

1-2- الطريقة المباشرة باستخدام β للأصل الاقتصادي :

تعتمد هذه الطريقة على نموذج توازن الأصول المالية MEDAF مع تغيير معلمة β لتتعلق بالأصل الاقتصادي الذي يضم المجموع الجبري للأموال الخاصة و الاستدانة الصافية، بعد أن كان معامل β يتعلق بالأموال الخاصة؛ تحسب تكلفة رأس المال بالعلاقة التالية⁹:

$$K = r_{sr} + \beta_{AE}(r_m - r_{sr}) \dots (1-25)$$

¹ - Chee K.Ng et al, Op-cit, p.1110.

² -Idem.

³ - عدنان النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية و التطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 366 (بتصرف).

⁴ - Franck Ceddaha, **Fusions Acquisitions évaluation, Négociation structuration**, economica, 2005, p. 78 (بتصرف).

⁵ - عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي الساقى، أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، الإدارة المالية النظرية و التطبيق، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2008، ص 413.

⁶ - محمد الخناوي، نihal مصطفى، الإدارة المالية، التحليل المالي لمشروعات الأعمال، مرجع سبق ذكره، ص 257 (بتصرف).

⁷ -Idem.

⁸ - هناك طريقة ثالثة تعتمد على حساب معدل المردودية الذي يحقق المساواة بين مجموع تدفقات الخزينة المتاحة و القيمة السوقية للأصل الاقتصادي.

⁹ - أنظر: - Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, 7^{ème} édition, Dalloz, Paris, 2009, p. 845.

حيث يقيس β_{AE} تقلب تدفقات الخزينة المستقبلية لهذا الأصل الاقتصادي مقارنة بمردودية السوق، ويحسب بإيجاد المتوسط الحسابي المرجح بأوزان β للأموال الخاصة و β للاستدانة. و يكتب بالعلاقة التالية¹:

$$\beta_{AE} = \beta_{cp} \frac{V_{cp}}{V_{cp}+V_D} + \beta_D \frac{V_D}{V_D+V_{cp}} \dots (1-26)$$

$$\Rightarrow \beta_{AE} = \frac{[\beta_{cp} + \beta_D \frac{V_D}{V_{cp}}]}{[1 + \frac{V_D}{V_{cp}}]} \dots (1-27)$$

حيث تمثل β_D بيتا الاستدانة الصافية و تحسب بنفس طريقة حساب β للسهم عن طريق إجراء الانحدار بين معدل مردودية الديون المسعرة و مردودية السوق.

2-2- الطريقة غير المباشرة :

تتطلب هذه الطريقة تحديد كل مصدر من مصادر التمويل، ثم حساب التكلفة المتوسطة لكل من الأموال الخاصة والديون المالية الصافية مرجحة بأوزانها²، و يُعبر عن التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال بالعلاقة التالية³:

$$K_0 = K_{cp} \frac{V_{cp}}{V_D+V_{cp}} + K_D (1 - IBS) \frac{V_D}{V_D+V_{cp}} \dots (1-28)$$

حيث :

K_{cp} : تكلفة الأموال الخاصة؛ K_D : تكلفة الاستدانة؛

V_{cp} : قيمة الأموال الخاصة؛ V_D : قيمة الاستدانة؛

و تجدر الإشارة إلى أن الترجيح بأوزان مصادر التمويل المختلفة، يكون وفق مدخلين ممثلين في:

2-2-1- مدخل الأوزان التاريخية :

يتم حساب الأوزان النسبية للمصادر التمويلية، قياسا على الهيكل المالي⁴ الموجود، باعتبار أنه يمثل الهيكل المالي الأمثل، الذي يعظم القيمة السوقية للمؤسسة و بالتالي يجب أن تحافظ عليه مستقبلا⁵. إلا أن افتراض استقرارية الهيكل المالي غير واقعي، لكون تجميع الأموال من سوق رأس المال يرتبط بعدة عوامل غير مستقرة في الزمن.

¹ - Ibid, p.846.

² - Paul Amadiou, Véronique Bessière, *Analyse de l'information financière, diagnostic, évaluation, Prévisions et risques*, economica, economica, Paris, 2007, p.230 (بتصرف).

³ - Pierre Vernimmen, Op-cit, p.848 (بتصرف).

⁴ - عاطف وليم أندراوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص 420 (بتصرف).

⁵ - Abdelfettah Bouri, Op.Cit., p.149 (بتصرف).

2-2-2- المدخل الحدي :

يتم وفق هذا المدخل، حساب الأوزان المرجحة لتكلفة رأس المال على أساس المصادر التي سٌستخدم في تمويل المشاريع الاستثمارية المقترحة. و يترتب على ذلك أن تختلف تكلفة رأس المال من اقتراح استثماري إلى آخر، إذا ما اختلفت المصادر المستخدمة في تمويله أو اختلفت أوزان تلك المصادر¹.

يُعد هذا المدخل هو الأكثر ملاءمة في حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال، لكونه يتعلق بالموارد الجديدة التي ستمول المشاريع الجديدة، لكن ما يؤخذ عليه أنه لا يعطي نظرة طويلة الأجل وواضحة ذات بُعد استراتيجي، فالمدخل الحدي لا يأخذ في الاعتبار التفاعل l'interaction بين مختلف مصادر التمويل، بالتالي لا يأخذ في الاعتبار العلاقة بين الهيكل المالي وقيمه السوقية، ويشير Khan et Jain سنة 1982، إلى أنه إذا استُخدم المدخل الحدي في حساب تكلفة رأس المال، فإن العلاقة الداخلية بين مختلف طرق التمويل تكون مُهملة². و للإشارة أنه لتحديد وزن كل مصدر تمويلي، يمكن الاستناد إما على القيم المحاسبية أو القيم السوقية كما سنبينه في النقطة الموالية.

2-2-3- الترجيح بالقيم المحاسبية (الدفترية) أو بالقيم السوقية :

بالرغم من أن حساب النسب بناءً على القيم المحاسبية (الدفترية) يكون عملياً أكثر، إلا أن الترجيح بالقيم السوقية له أثر قوي جدا من الوجهة النظرية، كونه يعكس القيم الحقيقية للأوراق المالية و ليست التاريخية، لكن استخدام القيمة السوقية يطرح بعض المشاكل في قياس تلك القيم بالأخص في حالة الأسهم العادية، لأنه يمكن أن تتغير بسرعة و بشكل كبير، مما يقتضي اللجوء إلى المتوسطات للحصول على ترجيحات نموذجية (معيارية) في الزمن. بالإضافة إلى أن تحديد القيم السوقية يتطلب أحيانا معلومات يتعذر الحصول عليها. وإن وجدت تكون أقل مصداقية مقارنة بالقيم المحاسبية التي تتوفر في القوائم المالية للمؤسسات³. وبصفة عامة، إذا كانت أوزان القيم المحاسبية مُقاربة لأوزان القيم السوقية، يمكن استخدام الأولى للتعبير عن الثانية.

المطلب الثالث : معايير أخرى لاختيار مصادر التمويل

يخضع قرار التمويل إلى تأثير العديد من العوامل الداخلية التي تملئها خصوصية المؤسسة، منها ما يعود إلى نشاط المؤسسة و التي تندرج ضمن العوامل أو القيود المالية، و منها ما يرتبط بالجانب التسييري، كون هذا القرار محل دراسة في الإدارة الإستراتيجية، سنتطرق في هذا المطلب إلى العوامل الخارجية و الداخلية المحددة لقرارات التمويل.

¹ - محمد الحناوي، نغال مصطفى، الإدارة المالية، التحليل المالي لمشروعات الأعمال، مرجع سبق ذكره، ص 305 (بتصرف).

² - Idem (بتصرف).

³ - Ibid, p. 150 (بتصرف).

الفرع الأول : العوامل الخارجية المحددة لقرارات التمويل

يتأثر قرار التمويل بعدد من العوامل التي يخرج بعضها عن نطاق سيطرة المؤسسة، و منها :

1- خصائص الصناعة :

تؤثر خصائص الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة على الاستدانة؛ فالصناعات التي تتعرض لتقلبات موسمية، تميل إلى الاعتماد على القروض قصيرة الأجل، أما الصناعات التي تنتج السلع الكمالية، فتتميز بمرونة كبيرة في الطلب على منتجاتها، لذا فهي لا تُقبل على الاقتراض و ذلك على عكس الصناعات التي تُنتج السلع الضرورية، فمرونة الطلب عليها خفيفة ومن ثمَّ يمكنها الاعتماد على الاقتراض¹.

هذا عن اختلاف تمويل المؤسسات داخل قطاع واحد ممثل في قطاع الصناعة؛ أما عن القطاعات الأخرى بصفة عامة، فإن إمكانية التنبؤ بالتدفقات المحصّلة هي التي تحدد تمويل المؤسسة، فالقطاعات التي يمكن التنبؤ الجيد بتدفقاتها المحصّلة، تتحمل مستويات عالية من الاستدانة، أما القطاعات التي تعرف تقلباً أكثر، فتموّل أساساً عن طريق الأموال الخاصة².

2- المنافسة :

سهولة دخول مؤسسات أخرى في الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة، من شأنه أن يؤثر على هامش الربح لديها، حتى و إن كانت تتميز بمعدل نمو مرتفع، فإنه يُنتظر أن تضيق تلك الهوامش التي تعتمد عليها المؤسسة في سداد ديونها³، مما يجعل من المنافسة عاملاً مهماً يُأخذ في الحسبان عند اتخاذ قرار الاستدانة.

3- موقف المقرضين ووكالات تصنيف الائتمان :

يؤثر موقف كل المقرضين ووكالات تصنيف الائتمان، بشكل كبير على قرارات الهيكل المالي، ففي كثير من الأحوال تناقش المؤسسات مقرضيهها ووكالات الائتمان⁴ و تستطلع آرائهم حول الهيكل المالي المقترح للمؤسسة⁵، و كثيرا ما يرفض المقرض الزيادة غير الطبيعية في نسب الاستدانة و ذلك تهديداً لمصالحه داخلها⁶. فالهيكل المالي لا يتوقف على اتجاهات إدارة المؤسسة أو ظروفها الداخلية فقط، بل يلعب المقرض - كونه طرفاً خارجياً- دوراً هاماً في تحديده.

¹ - محمد الصيرفي، تعلم كيفية تحديد هيكلك وقراءة قوائمك المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 22 (بتصرف).

² - Ciaran Walsh, *les ratios clés du management*, 3^{ème} édition, village Mondial, Paris, 2005, p.132 (بتصرف).

³ - محمد الحناوي، نال مصطفى، الإدارة المالية، التحليل المالي لمشروعات الأعمال، مرجع سبق ذكره، ص 281 (بتصرف).

⁴ - إلا أن التصنيف الذي تقوم به وكالات التصنيف الائتماني، لا يخضع لأي رقيب و لا يمكن التيقن من نزاهة هذه الوكالات و حيادها، أنظر :

- عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي، دار طيبة للنشر والتوزيع والتجهيزات العلمية، القاهرة، مصر، 2004، ص 28.

⁵ - عاطف وليم أندراوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص 406 (بتصرف).

⁶ - عبد الغفار حنفي، رسمية ركي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 154 (بتصرف).

4- أحوال و ظروف سوق رأس المال :

يُمكن أن تُشكّل ظروف السوق المالي عاملاً مفسراً لهيكل المؤسسات المالي¹، من خلال القوانين التي تحكم عملية إصدار أدوات التمويل و الشروط المطلوب تحققها عند عملية الإصدار²، بحيث يكون لهذه الظروف تأثير على مستوى الاستدانة طويلة الأجل³، إذ تحاول المؤسسات الاستفادة منها، بإصدار ديون عندما يكون معدل الفائدة منخفضاً⁴ أو باستدعاء سندات تم إصدارها سابقاً بمعدلات فائدة مرتفعة، لأجل إحلالها بسندات ذات المعدل المنخفض⁵.

وتظهر هنا أهمية التوقيت Market Timing⁶ الذي تختاره المؤسسات لدخولها إلى السوق⁷، خصوصاً بالنسبة لتلك المؤسسات الكبيرة التي تستخدم خدمات تسيير الدين المعقدة services de gestion de la dette complexes⁸ و في حالة ارتفاع أسعار الفائدة السوقية وانخفاض أسعار الأسهم والسندات⁹ أو في الحالة التي يعرف فيها السوق أزمة مالية¹⁰، فإنه قد لا يشجّع المؤسسة على اللجوء إلى سوق الأوراق المالية للحصول على احتياجاتها التمويلية¹¹. وبالإضافة إلى هذه العوامل يكون للمتغيرات الكلية تأثير مُحدّد للهيكل المالي، كما سنشير إليه.

5- المخاطر النظامية :

تتمثل في حالة عدم التأكد من العوائد المستقبلية بسبب التحركات التي يتعذر السيطرة عليها في السوق¹² الاقتصادية و يكون لها تأثير مباشر على أسعار الأوراق المالية في السوق المالي¹³.

6- المتغيرات الاقتصادية الكلية :

تكمن أهمية معرفة تأثير التغيرات الحاصلة على مستوى مؤشرات الاقتصاد الكلي، في تحديد توقعات وسلوك المؤسسات التمويلي. وسنتطرق لأهم هذه المؤشرات و هي :

¹ -Eric Molay, **Un test de la théorie du financement hiérarchise sur données de panel françaises**, Université de Nice Sophia Antipolis (CRIFP – IAE Nice), 2006, p. 6, 19/04/2017, <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00515707/document>

² - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 238 (بتصرف).

³ - Idem (بتصرف).

⁴ - Cécile Carpentier, **la recherche et la finance d'entreprise, des théories peu pratiques**, Université Laval, Canada, 2000, p.11, 13/05/2010, http://www.fsa.ulaval.ca/html/fileadmin/pdf/Ecole_comptabilite/Publications/2000-06-3.pdf

⁵ - عاطف وليم أندروس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص 382 (بتصرف).

⁶ - Idem (بتصرف).

⁷ -Radouane Kammon, Sabrina Khemiri, **La hiérarchisation d'endettement permet – elle d'atténuer la sous-évaluation lors d'une introduction en bourse?**, Congrès international de l'AFFI, Juin, 2006, p. 3 (بتصرف).

⁸ -Cécile Carpentier, Op.cit., 2000, p.11.

⁹ - عاطف وليم أندروس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص 406 (بتصرف).

¹⁰ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011، ص 318 (بتصرف).

¹¹ - عاطف وليم أندروس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص 406 (بتصرف).

¹² - طارق عبد العال حماد، التقييم و إعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 307.

¹³ - منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 261.

6-1- الضرائب :

من أحد الأسباب الأساسية التي تدفع المؤسسة إلى الاستدانة هو مدفوعات الفوائد على الديون، كونها تعد تكاليف قابلة للخصم من النتيجة الخاضعة للضريبة، لتحقيق بذلك اقتصاداً في الضريبة، غير أنه في بعض الأحيان قد تُعفى نتيجة المؤسسة من الضريبة، هذا ما يؤدي إلى فقدان الاقتراض كمصدر للتمويل لأحد مزايه الأساسية التي تكون في حالة ارتفاع الأعباء الضريبية¹، و قد تُمنح لها حوافز جبائية مخفضة لمعدل الضريبة على الأرباح المعاد استثمارها²، والتي من شأنها أن تعطي ميزة للتمويل الذاتي.

6-2- التضخم :

يؤثر التضخم على الموارد و استخدامات الأموال، فعند التخطيط الاستثماري و إعداد الموازنة التقديرية لرأس المال، يأخذ المسير المالي في الاعتبار اتجاهات الأسعار، عند إعداد التدفقات النقدية المتوقعة بالأسعار المتوقعة، كما يأخذ اتجاه الزيادة في أسعار مستلزمات الإنتاج في المستقبل، عند حساب التدفقات الصافية³. ويؤثر التضخم بشكل مباشر على معدل المردودية المفروض، فارتفاع معدل التضخم يؤدي بالمستثمرين إلى فرض معدل مردودية مرتفع⁴ على الأسهم، والذي يُعد بالنسبة للمؤسسة ارتفاعاً في تكلفة هذا المصدر، لذلك يُأخذ يُأخذ

معدل التضخم عند اتخاذ القرار بالتمويل عن طريق إصدار الأسهم.

6-3- نسبة الاحتياطي القانوني :

هي تلك النسبة من النقود التي يجب على البنوك التجارية الاحتفاظ بها لدى البنك المركزي، فانخفاض هذه النسبة يؤدي إلى زيادة قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان⁵. لذا يجب على المسير المالي أن يكون مُلماً بهذه النسبة، كونها تعطي دلالة على إمكانية الاستدانة من البنوك عند انخفاضها. أما عند ارتفاع نسبة الاحتياطي القانوني، فهذا سيكون عائقاً على استخدام الاستدانة، لأن البنك قد لا يمكنه تغطية الاحتياجات المالية للمؤسسة.

6-4- معدل إعادة الخصم :

هو ذلك الجزء من الفائدة الذي يتحصل عليه البنك المركزي⁶، نتيجة خصم البنوك التجارية لما تملكه من أوراق تجارية، سبق خصمها للعملاء، أي تقوم بإعادة خصمها لدى البنك المركزي، فمعدل إعادة الخصم هو سعر الفائدة الذي تقترض بموجبه البنوك التجارية من البنك المركزي. انخفاض سعر الخصم من شأنه أن يشجع

¹ - عاطف وليم أندراوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص 402 (بتصرف).

² - إلياس بن ساسي، المؤسسة أمام خيار النمو الداخلي و النمو الخارجي مع دراسة حالة مؤسسات قطاع المحروقات بالجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 132.

³ - فريد النجار، أسواق المال و المؤسسات المالية، محاور التمويل الاستراتيجي، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 237 - 238 (بتصرف).

⁴ - فاخر عبد الستار، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 2002، ص 79 (بتصرف).

⁵ - عبد المجيد عبد المطلب، اقتصاديات النقود و البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 277 (بتصرف).

⁶ - يطلق على هذا المعدل بسعر البنك.

البنوك على الاقتراض منه¹ و الذي بدوره يزيد من قدرتها على الإقراض، مما يسمح للمؤسسة عند رغبتها في الاستدانة من تلك البنوك. أما في حالة ارتفاع هذا المعدل، فإن ذلك يعيق البنوك التجارية من اقتراضها من البنك المركزي، بالتالي تقل قدرتها على الإقراض، مما قد يتعذر على المؤسسة اللجوء إلى الاستدانة لتغطية احتياجاتها المالية.

5-6- سعر الفائدة :

يختلف هذا المعدل من دين لآخر، يؤدي انخفاض سعر الفائدة في البنوك إلى تمكين المؤسسة من الحصول على القروض بتكاليف - فوائد - متدنية². أما عند ارتفاعه تتجنب المؤسسة اللجوء إلى الاستدانة.

6-6- سعر الصرف :

يمثل سعر الصرف عدد وحدات العملة المحلية مقابل وحدة واحدة من العملة الأجنبية؛ يؤثر بشكل هام على الشركات دولية النشاط، إذ تُدمج مخاطر أسعار الصرف في تكلفة المصادر التمويلية، بالأخص عندما تتمثل هذه المصادر في القروض طويلة الأجل، بحيث تختلف تكلفة القروض تبعاً لاختلاف العملة النقدية ونوع القرض³. وبعد دمج سعر الصرف في تكلفة المصادر التمويلية يمكن للمؤسسة اختيار البدائل التمويلية المناسبة لها⁴.

7-6- الظروف الاقتصادية :

قد تشجع ظروف الرواج الاقتصادي على توسع المؤسسات في الاستدانة، لتمويل احتياجاتها بدلا من الاعتماد على الرفع في رأس المال، لأن ظروف الرواج تعطي المؤسسات ثقة بقدرتها على سداد دينها⁵.

8-6- الإنفاق الحكومي (الإعانات) :

هو مجموع ما تُنفقه الحكومة أو ما تدفعه لاقتناء السلع و الخدمات و الذي من بينه الإنفاق الاستثماري، فقرار الحكومة بشأن تخفيض الإنفاق على مشروعات معينة، يحمل في طياته انخفاضاً في إيرادات و أرباح بعض الصناعات، و نظراً لأن ربحية المؤسسات هي المحدد الأساسي للسعر الذي يباع به السهم في السوق، فإنه يصبح لزاماً على المستثمرين حصر تلك الصناعات، التي تأثرت مؤسساتها بقرار تخفيض الإنفاق⁶-الإعانات- بالتالي تكون لديهم فكرة عنه مفادها أن التخفيض في الإعانات يؤدي إلى انخفاض قيمة الأسهم و عوائدها، فوجود هذه الفكرة يعيق اعتماد المؤسسة على التمويل بإصدار أسهم جديدة هذا من جهة، و من جهة أخرى انخفاض

¹ - المرجع السابق، ص 281 (بتصرف).

² - فاخر عبد الستار، مرجع سبق ذكره، ص 107 (بتصرف).

³ - سعود جايد مشكور العامري، الإدارة المالية في الشركات متعددة الجنسيات، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 69 (بتصرف).

⁴ - و تجدر الإشارة إلى أن تكلفة الأموال الخاصة لفرع مجموعة الشركات دولية النشاط و الذي تعود ملكيته الكاملة لهذه المجموعة، يكون مُعادلاً لمعدل تكلفة الأموال الخاصة فيها، لكن يأخذ في الاعتبار معدل الضريبة على الاحتياطات و الضريبة على أرباح الشركات في البلد المضيف (الأجنبي)، أنظر : - المرجع السابق، ص 74 (بتصرف).

⁵ - مفلح عقل، مرجع سبق ذكره، ص 158 (بتصرف).

⁶ - منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 164 (بتصرف).

إيرادات و أرباح المؤسسة بسبب انخفاض تلك الإعانات، من شأنه أن يقلل من قدرة المؤسسة على سداد ديونها¹، بالتالي انخفاض قدرتها على الاستدانة لاحقاً. أما ارتفاع الإعانات الممنوحة للمؤسسة، فإنه يقلل من تكلفة تمويلها².

الفرع الثاني : العوامل الداخلية المحددة لقرارات التمويل

1- القيود المالية :

تتأثر قرارات التمويل بعدة قيود ومعايير مالية تخص المؤسسة ذاتها، أي تتعلق بإمكانياتها ونشاطها وتضم ما يلي:

1-1- المردودية المالية :

تعتبر المردودية قيدا³ مالياً تُأخذ في الحسبان عند الرغبة في اللجوء إلى الاستدانة؛ وكذا عند اتخاذ قرار الرفع في رأس المال نقداً الذي يتطلب تحقيق مردودية مالية مرتفعة⁴، أما في حالة تحقيق المؤسسة لنتائج وتمويل ذاتي غير كافي، فهذا من شأنه أن يؤدي إلى عدم تشجيع المساهمة في رأس المال، سواء من قبل مساهمين جدد أو قدامى⁵.

فمن خلال هذا القيد تظهر علاقة الأداء المالي بقرار التمويل، حيث يتم اختيار المؤسسة للمصدر الذي يرفع من مردوديتها المالية وبذلك فهي تُعد كشرط تتقيد به المؤسسة⁶. و عليه يمكن اعتبار أن الأداء المالي يؤثر على اختيار مصادر التمويل، فضلا عن كونه نتيجة لقرارات تمويل سابقة. حيث يستند أيضا قرار اللجوء إلى الاستدانة إلى تقنية أثر الرافعة المالية التي تُعد أداة تحليل و تسير⁷ مالي، الأمر الذي مكّنها من الارتقاء لتعتبر نظرية كغيرها من النظريات المُفسّرة للهيكل المالي و التي سنستعرضها في الفصل الموالي.

1-2- القيود الكلاسيكية :

تعود أسس هذه القيود إلى التحليل المالي الكلاسيكي، فبالرغم من تجاوز هذا التحليل، إلا أن مجموعة من قواعده ظلت ثابتة و تُمثّل أساسا للكثير من القرارات المالية، نظراً لكون الإخلال بها سيكون له آثاراً سلبية على تحقيق أهداف المؤسسة، حيث تشمل هذه القيود ما يلي :

¹ - محمد الخناوي، نihal مصطفى، الإدارة المالية، التحليل المالي لمشروعات الأعمال، مرجع سبق ذكره، ص 280 (بتصرف).

² - علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 85 (بتصرف).

³ - عبد الوهاب دادن، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية- نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008، ص 218 (بتصرف).

⁴ - إلياس بن ساسي، المؤسسة أمام خيار النمو الداخلي و النمو الخارجي مع دراسة حالة مؤسسات قطاع المحروقات بالجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 138 (بتصرف).

⁵ - Elie Cohen, Op.cit., p. 202 (بتصرف).

⁶ - عبد الوهاب دادن، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية- نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 218 (بتصرف).

⁷ - Christophe Thibierge, Philippe Thomas, Op.cit., p. 2 (بتصرف).

1-2-1 - الاستجابة لقيود الملاءة :

أي ضرورة تجنب الاختلالات المالية على مستوى الخزينة، الناتجة عن الخلل في التوازن بين الاحتياجات والموارد المالية¹ و يتحقق ذلك باحترام قاعدة التوازن المالي، فبناءً على هذه القاعدة وفي حالة كون الاستدانة مصدر للتمويل، يجب تمويل احتياجات الاستثمار بالاستدانة طويلة و متوسطة الأجل، أما احتياجات دورة الاستغلال فتموّل بالاستدانة قصيرة الأجل. و ذلك لإجراء تقابل زمني² بين مختلف مستويات استخدامات وموارد المؤسسة، لتفادي الوقوع في أزمات السيولة أو العسر المالي.

1-2-2 - قاعدة الاستدانة القصوى :

تستوجب هذه القاعدة، أن مبلغ الديون المالية (باستثناء الإعتمادات البنكية الجارية) يجب أن لا يتجاوز مبلغ الأموال الخاصة، وتتجسد هذه القاعدة في النسب الهيكلية أو نسب الاستقلالية المالية التي تستخدم لتثبيت الهيكل المالي للمؤسسة وذلك تجنباً لمخاطر العسر المالي والإفلاس، والتي يمكن أن تأخذ أحد هذه الأشكال :

$$INd_1 = \frac{CP}{D} \dots (1 - 29)$$

حيث : INd_1 : نسبة الاستقلالية المالية؛ CP : الأموال الخاصة؛ D : الديون المالية؛
و يجب أن تتجاوز هذه النسبة الواحد.

$$INd_2 = \frac{CP}{R_D} \dots (1 - 30)$$

حيث : R_D : الأموال (الموارد) الدائمة؛ ويجب أن لا تتعدى هذه النسبة $\frac{1}{2} (INd_2)$.

$$INd_3 = \frac{D}{CP} \dots (1 - 31)$$

أما هذه النسبة (INd_3)، فيجب أن تقل عن الواحد؛ يتمثل الهدف من هذه القاعدة، في جعل المؤسسة تتمتع بالاستقلالية المالية بعيداً عن القيود³ التي قد يفرضها المقرضون، للرقابة على التسيير بسبب ارتفاع حجم المخاطر المالية الناجمة عن الاستدانة، و لتحقيق نوع من التوازن بين التمويل عن طريق الاستدانة و التمويل عن طريق الأموال الخاصة⁴ وتجنب مطالبة المساهمين بمعدل مردودية أعلى كتعويض عن المخاطر الإضافية بسبب الإفراط في الاستدانة.

¹ - المرجع السابق، ص 145 (بتصرف).

² - بين آجال الاستحقاق.

³ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، مرجع سبق ذكره، ص 316.

⁴ - لأن المزيج المناسب بين هذين المصدرين يساهم إلى حد ما في التقليل من تكلفة رأس المال و رفع القيمة السوقية للأسهم. أنظر :

- عبد الرحمان عقلة علي السلفيتي، مرجع سبق ذكره، ص 88 (بتصرف).

1-2-3- قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي :

في إطار التفاعل الذي يحدث بين القرارات المالية من قرارات الاستثمار و التمويل و توزيع الأرباح¹، تستوجب هذه القاعدة، أن تموّل المؤسسة جزءاً من استثماراتها ذاتياً (في حدود الثلث) و الباقي يُغطى عن طريق الاستدانة، و يتمثل الهدف من هذه القاعدة في تنويع مصادر التمويل².

1-2-4- قاعدة القدرة على السداد :

تقوم هذه القاعدة على أن مبلغ الديون المالية، يجب أن لا يتجاوز ثلاث أضعاف القدرة على التمويل الذاتي السنوية المتوسطة المقدّرة³. و يعبر عن هذه القاعدة بالنسبة التالية⁴ :

$$CR = \frac{D}{CAF} \dots (1 - 32)$$

حيث :

CR : القدرة على السداد؛ D : الديون المالية؛ CAF : القدرة على التمويل الذاتي؛

تبيّن هذه النسبة مدة التسديد المتوسطة للديون المالية و التي يجب أن تقل عن ثلاث سنوات⁵. و يمكن أن تترجم هذه النسبة على أن القدرة على التمويل الذاتي لثلاث سنوات قادمة لابد أن تُغطي الديون المالية للمؤسسة⁶.

1-2-5- نسبة تغطية المصاريف المالية :

يترتّب على اللجوء إلى الاستدانة تحمّل مصاريف مالية كمكافأة للمقرض تكون مؤلّدةً من نشاطها، لذا يتم الاستناد إلى هذه النسبة للتأكد من قدرة المؤسسة على تغطية مصاريفها المالية، و يُعبّر عنها بالعلاقة التالية :

$$RCF = \frac{R_{exp}}{FF} \dots (1 - 33)$$

حيث :

¹ - عبد الوهاب دادن، مرجع سبق ذكره، ص 116 (بتصرف).

² - لأن تمويل المؤسسة الكلي للاستثمار، من شأنه أن يعرضها إلى تضخم المصاريف المالية و التي تؤدي إلى تخفيض مردودية الاستثمار، كما أن الاعتماد الكلي على التمويل الذاتي في تمويل الاستثمار، قد يُضيق على المؤسسة فرصة الاستفادة من الأثر الإيجابي للرافعة المالية. أنظر :

- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، مرجع سبق ذكره، ص 317 (بتصرف).

³ - المرجع السابق، ص 316 (بتصرف).

⁴ - Hubert de la Bruslerie, , **Analyse Financière, information financière et diagnostic et évaluation**, 4^{ème} édition, Dunod, 2010, p. 209.

⁵ - قد تُحدّد المدة المتوسطة لتسديد الديون بأن لا تقل عن أربع سنوات. أنظر :

-Idem.

⁶ - المرجع السابق، ص 317 (بتصرف).

RCF : نسبة تغطية المصاريف المالية؛ R_{exp} : نتيجة الاستغلال؛ FF : المصاريف المالية¹؛

تقيس هذه النسبة عدد المرات التي يمكن فيها لنتيجة الاستغلال أن تُغطي مصاريف الفوائد²، بحيث كلما قلَّ عدد المرات، كلما كانت هناك صعوبة في تسديد المصاريف المالية؛

2- معايير وقيود أخرى :

2-1- الشكل القانوني للمؤسسة :

تختلف بصفة عامة الطبيعة القانونية للمؤسسات، فقد تكون مؤسسات خاصة أو عمومية، كما قد تكون شركات أموال كشركة المساهمة و شركة التوصية بالأسهم، أو شركات أشخاص كشركة التضامن و شركة المسؤولية المحدودة. فلكل شكل قانوني مصدره التمويلي المتوافق مع أسسه القانونية³.

2-2- مخاطر النشاط و المخاطر المالية:

تدعى مخاطر النشاط بالمخاطر التشغيلية؛ و تشير إلى درجة الخطورة المترتبة على عمليات الاستغلال في المؤسسة⁴، ترتبط بالتغير في نتيجة الاستغلال⁵؛ في حين ترتبط المخاطر المالية بالهيكل المالي، حيث تكون متناسبة أيضا مع مخاطر النشاط (الاستغلال) و نسبة الاستدانة التي تستخدمها المؤسسة⁶، فكلما التجأت المؤسسة إلى الاستدانة تزداد المخاطرة المالية⁷، و يُمكن قياس درجة المخاطرة المالية للمؤسسة باستعمال طريقة كلاسيكية، تُعرّف باسم مضاعف الرفع المالي و التي تكون صيغتها كما يلي⁸:

$$MLF = \frac{R_{exp}}{R_{exp}-FF} \dots (1-34)$$

حيث : MLF : مضاعف الرفع المالي؛ R_{exp} : نتيجة الاستغلال؛ FF : مصاريف مالية؛

و للإشارة يُعد مخاطر العسر المالي أحد أهم المخاطر المالية ولتجنبه يتوجب على مسير المؤسسة إعداد تقديرات للخزينة على المدى القصير و المتوسط و طويل الأجل⁹.

¹ - وللإشارة يمكن مقارنة المصاريف المالية إلى رقم الأعمال لاتخاذ قرار الاستدانة أو التخفيض منها، إذ تكون هذه النسبة محل اهتمام من قبل المقرض، كون المصاريف المالية تُعد مصاريف فوائد قابلة للإنفاق والنسبة المقبولة يجب أن لا تتجاوز المجال من 2% إلى 5% من رقم الأعمال، أنظر المرجعين التاليين :
- إلياس بن ساسي، تمويل احتياجات النمو الداخلي للمؤسسة، حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب ENAFOR، مرجع سبق ذكره، ص 47.
- Hubert de la Bruslerie , 2010, Op.cit., p. 205.

² - طارق عبد العال حماد، التقييم و إعادة هيكلة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 165(بتصرف).

³ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، مرجع سبق ذكره، ص 317(بتصرف).

⁴ - عاظم وليم أندراوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص 402(بتصرف).

⁵ - Pierre Ramage, Analyse et diagnostic financier, Op.cit., P 107(بتصرف) .

⁶ - Ibid, P.157(بتصرف) .

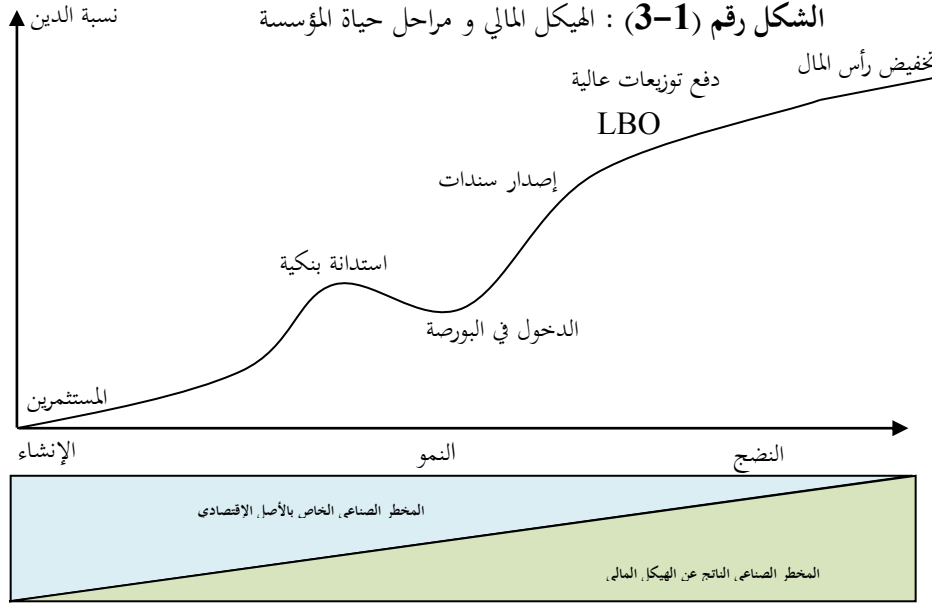
⁷ - و يعود ذلك إلى تحمل تكاليف مالية ثابتة مقابل مستوى نشاط رقم أعمال يتغير بشكل عشوائي.

⁸ - عبد الوهاب دادن، مرجع سبق ذكره، ص 109 (بتصرف).

⁹ - إلياس بن ساسي، تمويل احتياجات النمو الداخلي للمؤسسة، حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب ENAFOR، مرجع سبق ذكره، ص 48(بتصرف).

3-2- مراحل حياة المؤسسة :

يتأثر الهيكل المالي بمراحل حياة المؤسسة، التي تبدأ بالإنشاء و تنتهي بالزوال و تمر بمرحلي النمو و النضج، حيث يكون هناك اختلافا في السياسة المالية من مرحلة لأخرى، كما هو مبين في الشكل التالي :



Source : Pierre Vernimmen, Op.cit., P.804 (بتصرف).

يُتضح من الشكل، أن المؤسسة تعتمد عند انطلاقها على أموالها الخاصة، لكونها غير قادرة على الاستدانة وذلك لغياب ماضي يُستند إليه يبيّن سدادها للقروض في تلك المرحلة، بالإضافة إلى عدم امتلاكها لأصول معنوية تُعد كضمان للمقرضين، و اضطراب وضعيتها في البيئة المحيطة بها لانعدام المعرفة بمنتجاتها، فقد تكون تدفقات الخزينة المتاحة لديها سالبة في بعض الأوقات و هذا ما يجعل مخاطرها الصناعية في أقصى مستوى لها¹. و تدريجياً عندما تتكَيّف و تستقر في سوقها تنخفض تلك المخاطر، بحيث يصبح بإمكانها اللجوء إلى الاستدانة من البنوك لتبدأ مخاطرها المالية في الارتفاع. و بوصولها إلى مرحلة النمو أين يكون حجم نشاطها في تزايد²، يُمكنّها الدخول إلى البورصة من تنوع مصادر تمويلها و بالتالي تنخفض استدانتها البنكية لتعتمد المؤسسة في تغطية احتياجاتها المالية، إمّا على الرفع في رأس المال أو إصدار سندات، أما خلال مرحلة³ النضج، تُعرّف المؤسسة مخاطر مالية عالية نتيجة استخدام أموال كُلهَا مُقترضة LBO في تمويل عمليات النمو الخارجي، كما تقوم بتخفيض رأسمالها بتوزيعها لأرباح عالية.

¹ -Ibid, P.803.

² - وتجدر الإشارة إلى أنه في بداية مرحلة النمو السريع، تتجه المؤسسة إلى إعادة استثمار الأرباح المتولدة و ذلك على حساب إجراء توزيعات، أنظر : - هوارى سويسى، مرجع سبق ذكره، ص 177.

³ - و الإشارة يمكن الاستعانة بعمر المؤسسة لمعرفة المرحلة التي تعيشها، بالإضافة إلى الخصائص و المؤشرات التي تُميّز كل مرحلة من حياتها.

2-4- مدى سهولة الحصول على مصدر التمويل :

بالرغم من إمكانية اعتماد المؤسسات ذات المركز المالي القوي على مصادر التمويل الخارجي¹، إلا أنّها تُفضّل المصدر الذي يكون مُتاحاً بسهولة و يجنّبها الإجراءات طويلة الأجل للاقتراض² أو بيع الأسهم، بهدف حصولها على تمويل سريع متجدد في التمويل الذاتي.

2-5- التّحكم و السيطرة :

من بين العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تخطيط الأموال التي تستخدم في إعداد الهيكل المالي، هو ميل الإدارة و اتجاهاتها بشأن السيطرة على المؤسسة، فإذا كان ميل الإدارة لإبقاء الرقابة و عدم توسيع نطاقها حفاظاً على الاستقلالية المالية، فإنها تكون أكثر اتجاهها لاستخدام الاقتراض³ و الأسهم الممتازة عند وجود حاجة إلى أموال إضافية، إلا أن هذا الاتجاه يتعارض مع عامل الأمان في حالة الإفراط في نسب الاقتراض، فقد يجعل المؤسسة تتخلى عن التمسك بالسيطرة، حيث أن توسّعها في الاقتراض إلى حد عجزها عن الوفاء بالتزاماتها الثابتة المتعلقة بالدين أو سداد أصله، سيؤدي بها إلى الإفلاس⁴. و للإشارة يكون عامل السيطرة و التحكم محل صراع بين المالكين و المسيرين⁵، و يكمن الحل في منح نسبة ملكية للمسيرين⁶.

2-6- المرونة المالية و التوقيت :

تشير المرونة إلى القدرة على إدخال التّعدّيات اللازمة في الهيكل المالي، ليتماشى مع المتغيرات و الظروف الجديدة، دون أن تتعرض المؤسسة إلى الاضطراب و زيادة التكاليف و ضياع الفرص⁷. و يُعدّ التوقيت من العوامل ذات الصلة الوثيقة بالمرونة عند التخطيط للهيكل المالي⁸، حيث يشير إلى أهمية حصول المؤسسة على مصادر الأموال اللازمة لها في توقيت يناسبها من حيث التكلفة و شروط الاستدانة⁹. لكن قد تنشأ في بعض الأوقات حاجة إلى الأموال من الضروري تمويلها حتى ولو بتكلفة مرتفعة، مما يلغي عنصر التوقيت وأحياناً أخرى قد تتوافر الأموال بتكلفة رخيصة ولكن لا يتم اللجوء إليها لعدم الحاجة لها¹⁰.

وتجدر الإشارة إلى أنه توجد قيود أخرى تعتبر عوامل محددة لقرارات التمويل ونخص بالذكر حجم المؤسسة، الضمانات والنمو ولاعتبارات البحث سنين تأثيرها في الفصل الرابع.

1 - عبد الرحمان عقلة علي السلفيتي، مرجع سبق ذكره، ص 129 (بتصرف).

2 - تير زغود، مرجع سبق ذكره، ص 47 (بتصرف).

3 - عدنان النعيمي، ياسين الخرشة، مرجع سبق ذكره، ص 203 (بتصرف).

4 - جمال مرسي، أحمد اللحلج، مرجع سبق ذكره، ص 257 (بتصرف).

5 - كما سنين ذلك في الفصل الثاني ضمن نظرية الوكالة.

6 - Dimitris Margaritis, Maria Psillaki, Op.cit., P.6.

7 - جمال مرسي، أحمد اللحلج، مرجع سبق ذكره، ص 255 (بتصرف).

8 - عدنان النعيمي، ياسين الخرشة، مرجع سبق ذكره، ص 204 (بتصرف).

9 - جمال مرسي، أحمد اللحلج، مرجع سبق ذكره، ص 256 (بتصرف).

10 - محمد شفيق حسين طنّيب، محمد ابراهيم عبيدات، أساسيات الادارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997، ص 193 (بتصرف).

خلاصة الفصل

نستخلص مما سبق، أن عدم كفاية التمويل الذاتي للمؤسسة يؤدي بها إلى الرفع في رأس مالها نقداً لصالح المساهمين الحاليين أو الموجودين والذي يتحقق في المؤسسات الصغيرة والمصغرة بتحويل بسيط للأموال من الذمة المالية الشخصية إلى الذمة المالية المهنية للمالك-المسير، وأن هذا الرفع في رأس المال له عدة مزايا تشبه التمويل الذاتي عندما تكون المؤسسة فردية، كما خلصنا إلى أن هذا الرفع محدود بثروة المساهم-المسير أو عدد قليل من المساهمين لذلك يعتبر تمويلياً داخلياً.

كما توصلنا إلى أن اللجوء في التمويل إلى المساهمين الجدد يكون معقداً ومكلفاً ومحفوف بالمخاطر بالنسبة للمستثمر، كما بالنسبة لمسير المؤسسة المصغرة، فضلاً عن كونه يخضع لقيود الشكل القانوني وحالة السوق المالي خصوصاً للمؤسسات المصغرة والصغيرة ومتوسطة الحجم، لذلك يمكن الاعتماد على مصادر تمويل خارجية أخرى.

وخلصنا أيضاً إلى أن الائتمان التجاري يُشكّل النسبة الأكبر من إجمالي الاستدانة قصيرة الأجل ويُعد المصدر الأساسي في المؤسسات صغيرة الحجم التي تكون غير مؤهلة لاستخدام مصادر التمويل الأخرى بسبب ضعف مركزها المالي أو لعدم قدرة صاحب المؤسسة على دفع قيمة مشترياته نقداً أو لكون المؤسسة المدينة تعمد إلى إبطاء سداد الموردين بهدف استخدام الأموال الموجودة لتمويل أصول أخرى من غير المخزونات.

كما توصلنا إلى أن الشركاء والمسيرون في شركات المساهمة ومسيرو الشركات ذات المسؤولية المحدودة يضعون مبالغ معتبرة تحت تصرف المؤسسة في الحسابات الجارية للشركاء خصوصاً في المؤسسات العائلية، وقد تكون في شكل اقراضات منهم أو من الأصدقاء أو المقرضين غير الرسميين، كما تستخدم هذه الحسابات ل جلب أموال إضافية للمؤسسات المصغرة، وخلصنا أيضاً إلى أن أي استثمار إضافي للمساهم في مؤسسته المصغرة يؤدي إلى إضعاف تنوع ذمته المالية الشخصية.

كما توصلنا إلى أنه وبالإضافة إلى كون تكلفة الموارد المالية تُعد معياراً مهماً عند الاختيار بين المصادر التمويلية، فإن قرار تمويل يخضع أيضاً إلى تأثير عدة عوامل سواء الخارجية أو الداخلية التي تعود إلى إمكانيات المؤسسة ونشاطها بحيث تُشكّل قيوداً مالية، و إلى عوامل مرتبطة بالجانب التسييري لها كالتحكم والسيطرة والمرونة المالية والتوقيت.

وسنبين تأثير أهم تلك العوامل في الفصل الموالي ضمن الاسهامات النظرية المفسرة لقرارات التمويل.

الفصل الثاني :

الاسهامات النظرية المفسرة لقرارات التمويل

تمهيد

تعتبر قرارات الهيكل المالي من القرارات المالية التي تعكس الوظيفة المالية بالمؤسسة، إذ تهتم وتبحث تلك الوظيفة في كيفية تدبير مصادر التمويل المدرجة ضمن مجموعتين أساسيتين ممثلتين في الأموال الخاصة والاستدانة. وفي ظل بروز تعظيم القيمة كهدف تنشده وترتكز عليه النظرية المالية، بدأ التساؤل والبحث عن مدى إمكانية تأثير الهيكل المالي أي تركيبة (الأموال الخاصة والاستدانة) على قيمة المؤسسة، ومن ثم ظهور إشكالية وجود هيكل مالي أمثل من عدمه، التي كانت محل جدل بين الباحثين. فبالإضافة لما ينبغي أن يلعبه المسير المالي للمؤسسة في تدبير مصادر التمويل ذات التكلفة القليلة في الأساس، تسعى النظرية المالية لإيجاد إطار للبحث، من خلال تقديمها للنظريات المفسرة للهيكل المالي، التي تحاول أن تجيب عن إمكانية تقليل تلك التكاليف، بوضع هيكل مالي مناسب من شأنه أن يضيف للمؤسسة مكاسب بتخفيضه لتكلفة رأس المال ومن ثم المساهمة في رفع قيمتها إلى أقصى حد ممكن.

سنحاول في هذا الفصل التطرق إلى النظريات المفسرة للهيكل المالي باعتبارها الخلفية النظرية والعلمية لظاهرة تمويل المؤسسات واختيارها لتركيباتها المالية، ضمن ثلاث مباحث نتناول في المبحث الأول المفاهيم الأساسية التي يقوم عليها الطرح النظري للهيكل المالي، وذلك للتمكن من عرض تلك النظريات على أحسن وجه والمتمثلة في مفهوم أثر الرافعة والمخاطرة المالية ومفهوم كفاءة السوق المالي، الذي يضم جانبين جانب نظري يتمثل في الكفاءة التامة وجانب ميداني مستوحى من الجانب النظري ممثلاً في الكفاءة الاقتصادية.

ثم نتعرض في المبحث الثاني إلى النظريات المفسرة للهيكل المالي في ظل فرضيات الكفاءة التامة للسوق وذلك ضمن تيارين، تيار مؤيد لفكرة وجود هيكل مالي أمثل وتيار معارض لها. لنخصص المبحث الثالث للنظريات التي حاولت تفسير الهيكل المالي في ظل فرضيات سوق يتميز بالكفاءة الاقتصادية. وبنفس التقسيم السابق ضمن تيارين أحدهما يتمسك و يعترف بتأييده لفكرة أمثلية الهيكل المالي والآخر ينفي وجودها، ثم نسلط الضوء على الاسهامات النظرية التي تحاول تفسير قرارات تمويل المؤسسات والصغيرة ومتوسطة الحجم.

المبحث الأول : المفاهيم الأساسية التي يقوم عليها الطرح النظري للهيكل المالي

قبل التطرق لوجهات النظر حول تكوين الهيكل المالي و وجود فكرة هيكل مالي أمثل يعمل على تدنئة تكلفة رأس المال وتعظيم قيمة المؤسسة، ارتأينا أن نخصص هذا المبحث للوقوف على المفاهيم الأساسية التي يقوم عليها الطرح النظري للهيكل المالي والمتمثلة في أثر الرافعة والمخاطرة المالية و مفهوم كفاءة سوق رأس المال ضمن مطلبين.

المطلب الأول : أثر الرافعة و المخاطرة المالية

ترتبط الرافعة المالية بهيكل تمويل المؤسسة، و يقصد بها اعتماد المؤسسة على الاستدانة في سد احتياجاتها المالية¹. و لقد كانت و لا تزال الرافعة المالية تشكل أساسا يقوم عليها الجدل النظري بشأن رفع الدين في السياسة المالية للمؤسسة²، هذا ما مكّنها من الارتقاء لتصبح نظرية، تدعى بنظرية الرافعة المالية، تساهم بدورها في تفسير اختيار الهيكل المالي. و قد كان انتشار هذه النظرية جد هام خصوصا في مجال التحليل المالي³، إذ يعد أثر الرافعة المالية من أحد الانشغالات الجوهرية للمسيرين و المساهمين.

الفرع الأول : أثر الرافعة المالية

1- مفهوم أثر الرافعة المالية :

يقيس أثر الرافعة المالية الأثر الإيجابي أو السلبي لسياسة استدانة المؤسسة، و يُعرّف على أنه الفرق الموجود بين معدلي المردودية المالية والاقتصادية⁴. و تُعرّف المردودية بصفة عامة على أنها ذلك الارتباط بين النتائج والوسائل التي ساهمت في تحقيقها، حيث تحدد مساهمة رأس المال المستثمر في تحقيق النتائج المالية⁵.

2- المردودية الاقتصادية :

تتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيسي، و تستبعد النشاطات الثانوية و ذات الطابع الاستثنائي، و تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من جدول حسابات النتائج و الأصول الاقتصادية من الميزانية و تقاس بالعلاقة التالية :

$$RE = \frac{R_{exp}(1 - IBS)}{AE} \dots (2 - 1)$$

حيث :

RE : المردودية الاقتصادية؛
AE : الأصل الاقتصادي؛
R_{exp} : نتيجة الاستغلال قبل الضريبة؛
IBS : الضريبة على أرباح المؤسسات؛

3- المردودية المالية (مردودية الأموال الخاصة) :

تتم هذه المردودية بإجمالي أنشطة المؤسسة و تُدخل في مكوناتها كافة العناصر و الحركات المالية، تحسب بالعلاقة التالية :

$$R_{CP} = \frac{R_{net}}{CP} \dots (2 - 2)$$

¹ - بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية و تكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، أوت، 2005، ص 80 (بتصرف).

² - Christophe Thibierge, Philippe Thomas, L'effet de levier relecture opérationnel à destination des décideurs financiers d'entreprise, **Cahier de recherche ESCP**, № 97-135, Ecole Supérieure de Commerce, Paris, p. 4 (بتصرف).

³ -Ibid, p. 19 (بتصرف).

⁴ -Pierre Paucher, **Mesure de la performance financière de l'entreprise**, OPU, Alger, 1993,p.130.

⁵ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، مرجع سبق ذكره، ص 281 (بتصرف).

حيث : R_{cp} : مردودية الأموال الخاصة؛ R_{net} : النتيجة الصافية؛ CP : الأموال الخاصة؛

تُحدّد هذه العلاقة مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية، و تُمكن المؤسسة من استعادة ورفع حجم الأموال الخاصة¹. تمثل مردودية الأموال الخاصة مكافأة على الأموال المقدمة من قبل المساهمين، مقابل تمويلها للأصل الاقتصادي للمؤسسة إلى جانب الاستدانة. فهذا الأصل يولد نتائج توزع بدورها على الدائنين في شكل تكاليف مالية كمكافأة، و على المساهمين في شكل نتيجة صافية. و يمكن من خلال علاقة كل من المردودية الاقتصادية و المالية تحديد أثر الرافعة المالية، بالانطلاق من صيغة النتيجة الصافية و نتيجة الاستغلال كما يلي :

$$R_{net} = (R_{exp} - K_D \cdot D)(1 - IBS) \dots (2 - 3)$$

و بقسمة المعادلة (2-3) على CP نجد :

$$\begin{aligned} \frac{R_{net}}{CP} &= \frac{(R_{exp} - K_D \cdot D)(1 - IBS)}{R_{exp}(1 - IBS) - K_D \cdot D(1 - IBS)} \\ &= \frac{R_{exp}(1 - IBS)}{AE} \times \frac{CP + D}{CP} - \frac{K_D \cdot D(1 - IBS)}{CP} \\ &= RE \left(1 + \frac{D}{CP}\right) - K_D(1 - IBS) \frac{D}{CP} \\ &= RE + (RE - K_D(1 - IBS)) \frac{D}{CP} \dots (2 - 4) \end{aligned}$$

و يمكن تبسيط هذه المعادلة إلى الصيغة التالية :

$$R_{CP} = RE + (RE - K_{Dnet}) \frac{D}{CP} \dots (2 - 5)$$

و تمثل هذه العلاقة المردودية المالية و تأثرها بالعناصر التالية :

RE : المردودية الاقتصادية؛

(RE-K_{Dnet}) : فرق الرافعة (المردودية الاقتصادية بعد الضريبة- تكلفة الاستدانة بعد الضريبة)؛

$\frac{D}{CP}$: ذراع الرافعة، و يقيس وزن الديون المالية في التمويل²؛

و من العلاقة (2-4) تكون صيغة أثر الرافعة المالية كما يلي :

$$EL = R_{CP} - RE = (RE - K_D(1 - IBS)) \frac{D}{CP} \dots (2 - 6)$$

يمكن تفسير أثر الرافعة المالية بمعدل مردودية الأموال الخاصة بدلالة معدل مردودية الأصل الاقتصادي

وتكلفة الاستدانة. و يمكن توضيح أثر الاستدانة على مردودية الأموال الخاصة حسب الحالات التالية :

- إذا كان معدل مردودية الأموال الخاصة أكبر من معدل المردودية الاقتصادية، فالاستدانة تلعب دورا إيجابيا ويكون أثر الرافعة إيجابي؛

¹ - المرجع السابق، ص 283 (بتصرف).

² - Pierre Ramage, *Analyse et diagnostic financier*, éditions d'organisation, Paris, 2001, p. 157 (بتصرف).

- إذا كان معدل مردودية الأموال الخاصة أقل من معدل المردودية الاقتصادية، للاستدانة دور سلمي و يعود ذلك إلى كون تكلفة الاستدانة أكبر من معدل المردودية الاقتصادية، و بالتالي أثر الرافعة سلمي؛
- إذا كانت تكلفة الاستدانة مساوية لمعدل المردودية الاقتصادية، فلا يوجد أثر للرافعة المالية؛

و عليه يتجسد مبدأ أثر الرافعة، عندما تقوم المؤسسة بالاستدانة و استثمار الأموال المقترضة في مجال نشاطها¹، فإنها تحصل من جراء ذلك على نتيجة اقتصادية و التي من المفروض أن تكون أعلى من التكاليف المالية للاستدانة، ففي هذه الحالة تحقق المؤسسة فوائض تتمثل في الفرق بين المردودية الاقتصادية و تكلفة الأموال المقترضة، هذا الفائض سوف يعود على المساهمين و يرفع بذلك من مردودية الأموال الخاصة، فأثر رافعة الاستدانة يرفع من مردودية الأموال الخاصة² و من هذه الخاصية سمي بأثر الرافعة. فأثر الرافعة هو آلية مالية تتدخل لتحويل المردودية قبل الضريبة التي تحصل عليها المؤسسة إلى مردودية أموال خاصة للمساهمين³.

و يقود التطبيق الآلي لأثر الرافعة إلى النظر للاستدانة كإستراتيجية مالية لا تؤدي إلا إلى تعظيم مردودية الأموال الخاصة⁴، وبذلك تكون هذه المردودية دالة متزايدة في أثر الرافعة⁵، و يمكن تحقيق ذلك دون أن تغير من المردودية الاقتصادية، لكن الفرضية الأساسية لهذه الآلية، تحقق جدلية أن المردودية المالية تُرفع عندما تزيد المؤسسة من الاستدانة⁶، إذ تشير نظرية الرافعة المالية إلى أنه يجب أن تفوق المردودية المالية المردودية الاقتصادية⁷، أي يجب أن يكون معدل هذه الأخيرة يفوق تكلفة الاستدانة.

الفرع الثاني : أثر الرافعة على المخاطرة المالية

يتناسب أثر الرافعة المالية مع ذراع الرافعة، حيث يعد هذا الأخير أفضل اختبار للصلاية المالية للمؤسسة، وبالرغم من استخدامه الواسع إلا أنه لا يسمى بنفس التسمية⁸ و يحسب بطرق مختلفة⁹، فكلما يكون ذراع الرافعة (نسبة الرافعة) هام - أي كلما تكون المؤسسة مستدينة - كلما يكون أثر الرافعة المالية¹⁰ كبيراً. إذ تعد الفوائد نقطة الارتكاز في الرافعة المالية، فكلما كانت الفوائد مرتفعة، كلما كانت درجات الرافعة المالية مرتفعة، وبالتالي

¹ - سواء الصناعي أو التجاري.

² - المرجع السابق، ص 286 (بتصرف).

³ -Ciaran Walsh, Op.cit., p.176(بتصرف).

⁴ -Christophe Thibierge, Philippe Thomas, Op.cit., p. 36(بتصرف) .

⁵ -Christian de Boissieu, Yver Chaput, **L'endettement richesse de l'entreprise ?**, Litec Nexis, Paris, 2005, p.35(بتصرف) .

⁶ - نفس الموضوع (بتصرف).

⁷ -Frederic S. Mishkin, Op.cit., p. 110 (بتصرف).

⁸ - يسمى بنسبة الاستدانة أو بنسبة الرافعة المالية.

⁹ - هناك من يحسبه بنسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة، و هناك من اعتبر الرافعة المالية تقتصر على تأثير الديون المالية فقط دون الأخذ في الحسبان قرض الموردين، أنظر :

- Ciaran Walsh, Op.cit., p.128.(بتصرف) .

¹⁰ -Pierre Ramage, Op.cit., p. 152 (بتصرف).

تزداد مخاطر المؤسسة في عدم القدرة على تسديد الفوائد في التاريخ المحدد للسداد، و تسمى هذه المخاطرة بمخاطرة التمويل¹.

و تجدر الإشارة إلى أن الزيادة في نسبة الرافعة المالية لها تأثيران متعاكسان، فمن جهة تساهم في زيادة مردودية الأموال الخاصة للمساهمين، و من جهة أخرى تؤدي استنادة المؤسسة بمعدل فائدة أعلى من معدل المردودية الاقتصادية إلى حدوث عجز سيُحمّل على مردودية الأموال الخاصة، لأن النتيجة تنخفض² بسبب ارتفاع المصاريف المالية³ التي تعمل على امتصاص⁴ جزء هام منها - النتائج - و عليه تصبح مردودية الأموال الخاصة أقل من المردودية الاقتصادية.

و للإشارة، يعتمد قياس الرافعة المالية على كل من معدلي المردودية الاقتصادية و مردودية الأموال الخاصة، فبالرغم من أن هذين المعدلين يقدمان فوائد في التحليل المالي و التسيير، إلا أنه من الناحية المالية تكون هذه الفوائد محدودة جدا، لكونها مؤشرات تحسب على أساس محاسبي لا تُدخل في الاعتبار المخاطرة. و عليه فالاعتماد عليها بشكل مطلق قد يقود إلى قرارات خاطئة⁵، لذا يمكن اللجوء إلى مقاييس التشتت في قياس تقلب مردودية الأموال الخاصة و المتمثلة في الانحراف المعياري و معامل الاختلاف⁶.

1- الانحراف المعياري :

يعد الانحراف المعياري أحد مقاييس التشتت، بحيث كلما زاد التشتت زاد الانحراف المعياري، و يتم حسابه بالعلاقة التالية :

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n P_i (X_i - E(X))^2} \dots (2-7)$$

حيث : σ : الانحراف المعياري؛ P_i : احتمال تحقق المردودية؛ X_i : مردودية الأموال الخاصة؛
 $E(X)$: المردودية المتوقعة؛ n : عدد المشاهدات؛

¹ - و هي تلك المخاطرة الإضافية التي يتحملها مساهمي المؤسسة بسبب الاعتماد على الاستنادة في هيكل تمويل أصولها، أنظر :

- بسام محمد الأغا، مرجع سبق ذكره، ص 88-89 (بتصرف).

² - إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، مرجع سبق ذكره، ص 286 (بتصرف).

³ - باعتبارها تكاليف تمويل ثابتة.

⁴ - و هذا من شأنه أن يجعل للتغير الطفيف في أرباح الاستغلال تأثيرات جد واسعة على مردودية المساهمين، مما يزيد من حساسيتها تجاه التغيرات في الدورات الاقتصادية، فمثلا في

وقت الكساد يمكن أن يؤدي اعتماد الاستنادة المولدة للمصاريف المالية إلى انخفاض كبير في النتيجة الصافية الموجهة للمساهمين، عندما يحدث انخفاض بسيط في نتيجة

الاستغلال، انظر المرجعين التاليين : - Ciaran Walsh, Op.cit., p.126.

- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 299 (بتصرف).

⁵ - إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، مرجع سبق ذكره، ص 294 (بتصرف).

⁶ - و للإشارة يتم قياس المخاطرة بطرق متعددة، لكن سنتعرض للانحراف المعياري و معامل الاختلاف فقط.

حيث يُفسّر الانحراف المعياري مدى ابتعاد معدل مردودية الأموال الخاصة عن متوسطها الحسابي و الذي يحسب بالعلاقة التالية¹:

$$E(X) = \sum_{i=1}^n P_i X_i \dots (2 - 8)$$

يمكن تحديد المخاطرة من جراء الاعتماد على الاستدانة، من خلال معرفة التغير في معدل مردودية الأموال الخاصة، فاعتماد المؤسسة الكبير على القروض يزيد من معدل مردودية الأموال الخاصة و كذا الانحراف المعياري² وبالتالي زيادة المخاطرة.

2- معامل الاختلاف :

لا يعد الانحراف المعياري مقياسا كافيا للقيام بعملية مقارنة و اختيار مجموعة البدائل المتاحة، خاصة عند عدم تساوي المردودية المتوقعة³، لذا يفضل الاعتماد على معامل الاختلاف، الذي يعد مقياسا آخر للتشتت النسبي، و يحسب بنسبة قيمة الانحراف المعياري إلى مردودية الأموال الخاصة المتوقعة كما في العلاقة التالية :

$$CV = \frac{\sigma}{E(X)} \dots (2 - 9)$$

فكلما ابتعد معامل الاختلاف عن الواحد، كلما دل ذلك على زيادة المخاطرة⁴. و تجدر الإشارة إلى أن المخاطرة المرتبطة بمردودية الأموال الخاصة الناتجة عن تغير النتيجة، هي مخاطرة كلية تضم مخاطرتين مختلفتين :

- جزء من هذه المخاطرة مرتبط بتعديل النشاط يتمثل في مخطر الاستغلال؛
- و الجزء الآخر من المخاطرة ناجم عن تغيير الهيكل المالي بالأخص عن الاستدانة و يتمثل في المخاطرة المالية. و بالتالي فالمخاطرة المالية هي الفرق بين المخاطرة الكلية و مخطر الاستغلال⁵.

و من خلال علاقة أثر الرافعة المالية، يمكن تحديد المخاطرة المالية بإدخال التباين على الفرق بين مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية) و المردودية الاقتصادية.

$$R_{CP} - RE = (RE - K_{Dnet}) \frac{D}{CP} \dots (2 - 10)$$

$$Var(R_{CP} - RE) = VarRE \left(\frac{D}{CP}\right)^2 - VarK_{Dnet} \left(\frac{D}{CP}\right)^2$$

و نظرا لكون معدلات الفائدة أكيدة، فتكون الاستدانة أيضا أكيدة، و عليه تباينها معدوم.

¹ - مفيدة بجاوي، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد 3، أكتوبر، 2002، ص 93 (بتصرف).

² - المرجع السابق، ص 95 (بتصرف).

³ - لطرق تمويل يُراد المناضلة فيما بينها.

⁴ - نفس الموضوع.

⁵ - (بتصرف) Pierre Ramage, Op.cit., p. 156.

$$Var(Endett) = VarK_{Dnet} \left(\frac{D}{CP}\right)^2 = 0$$

$$Var(R_{CP} - RE) = VarR_E \left(\frac{D}{CP}\right)^2 \quad \text{و بالتالي :}$$

$$\sigma(R_{CP} - RE) = \sigma R_E \left(\frac{D}{CP}\right)$$

$$\sigma R_{CP} = \sigma R_E + \sigma R_E \left(\frac{D}{CP}\right)$$

$$\sigma R_{CP} = \sigma RE \left(1 + \frac{D}{CP}\right) \dots (2 - 11)$$

فتشير هذه العلاقة إلى المخاطرة الكلية. و للحصول على المخاطرة المالية، يجب استخراج مخاطر الاستغلال¹.
و بالتالي ترتبط المخاطرة المالية بعاملين هما مخاطر الاستغلال و مستوى الاستدانة².

و بالرغم من كون تقنية أثر الرافعة المالية تُعد غير كافية إلى حد ما، نظراً لاعتمادها على المتغيرات المحاسبية،
إلا أنها اعتُبرت كنظرية تم الاعتماد عليها من قبل النظريات المفسرة للهياكل التمويلية، في إثبات وجود ما يسمى
بالمهيكل المالي الأمثل من عدمه.

المطلب الثاني : كفاءة سوق رأس المال

تلجأ المؤسسات لسد احتياجاتها إلى السوق المالي، الذي يسمح لها بتوفير الأموال الضرورية لتحقيق استثمارية
نشاطها و ضمان توسعها الاستثماري، وذلك من خلال تمكينها من إصدار أوراق مالية و تسويقها³ إلى
المستثمرين هذا من جهة، ومن جهة أخرى يوفر السوق لهؤلاء المعلومات الخاصة بالمؤسسة المصدرة لتلك الأوراق
و القطاع الذي تنشط فيه، بشكل يسمح لهم من تقدير التدفق النقدي الذي يتحصلون عليه في المستقبل⁴،
وتقدير درجة المخاطرة المرتبطة بالورقة المالية. و بذلك يتعين على المؤسسة إعداد الحسابات الختامية والإفصاح عن
المعلومات الملائمة التي يعتمد عليها بدرجة ثقة عالية، إذ يفيد استخدامها للحكم على درجة نجاحها في استغلال
الموارد المتاحة استغلالاً أمثلاً⁵.

و من ثم تكتسب العلاقة بين أسعار الأوراق المالية و بين البيانات المالية للمؤسسة المصدرة لتلك الأوراق،
أهمية كبيرة بين فئات عديدة، بدءاً من إدارة المؤسسة نفسها و المستثمرين...، لذلك نجد هذه الأطراف تهتم

¹ -Ibid, p. 157 (بتصرف).

² -Jack Forget, *Analyse financière*, édition d'organisation, Paris, 2005, p. 143. (بتصرف).

³ - محمد براق، بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، 1999، ص 217 (بتصرف).

⁴ - سواء في شكل توزيعات أرباح أو فوائض في القيمة - أرباح رأسمالية-.

⁵ - حيث يعد توفير المعلومات الملائمة لجميع المتعاملين في السوق من العوامل الأساسية لنجاح إدارة المؤسسة في التعامل مع السوق. أنظر :

- محمد الخناوي، محال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، السيد الصيفي، الاستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية،
مصر، 2007، ص 90 (بتصرف).

بأسعار الأوراق المالية و بتأثير المعلومات عليها، نظراً لما يرتبط بتلك الأسعار من نتائج اقتصادية لها تأثير على كل من المستثمر والمؤسسة¹.

وبذلك تشير العلاقة بين أسعار الأوراق المالية و البيانات و المعلومات، إلى مفهوم عرف اهتماما كبيرا سواءً على مستوى الفكر المحاسبي أو المالي، هو مفهوم كفاءة الأسواق المالية، فإذا كان الفكر الأول ينظر لها من خلال طبيعة البيانات و المعلومات المحاسبية المنشورة و مدى سرعة استجابة و استيعاب السوق لها وانعكاساتها في أسعار الأوراق المالية، فإن الثاني اهتم بهذا المفهوم من خلال النظريات و الدراسات الميدانية التي قامت في ظل افتراضات كفاءة السوق من عدمه و ما يترتب عنها من نتائج سواء بالنسبة للمؤسسات أو المستثمرين الماليين من نظريات الهيكل المالي كنظرية الوكالة، عدم تماثل المعلومات، نظرية المحفظة و قيمة المؤسسة.

الفرع الأول : مفهوم كفاءة سوق رأس المال

يعود مفهوم كفاءة الأسواق المالية إلى الباحث Eugene Fama² سنة 1970 الذي عرّف السوق الكفاء على أنه "ذلك السوق الذي يحتوي على أعداد كبيرة من المتدخلين الراشدين و الراغبين في تعظيم أرباحهم، وتكون أسعار الأوراق المالية به تعكس جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية، الجارية و المتوقعة"³.

أما A. Belkeoui فيعرّف السوق الكفاء على أنه "ذلك السوق الذي يكون في حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيه مساوية لقيمتها الحقيقية"⁴. وبذلك لا يستطيع أي مستثمر استغلال معلومات معينة لتحقيق أرباح غير عادية⁵.

و عليه يمكن القول أن السوق الكفاء هو السوق العادل الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية كافة المعلومات التاريخية أو الجارية أو المتوقعة المتاحة للجميع، بحيث يشعر المتعاملين فيه بعدم وجود تمييز أي عدم

¹ - فبالنسبة للمستثمر تعني التغيرات في أسعار تلك الأوراق المالية، تغير في قرارات المفاضلة بين فرص الاستثمار من عدمه. أما بالنسبة للمؤسسة، فإن تلك التغيرات من شأنها أن تؤثر على تكلفة مصادر التمويل المتاحة، أنظر : - المرجع السابق، ص 81 (بتصرف).

² - قبل تقديم Fama لتعريفه، قدم Samuelson أول محاولة للتعريف بالسوق الكفاء و علاقته بعشوائية الأسعار و هذا سنة 1965، لكن مفهوم الكفاءة الذي توصل إليه اتصف بالتشدد و عدم الواقعية، و هذا ما جعل تأسيس النظرية الحديثة للكفاءة الإعلامية ينسب إلى الأول، أنظر :

- المرجع السابق، ص 82 (بتصرف).

³ - هواري سويسي، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 132 (بتصرف).

⁴ - فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الأسس النظرية والعملية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 48-49 (بتصرف).

⁵ - يقصد بالأرباح غير العادية الفرق بين القيمة السوقية و القيمة الحقيقية للورقة المالية.

وجود أدنى فرصة لتمييز مستثمر عن آخر، من حيث حصوله على المعلومات و مستوى فهمه لها تمكنه من تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

الفرع الثاني : جوانب كفاءة السوق

يندرج ضمن مفهوم كفاءة الأسواق بصفة عامة مفهومان يرتبط الأول بالجانب النظري للكفاءة و التي يطلق عليها بالكفاءة التامة، أما المفهوم الثاني فيتمثل في الجانب الميداني و التطبيقي الأقرب من الواقع. و الذي تسعى الأسواق لتحقيقه و يطلق عليه اسم الكفاءة الاقتصادية. و بصفة عامة نال موضوع الكفاءة كباقي المواضيع حظا من الدراسات النظرية التي تحاول التأسيس النظري للظاهرة، وفق ظروف و افتراضات بُنيت على أساسها يصعب أو يستحيل تحقيقها على أرض الواقع. و عليه تبقى الكفاءة التامة جد مهمة، باعتبار دراسات و نظريات عديدة في مجال المالية الحديثة قامت عليها. أما الكفاءة الاقتصادية فهي مستوحاة من الجانب النظري و التي يمكن تجسيدها على أرض الواقع¹.

1- شروط و افتراضات الكفاءة التامة :

تقوم الكفاءة التامة على مجموعة من الافتراضات تمثل شروطا يكون من الضروري توفرها مجتمعة حتى تتحقق هذه الكفاءة، و تتمثل فيما يلي :

1- أن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية فيما يخص وضعيتها الحالية أو توقعاتها المحتملة متاحة للجميع في ذات اللحظة و بدون تكلفة تُذكر²؛

2- وجود عدد كبير من البائعين و المشترين للأوراق المالية على النحو الذي لا يمكن لأي منهم التغيير أو التأثير على أسعار السوق، من خلال عمليات البيع والشراء و إن كانت ذات الحجم الضخم³؛

3- عدم وجود أي قيود على التعامل من تكاليف الصفقات، عمولات سمسة أو ضرائب أو غير ذلك. كما يمكن للمستثمر أن يتعامل بالبيع أو الشراء على أية كمية من الأوراق مهما صغر حجمها و ذلك بسهولة. كما أنه لا توجد أية قيود تشريعية تحد من حرية دخول و خروج المستثمرين أو تلك المؤسسات التي هي في حاجة إلى مصادر تمويل طويل الأجل⁴؛

4- اتصاف المستثمرين بالرشادة، حيث يسعى كل واحد منهم إلى ترشيد تصرفاته الاستثمارية على النحو الذي يحقق له المنفعة القصوى، و ذلك من خلال تعظيم العوائد التي يتحصل عليها نتيجة استثمار ثرواته⁵؛

¹ - هوارى سويسى، مرجع سبق ذكره، ص 134 (بتصرف).

² - و من ثم فإنه يُتوقع أن تماثل كل تنبؤات المستثمرين، و ذلك نتيجة لتماثل المعلومات التي يتحصل عليها كل واحد منهم، أنظر : - المرجع السابق، ص 135 (بتصرف).

³ - بمعنى أنه يتعين على جميع المستثمرين الاقتناع بالأسعار المعلنة في السوق و المحددة بقوى العرض و الطلب و القبول بها و الأخذ بها أيضا، أنظر :

- محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص 188 (بتصرف).

⁴ - هوارى سويسى، مرجع سبق ذكره، ص 135 (بتصرف).

⁵ - محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص 190 (بتصرف).

و بالإضافة إلى هذه الافتراضات التي تقوم عليها الكفاءة التامة، هناك شروط أخرى تضمنتها عدة دراسات، نعرضها كما يلي :

- عدم وجود أي قيود على منح القروض و الاقتراض للمتعاملين بالسوق، لتمكينهم من إبرام الصفقات وتسيير محافظهم في حالة احتياجهم للتمويل و السيولة اللازمين لذلك. و تعامل و تسليم المقرض و المقترض بمعدل الفائدة السائد في السوق، دون تحمل أي أحد منهم لتكاليف إضافية، و التي قد تؤدي إلى التأثير على معدل الفائدة بالسوق؛
- وجود آلية التحليل و التقييم المستمرين للأوراق المالية، يقوم بها المتعاملون في السوق لدى دخول أي معلومات تخص تلك الأوراق المالية سواء بشكل مباشر لنشاط المؤسسة المدرجة، أو بشكل غير مباشر فيما يرتبط بحالة القطاع و حالة الاقتصاد الكلي، مع ضرورة أن تتم عملية التحليل و التقييم¹ بشكل موضوعي، نظرا لما لها من تأثير على قرارات تدبير الأموال للمؤسسة² و اتخاذ قرارات الاستثمار بالنسبة للمستثمر المالي
- عدم وجود تكلفة للإفلاس في السوق³؛
- غياب تضارب المصالح داخل المؤسسات المصدرة للأوراق المالية⁴؛

و فيما يتعلق بمدى تحقق الافتراضات الأربع على أرض الواقع، فإنه نلاحظ صعوبة تحقيقها و هذا ما يجعل من هذه الكفاءة نظرية. فبالنسبة للافتراض الأول، يصعب تحقيقه بالرغم من وفرة مصادر المعلومات التي قد تكون مجانية كوسائل الإعلام المتخصصة من صحف، أخبار اقتصادية إضافة إلى الدراسات و البحوث المنشورة في المعاهد و الجامعات، مما يتيح للمستثمرين كم هائل من المعلومات تفوق قدرتهم على تحليلها. بالإضافة إلى سرعة انتقال المعلومات بتكلفة معقولة بسبب التطور التكنولوجي الحاصل في وسائل الاتصال و فيما يتعلق بوصول المعلومات للجميع في نفس اللحظة، فهذا غير قابل للتطبيق إطلاقا في الواقع، فقد نجد مستثمرين لهم علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالمؤسسة سيحصلون على تسريبات لمعلومات قبل أن تتوفر للعموم⁵، مما يتيح لهم الفرصة لتحقيق أرباح غير عادية⁶ على حساب الآخرين.

¹ - و ذلك إلى الحد الذي يجعل من تأثير تلك العملية، يتم بشكل عشوائي من متعامل إلى آخر دون تمييز لمصلحة مستثمر أو مجموعة مستثمرين على حساب الآخرين.

² - هواري سويسي، مرجع سبق ذكره، ص 30 (بتصرف).

³ - لأن خوف المستثمرين من الإفلاس بسبب ارتفاع تكاليفه، سيؤدي بهم إلى تجنب الاستثمار في الكثير من الفرص الاستثمارية المرهبة، و هذا من شأنه أن يسبب انخفاضا في قيمة المؤسسة و بالتبعية انخفاض قيمة أسهمها في السوق، انظر : المرجع السابق، ص 134-135 (بتصرف).

⁴ - و الذي يؤدي إلى ظهور تكاليف وكالة تخفض من قيمة أسهمها، و سيتم التطرق إلى هذه النقطة بالتفصيل لاحقا.

⁵ - أي قبل نشرها في التقارير و البيانات المالية، و هذا ما يسمى بعدم تماثل في المعلومات الذي يفسر كثيرا بعض الوقائع و النظريات، إذ يمكن أن ينعكس في سوق الأوراق المالية في شكل اتساع مدى السعر، مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات و تناقص السيولة و بالتالي تناقص عدد المتعاملين في السوق، و هذا قد يسبب للمؤسسات صعوبات عديدة في الحصول على الأموال اللازمة لها من خلال نفس السوق بتكلفة معقولة. أنظر : - محمد الحناوي و آخرون، الاستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر، مرجع سبق ذكره، ص 91-92 (بتصرف).

⁶ - و تجدر الإشارة إلى أن هؤلاء الذين يحصلون على معلومات مميزة يكون عددهم ضئيل و أن غالبية المعلومات يمكن أن تصل إلى جمهور المستثمرين بسرعة كبيرة. أنظر : - هواري سويسي، مرجع سبق ذكره، ص 136 (بتصرف).

و فيما يتعلق بالافتراض الثاني، و الذي يقضي بعدم إمكانية المستثمرين و البائعين من تغيير أسعار السوق، حتى و إن كان حجم الصفقة ضخماً، فقد أثبتت التجربة الميدانية قدرة كبار المستثمرين على عقد صفقات ضخمة و التي من شأنها التأثير و حتى توجيه الأسعار بما يخدمهم¹ و يؤدي بهم إلى تحقيق أرباح غير عادية.

أما بالنسبة للافتراض الثالث، فالواقع لا يخلو من القيود التي تقلص من هوامش الأرباح التي يتطلع المستثمرون إلى تحقيقها بوصفها تكاليف يتكبدها عند القيام بتعاملاتهم، كما لا يخلو من وجود الضرائب وبعض القوانين التي تضع قيوداً و سقوفاً للتعامل في بعض العمليات في إطار العمليات التنظيمية التي تقوم بها لجنة عمليات البورصة بالدرجة الأولى، كل هذه الأمور من شأنها أن تحد من حرية المتعاملين في إبرام الصفقات فيما لو كانت تلك القيود غير موجودة.

أما الافتراض الرابع و المرتبط برشادة المستثمرين، فهناك شبه إجماع على تحققه على أرض الواقع، ذلك أن أي عون اقتصادي يبحث عن تعظيم منافعه، و هي الميزة التي تغلب على الأعوان ضمن اقتصاد السوق، و من ثم فالتعاملين في الأسواق المالية أخرى بأن يتمتعوا بالعقلانية و الرشادة في إبرام صفقاتهم².

و يتضح من الافتراضات الأساسية التي تقوم عليها الكفاءة التامة أنها غير قابلة للتحقق، و يتم التسليم فقط بالافتراض الرابع المتعلق برشادة المتعاملين في السوق باعتباره قابلاً للتحقق، و بالتالي فالاحتفاظ بهذا الفرض يعني أننا بصدد الكفاءة الاقتصادية. و ما يلاحظ كذلك من خلال تلك الشروط الواجب توفرها للسوق الكفاء، أن السعر المحدد في هذا السوق عند كل لحظة، هو محل قبول عام لجميع الأطراف المتعاملة، و ذلك لإدراك السوق بأن السعر الجاري المسجل يعبر عن القيمة الحقيقية للأسهم بما يقابل المعلومات³ المتاحة.

2- الكفاءة الاقتصادية للسوق و مرتكزاتها :

تعد الكفاءة التامة تصوراً نظرياً بعيداً عن الواقع الميداني، إذ لا يمكن لأي مكان مالي أن تتوفر فيه جميع هذه الافتراضات التي تقوم عليها تلك الكفاءة، وذلك لوجود فاصل زمني قد يطول أو يقصر بين دخول المعلومات إلى السوق و انعكاسها في السعر، و هنا يكون الحديث عن الكفاءة الاقتصادية، حيث تبقى نفس المفاهيم للكفاءة التامة مع وجود فارقين يتمثلان في :

- عدم تحقق الافتراضات السابقة، مع الاحتفاظ بفرض رشادة المتعاملين؛

¹ - فهذه القلة من كبار المستثمرين من شأنها قيادة السوق، إذ تصبح قرارات باقي المستثمرين تابعة لما يقوم به هؤلاء. و في هذا الصدد لاحظ Shwartz سنة 1991 أن ما بين 70% إلى 75% من حجم الصفقات التي أبرمت في بورصة نيويورك للأوراق المالية خلال عشرية الثمانينات، كانت لحساب المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، بحيث يتصف حجم الصفقات لبعض هذه المؤسسة بالضخامة، مما يحدث أثاراً في أسعار الأوراق المالية موضوع الصفقة، في حين يؤكد French سنة 1989 على أن الصفقات ضخمة تتضمن عشرات الآلاف من الأسهم ترم يومياً لأغراض مختلفة، دون أن يكون لذلك أثر ملموس على سعر السهم محل التعامل.

² - المرجع السابق، ص 137 (بتصرف).

³ - و أن ذلك السعر الجاري المسجل ليس من تأثير أحد المتعاملين أو مجموعة منهم في السوق لأن التغيرات تأتي عشوائية و غير مترابطة من فترة لأخرى.

- وجود فاصل زمني بين لحظة دخول المعلومات و انعكاسها على أسعار الأوراق المالية، و عليه يتمتع السوق المالي بكفاءة اقتصادية عالية كلما استطاع تضيق الفجوة الزمنية¹.

و يشير كل من Sameles and Wilkes سنة 1980 و Francis سنة 1986 أن " السوق ذو الكفاءة الاقتصادية هو ذلك الذي يحقق تخصيصا كفتا للموارد الإنتاجية المتاحة، بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية"²، و بالتالي فهو يلعب دورين أحدهما مباشر و الثاني غير مباشر.

● الدور المباشر : يتمثل هذا الدور في توفير مناخ استثماري للمهتمين، فقيام المستثمرين بشراء أسهم المؤسسة قصد انتظار عوائد مستقبلية، هو دلالة على أن القرار واعد و أن الأداء جيد بناءً على الأخبار السوقية، مما يدفع بالمؤسسة إلى إصدار المزيد من الأوراق المالية و بيعها بسعر مناسب، وبالتالي زيادة حصيلة الإصدار - بتوفير تمويل غير مباشر- و انخفاض متوسط تكلفة الأموال³ - تكلفة رأس المال- بالتبعية.

● الدور غير المباشر : يعتبر إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المؤسسة كمؤشر أمان للمقرضين، مما يعني إمكانية حصول المؤسسة على مزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات و إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية⁴، و عادة ما يكون بسعر فائدة معقول⁵. و تجدر الإشارة أنه لتحقيق الكفاءة الاقتصادية، لا بد من توفر ركيزتين أساسيتين تقوم عليهما، هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل⁶.

2-1- كفاءة التسعير :

تُعرف كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، إذ ترتبط بقدرة المتعاملين على ترجمة و تحليل⁷ المعلومات المتدفقة إلى السوق للوصول إلى تقدير القيمة الحقيقية للمؤسسة بشكل سريع، أي دون وجود فاصل زمني كبير و يتطلب ذلك سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى كافة المتعاملين دون تحملهم لتكاليف مرتفعة مقابل حصولهم على تلك المعلومات و تحليلها. فالتأكيد على ضرورة كون تكاليف الحصول وتحليل المعلومات معقولة، يعد شرطاً وميزة لهذا

¹ - مما لا يتبع مجالاً للمستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية حتى في الأجل القصير جداً - الفاصل الزمني-، إذ تكون الكفاءة الاقتصادية في علاقة عكسية مع الفاصل الزمني. وبالتالي تكون هناك إمكانية تحقيق أرباح غير عادية ضمن الفاضل الزمني، في حالة وجود مستثمرين لهم السبق في الحصول على المعلومات و/أو سرعة تحليل المعلومات إلا أنها صعبة التحقق، أنظر : - المرجع السابق، ص 138 (بتصرف).

² - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 182 (بتصرف).

³ - عبد الغني دادن، قياس و تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، حالة بورصتي الجزائر و باريس، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2006-2007، ص 180 (بتصرف).

⁴ - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 183 (بتصرف).

⁵ - إلا أنه من جهة أخرى يتوقع للمؤسسات التي لا يتوافر لها فرصة ملاءمة للاستثمار أن تواجه صعوبة في إصدار و تصريف المزيد من الأسهم، و حتى إذا تم ذلك فعادة ما يكون من خلال تقديم سعر أقل من السعر المطروح به السهم، مما يعني حصيلة إصدار أقل و تكلفة أكبر للأموال، و إذا ما لجأت مثل هذه المؤسسات إلى الاقتراض كمصدر بديل أو مصدر مكمل، فسوف يكون ذلك بمعدل فائدة مرتفع.

⁶ - هواري سويسبي، مرجع سبق ذكره، ص 138 (بتصرف).

⁷ - تحليل المعلومات أمر ضروري لأن وصول المعلومات أو البيانات عن أداء مؤسسة ما، وهي في حالتها الخام لا تفيد المستثمر المالي في اتخاذ قراراته، كما قد يلجأ المستثمر علم الخبرة إلى محللين ماليين من أجل ذلك مقابل تحمل تكاليف معينة.

المحور من الكفاءة، حتى يتاح لجميع المتعاملين فرصة متساوية لترجمة وتحليل المعلومات في شكل قيم حقيقية للأسهم، يتخذ على أساسها قرارات تنعكس في مرحلة أخرى في أسعار الأسهم، وبالتالي يصعب لأي أحد منهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين. فتوفر ميزة صعوبة تحقيق أرباح غير عادية هو نتيجة و دلالة على تحقق¹ كفاءة التسعير².

و في الواقع هذا لا يعني استحالة الاعتقاد بتحقيق أرباح غير عادية، فقد يسود لدى المستثمرين الاعتقاد بقدرتهم على تحقيقها من خلال حصولهم على المعلومات³، بهدف تحديد الأوراق المالية بشكل خاطئ⁴ والاستفادة من ذلك من شأنه أن يؤدي في النهاية إلى تغير القيمة السوقية لتتعاقد مع القيمة الحقيقية بسرعة و دون أن تتحقق تلك الفرص لديهم⁵. و بالتالي يكون هذا الاعتقاد هو المحور المحرك لكفاءة التسعير وبشكل عام لكفاءة السوق. و تجدر الإشارة إلى أن هذا المحور يرتبط بالعمليات التي تسبق اتخاذ القرار و نظراً لأنه لا يرتبط مباشرة بآلية السوق فإن هذا المحور خارجي.

2-2- كفاءة التشغيل :

تتعلق كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية للسوق، من خلال قدرة هذا الأخير على إحداث التوازن بين العرض و الطلب بشكل سريع، و على قدر مقبول من عمولة السمسرة⁶ و دون أن تتاح فرص تحقيق هوامش أرباح مغالاً فيها للمتعاملين في السوق. الأمر الذي يترتب عليه إمكانية التسويق و السلاسة في حركية أوراق المالية دون أي تأخير، و من ثم السرعة في الوصول إلى سعر التوازن في السوق. و تجدر الإشارة إلى أن كفاءة التشغيل تبدأ بعد انتهاء كفاءة التسعير، أي بعد الوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم، حيث يتخذ المستثمرون قراراتهم بالشراء أو البيع على أساس تلك القيمة، وذلك بالاتصال بالسمسرة لتنفيذ الأوامر التي تنعكس في العرض والطلب، و من ثم في سعر التوازن للسهم. و لكي تتحقق كفاءة التشغيل ينبغي أن تتم المرحلة الممتدة من إصدار الأوامر من قبل المستثمرين إلى تحديد السعر التوازني للسهم بشكل سريع، و هذا يستدعي توفر ما يلي :

- أن تكون عمولة السمسرة و جميع التكاليف المرتبطة بالدخول إلى السوق وتنفيذ الصفقة عند مستوى مقبول، بحيث لا تشكل عامل كبح لتنفيذ الصفقات يحول دون الوصول إلى القيمة الحقيقية للأسهم⁷؛

¹ - المرجع السابق، ص 139 (بتصرف).

² - إلا أنه قد يحدث أن تتحقق تلك الأرباح غير العادية بشكل جلي، و يتكبد بذلك مستثمر أو مستثمرون كسالى أو عديموا الخبرة بخسائر فادحة، نظراً لعدم تحليل المعلومات المتاحة. وفي هذا السياق هناك من يرى أن ذلك لا يعني نقصاً في كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر نفسه، في حين يؤدي ذلك إلى نقص في كفاءة السوق لسبب جوهرى كونه يمس بفرضية رشادة المتعاملين في السوق. و بالتالي جهل المتعامل في تحليله للمعلومات يكون غير مبرر، إذ لديه إمكانية التوجه لمحللين ماليين ذوو كفاءة في مجال الأوراق المالية ليقوموا له بذلك التحليل بتكلفة معقولة و لأن كفاءة السوق من كفاءة جميع مكوناته من معلومات و إمكانيات و أطراف المتعاملة. أنظر :

- المرجع السابق، ص 139-140 (بتصرف).

³ - المرجع السابق، ص 139 (بتصرف).

⁴ - التي تتباين بقيمة سوقية أقل أو أكبر من قيمتها الحقيقية.

⁵ - محمد الحناوي و آخرون، الاستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر، مرجع سبق ذكره، ص 85 (بتصرف).

⁶ - أي يجب أن تتحدد عمولة السمسرة على أساس تنافسي (تفاوضي)، و ليس على أساس عمولة محددة مسبقاً.

⁷ - هواري سويسي، مرجع سبق ذكره، ص 140 (بتصرف).

- تقنيات حديثة خاصة بحركة التداول و عرض الأوامر و تنفيذ الصفقات، تسمح من تحقيق ذلك بشكل سريع¹ و للأعداد الكبيرة من الطلبات في وقت وجيز.
- و عليه ترتبط كفاءة التشغيل بشكل مباشر بمدى تطور البنية التحتية و الإمكانيات المادية التي يتوفر عليها السوق²، وكذا بالإطار التنظيمي الذي يحكم و يراقب سير السوق و التي منها لوائح تنظيم مهنة الوساطة³ - السمسرة- و غيرها من القوانين و مجموع النظم التي تسعى إلى تحقيق هذا المحور من الكفاءة.

المبحث الثاني : النظريات المفسرة للهيكل المالي في ظل فرضيات الكفاءة التامة للسوق

بعدما تطرقنا لأهم المفاهيم التي يقوم عليها الطرح النظري للهيكل المالي، نتناول في هذا المبحث النظريات المفسرة للهيكل المالي وذلك في ظل فرضيات وشروط السوق ذو الكفاءة التامة، والتي يمكن أن نقسمها إلى تيارين، تيار مؤيد لفكرة وجود هيكل مالي أمثل وتيار ينفي هذه الفكرة، ولكن قبل استعراض ذلك، ينبغي الوقوف على الفرضيات التي يقوم عليها كلا التيارين، فضلا عن تلك الفرضيات المتعلقة بالكفاءة التامة للسوق، والتي تتمثل فيما يلي :

- ثبات سياسة توزيع الأرباح أي لا توجد أرباح محتجزة، وذلك بهدف إبعاد وتحييد تأثير التمويل الذاتي⁴ على التحليل، أي استبعاد تأثير التغير في سياسة التوزيعات على تغيير تركيبة هيكل رأس المال و قيمته؛
- ثبات حجم الاستثمارات الكلية للمؤسسة⁵، مما يعني ضمنا ثبات القيمة الكلية للعناصر التي يتكون منها الهيكل المالي للمؤسسة، ويهدف هذا الافتراض إلى قصر التغير في الهيكل المالي على التغيير في نسبة المزيج المكون له، دون زيادة في قيمته الكلية، وفي هذا الشأن يتوافر للمؤسسة حرية تغيير درجة الرافعة المالية الخاصة بها، سواء تم ذلك من خلال القيام بإصدار سندات جديدة أو استخدام حصيلتها في شراء جزء من الأسهم العادية أو من خلال إصدار أسهم عادية واستخدام حصيلتها في إعادة شراء السندات من السوق؛
- السندات التي تقوم المؤسسة بإصدارها هي من النوع الدائم، بحيث لا يمنع ذلك من إعادة شرائها من السوق. ويهدف هذا الافتراض إلى تيسير التحليل مع عدم الإخلال بسلامته، فطالما أن حجم الهيكل المالي، وبالتالي حجم الاستثمار سيظل ثابتا، مع إمكانية تغيير نسبة القروض إلى الأموال الخاصة داخل ذلك

¹ - صالح مفتاح، معاري فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع الأسواق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 07، 2009-2010، ص 187 (بتصرف).

² - هواري سويس، مرجع سبق ذكره، ص 140 (بتصرف).

³ - محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص 227 (بتصرف).

⁴ - لأنه من ضمن الاحتياطات المكونة للأموال الخاصة، فوجوده يزيد من حجم الأموال الخاصة في المؤسسة، مما يؤدي إلى تغيير نسبة الهيكل المالي وبالتالي زيادة حجم التمويل الكلي، الأمر الذي يستدعي تجنبها واعتبار كل الأرباح المحققة موزعة على المساهمين لإثبات ومعرفة فيما إذا كان زيادة حجم الاستدانة ومن ثم تغير الهيكل المالي له تأثير على تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة من عدمه.

⁵ - يُقصد بالاستثمارات الكلية للمؤسسة أصلها الاقتصادي، باعتبار أن قيمة المؤسسة تتمثل في مجموع القيمة السوقية لأصلها الاقتصادي.

الهيكل، بزيادة القروض على حساب الأموال الخاصة أو العكس، لذا يصبح من الضروري افتراض أن السندات من النوع الدائم¹. و بذلك تصبح السندات مماثلة للأسهم من حيث عدم وجود تاريخ استحقاق لتفادي تأثير تغير سعر الفائدة في السوق²؛

- ثبات القيمة المتوقعة لصافي ربح العمليات (نتيجة الاستغلال بعد الضريبة³) من سنة لأخرى؛
- تجانس توقعات المستثمرين بشأن التوزيع الاحتمالي⁴ لنتيجة الاستغلال للمؤسسة.

المطلب الأول : التيار المؤيد لوجود هيكل مالي أمثل

يخلص أصحاب هذا الطرح إلى وجود تأثير للتغير في هيكل المؤسسة المالي على تكلفة رأس المال ومن ثم على قيمة المؤسسة، مما يدل على وجود هيكل مالي أمثل يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة إلى أقصى حد ممكن من خلال خفض تكلفة رأس المال إلى حد أدنى. و يندرج ضمن هذا التيار مدخلين.

الفرع الأول : مدخل صافي الربح

يرى مؤيدو هذا المدخل أنه يمكن زيادة القيمة السوقية للمؤسسة و تدنئة تكلفة رأس المال عن طريق زيادة نسبة الاستدانة في هيكلها المالي و يقوم هذا المدخل على الفرضيات التالية⁵:

- الزيادة في استخدام الاقتراض لا يغير من إدراك المستثمرين للمخاطر، و نتيجة لذلك تظل تكلفة الأموال الخاصة و تكلفة الاستدانة ثابتة و لا تتغير بتغير نسبة الرافعة المالية.
- نظرا لكون المساهمين يتحصلون على ما تبقى من فائض النشاط - نتيجة الاستغلال-، فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطرة التي يتعرضون لها أكثر من تلك التي يتعرض لها المقرضين. و نتيجة لذلك فإن معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين يكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض.

و من خلال هاتين الفرضيتين تكون كل من تكلفة الأموال الخاصة و الاستدانة ثابتة، و طالما أن تكلفة الاستدانة K_d أقل من تكلفة الأموال الخاصة K_{op} ، فإن الزيادة في الاعتماد على الاستدانة، يعني الاعتماد على مصادر أقل تكلفة نسبيا، مما يترتب عليه انخفاض تكلفة رأس المال و بالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة. و يمكن تمثيل سلوك تكلفة الاستدانة و تكلفة الأموال الخاصة وكذا تكلفة رأس المال وفقا لهذا المدخل في الشكل رقم (2-1).

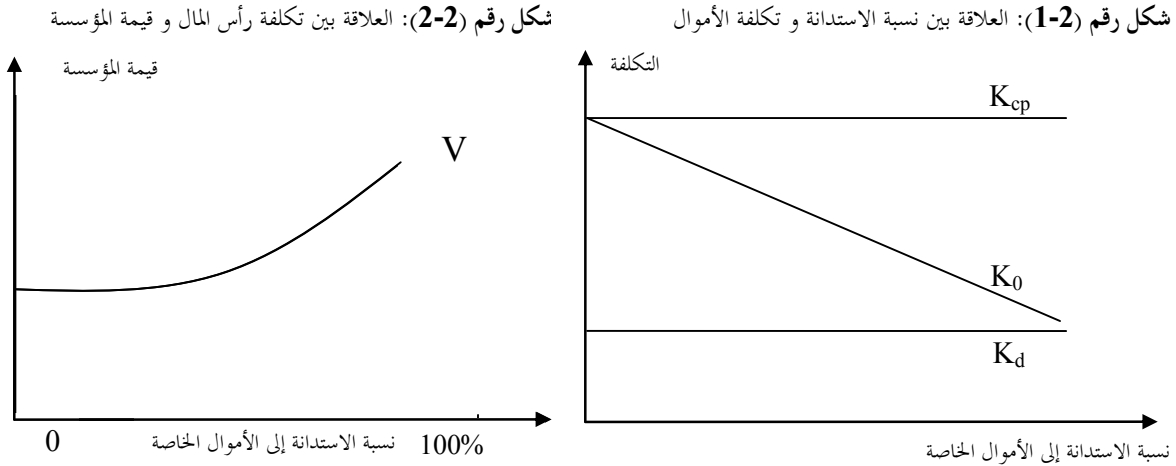
¹ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية : مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 640-641 (بتصرف).

² - لأنه لو كان للسندات تاريخ استحقاق، فقد يرتفع أو ينخفض معدل الكوبون في أحد الإصدارات لتغير سعر الفائدة في السوق.

³ - في هذه الحالة يفترض غياب الضريبة على الأرباح وبالتالي يكون صافي ربح العمليات هو نتيجة الاستغلال.

⁴ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 93 (بتصرف).

⁵ - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية، مدخل قيمة المؤسسة و اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 316 (بتصرف).



المصدر: منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 99 (بتصرف).

يتضح من الشكل (1-2) أن تكلفة رأس المال تنخفض كلما زادت نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتستمر هذه التكلفة في الانخفاض إلى أن تصل إلى أدناها و تصبح مساوية لتكلفة الاستدانة، و عليه فانخفاض تكلفة رأس المال يعني ارتفاع قيمة المؤسسة. و الهيكل المالي الأمثل وفقا لهذا المدخل هو ذلك الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة من الأموال المقترضة¹ (حتى و لو كانت 100%) و هو ما يوضحه الشكل (2-2).

و ما يُؤخذ على هذا المدخل افتراضه لثبات كل من تكلفة الاستدانة و الأموال الخاصة، بغض النظر عن التغيير في نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة و هذا غير واقعي، لأنه من المتوقع أن يصاحب الارتفاع في نسبة الاستدانة في الهيكل المالي ارتفاعا في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمين و من ثم يتوقع أن يطالبوا بمعدل مردودية أعلى. يضاف إلى ذلك أنه يُتوقع تعرض المقرضين لدرجة مخاطرة مرتفعة مع زيادة نسبة الرافعة المالية من خلال انتقال جزء من المخاطر التي يتعرض لها المساهمين إلى المقرضين خاصة في الحالات التي تظهر فيها بوادر مواجهة المؤسسة للعسر المالي²، و عليه فمن المتوقع أن يطالب المقرضون بفوائد أعلى مع الارتفاع التدريجي في نسب الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة. و بالتالي يقوم هذا المدخل على عدم وجود تكلفة الإفلاس وذلك لتجاهله للمخاطر المالية المرتبطة بالرافعة المالية.

الفرع الثاني : المدخل التقليدي

ينسب المدخل التقليدي إلى Gordon E.Solomon³، و يؤيد فكرة وجود هيكل مالي أمثل كسابقه، إلا أنه يحاول تجاوز الانتقاد الذي وجه إلى الافتراض الجوهرى الأول للمدخل السابق، حيث يفترض هذا المدخل أن

¹ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 646 (بتصرف).

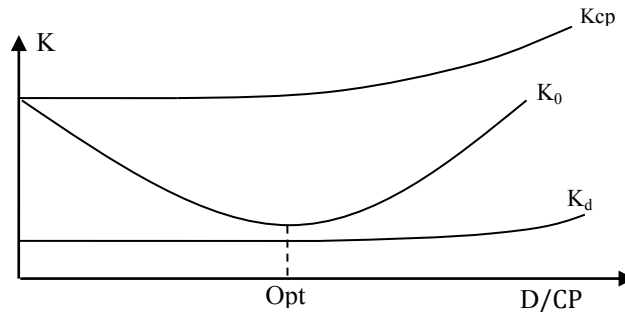
² - محمد الحناوي، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص 322 (بتصرف).

³ -Soufi Ménouar, Gestion du portefeuille, OPU, Alger, 2003, p. 56 (بتصرف).

معدل المردودية المطلوب من قبل الممولين من مساهمين ودائنين سيرتفع، عندما ترتفع نسبة الاستدانة¹ أي حجم الديون في الهيكل المالي، كنتيجة منطقية تفسر المطالبة بتعويض المخاطرة الناجمة عن ذلك.

وبذلك يحاول أصحاب هذا المدخل أن يكونوا أكثر واقعية. و يعتبر هؤلاء أن تكلفة الاستدانة تكون ثابتة² إلى حد معين بالرغم من ارتفاع الاستدانة، لتبدأ في الارتفاع بزيادة الرافعة المالية وذلك لارتفاع معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين. وبالتالي تنخفض تكلفة رأس المال في البداية بشكل تدريجي مع زيادة نسبة الاستدانة، إلى أن تصل إلى حد معين يتغير فيه مسار تكلفة رأس المال نحو الارتفاع، كلما زاد حجم الاستدانة. و يطلق على نسبة الاستدانة التي يتحول عندها اتجاه تكلفة رأس المال بنسبة الاستدانة المثلى³ والتي يتحدد عندها الهيكل المالي الأمثل. ويمكن توضيح وجهة نظر هذا المدخل في الشكل التالي :

شكل رقم (2-3) : علاقة نسبة الاستدانة بتكاليف التمويل



المصدر: محمد الحناوي، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص 334 (بتصرف).

يتبين من الشكل أعلاه، أن النقطة Opt تمثل نسبة الاستدانة المثلى، قبل هذه النقطة تكون تكلفة رأس المال في انخفاض مع زيادة نسبة الاستدانة، نظرا لميزة انخفاض تكلفة الاستدانة مقارنة بتكلفة الأموال الخاصة. ومع تجاوز الاستدانة للنسبة المقبولة تتزايد المخاطر المالية وينعكس أثرها على تكلفة الاستدانة K_d و الأموال الخاصة K_{cp} . وذلك لضياع الميزة التي تحصل عليها المؤسسة من الاعتماد على الاستدانة، كمصدر رخيص التكلفة⁴ في ارتفاع معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين K_{cp} والمحصلة النهائية هي اتجاه تكلفة رأس المال إلى الارتفاع. و ما يُؤخذ على هذا المدخل أن مؤيدوه لم يربطوا بين ارتفاع تكلفة رأس المال المصاحبة للزيادة في نسبة الاستدانة والتكاليف المصاحبة لاحتمال الإفلاس⁵.

¹ - منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 650 (بتصرف).

² - محمد الحناوي، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص 330 (بتصرف).

³ - منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 650-651 (بتصرف).

⁴ - محمد الحناوي، جلال العبد، المرجع السابق، ص 332 (بتصرف).

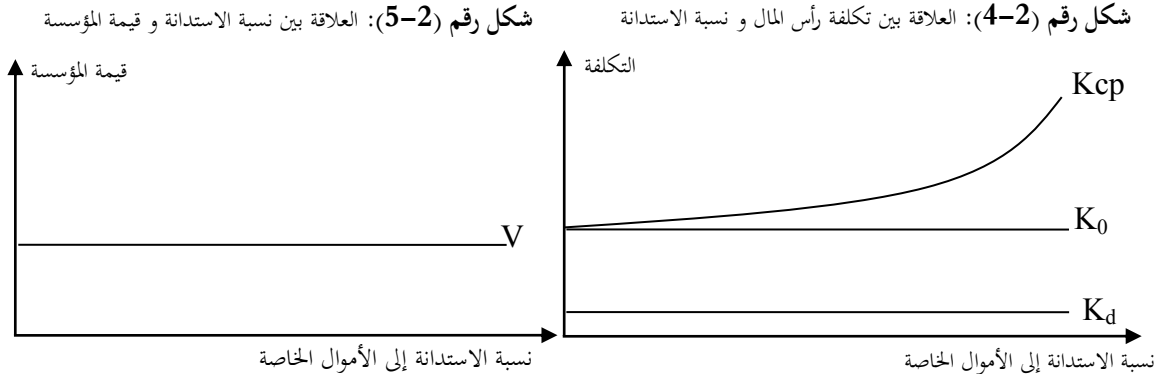
⁵ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 103 (بتصرف).

المطلب الثاني : التيار المعارض لفكرة وجود هيكل مالي أمثل

يرى أصحاب هذا التيار عدم وجود علاقة بين تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة ويستبعد تأثير الهيكل المالي عليهما، مما يجعلهم يرفضون فكرة وجود هيكل مالي أمثل خلافا لسابقهم. و يتضمن هذا التيار مدخلين.

الفرع الأول : مدخل ربح الاستغلال

أو ما يسمى بصافي ربح العمليات، يقوم هذا المدخل على افتراضين أساسيين مفادهما أن تكلفة رأس المال K_0 تكون ثابتة أيا كانت نسبة الاستدانة في المؤسسة، و أن تكلفة الاستدانة K_d ثابتة هي الأخرى، في حين ترتفع تكلفة الأموال الخاصة مع كل زيادة في معدل الاستدانة. ويرر أصحاب هذا المدخل ثبات تكلفة رأس المال، بأن الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة سيعوضها انخفاض بنفس القيمة في تكلفة الاستدانة ناتج عن زيادة الاعتماد على هذا المصدر ذو التكلفة المنخفضة نسبياً¹ و لهذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة رأس المال ثابتة². ويمكن تمثيل ذلك في الشكل رقم (2-4) :



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص104 (بتصرف).

ويتضح من الشكل (2-4)، أن كل من تكلفة الاستدانة وتكلفة رأس المال ثابتة، بينما نجد تكلفة الأموال الخاصة تتزايد بزيادة نسبة الاستدانة، وحسب هذا المدخل لا يوجد ما يسمى بالهيكل المالي الأمثل، وبالتالي ستظل تكلفة رأس المال ثابتة، مما يترتب عليه بالتبعية ثبات قيمة المؤسسة، كما هو مبين في الشكل (2-5).

الفرع الثاني : مدخل النظرية الحديثة لـ Modigliani et Miller

تندرج النظرية الحديثة لتفسير الهيكل المالي للمؤسسة التي قدمها كل من Modigliani et Miller سنة 1958 في سياق النظرية المالية الحديثة، والتي تعتبر هذين الباحثين من مؤسسيها، إذ يشار لهما على أنهما مؤسسا

¹ - المرجع السابق، ص 100 (بتصرف).

² - لأن الأثر الناجم عن الاعتماد على الاستدانة في تقليصها لتكلفة رأس المال، سيقابله بنفس القيمة ارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة الناجم عن ارتفاع معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين، و هذا ما يجعل هذين الأثرين المتعاكسين المتساويين في القوة بدون تأثير يُذكر.

الإدارة المالية الحديثة¹. ويطلق على نظريتهما أيضا بنظرية الهيكل المالي و ما يميزها أنها أكثر تطورا عن سابقتها، إذ تتفق مع مدخل ربح الاستغلال، حيث اعتبر أنه في ظل غياب الضريبة لا تتأثر قيمة المؤسسة بالرافعة المالية، ومن ثم لا يوجد هيكل مالي أمثل، و قد قدما في دراستهما تحليلا منطقيا مبررا لما توصلا إليه، من خلال اقتراحيهما المؤسسين على افتراضات ترتبط بسلوك كل من المستثمرين و سوق رأس المال². و يسمى أيضا هذا المدخل بمدخل السوق التام، كونه انطلق من فرضيات الكفاءة التامة للسوق بالإضافة إلى الافتراضين التاليين :

- يمكن للمستثمرين الاقتراض دون قيود و بنفس الشروط التي يمكن أن تقتض بها المؤسسة، وطالما أن التحليل يقوم على فرضيات السوق ذو الكفاءة، فإنه يمكن للمستثمر شراء و بيع ما يحتاجه من أوراق مالية بغض النظر عن الكمية التي يرغب في شراءها³؛

- يمكن وضع المؤسسة في مجموعات على أساس درجة المخاطرة التي ينطوي عليها النشاط، و هو ما يعني وجود فئات مخاطرة متجانسة، حيث تتعرض كل مؤسسة داخل المجموعة لنفس درجة المخاطرة⁴.

و للإشارة يركز الاقتراح الأول على قيمة المؤسسة وتكلفة رأس المال، في حين يهتم الاقتراح الثاني بمعدل المدودية المطلوب من قبل المساهمين - تكلفة الأموال الخاصة- الذي يتوقف على درجة الرافعة المالية.

1- الاقتراح الأول : Proposition I

ففي ظل الاقتراح الأول الذي قدمه الباحثان، فإن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن هيكلها المالي⁵، و أن هذه القيمة السوقية تتوقف فقط على قدرة أصولها الاقتصادية على توليد الأرباح⁶، و تتحدد بمعدل رسملة يتناسب مع خصائص المخاطرة للفئة التي تنتمي لها المؤسسة⁷، وبذلك يمكن التعبير عن القيمة السوقية للمؤسسة بالمعادلة التالية⁸:

$$V = \frac{NOI}{K_0} \dots (2 - 12)$$

حيث :

NOI : ربح الاستغلال Net Operating Income⁹ (نتيجة الاستغلال قبل المصاريف المالية)؛

K₀ : تكلفة رأس المال؛

¹ - فقد حقق الطرح النظري لهذين الباحثين سبقا فحرا من خلاله ثورة في مجال مالية المؤسسة، أنظر : - هواري سويسي، مرجع سبق ذكره، ص 202 (بتصرف).

² - محمد الحناوي، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص 336 (بتصرف).

³ - هواري سويسي، مرجع سبق ذكره، ص 203 (بتصرف).

⁴ - منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 109 (بتصرف).

⁵ - المرجع السابق، ص 113 (بتصرف).

⁶ - المرجع السابق، ص 112 (بتصرف).

⁷ - محمد حناوي، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص 337 (بتصرف).

⁸ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 403.

⁹ - تم الاحتفاظ بتسمية نتيجة الاستغلال قبل المصاريف المالية بالاختصار القائم على أساس التسمية الأنجلوساكسونية NOI للدلالة على التحليل النظري وليس كما تم تقديمه في المبحث الأول عندما تطرقنا إلى تقنية الرافعة المالية.

ويمكن التعبير عن اقتراح كل من Modigliani et Miller بطريقة مختلفة من خلال تكلفة رأس المال¹ كما يلي:

$$K_0 = \frac{NOI}{V} \dots (2 - 13)$$

و طالما أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي، و طالما أنه ليس لذلك الهيكل تأثير على ربح الاستغلال، فإن هذا يعني ضمناً أن تكلفة رأس المال لأي مؤسسة سواء كانت تعتمد أو لا تعتمد على الاقتراض في التمويل مستقلة عن مكونات الهيكل المالي. بعبارة أخرى أن تكلفة رأس المال متساوية لكافة المؤسسات التي تنتمي لنفس فئة المخاطرة و أن تلك التكلفة تساوي تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة لا تعتمد على القروض في التمويل ولكنها تنتمي إلى نفس فئة المخاطرة².

و لكي يثبت كل من Modigliani et Miller صحة اقتراحهما الأول، قامت دراستهما على أنه في حالة تماثل مؤسستين في كل الخصائص الاقتصادية مع انتمائهما لنفس فئة المخاطرة³ واختلافهما فقط في الهيكل المالي، حيث تعتمد إحدهما على مزيج من الديون والأموال الخاصة والأخرى تعتمد في تمويلها على الأموال الخاصة، فإنه لا بد من أن تتساوى قيمتهما. ويمكن التعبير عن ذلك كما يلي:

$$\frac{NOI}{K_0} = \frac{NOI}{K_{cp}} \dots (2 - 14)$$

حيث : قيمة المؤسسة غير المستدينة⁴ = قيمة المؤسسة المستدينة

ويرون أنه حتى إذا لم تتعادل قيمة هاتين المؤسستين، فإن المراجعة كفيلة بإعادة التوازن لهما، ذلك أن المستثمر في المؤسسة المستدينة، يمكنه تحقيق نفس العائد بقدر أقل من الاستثمار دون تحمل مخاطرة إضافية، من خلال فكرة الرافعة المالية الشخصية، نظراً لقدرته على الاقتراض بنفس معدلات الفائدة التي تستطيع بها المؤسسات الاقتراض⁵. كما اعتبروا أن الاختلاف في القيمة السوقية للمؤسستين هو حالة مؤقتة⁶. و سنوضح عملية المراجعة بشكل موجز.

بافتراض المؤسسة الأولى ممولة كلياً بالأموال الخاصة، أما المؤسسة الثانية تعتمد على تمويل مختلط متكون من أسهم و سندات أي مستدينة. ونظراً لانخفاض تكلفة رأس المال للمؤسسة الثانية بسبب وجود الديون في هيكلها المالي، تكون قيمتها مرتفعة⁸ مقارنة بالمؤسسة الأولى، مما يدفع ببعض المستثمرين الماليين في المؤسسة الثانية ذات

¹ - محمد الحناوي، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص 338 (بتصرف).

² - منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 116 (بتصرف).

³ - يهدف افتراض هذا التماثل في الخصائص من حيث حجم الاستثمارات أي الأصول الاقتصادية ونفس التعرض للمخاطر،... للمؤسستين لتجديد تأثيراتها المحتملة في اختلاف قيمتهما ودراسة وتحليل مدى تأثير اختلاف تشكيلة هيكلهما الماليين على قيمتهما.

⁴ - لأنه في ظل السوق ذو الكفاءة التامة تكون تكلفة رأس المال في مؤسسة غير مستدينة مساوية لتكلفة الأموال الخاصة ($K_{cp}=K_0$).

⁵ - المرجع السابق، ص 126 (بتصرف).

⁶ - محمد الحناوي، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص 339 (بتصرف).

⁷ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 411 (بتصرف).

⁸ - وهذا ما يتفق مع مدخل الربح الصافي.

القيمة السوقية الأعلى باللجوء إلى بيع حصصهم في هذه المؤسسة و اقتراض أموالا إضافية على حسابهم الشخصي ليقوموا بالاستثمار في المؤسسة الأولى ذات القيمة السوقية الأقل، في هذه الحالة يستطيع هؤلاء المستثمرين الحصول على نفس العائد الذي كانوا يحققونه في المؤسسة الثانية لكن باستثمار أقل¹.

و نظراً لهذه الميزة التي يحققها هؤلاء المستثمرين، يعتقد كل من Modigliani et Miller أنها ستجذب مستثمرين آخرين مساهمين في المؤسسة الثانية المستدينة إلى الحدو حذوهم، ونتيجة لزيادة المعروض من أسهم المؤسسة الثانية و زيادة الطلب على أسهم المؤسسة الأولى، ستنخفض القيمة السوقية للمؤسسة الثانية، في حين ترتفع قيمة المؤسسة الأولى إلى أن يتحقق التوازن بين قيمتي² المؤسستين³ وتتوقف المراجعة⁴. و بالتالي ليس هناك مبرر لقيام المؤسسة الأولى غير المستدينة بإجراء أي تعديل في هيكلها المالي، أي بحصولها على القروض للاستفادة من مزايا الرافعة المالية⁵، طالما أن المساهمين أنفسهم قادرون على تحقيق ذلك دون مساعدة المؤسسة.

أما عن درجة المخاطرة التي يتعرض لها المستثمرون، فيرى كل من Modigliani et Miller أنها لن تختلف أيضاً، لأن المستثمر في ظل وصفه الأول مستثمر في المؤسسة الثانية، يتحمل مخاطرة الأصول الاقتصادية⁶ بالإضافة إلى مخاطرة الاستدانة، و في ظل انتقال أمواله إلى المؤسسة الأولى، فقد قام باقتراض مبلغ - عملية الرافعة المالية الشخصية - بنفس نسبة الاقتراض التي كانت في المؤسسة الثانية⁷، فهو يتحمل أيضاً بنفسه المخاطرة المالية - نتيجة اقتراضه - و هذا يعني أن درجة المخاطرة قبل و بعد الصفقة ثابتة.

2- الاقتراح الثاني Proposition II :

ينبثق الاقتراح الثاني الذي قدمه كل من Modigliani et Miller من اقتراحهم الأول، و يشير إلى أن معدل المردودية المطلوب لمؤسسة تعتمد على الاستدانة، يعادل معدل المردودية المطلوب لمؤسسة أخرى مماثلة وتنتمي إلى نفس فئة المخاطرة لكنها لا تعتمد على الاستدانة في هيكلها المالي مضافاً إليه عائداً إضافياً لتعويض المخاطرة المالية⁸ الناجمة عن الاستدانة، و يمكن صياغة هذا الاقتراح في المعادلة التالية⁹:

¹ - يحقق المستثمرون نفس العائد السابق الذي كانوا يحققونه في المؤسسة الثانية، في حالة شرائهم لنفس عدد الأسهم التي كانوا يمتلكونها. أما في حالة شرائهم لعدد أكبر من الأسهم التي كانوا يمتلكونها، فإنهم سيحققون عوائد أكبر.

² - و الجدير بالذكر أن هذا التوازن يتحقق عند تعادل القيمة الكلية للمؤسستين و ليس عند تعادل القيمة السوقية للأسهم، لأن هذه الأخيرة ستكون دوماً مختلفة، أنظر:

- محمد الحناوي، نihal مصطفى، زيمية قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 447 (بتصرف).

³ - و لو استمرت هذه العملية، يمكن أن يترتب عليها ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة الأولى، و إذا فاقت قيمة المؤسسة هذه قيمة المؤسسة الثانية، ستم عملية مراجعة أخرى، ولكن في اتجاه عكسي إلى أن تتساوى مرة أخرى. أنظر : - منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 657.

⁴ - للإطلاع على عملية المراجعة بشكل مفصل ومدعم بالمثال العددي، يمكن الرجوع إلى: - المرجع السابق، ص 654.

⁵ - المرجع السابق، ص 654 (بتصرف).

⁶ - و هي بنفس الدرجة في المؤسسة الأولى.

⁷ - (بتصرف) - Pierre Vernimmen, Op.cit., p. 745.

⁸ - محمد الحناوي، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص 343 (بتصرف).

⁹ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 408 (بتصرف).

$$K_a = R + (R - r) \frac{D}{CP} \dots (2 - 15)$$

حيث :

K_a : معدل المردودية المطلوب لمؤسسة مستدينة¹؛

r : تكلفة الاستدانة وتمثل معدل الفائدة بدون مخاطرة؛

R : معدل التحيين² (تكلفة رأس المال لمؤسسة غير مستدينة)؛

$\frac{D}{CP}$: نسبة الرافعة المالية؛

و يمكن صياغة الاقتراح بشكل آخر³ كما يلي⁴ :

$$K_{CP} = K_0 + (K_0 - K_D) \frac{D}{CP} \dots (2 - 16)$$

حيث :

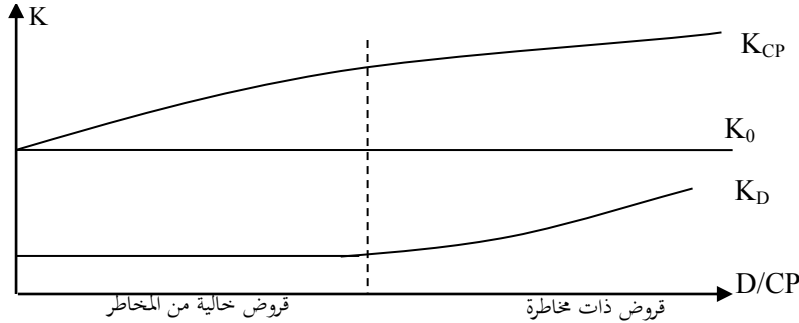
K_{CP} : معدل المردودية المطلوب لمؤسسة مستدينة أي تكلفة الأموال الخاصة؛

K_D : تكلفة الاستدانة؛

K_0 : معدل المردودية المطلوب لمؤسسة غير مستدينة من نفس فئة المخاطرة، ويعادل تكلفة الأموال الخاصة؛

و يمكن تمثيل معادلة هذا الاقتراح بالشكل التالي :

شكل رقم (2-6) : العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة و نسبة الرافعة المالية في ظل الاقتراح الثاني



المصدر: منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، المرجع السابق، ص 137 (بتصرف).

يتضح من الشكل أعلاه، أن تكلفة رأس المال K_0 تبقى ثابتة و مستقلة عن الهيكل المالي، أي لا تتأثر بمكوناته والتي تساوي في نفس الوقت معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين في مؤسسة تنتمي لنفس فئة المخاطر، غير أنها تعتمد بالكامل على الأموال الخاصة في تمويل أصولها. أما تكلفة الأموال الخاصة K_{CP} فتكون

¹ - يتعلق بمعدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين لتوظيف أموالهم في مؤسسة مستدينة.

² - الذي يمثل معدل مردودية السهم لمؤسسة تنتمي إلى نفس فئة المخاطرة و تعتمد بالكامل على الأموال الخاصة و هو نفسه تكلفة رأس المال وفقاً للاقتراح الأول.

³ - تم الحصول على هذه الصيغة انطلاقاً من صيغة حساب تكلفة رأس المال في ظل غياب الضريبة على الأرباح و التي قام بإثباتها كل من Breally et Myers، ولفهم طريقة إثبات هذه الصيغة، يمكن الرجوع إلى : - منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 134-135.

⁴ - إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، مرجع سبق ذكره، ص 403.

دالة متزايدة بالنسبة إلى معدل $\frac{D}{CP}$ مما يسمح بإيجاد علاقة أثر الرافعة. و يرجع ثبات تكلفة رأس المال إلى أن ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة نتيجة لزيادة نسبة الرافعة المالية، يعوضه الانخفاض في تكلفة رأس المال نتيجة للتوسع في الاعتماد على أموال ذات تكلفة منخفضة نسبياً أي الأموال المقترضة¹. و يشير الشكل أيضاً إلى أنه بعد بلوغ نسبة الاستدانة مستوى معين، تبدأ مخاطر التوقف عن السداد في الظهور، و بالتالي ترتفع تكلفة الاستدانة للتعويض عن زيادة المخاطر، إلا أنه يُتوقع وفق الاقتراح الثاني أن ترتفع مردودية المساهمين نتيجة لزيادة الاعتماد على موارد ذات تكلفة أقل أي الاستدانة، غير أن ذلك الارتفاع يكون بمعدل أقل من ذي قبل. ويعود تباطؤ الارتفاع في K_{CP} إلى تخلص المساهمين عن جزء من مخاطرة المؤسسة الذي يتحول إلى الدائنين عندما يصبح مبلغ الدائنين كبيراً. فالارتفاع في معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين، يكون دائماً بالقدر الذي يضمن أن تكون تكلفة رأس المال ثابتة² دون تغيير والتي هي نفسها معدل المردودية على أصول المؤسسة. و بالتالي ليس هناك هيكل مالي أمثل يعظم قيمة المؤسسة أو يدنى تكلفة رأس المال.

3- انتقادات نظرية Modigliani et Miller :

قدم Modigliani et Miller أطروحتهما على أساس عملية المراجعة، حيث يكمن القصور فيما افترضاه من ضرورة توافر فرضية السوق ذو الكفاءة التامة و الذي يُتوقع أن تؤدي فيه المراجعة دورها، لأنه في حالة نقص أو عدم الكفاءة التامة للسوق، تفشل عملية المراجعة في إعادة التوازن، و يبقى التفاوت بين القيمة السوقية للمؤسسة المستخدمة للاستدانة و الأخرى غير المعتمدة عليها، و ذلك للأسباب التالية :

- 1- الافتراض القائل بأن الأفراد و المؤسسات يمكنهم الإقتراض و الإقراض بنفس معدل الفائدة، هو افتراض غير صحيح من الناحية العملية، لأن الهيئات المالية بالخصوص و المقرضين بشكل عام، لا يقتصرون عند تفاوضهم حول الإعتمادات التي يمكن أن يمنحوها على تطبيق معدل سوق واحد، لأن المعدل الحقيقي يكون محل تعديل حسب الشخصية و الثقل الاقتصادي للمقترض؛
- 2- و فيما يتعلق بكون مخاطرة الاستدانة المقدرة من قبل الأعوان الاقتصاديين هي نفسها، هو افتراض غير صحيح، لأن المخاطرة مرتبطة بمبلغ الأموال الموظفة في المؤسسة المستدينة³، و ذلك لوجود مسؤولية محدودة فيما يقابل المسؤولية غير المحدودة للأفراد في حالة إعسارهم، فاستخدام الرافعة المالية الشخصية من شأنه أن يعرض الأفراد لدرجة مخاطرة كبيرة⁴. و هذا ما يضع كل من المؤسسات و الأفراد في مواضع مختلفة داخل السوق المالي.

¹ - منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 136-137 (بتصرف).

² - منير إبراهيم الهندي، المرجع السابق، ص 138 (بتصرف).

³ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 409 (بتصرف).

⁴ - محمد الحناوي، جلال العبد، المرجع السابق، ص 347 (بتصرف).

وفيما يتعلق بفرضيات السوق ذو الكفاءة التامة فإن :

- 1- عدم وجود تكلفة للمعاملات هو افتراض غير واقعي، ففي ظل تحمل المستثمر لتكلفة صفقات أثناء قيامه بعملية المراجعة، قد تُفقد هذه التكاليف أي مزايا ناجمة عن المراجعة ذاتها¹؛
- 2- عدم وجود أي نوع من الضرائب هو الآخر افتراض غير واقعي؛

المبحث الثالث : النظريات المفسرة للهيكل المالي في ظل فرضيات الكفاءة الاقتصادية للسوق

بعد أن تطرقنا إلى النظريات المفسرة للهيكل المالي وذلك في ظل فرضيات وشروط السوق ذو الكفاءة التامة، إذ تعد تلك الفرضيات نظرية غير قابلة للتحقق، حيث يتم إسقاطها و التسليم فقط بافتراض الرشادة، و بالتالي الاحتفاظ بهذا الفرض، يعني أننا بصدد الكفاءة الاقتصادية. لكون الواقع لا يخلو من وجود ضرائب و تكاليف للصفقات و المعلومة و تكلفة للإفلاس و تضارب المصالح المؤدي إلى تكاليف الوكالة، والتي من شأنها أن تؤثر على اختيار الهيكل المالي وعلى قيمة المؤسسة، وهذا ما جعل نظريات تتدارك نقائصها بخصوص وجود هذه العناصر وبأخرى إلى الظهور لتفسير الهيكل المالي. سنحاول التعرض في هذا المبحث إلى هذه النظريات في ظل سوق يتميز بالكفاءة الاقتصادية، مع إتباع نفس التقسيم المعتمد في المبحث السابق، لملاحظة التغيرات التي طرأت على النظريات ومدى تمسكها بوجهة نظرها، فيما يتعلق بوجود هيكل مالي أمثل من عدمه. وذلك ضمن مطلبين.

المطلب الأول : التيار المؤيد و المعترف بوجود هيكل مالي أمثل

يُسلّم أصحاب هذا التيار بفكرة وجود هيكل مالي أمثل تصل عنده قيمة المؤسسة إلى أقصاها وتكون عنده تكلفة رأس المال عند أدنى مستوى لها ويتضمن هذا التيار ثلاث نظريات، حيث يضم نظرية متمسكة بوجهة نظرها وأخرى تعترف في ظل وجود الضرائب على الأرباح بهذه الفكرة ونظرية تظهر مُبررة لوجهة نظرها بشأن ذلك في عالم يتسم بالواقعية و بشكل تدريجي.

الفرع الأول : المدخل التقليدي في ظل وجود الضرائب

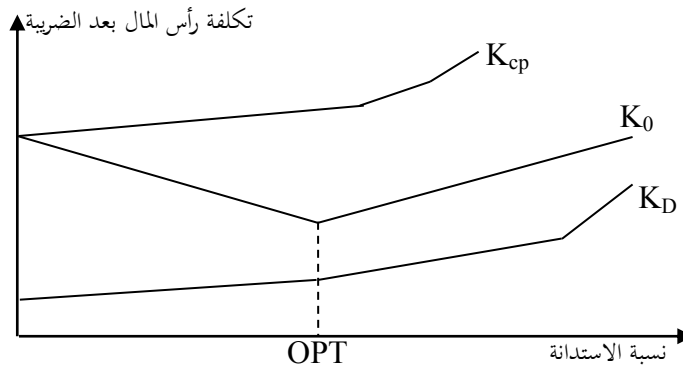
عند إدخال عنصر الضرائب على الأرباح إلى المدخل التقليدي، فإن ذلك لا يترتب عليه تغيير في النتائج الأساسية المستخلصة في ظل عدم وجود ضرائب²، إذ لا يزال هناك هيكل مالي أمثل و علاقة بين الهيكل المالي

¹ - لأن تكلفة شراء و بيع الأوراق المالية قد تفوق قيمة الفوائض المتوقع أن تتولد عن المراجعة.

² - محمد الحناوي، نihal مصطفى، رسمية قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 449 (بتصرف).

وتكلفة رأس المال، و حاجتهم في ذلك أن تكلفة الأموال الخاصة تكون أعلى من تكلفة الاستدانة، و ذلك لكون المخاطرة المتأتمية من الأموال الخاصة أعلى من المخاطرة الناجمة عن الاستدانة هذا من جهة، و من جهة أخرى نظراً لكون تكلفة الاستدانة المندرجة ضمن المصاريف المالية، لها خاصية الاقتصاد في الضريبة و التي تظهر في تخفيض الوعاء الضريبي لحساب الضريبة على الأرباح. بخلاف الأموال الخاصة التي تعد مورداً مالياً معتبراً و التي لا تتميز عوائدها بهذه الخاصية لأنها تأتي بعد حساب النتيجة، بالتالي تعمل الديون على تخفيض تكلفة رأس المال من خلال الوفورات الضريبية¹. والشكل التالي يبين هذا المدخل في حالة وجود الضريبة على الأرباح.

شكل رقم (2 - 7) : الهيكل المالي الأمثل حسب المدخل التقليدي في ظل وجود ضريبة على الأرباح



المصدر : عبد الوهاب دادن، المرجع السابق، ص 109 (بتصرف).

يتضح من الشكل أعلاه، أن تكلفة رأس المال تتناقص تحت تأثير تزايد تكلفة الاستدانة، و يفسر ذلك بالوفورات الضريبية إلى أن تصل إلى حد معين تميل فيه إلى الثبات، ثم تزايد K_0 بعد اختفاء أثر الوفر الضريبي، عندما يصبح المساهمون يطالبون بمعدل مردودية أعلى، مما يؤدي إلى تزايد تكلفة رأس المال. و يتحدد الهيكل المالي الأمثل عند النقطة Opt التي ستغير فيها تكلفة رأس المال اتجاهها عند زيادة تكلفة الاستدانة بدرجة واحدة، و التي تصل عندها قيمة المؤسسة إلى أقصاها و تكلفة رأس المال إلى أدنى مستوى لها. أما عن الاختلاف الذي نجده في حالة وجود الضرائب مقارنة بالحالة التي لا توجد، هو أن القيمة الكلية للمؤسسة في ظل الضرائب ستكون أقل منها² في ظل عدم وجودها.

الفرع الثاني : نظرية Modigliani et Miller سنة 1963

أدرك كل من Modigliani et Miller في دراستهما سنة 1963، أن إسقاط فرضية عدم وجود ضريبة على الأرباح، من شأنه أن لا يحافظ على ما توصلوا إليه قبل ذلك³ من ثبات تكلفة رأس المال واستقلالية القيمة السوقية عن الهيكل المالي. و ستعرض إلى التغيير الذي طرأ على كل من القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة وتكلفة رأس المال في ظل العالم الجديد الذي تُفرض فيه الضرائب على أرباح المؤسسات وذلك ضمن اقتراحين.

¹ - عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، الإسهامات النظرية، مجلة الباحث، العدد 04، 2006، جامعة ورقلة، ص 108 (بتصرف).

² - محمد الخناوي، نihal مصطفى، رمزية قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 449 (بتصرف).

³ - Franco Modigliani, Milton Miller, Corporate income taxes and cost of capital : a correction, *American Economic Review*, vol,53, Juin 1963, p. 433 – 443.

1- الاقتراح الأول Proposition I :

نظراً لما تحققه الاستدانة من وفر ضريبي باعتبار تكلفتها تدرج ضمن المصاريف المالية القابلة للخصم من الوعاء الضريبي¹، يرى كل من Modigliani et Miller من خلال اقتراحهما الأول في ظل وجود ضريبة على أرباح المؤسسات، أن القيمة السوقية لمؤسسة مستدينة يتكون هيكلها المالي من استدانة و أموال خاصة، تزيد عن القيمة السوقية لمؤسسة ماثلة و تنتمي إلى نفس فئة المخاطرة يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة فقط، وذلك بمقدار القيمة الحالية للوفرات الضريبية الناجمة عن الاستدانة². و يمكن التعبير عن هذا الاقتراح بالمعادلة التالية :

$$V_E = V_N + V_{AEI} \dots (2 - 17)$$

حيث :

V_E : القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة؛ V_N : القيمة السوقية للمؤسسة غير المستدينة؛

V_{AEI} : القيمة الحالية للوفرات الضريبية؛ والتي تحسب كما يلي :

$$V_{AEI} = \frac{EI}{K_D} \dots (2 - 18)$$

حيث : $EI = K_D \times D \times IBS \dots (2 - 19)$

EI : قيمة الوفرات الضريبية السنوية المتوقعة؛ D : قيمة الديون؛ IBS : الضريبة على أرباح المؤسسات؛

و تمثل قيمة الوفرات الضريبية السنوية المتوقعة، قيمة الفوائد $K_D \times D$ مضروبة في معدل الضريبة IBS ، والتي تستحدث بمعدل الفائدة على القرض، أي K_D تكلفة الاستدانة الظاهرة على أساس القرض الحالي من مخاطر الإفلاس³ كنتيجة لافتراض عدم وجود تكلفة الإفلاس⁴، حيث تم اعتبار تلك الوفرات الضريبية السنوية المتوقعة متساوية تحدث إلى ما لا نهاية، وهذا ما يوافق الافتراض الذي يعتبر أن السندات من النوع الدائم والتي ليس لها تاريخ استحقاق شأنها شأن الأسهم⁵، لتصبح القيمة الحالية للوفرات الضريبية مثلة كما يلي :

$$V_{AEI} = D \times IBS \dots (2 - 20)$$

ومن هذا المنطلق، تزداد قيمة المؤسسة في ظل فئة مخاطرة معينة، كلما زاد اعتمادها على الديون في هيكلها المالي، ليصبح الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة هو ذلك الذي تكون فيه نسبة الاستدانة أكبر ما يمكن - أي الاعتماد بشكل مطلق على الديون - باعتباره يحقق أدنى تكلفة رأس المال ممكنة والتي تؤدي إلى تعظيم قيمة

¹ - وما ينبغي الإشارة إليه أن الوفرات الضريبية لا تتحقق إلا إذا كانت القدرة الربحية للمؤسسة كافية، و حتى تستفيد منها يكفي أن تكون خاضعة للضريبة، لتتمكن من تخفيض

مصاريفها المالية من الوعاء الضريبي للشركات، حيث يعد هذا التخفيض للمصاريف المالية من الوعاء الضريبي مساعدة من قبل الدولة للمؤسسة.

² - محمد الحناوي، جلال العبد، المرجع السابق، ص 349 (بتصرف).

³ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية : مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 659 (بتصرف).

⁴ - هناك من يرجح استحداث الوفرات الضريبية بتكلفة الأموال الخاصة و يبرر ذلك بكون تلك الوفرات الضريبية تعود في النهاية إلى المساهمين، أنظر :

- Pierre Vernimmen, Op.cit., p. 756 (بتصرف).

⁵ - هواري سويسبي، مرجع سبق ذكره، ص 206 (بتصرف).

المؤسسة إلى حدها الأقصى. كما يؤكد كل من Modigliani et Miller على أن الفرق بين القيمة السوقية للمؤسستين لا ينبغي أن يزيد أو يقل على مقدار القيمة الحالية للوفرات الضريبية المحققة، أما إذا زاد أو نقص الفرق عن ذلك، فإن عملية المراجعة¹ كفيلة بإعادة التوازن بين قيمتي المؤسستين. غير أن الاختلاف في عملية المراجعة التي تم توضيحها في أطروحتهما الأولى في ظل سوق يتميز بالكفاءة التامة يكمن في مبلغ الاقتراض، حيث أضاف الباحثان شرط عدم تساوي الرافعة المالية الشخصية مع الرافعة المالية للمؤسسة وذلك بسبب الوفرات الضريبية التي تحصل عليها. لذلك تصبح الرافعة المالية الشخصية تساوي الرافعة المالية للمؤسسة مضروبة في المقدار $(1 - IBS)^2$ ويمكن التعبير عن ذلك بالعلاقة التالية³:

$$LF_p = LF_E(1 - IBS) \dots (2 - 21)$$

LF_p : الرافعة المالية الشخصية؛ LF_E : الرافعة المالية للمؤسسة؛

2- الاقتراح الثاني Proposition II :

يتعلق هذا الاقتراح بتكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة مستدينة، في عالم تُفرض فيه ضرائب على أرباح المؤسسات، حيث يشير إلى أن تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة المستدينة، ينبغي أن تساوي تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مستدينة مضافاً إليها مكافأة عن المخاطر المالية، والتي يفترض الباحثان أن تكون ثابتة لكافة المؤسسات⁴ وتتحدد على أساس معدل الضريبة على أرباح المؤسسات و نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة. أما مكافأة المخاطر المالية، فتتحدد على أساس الفرق بين الأموال الخاصة لمؤسسة غير مستدينة وتكلفة الاستدانة. ويمكن تلخيص أبعاد هذا الاقتراح في العلاقة التالية :

$$K'_{CP} = K_{CP} + (K_{CP} - K_D)(1 - IBS) \frac{D}{CP} \dots (2 - 22)$$

حيث :

K'_{CP} : تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة المستدينة،

K_{CP} : تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة غير المستدينة؛

و انطلاقاً من كون قيمة المؤسسة المعتمدة على الاستدانة تفوق قيمة المؤسسة التي لا تعتمد على الاستدانة بمقدار الوفر الضريبي الناجم عن فوائد الديون، فإن ذلك من شأنه أن يؤدي إلى وجود تفاوت في مردوديتها المالية - تكلفة الأموال الخاصة- حيث تعد المعادلة (2-22) عنصراً أساسياً للمعادلة (2-23) و التي تستخدم في حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للمؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من استدانة و أموال خاصة :

¹ - المرجع السابق، ص 151 (بتصرف).

² - طبعاً هذا افتراض فقط، لإزالة فرق المعاملة الضريبية بين المستثمر والمؤسسة لأن وجود القروض في الهيكل المالي للمستثمر لا يتولد عنها وفرات ضريبية، أي الفوائد التي يدفعها عن قرضه الشخصي هي أعباء صافية لا تخصم منها الوفرات الضريبية.

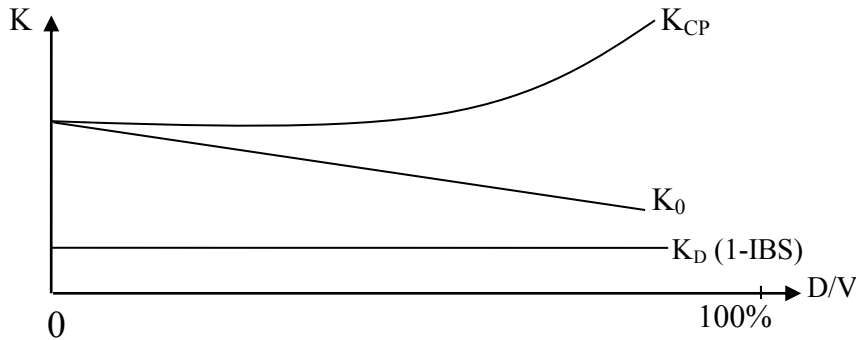
³ - علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 106 (بتصرف).

⁴ - منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 160 (بتصرف).

$$K_0 = \frac{D}{D+CP} K_D(1 - IBS) + \frac{CP}{D+CP} K'_{CP} \dots (2 - 23)$$

إذ تمثل المعادلة (2-23) بيت القصيد فيما ذهب إليه كل من Modigliani et Miller، حيث تكشف عن أن تكلفة رأس المال لمؤسسة غير مستدينة مستقلة عن نسبة الاستدانة¹. أما في ظل افتراض ثبات تكلفة الاستدانة، فإن تكلفة رأس المال بعد الضريبة سوف تنخفض بارتفاع نسبة الاستدانة في الهيكل المالي، كما هو موضح في الشكل التالي وبناء على ما توصل إليه الباحثان، فإن الهيكل المالي الأمثل يتحقق بالاعتماد الكامل على استدانة².

شكل رقم (2-8) : تكلفة رأس المال وفقا لنظرية Modigliani et Miller سنة 1963



المصدر : منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، المرجع السابق، ص 164 (بتصرف).

و يتضح من الشكل أعلاه، أنه في ظل وجود ضريبة على الأرباح، فإن تكلفة رأس المال تنخفض مع زيادة نسبة الاستدانة، و هنا نجد أن هذه النظرية تتقارب مع فكرة المدخل التقليدي، حيث يشير و لو ضمينا إلى وجود هيكل مالي أمثل يساعد على تخفيض تكلفة رأس المال و بالتالي زيادة قيمة المؤسسة. إلا أن هذا الاستنتاج لم يستمر طويلا عندما تناول Miller في أحد أبحاثه سنة 1977 أثر الضريبة على دخل المستثمر³، حيث أوضحت دراسته بأن أخذ هذه الضريبة في الاعتبار، يمكن أن يخفف بل يمتص تماما الزيادة في قيمة المؤسسة الناتجة عن الوفرة الضريبية⁴، و بالتالي عدم وجود هيكل مالي أمثل و ثبات تكلفة رأس المال بغض النظر عن نسبة الاستدانة.

الفرع الثالث : نظرية التوازن (trade – off) la théorie des compromis

إن ظهور هذه النظرية كان نتيجة لتأكيد كل من Modigliani et Miller سنة 1963 في مقالهما التصحيحي على ضرورة استفادة المؤسسة من الوفرة الضريبية الناجمة عن خصم المصاريف المالية للديون، الذي يؤدي إلى أن يكون للاستدانة تأثير موجب على قيمة المؤسسة. فحسب هذين الباحثين الهيكل المالي الأمثل هو

1 - الرفاعة المالية.

2 - محمد الحناوي، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص 354 (بتصرف).

3 - الضريبة على القيم المنقولة.

4 - محمد الحناوي، نبال مصطفى، رسمية قراقص، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 355 (بتصرف).

ذلك الذي يمول المؤسسة أساسا بالاستدانة، و هنا يكمن إغفالهم للأثر السلبي للاستدانة و المتمثل في تعريض المؤسسة¹ لمخطر الإفلاس².

وتقضي نظرية التوازن بأن المؤسسات تضع نسبة رافعة مالية مثلى، تتحدد عن طريق الموازنة بين تكاليف ومزايا مختلف مصادر التمويل³ المتوفرة، تصل عندها قيمة المؤسسة إلى أقصى حد لها والتكلفة الإجمالية للموارد المالية إلى أدنى مستوى لها⁴. وقد شملت هذه النظرية مرحلتين في إعدادها، عُرفت في المرحلة الأولى بنظرية التوازن الكلاسيكية و ذلك بعد إدخال تأثير تكلفة الإفلاس على نموذج Modigliani et Miller لسنة 1963. أما في المرحلة الثانية فتم تعديلها بالأخذ في الاعتبار تكلفة الوكالة.

1- نظرية التوازن الكلاسيكية :

تنطلق هذه النظرية من أعمال Kraus.A and Litzenberger.R سنة 1973 و Myers سنة 1984 وتعتبر أن المزايا و التكاليف الوحيدة للدين تتمثل في الوفرات الضريبية⁵ المتوقعة مقابل تكاليف الإفلاس⁶، يؤدي الترجيح بينهما إلى تحديد الهيكل المالي الأمثل على مستوى كل مؤسسة. و تستند نظرية التوازن الكلاسيكية إلى الفرضيات التالية :

- وجود ضريبة على أرباح المؤسسات؛
- وجود مخاطر الإفلاس؛
- غياب عدم التماثل في المعلومة؛
- عدم وجود تكلفة للصفقات⁷؛
- غياب تضارب المصالح؛ بحيث يعمل المسيرين لخدمة مصالح المساهمين⁸، و يميل هؤلاء إلى اختيار مزيج من الدين و الأموال الخاصة الذي يحقق التوازن بين المزايا الضريبية للدين و مختلف تكاليف استخدام الرافعة المالية⁹.

¹ - Colot olivier, Brughin Christiane, Croquet Mélanie, **Ratio cible d'endettement et comportement financier de grandes entreprises non cotées, une étude empirique belge**, p. 3, 13/05/2010, <http://affi2007.u-bordeaux4.fr/Actes/113.pdf>

² - والذي يُعرف على أنه "عدم التأكد الذي يشوب المؤسسة و المتعلق بإمكانيات تسديدها و مكافأة خصومها في الأجل الطويل و القصير" و الذي يظهر كخسارة ناتجة عن عدم احترام التزاماتها التعاقدية، مما يعطي الحق لمقرضها في اتخاذ إجراءات قانونية طويلة و مكلفة، قد تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة، أنظر :

- Constant Djama, le risque de faillite modifie-t- il la politique comptable?, IAE de Toulouse, **cahier de recherche N° 156** – Mai 2003, p. 3-4, 15/01/2010, http://www.iae-toulouse.fr/files/158_pdf.pdf

³ - و ليس فقط الدين.

⁴ - Eric Molay, **la structure financière du capital, Tests empiriques sur le marché français**, université de Nice Sophia Antipolis, IAE Nice cedex, mars, 2004, p. 3, 13/05/2010, http://www.u-cergy.fr/AFFI_2004/IMG/pdf/MOLAY.pdf

⁵ - لأنه توجد وفرات ضريبية من غير فوائد الدين و التي ترتبط بالاستثمار ممثلة في الاهتلاكات و الإعفاءات الضريبية، لكن هذه النظرية تأخذ في الاعتبار إلا تلك الوفرات الناتجة عن خصم فوائد الدين من حساب الضريبة على الأرباح.

⁶ -Ralf Elsas, David Florysiak, Empirical Capital structure Research : New Ideas, Recent Evidence and Methodological Issues, **Discussion paper**, School of management, University Munich, Germany, July, 2008, p. 6.

⁷ -Otavio R – De Medeiros, Cecilio E.Daher, Testing static in Brazilian against Pecking order Models of capital structure in Brazilian firms, **the 4thUSP congress of Management control and Accounting held in Sao Paulo Brazil**, October7-8, 2004, p. 4.

⁸ -Marc Schauten, Jeap Spronk, **Optimal capital structure: Reflections on Economic and other values**, Erasmus University, Rotterdam the Netherlands, December, 2006 P.5. 13/05/2010 <http://publishing.eur.nl/ir/repub/asset/8992/ERS-2006-074-F&A.pdf>

⁹ -Jh VH de wet, Determining the optimal capital structure a practical contemporary approach, **Meditari Accountancy Research**, Vol 14, N° 2, 2006, P.4.

1-1- مضمون تكلفة الإفلاس :

ينتج عن الاستدانة المفرطة ظهور مخاطر الإفلاس، يترتب عليها تكاليف¹ يطلق عليها تكاليف الإفلاس، تصنف هذه التكاليف حسب Malécot سنة 1984 إلى تكاليف مباشرة أو ظاهرية² و تكاليف غير مباشرة (ضمنية)³، حيث تؤدي هذه التكاليف إلى الانخفاض في الأرباح نتيجة انخفاض أداء المؤسسة قبيل وقوع الإفلاس.

1-2- تأثير تكلفة الإفلاس :

عندما تكون نسبة الاستدانة (الرافعة المالية) عند مستوياتها الدنيا، تزداد مخاطر الإفلاس مع زيادة تلك النسبة و ذلك بعلاقة خطية و تستمر هذه العلاقة على هذا النحو إلى أن تصل نسبة الاستدانة إلى نقطة معينة، لتبدأ بعدها مخاطر الإفلاس في الزيادة بمعدل أكبر من الزيادة في نسبة الاستدانة. و بصفة عامة تؤدي زيادة مخاطر الإفلاس إلى زيادة آثارها العكسية على كل من تكلفة رأس المال و قيمة المؤسسة⁴، و ذلك من خلال تأثيرها على معدل المردودية المطلوب من قبل كل من المقرضين و المساهمين. فنظرا لإدراك المقرضين بكونهم عرضة لتحمل جزء من تكلفة الإفلاس في حالة حدوثه، فقد لا تكفي أموال التصفية لسداد مستحقاتهم بالكامل، و لكي يتجنب هؤلاء هذه المخاطر إذا ما وقعت، فإنهم يلجئون منذ البداية إلى نقل تكاليف الإفلاس إلى المساهمين، و ذلك برفع معدل المردودية المطلوب على الاستثمار في سندات المؤسسة أو رفع معدل الفائدة على القروض التي يقدمونها لها. فسلوك المقرضين هذا يجعل المساهمين يتحملون لوحدهم مخاطر الإفلاس، غير أنهم لن يستطيعوا التخلص منها بالتنوع⁵ أي تنوع محفظة أوراقهم المالية، لذلك فإن السبيل الوحيد أمامهم هو المطالبة بمعدل مردودية أعلى لتعويضهم عنها⁶ و بالتالي ارتفاع تكلفة رأس المال.

ويتضح مما سبق وجود علاقة طردية غير مباشرة بين نسبة الرافعة المالية و معدل المردودية (العائد) المطلوب من قبل المساهمين مصدرها تكلفة الإفلاس. و الشكل التالي يوضح طبيعة هذه العلاقة التي تقوم على افتراض عدم وجود ضرائب.

¹ - و تجدر الإشارة إلى أن هذه التكاليف تزيد كلما كان حجم المؤسسة أقل. أنظر: - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 414 (بتصرف).

² - و تضم التكاليف الإدارية، تكاليف إعادة التنظيم، التكاليف المالية، تكاليف الإنابة، تكاليف البيع الاضطراري للأصول - بحساسة قيمتها الدفترية -، التكاليف الاجتماعية، أنظر :

- Ydriss Ziane, **la structure d'endettement des petites et Moyennes entreprises Française: une étude sur données de Panel**, MODEM, Université Paris X Nanterre, Conférence Internationale de L'Association Française de Finance (A.F.F.I), Paris, Décembre, 2000, P.3, 14/08/2017, http://www.affi.asso.fr/uploads/Externe/05/CTR_FICHER_48_1226070895.pdf

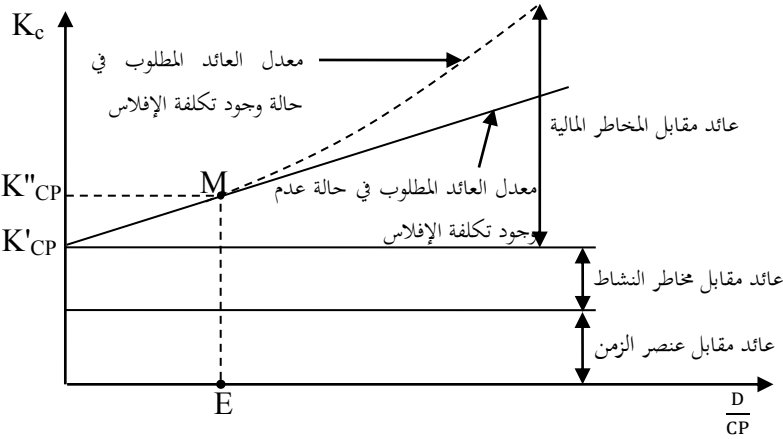
³ - تتضمن تكاليف الصورة أي المصدقية المالية و التجارية (خسارة العملاء، و فقد الثقة...)، ضياع الفرص (بالغاء المشاريع الاستثمارية).

⁴ - منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في تمويل الشركات**، مرجع سبق ذكره، ص 168 (بتصرف).

⁵ - بالرغم من أن مخاطر الإفلاس هذه تعتبر أساسا ذات صبغة خاصة أي مخاطر غير نظامية.

⁶ - المرجع السابق، ص 173 (بتصرف).

شكل رقم (2-9) : العلاقة بين نسبة الرافعة المالية و معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين



المصدر : منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره ، ص 174 (بتصرف).

يشير الشكل أعلاه، إلى أنه في حالة اعتماد المؤسسة كلية على الأموال الخاصة في تمويل أصولها، فإن معدل المردودية الذي يطلبه المساهمون سوف يساوي K'_{CP} ، فهذه المردودية (العائد) تكفي لتعويضهم عن عنصر الزمن¹ و عن مخاطر النشاط (الاستغلال). أما إذا بدأت المؤسسة في الاستدانة، فإن معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين سوف يرتفع و ذلك لتعويضهم عن المخاطر المالية التي يتعرضون لها.

و بافتراض وجود حالتين، حالة عدم وجود تكلفة الإفلاس و حالة أخرى أين تكون هناك تكلفة الإفلاس، يُلاحظ أن المنحنى أخذ شكل خط و هذا ما يدل على وجود علاقة خطية بين الاستدانة و تكلفة الإفلاس، حيث يتساوى معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين في الحالتين إلى أن تصل نسبة $\frac{D}{CP}$ إلى النقطة E، حيث يكون معدل مردودية المساهمين K''_{CP} و بعد النقطة M يأخذ منحنى المردودية (العائد) شكلاً جديداً مشيراً إلى تغير طبيعة العلاقة، و ذلك لأن احتمال حدوث الإفلاس أصبح ملموساً، حينئذ تكون المؤسسة أكثر عرضة له، حيث تزيد مخاطر الإفلاس بمعدل أكبر من الزيادة في الاستدانة، مما يؤثر سلباً على تكلفة رأس المال بالارتفاع. نظراً لزيادة معدل العائد أو المردودية المطلوبة من قبل المساهمين، مقارنة بما كان يمكن أن تكون عليه هذه الزيادة في غياب تلك المخاطر².

3-1- الهيكل المالي في ظل وجود الضرائب و تكلفة الإفلاس :

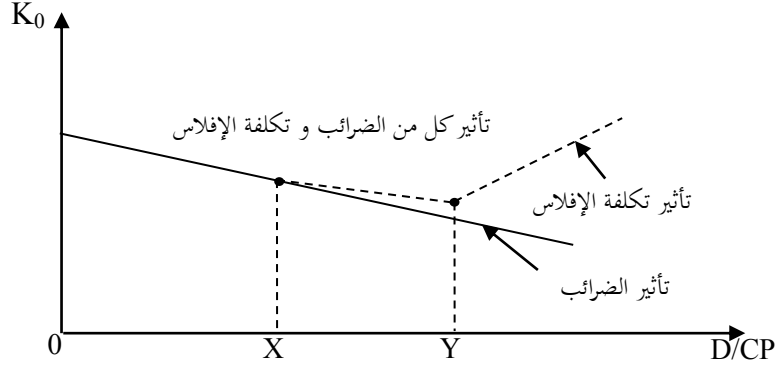
يترتب على الزيادة في نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة انخفاضاً في تكلفة رأس المال، نظراً لانخفاض التكلفة الفعلية للأموال المقترضة بسبب الوفورات الضريبية، إلا أن زيادة نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة بعد نقطة معينة، يترتب عليها ظهور تكلفة الإفلاس و التي تؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال.

¹ - أي تعويضهم عن تأجيل استغلال أموالهم لتلبية حاجات حاضرة و ذلك بسبب توجيه تلك الأموال إلى الاستثمار.

² - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 668 (بتصرف).

و بعبارة أخرى تترك زيادة نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة أثرين متضادين¹ على تكلفة رأس المال، حيث تتوقف هذه الأخيرة على حجم كل من الوفرات الضريبية و تكلفة الإفلاس، و هذا ما يوضحه الشكل التالي :

شكل رقم (2-10) : العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة و تكلفة رأس المال

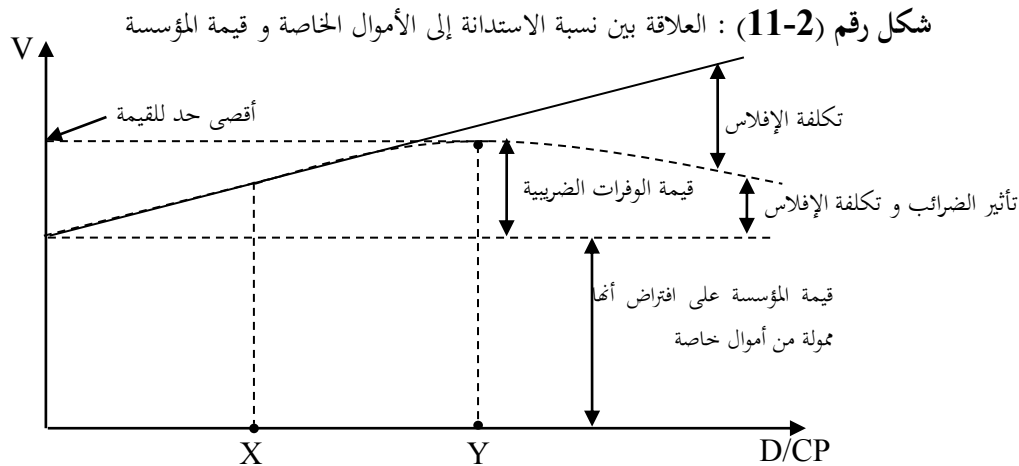


المصدر : منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في تمويل الشركات، المرجع السابق، ص 175 (بتصرف).

وفقا للشكل أعلاه، إذا تم تجاهل تأثير تكلفة الإفلاس و إبراز تأثير الضريبة على أرباح المؤسسات فقط، فسوف تؤدي زيادة نسبة الرافعة المالية إلى انخفاض مضطرب في تكلفة رأس المال بسبب الوفرات الضريبية - تأثير الضرائب-. أما إذا تم الأخذ في الاعتبار تأثير كل من الضريبة على الأرباح و تكلفة الإفلاس، فسوف تأخذ تكلفة رأس المال اتجاهها الآخر، ففي البداية تأخذ تكلفة رأس المال في الانخفاض المستمر حتى تصل نسبة $\frac{D}{CP}$ إلى النقطة X، و بعدها تستمر تكلفة رأس المال في الانخفاض و لكن بمعدل أقل من ذي قبل. و عندما تصل نسبة $\frac{D}{CP}$ إلى النقطة Y تبدأ تكلفة رأس المال في الارتفاع. و يفسر ذلك أنه عندما كانت نسبة الرافعة المالية أقل من X لم يكن هناك تكلفة إفلاس، و من ثم فقد تأثرت تكلفة رأس المال بالوفرات الضريبية فقط، مما ترتب عليه انخفاض مضطرب في تلك التكلفة. و بدأت تكلفة الإفلاس في الظهور بعد النقطة X، إلا أن حجمها كان أقل من حجم الوفرات الضريبية التي صاحبت زيادة نسبة الرافعة المالية، الأمر الذي أدى إلى استمرار انخفاض تكلفة رأس المال، و إن كان ذلك بمعدل أقل إلى أن وصلت نسبة الرافعة المالية إلى النقطة Y. و عند هذه النقطة بدأت تكلفة الإفلاس في الزيادة وفاقته قيمتها قيمة الوفرات الضريبية، الأمر الذي أدى إلى اتجاه تكلفة رأس المال نحو الارتفاع. و عليه فالنسبة المثلى للاستدانة إلى الأموال الخاصة (أي هيكل مالي أمثل) في ظل وجود تكلفة الإفلاس تحدد بالنقطة Y التي تكون عندها تكلفة رأس المال عند حدها الأدنى. و التي يكون كل قرار تمويل متخذ من قبل المؤسسة مخطئاً للوصول إليها². و لما كانت العلاقة عكسية بين تكلفة رأس المال و القيمة السوقية للمؤسسة، فإن الشكل التالي يُعد تمثيلاً صادقاً للعلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة و القيمة السوقية للمؤسسة وذلك في ظل تأثير الضرائب و تكلفة الإفلاس.

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 174 (بتصرف).

² - Rebel .A. Cole, what do we know about the capital structure of privately held firms ? Evidence from the surveys of smal business finances, SBA, office of advocacy, May, 2008, p. 4, 13/05/2010, <http://www.sba.gov/advo/research/rs324tot.pdf>



Source : Jh VH de wet, Determining the optimal capital structure : a practical contemporary approach, **Meditari Accountancy Research**, Vol 14, N^o 2, 2006, p. 7
(بتصرف).

يتضح من الشكل أعلاه، أن النقطة Y تمثل نسبة $\frac{D}{CP}$ التي تكون عندها قيمة المؤسسة عند حدها الأقصى، وهي ذاتها النقطة التي تكون فيها تكلفة رأس المال عند حدها الأدنى و ذلك في الشكل (10-2). كما يُذكر الشكل (11-2) بتحليل Modigliani et Miller لأثر الاستدانة على القيمة السوقية في ظل خضوع ربح المؤسسة للضريبة. فالقيمة السوقية للمؤسسة التي تعتمد على الاستدانة في تمويل أصولها تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد فقط على الأموال الخاصة في التمويل، و يتمثل الفرق في القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاستدانة.

و حسب نظرية التوازن الكلاسيكية التي تأخذ في الاعتبار تكلفة الإفلاس، فإن قيمة المؤسسة التي توصل إليها كل من Modigliani et Miller لا بد و أن تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس و هو ما توضحه المعادلة التالية¹:

$$V_E = V_N + V_{AEI} - V_{ACF} \dots (2 - 24)$$

و يمكن كتابتها بشكل آخر كما في العلاقة التالية :

$$V_E = V_N + I - F \dots (2 - 25) \quad \text{حيث:}$$

V_E : القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة؛

V_{AEI} : القيمة الحالية للوفورات الضريبية؛

V_N : القيمة السوقية للمؤسسة غير المستدينة؛

V_{ACF} : القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس؛

I : قيمة الوفورات الضريبية المحتملة في أمد محدود²؛

F : قيمة الخسائر المحتملة للإفلاس؛

¹ - إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، مرجع سبق ذكره، ص 415 (بتصرف).

² - تأخذ في الاعتبار إمكانيات حدوث الإفلاس مما يجعل لها أمد محدود، بخلاف ما كانت عليه تلك القيمة الحالية للوفورات الضريبية المرتبطة بالاستدانة في الأمد غير المحدود عندما كانت إمكانية الإفلاس أو الخسائر مستبعدة في نموذج Modigliani et Miller لسنة 1963.

و تمثل F تكلفة الإفلاس، و تحسب كما يلي¹ :

$$F = \text{خسارة قيمة المؤسسة في حالة إفلاس} \times \text{احتمال الإفلاس}$$

و تعني هذه المعادلة أن القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من استنادة و أموال خاصة تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة فقط، و ذلك بمقدار الفرق بين القيمة الحالية للوفرات الضريبية و القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس.

1-4- حدود نظرية التوازن الكلاسيكية :

يؤخذ على هذه النظرية افتراضها لغياب تكلفة الصفقات و هو افتراض غير واقعي. بالإضافة إلى غياب تضارب المصالح في المؤسسة و أن المسيرين يعملون لصالح المساهمين، هو الآخر افتراض غير قابل للتصديق نظرياً لعدم وجود الاتفاق التام بين المصالح، و يعود ذلك إلى فصل الملكية عن الإدارة و هو ما تؤكد أبحاث كل من Berle et Means منذ سنة 1932 و التي تمحورت حول حوكمة الشركات، حيث خلصت إلى النتائج المتعارضة لفصل الملكية و السيطرة على المؤسسات العامة² هذا من جهة، و من جهة أخرى يشكّل ارتفاع مخطر الإفلاس الناجم عن الإفراط في الاستنادة نوعاً آخر من تضارب المصالح، سيتم التطرق إليه في نظرية الوكالة.

2- نظرية الوكالة :

طوّرت نظرية الوكالة من خلال أعمال كل من Michael Jensen و William Meckling، حيث يُطرح على مستوى المؤسسات الكبيرة التي تتميز بانفصال الملكية عن الإدارة و تشتت المساهمين³ ما يسمى بمشكل الوكالة. و تظهر علاقة الوكالة عندما يقوم شخص يدعى الموكل أو الأصيل باستخدام شخص آخر يسمى الوكيل للقيام بأعمال معينة نيابة عنه، حيث يقوم الأول بتفويض عملية اتخاذ القرار للثاني⁴. و توجد هذه العلاقة بين المساهمين والمسيرين و بين المساهمين والمقرضين. و يكمن المشكل في علاقة الموكل بالوكيل في التعارض، بحيث يحاول كل منهما تعظيم منفعته على حساب الآخر، مما يجعل من هذه العلاقة مصدراً للتناقض ناتجاً عن السياسة المالية للمؤسسة⁵ مُشكلاً صراع الوكالة. لذا تهدف نظرية الوكالة لتقديم خصائص التعاقد الأمثل بين الموكل و الوكيل⁶، كونها تعتبر المؤسسة مجموعة عقود تنظم الأهداف المختلفة بين أطراف الوكالة⁷ من مساهمين، مسيرين ومقرضين، حيث يكون للملاك هدف تعظيم القيمة و للمسيرين أهداف عديدة و للدائنين هدف آخر، فيكون لهذه الأهداف المختلفة و المتناقضة في أغلب الأحيان انعكاس على مسألة اختيار الهيكل المالي. و تقترح هذه

¹ - (بتصرف) Armand Thauvron, Annaïck Guyvarc'h, Op.cit., 2007, p. 360.

² - (بتصرف) Stewart C. Myers, Capital Structure, *the Journal of economic perspectives*, vol 15, N° 2, 2001, p. 95.

³ - (بتصرف) Gérard Marie Henry, *les marchés financiers*, Arnaud Colin édition Mathan, 1999, p. 22.

⁴ - محمد الحناوي، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص 40 (بتصرف).

⁵ - (بتصرف) Constant Djama, Op.cit., p. 3.

⁶ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 419 (بتصرف).

⁷ - Gérard Charreaux, *la théorie financière et la stratégie financière*, IAE, Faculté de Science économique et de gestion, Août, 1992, p. 13, 03/05/2009, <http://perso.orange.fr/gerard.charreaux/perso/articles/THFISTG.pdf>

النظرية أسلوباً لتسيير صراع الوكالة بشكل أمثل، كما تحاول تفسير سلوك المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة ومحاولة ملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل¹، و ذلك استناداً إلى فرضيتين :

- تكون مصالح الأطراف متباعدة²؛

- عدم تساوي المتعاملين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة و محيطها، بحيث يمتلك الوكيل معلومات أكبر من الموكل؛

و يتم التمييز بين نوعين من تضارب المصالح الناجم عن علاقة الوكالة، متمثلين في التعارض بين مصالح المساهمين و المسير و بين المساهمين و المقرضين.

1-2- تضارب المصالح بين المساهمين و المسير :

يظهر هذا التضارب في المصالح عندما لا يحوز المسير على كامل حقوق الملكية في المؤسسة و بالتالي لا يكون تركيزه على تعظيم قيمة المساهمين بشكل كامل³، و هذا من شأنه أن يؤثر على أداء المؤسسة. و يعود سبب هذا التضارب في المصالح إلى تحمّل المسير للمسؤولية الشخصية عند تسييره للمؤسسة، إلا أنه لا يستفيد من العوائد الكلية عن نشاطه⁴، و هذا ما يجعله ينحرف عن العمل لصالح المساهمين ليسعى إلى تحقيق مصالحه الذاتية، و من مظاهر ذلك التعارض :

- بذل أقل جهد في إدارة موارد المؤسسة؛
- تحويل موارد المؤسسة إلى ملكية المسير الشخصية⁵؛
- زيادة التكاليف الخاصة بالكماليات على حساب مصلحة المساهمين⁶ في شكل أرباح فاخر، علاوات، وسائل نقل... أي استغلال أصول المؤسسة لصالحه؛
- رغبة المسيرين (أعضاء مجلس الإدارة) في شراء الأسهم التي يمتلكونها حالياً في المؤسسة و ذلك بعد إعداد خط ائتماني مع أحد البنوك و استخدام حصيلة الائتمان في القيام بعرض عمومي للشراء OPA لتحويل ملكية المؤسسة إلى ملكيتهم الخاصة - يطلق على هذه العملية بـ LBO⁷-. و تجدر الإشارة إلى أن هذا التصرف من شأنه أن يتعارض بشدة مع الموكل الذي يسعى إلى الاحتفاظ بملكية رأس المال.

¹ - نفس الموضوع (بتصرف).

² - Bernard Paraque, *Stratégie financière des PME*, UFR 12, Paris I, Panthéon, Sorbonne, 2003-2004, p.4, 11/03/2010 <http://www.librecours.org/documents/7/767.pdf>

³ - محمد الخناوي، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص 40-41 (بتصرف).

⁴ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 419 (بتصرف).

⁵ - Milton Harris, Artur Raviv, the theory of capital structure, *journal of finance*, Vol 46, N°1, Mars, 1991, P.300.

⁶ - Abdelfettah Bouri, Op.cit., p.180. (بتصرف).

⁷ LBO (Leverage Buy Out) : أي السيطرة على المؤسسة باستخدام أموال كلها مقترضة.

⁸ - هناك فئة أخرى من الموكلين - من ضمن المساهمين - يُدعون بالموكّلين القانونيين الذين يبحثون عن تحقيق فوائض قيمة على أوراقهم. للمزيد من التفصيل يمكن الرجوع إلى :

- Corynne Jaffaux, Signal et efficacité des marchés, Impact d'une notation lors de l'émission de billets de trésorerie sur le marché à règlement mensuel, 2nd AFIR colloquium, 3, 1991, p. 395 (بتصرف).

- الإفراط في الاستثمار لتعظيم منفعته الخاصة¹، حيث يمثل هذا العنصر عامل اختلاف متعلق بتفضيل السيولة، و الذي من شأنه أن يؤدي إلى الانخفاض التدريجي لمردودية الأموال الخاصة² بسبب استثمار فوائض السيولة بشكل غير أمثلي في مشاريع متنوعة³. و إلى حرمان المساهمين من التدفقات النقدية المتاحة في شكل توزيعات⁴ و التي يمكن استثمارها في مشاريع أخرى ذات مردودية؛
- تهديد المساهمين بمغادرة المؤسسة؛
- رفض تصفية المؤسسة و إن كان هذا القرار أمثليا⁵ بالنسبة إلى المساهمين، لكون الإفلاس يُفقد المسير الرقابة (السيطرة) و يسيء إلى سمعته⁶ في سوق العمل، لذلك يكون حرصه الدائم على استمرار نشاط المؤسسة؛

وحتى يطمئن المساهمون إلى أن الإدارة تعمل على تحقيق أهدافهم، يسعى هؤلاء إلى تحمل تكاليف إضافية تسمى بتكلفة وكالة الأموال الخاصة والتي يمكن تصنيفها إلى تكاليف مراقبة⁷، تكاليف التبرير⁸ والتكاليف الباقية⁹. و تقترح نظرية الوكالة لحل هذا النوع من التضارب بين المساهمين و المسير باللجوء إلى الاستدانة، حيث يمكن النظر إليها كأداة فعالة لتخفيض تكاليف وكالة الأموال الخاصة، و في إطار الاستدانة البنكية ينجم عن زيادة حصة الاستدانة، زيادة مراقبة البنك لنشاط تسيير الوكيل¹⁰.

حيث يبين كل من Jensen et Meckling سنة 1976 أنه كلما زادت استدانة المؤسسة، فإنها تكون مجبرة على التسيير الجيد و بشكل كفاء و ذلك لما يتوجب عليها دفعه من فوائد و تسديد لدائنها بشكل منتظم¹¹.

و عليه يُخفّض المستوى العالي للرافعة المالية من التدفق المتاح مُحققا بذلك أقل إهدار للموارد، فيما لو تم توجيهها إلى استثمارات غير مربحة¹²، فيكون بذلك للدين الدور الذي يضبط السلوك الانتهازي للمسيرين.

¹-Arnaud de servigny, Benoît Metayer, Ivan Zelenko, **le risqué de crédit**, 3^{ème} édition, Dunod, Paris, 2006, p. 26 (بتصرف).

²-Abdelfettah Bouri, Op.cit., p. 180 (بتصرف).

³-Elion Jani, les déterminants des liquidités des entreprises suisses, **cahier de recherche N° 17** – Mai 2003, Université de Genève, Section HEC, p. 4, 13/05/2010, http://www.hec.unige.ch/recherches_publications/cahiers/2003/2003.17.pdf

⁴-Abdelfettah Bouri, Op.cit., p. 180 (بتصرف).

⁵-Arnaud de servigny, Benoît Metayer, Ivan Zelenko, Op.cit., p. 26 (بتصرف).

⁶-Simon Pariente, Rendement boursier, création de valeur et données comptables: une étude sur le marché français, **finance contrôle stratégie**, Vol 3 Septembre, 2000, p. 144 (بتصرف).

⁷- و هي ناتجة عن تَتبع المؤكّل ورصده للمسير فيما إذا كان يُسّر وفقا لمصلحته، أي التحقق من أن المسير منسجم مع أهداف المساهمين وتشمل التكاليف التي تُدفع إلى خبراء ماليين خارجيين - مستقلين - . أنظر :

⁸- تجسد في النفقات التي يتحملها المسير ليرهن للموكل حسن سلوكه التسييري.

⁹- تظهر هذه التكاليف عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لنشاط المؤسسة. أنظر :

- عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، **مجلة الباحث**، العدد 7، جامعة ورقلة، 2009-2010، ص 318.

¹⁰- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 420 (بتصرف).

¹¹-Alain Burlaud, Arnaud Thavron, Annaïck Guyvarc'h, 2007-2008, Op.cit., p.194 (بتصرف).

¹²-Marc Schauten, Jeap Spronk, Op.cit., p. 4.

وما ينبغي الإشارة إليه، هو أنه هناك عدة أساليب لحماية مصالح المساهمين والحد من التلاعب المالي والإداري الذي يقوم به المسيريون بهدف تعظيم مصالحهم الخاصة، و من بينها تطبيق نظام حوكمة¹ في المؤسسة²، الترتيب المناسب لنظام حوافز المسيرين و إشراكهم في أسهم المؤسسة³، التهديد بالاستغناء عن خدمات المسير، التهديد بالسيطرة، توزيع الأرباح⁴، إعادة شراء الأسهم⁵.

وبالرغم من هذه الأساليب إلا أن الرقابة التامة من قبل المساهمين أمر غير ممكن تحقيقه⁶ و ذلك لتشتتهم وقيامهم بتنوع محافظهم المالية. لذا توجد آلية السوق تقوم برقابة⁷ سلوك المسيرين⁸. بالإضافة إلى اشتداد المنافسة بين المؤسسات التي من شأنها أن تجبر المسيرين على التصرف لصالح المساهمين حفاظاً على سمعتهم⁹ في سوق العمل.

و بصفة عامة، إذا كانت الاستدانة تؤدي إلى التقليل و بشكل فعال من تكاليف وكالة الأموال الخاصة المرتبطة بتضارب المصالح بين المسير و المساهمين، فإن هذه الاستدانة تمثل مصدراً للخلاف بين المساهمين والمقرضين، و بالتالي مصدراً لتكاليف وكالة من صنف آخر.

2-2- تضارب المصالح بين المساهمين و المقرضين :

يحدث التعارض بين المساهمين و الدائنين عندما يقوم المسيريون الممثلون للمساهمين، بتنفيذ مشاريع جديدة تتضمن درجة من المخاطر أعلى من تلك التي توقعها الدائنون¹⁰ و التي كانت محل اتفاق مسبق، إذ يرتبط هذا

¹-Fakhfakh Hamadi, Ben Jedidia Lotfi, Ben Atitallah Rihab, **L'investigation empirique gouvernance d'entreprise – politique de financement: quelle difficultés pour les pays émergents ?**, p. 3, 12/05/2010 <http://affi2007.u-bordeaux4.fr/Actes/186.pdf>

² - وهي عبارة عن مجموع الآليات التي تدفع بالمسيريين لخدمة مصالح المساهمين، تتعلق بتنفيذ السلطة في المؤسسات و تتمحور حول معرفة كيفية اتخاذ القرارات - عن طريق أي سيروورة أو مسار Processus- و ذلك لإحكام الرقابة على برامج المؤسسات و أنشطتها، أنظر :

-Michel leIart, **de la finance informelle à la micro finance**, édition des archives contemporaines, France, 2007, p. 83 (بتصرف).

³ - Stewart C. Myers, Op.cit., p. 98 (بتصرف).

⁴ - يمكن اعتبار إجراء التوزيعات كوسيلة لضبط و رقابة المسيرين، فحسب Jensen سنة 1986 يكون من مصلحة المؤسسات التي تدر تدفقات خريزية متاحة، إجراء توزيعات للتقليل من مخاطر الاستعمال غير الكفء للأموال من قبل المسيرين، أنظر : (بتصرف) -Arnaud Thauvron, Annaïck Guyvarc'h, Op.cit., 2007, p. 209.

⁵ - و تقترح نظرية الوكالة اللجوء إلى إعادة شراء الأسهم إضافة لما يحققه إجراء التوزيعات، لكون هذه العملية تعيد السيولة الهامة بوضوح إلى المساهمين مقارنة بالتوزيعات و تسمح من زيادة مردودية الأسهم على المدى قصير الأجل، للمزيد من التفصيل يمكن الرجوع إلى :

- Samir Abderrazake Srairi, Motivation et valorisation boursière des rachats d'action des entreprises tunisiennes, **Revue libanaise de gestion et d'économie**, N° 3, 2009, p. 8 (بتصرف).

⁶ - Stewart C. Myers, Op.cit., p. 96 (بتصرف).

⁷ -Eric Molay, **Un test de la théorie du financement hiérarchise sur données de panel françaises**, Op.cit., p. 4.

⁸ - من خلال مراقبة كثافة الصفقات على الورقة، و نظراً للتأثير الإيجابي لمعدل دوران الأوراق على الأداء، فإنه يتم تفسير الحجم الكبير للصفقات على أن الورقة هي موضوع اهتمام خاص من قبل السوق المالي، مما يضطر المسيرين للتسيير وفقاً لتوقعات المستثمرين، كما يظهر أيضاً الدور الرقابي للسوق، من خلال إخضاع المسيرين لأنظمة تأديبية في حالة لجوءهم إلى تخفيض سعر السهم إلى مستوى أقل، قبل قيامهم بالعروض العمومية للشراء بهدف السيطرة على المؤسسة و تحويل ملكيتها إليهم، فيما يتعلق بهذه النقطة يمكن الرجوع إلى :

- Gérard Charreaux, **Structure de propriété, relation d'agence et performance financière**, Actes des journées Strasbourg IAE, septembre, 1989, p. 58-73 (بتصرف).

⁹ - Corynne Jaffeux, Op.cit., p. 397 (بتصرف).

¹⁰ - محمد الحناوي، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص 43 (بتصرف).

الصراع بالمسؤولية المحدودة¹ للمساهمين في حالة الإفلاس، حيث تكون خسارتهم محدودة²، فإذا قام المساهمون - من خلال إدارة المؤسسة - بتنفيذ مشاريع أكثر مخاطرة ممولة بأموال الدائنين وحققت نجاحاً، فإن جميع عوائدها ستعود إلى المساهمين³، أما إذا فشلت هذه المشاريع⁴، فإن الدائنين سيشاركون في الخسارة⁵.

و تطرح هذه الوضعية مشكلة إحلال الأصول asset substitution، أي تحويل الثروة من الدائنين إلى المساهمين⁶ والتي تعود إلى عدم التماثل في المعلومات المشكل لمخاطر عدم التأكد لدى الدائنين⁷، لاستحالة التحقق التام من الجهود التي تبذلها المؤسسة من خلال وكيلها⁸.

و نظراً لما يترتب عليه تنفيذ تلك المشاريع ذات المخاطرة من احتمال عدم السداد أو الإفلاس⁹ والتي تعود إلى رغبة المساهمين باستغلال الدائنين¹⁰ والاستفادة غير الأخلاقية منهم¹¹، فإن الدائنين يقومون بمراقبتهم سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم¹² و حمايةً لأنفسهم سيحجرون تعديلات لشروطهم في عقود الدين¹³ للحد من تصرفات المساهمين تجاههم¹⁴، حيث تأخذ تلك الشروط قيوداً على قرارات الاستثمار، إجراء توزيعات الأرباح، قرارات رفع مرتبات المسيرين، شراء أصول جديدة¹⁵، التنازل عن بعض الأصول أو اللجوء إلى ديون جديدة¹⁶.

حيث تكون لآليات الرقابة هذه، تكلفة يتحملها الدائنون تدعى بتكلفة وكالة الدين، يتم نقلها إلى المساهمين من خلال إدخالها ضمن العائد الذي يطلبونه على القروض المقدمة من طرفهم¹⁷.

¹ - Franklin Allen, Financial Structure and Financial Crisis, *international Review of Finance*, 2, 2001, p. 6 (بتصرف).

² -Olivier Saulpic, Hervé Tanguy, *l'impact de la structure financier sur les décisions stratégiques : le cas du Négocio de vin bourguignon*, p. 13, 12/05/2010, http://www.afc-cca.com/archives/docs_congres/congres2000/Angers/Fichiers/SAULPIC.pdf

³ - لكون الدائنين يحصلون على عائد ثابت مُحدد مسبقاً بنسبة الفوائد.

⁴ - نفس الموضوع (بتصرف).

⁵ - و ينطبق نفس الشيء عند قيام المؤسسة بزيادة حجم ديونها لغرض رفع مردودية المساهمين، فإن قيمة الديون القديمة ستخفص مما يلحق الضرر بالدائنين القدامى.

⁶ -Dirk Brounen, Abe de Jong, Kees Koedijk, *Corporate Finance in Europe confronting theory with practice*, Erasmus Research Institute of management, Rotterdam, the Netherlands, p. 16, 13/05/2010 <http://publishing.eur.nl/ir/repub/asset/1111/ERS%202004%20002%20F&A.pdf>

⁷ -Corynne Jaffeux, Op.cit., p. 396 (بتصرف).

⁸ - لكون الوكيل هو الذي يقدم المعلومات.

⁹ -Stewart C. Myers, Op.cit., p. 96 (بتصرف).

¹⁰ - محمد الحناوي، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص 44 (بتصرف).

¹¹ - يطلق عليها المخاطر الأخلاقي Alea moral أو Moral Hazard.

¹² - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 179 (بتصرف).

¹³ -Suzan Hol, Nico Vander wijst, The financing structure of non listed firms, *Discussion papers*, N^o 468, Statistics Norway, Research department, Norweg, August, 2006, p. 7 (بتصرف).

¹⁴ - و حتى إذا لم يتوافر ذلك ابتداء من الوهلة الأولى، فإنهم سوف يجمعون عن التعامل مع المؤسسة مستقبلاً و ذلك سوف يؤثر سلباً على القيمة السوقية للأسهم أي ثروة المساهمين.

¹⁵ - المرجع السابق، ص 178 (بتصرف).

¹⁶ -Alain Burlaud, Arnaud Thavron, Annaïck Guyvare'h, 2007-2008, Op.cit., p.195 (بتصرف).

¹⁷ - طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات، المفاهيم، المبادئ، التجارب، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 74 (بتصرف).

و تكون بذلك تكلفة مباشرة أو تكلفة فرصة ضائعة¹، كما في حالة ضعف الاستثمار أو الاستثمار بأقل مما يجب "underinvestment"، الذي حدده Myers سنة 1977 بأنه مشكل وكالة بين حاملي السندات والمساهمين في الشركات ذات الفرص الاستثمارية الجيدة² و هي الوضعية التي لا يستثمر فيها المساهمون في مشاريع ذات قيمة حالية صافية موجبة³ وذلك :

- لوجود مخاطر عدم السداد بسبب المستوى العالي للاستدانة⁴ و القيود التي تحد من قرارات الاستثمار؛
- إذا اتضح للإدارة - الممثلة للمساهمين- أن المردودية المتوقعة من المشروع الذي يُموَّل من القروض سوف يجنيها الدائنون في صورة ارتفاع القيمة السوقية للسندات، فقد يحدث استقرارا في التدفقات النقدية، وبالتالي تضطر إلى صرف النظر عن تنفيذه، لأن المستفيد الأول هو حاملي السندات؛
- في الحالة التي تشير فيها التوقعات إلى أنه للمشروع الاستثماري أثر إيجابي على القيمة السوقية للأسهم وأثر عكسي على القيمة السوقية للسندات، ففي ظل هذه الظروف قد يحجم الدائنون عن تزويد المؤسسة بالقروض مما قد يعني عدم إمكانية تنفيذ المشروع⁵. و بالتالي تضيع على المؤسسة فرصة استثمارات مقبولة ذات قيمة حالية صافية موجبة-؛

و حسب Linda سنة 1987، تتكون تكلفة الوكالة في حالة عقود الإقتراض من مصاريف الرقابة التي يتحملها المؤكّل- المقرض-⁶ ومصاريف الارتباط بواسطة الوكيل (المؤسسة)⁷ و الخسارة⁸ المتبقية⁹. غير أنه يجب قياس تكلفة وكالة الدين بمصروفات البحث و التطوير و الإعلان طالما أنها تولد فرص مستقبلية¹⁰، و يتوقع أن تكون هذه التكلفة عالية بسبب عدم التماثل في المعلومات¹¹. كما أنه عند التمييز في فئة الدائنين بين حالة الدائن بنكا و بين حاملي السندات (القرض السندي)، يكون عدم تماثل المعلومات في حالة القرض البنكي

¹-Idem (بتصرف).

²-Dirk Brounen, Abe de Jong, Kees Koedijk, Op.cit., p. 15 (بتصرف).

³-Philippe Gaud, Elion Jani, **Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses: une étude empirique**, Université de Genève, p. 4 (بتصرف). 12/05/2010, http://www.hec.unige.ch/recherches_publications/cahiers/2002/2002.12.pdf

⁴-Philippe Gaud, Choix de financement des firmes Européennes, **cahier de recherche**, N° 09-2003 Université de Genève, Section HEC, Suisse, Mars, 2003, p. 2 (بتصرف), 12/05/2010, http://www.hec.unige.ch/recherches_publications/cahiers/2003/2003.09.pdf

⁵ - منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 181 (بتصرف).

⁶ - و تشمل المصاريف الإدارية و القانونية و أتعاب الوكيل المكلف من قبل المقرضين للرقابة على المؤسسة خلال الفترة المحددة للعقد.

⁷ - تمثل تكاليف موافقة المؤسسة على الشروط التي يطلبها الدائنون، من أجل الحصول على القرض، و تشمل تكاليف مباشرة ممثلة في الأتعاب القانونية و تكاليف غير مباشرة تتحملها المؤسسة عند اضطرارها إلى الإفصاح عن إستراتيجيتها المستقبلية للمقرضين و القيود المفروضة بموجب العقد.

⁸ - تمثّل الفرق بين المزايا من التعاقد و التكاليف المباشرة و غير المباشرة - و التي منها التكلفة الناجمة عن انخفاض الكفاءة في إدارة نشاط المؤسسة- و يمكن أن يشترك الطرفان في تحملها المؤكّل (المقرض) و الوكيل- المؤسسة من خلال مسيرها-.

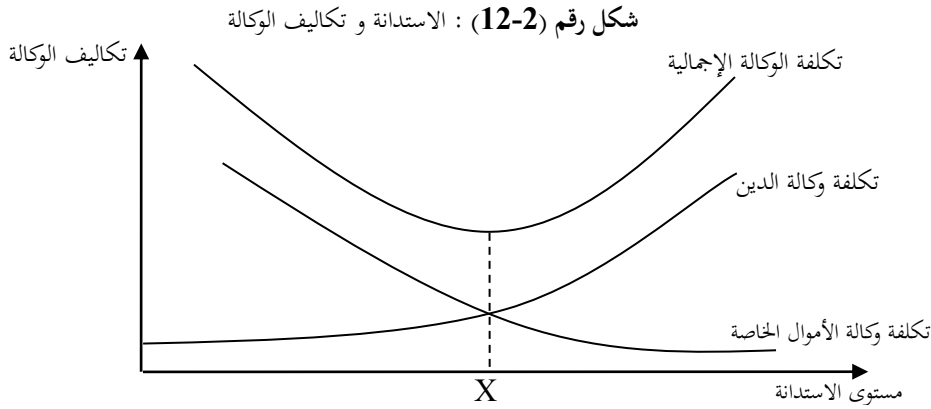
⁹ - طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 75.

¹⁰ - عبد الغني دادن، قياس و تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 103 (بتصرف).

¹¹ -Dimitros Vasiliou, Nikolaas Daskalakis, Institutional characteristic and capital structure: Across-national comparison, **Global finance Journal**, Vol 19, Issue3, 2009, p. 392 (بتصرف).

أقل¹ مقارنة بالقرض السندي²، و يعود ذلك إلى تطبيق البنك لرقابة مُشدّدة و لاحقة على طبيعة الاستثمارات التي يُموّلها³، كونه قادر على التقدير الجيّد لأداء و نجاح مشاريع المؤسسة المستدينة منه⁴.

بالإضافة لما يتميز به القرض البنكي في كونه محمي بضمانات، فإن تلك الضمانات تسمح له بالتقليل من المخاطر الأخلاقية، من خلال رقابة الأصول محل الضمان، حيث يتمكن البنك من تجميع معلومة أكبر حول المؤسسة. وبالتالي تكون تكاليف وكالة الدين المضمون أقل منها في حالة الدين غير المضمون⁵. و مما سبق يمكن تلخيص تأثير الاستدانة على كل من تكلفتي وكالة الأموال الخاصة و وكالة الديون في الشكل التالي :



Source : Ydris Ziane, Op.cit., p 7.

نلاحظ من الشكل أعلاه، أن تكلفة الوكالة الإجمالية للمؤسسة تنخفض مع الزيادة في مستوى الاستدانة إلى أن تصل إلى أدنى حد لها عند النقطة X لتبدأ في الارتفاع. حيث تؤثر تكاليف الوكالة على أسلوب التمويل وبالتالي على الهيكل المالي للمؤسسة. والذي يكون أمثليا عند تلك النقطة (X)، التي تصل عندها القيمة الإجمالية للمؤسسة إلى أقصاها عن طريق التوفيق بين المصالح المتضاربة⁶، حيث يفسّر الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة كنتيجة توازن أو توفيق (compromis) مثلى بين تكاليف الأموال الخاصة⁷ و تكاليف وكالة الدين⁸. وبالرغم من

¹ - Radhouane Kammoun, Sabrina Khemiri, Op.cit., p. 14 (بتصرف).

² - لأنه في حالة التمويل عن طريق القرض السندي يكون حاملي السندات مششّتين، حيث يصعب على المؤسسة الاتصال بهم و بالتالي لن تصلهم إلا المعلومة العامة، و بصفة عامة تكون مششّوة Bruitée و غير موثوق فيها بشكل جيد. و ينتج عن ذلك أن تكون قدرة المستثمرين حاملي السندات ضعيفة على التمييز بين المخاطر المقبولة و غير المرغوبة - المتحفظ بشأنها- للإطلاع على هذه النقطة يمكن الرجوع إلى : -Ibid, p. 19.

³ - Gérard Charreaux, Philippe Desbières, Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariales, **Finance contrôle stratégie**, Vol 1, N° 2, Juin, 1998, p. 81 (بتصرف).

-Radhouane Kammoun, Sabrina Khemiri, Op.cit., p. 15.

⁴ - من خلال امتلاكه لخبرة واسعة في مجال الدراسات و التدقيق، أنظر :

⁵ - Maria Psillaki, Nikolaos Daskialakis, **Are the determinants of capital structure country of firm specific? Evidence from SMEs**, p. 10 (بتصرف). 13/05/2010, http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1341860

⁶ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 422 (بتصرف).

⁷ - Gérard Charreaux, **La théorie positive de l'agence : lecture et relecture**, IAE Dijon - CR EGO/LATeg, Bourgogne, Septembre, 1998, p. 28 (بتصرف).

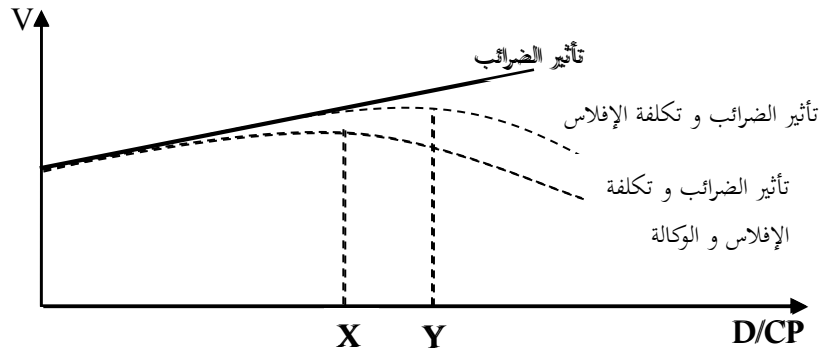
⁸ - وقد وجد كل من Barnea Haugen et Senbet سنة 1980 و Leland and Toft سنة 1996 أن حل التضارب في المصالح بين المساهمين و الدائنين يكمن في اللجوء إلى الدين قصير الأجل، كونه يخفف من تكاليف وكالة الدين و يخفض المرونة التسييرية من خلال عرض إمكانيات تفاوض متكررة. في حين يرى كل Jensen et

أن نظرية الوكالة حاولت إيجاد أسلوب لتسيير صراع الوكالة بشكل أمثل، فحسب هذه النظرية يجب اتخاذ قرارات الهيكل المالي لتدئنة تكاليف الوكالة، حيث تُخفّض تكاليف وكالة الأموال الخاصة بزيادة مستوى الرافعة المالية والذي من شأنه أن يرفع من القيمة السوقية للمؤسسة¹، إلا أن هذه النظرية لا تفسّر قيمة المؤسسة، إذ توضح أن أي تغيير في الهيكل المالي هو محاولة الوصول إلى نسبة استنادة مثلى².

3- نظرية التوازن بالمفهوم الواسع :

يسمح إدخال تكلفة الوكالة من تعريف منظور جد واسع لنظرية التوازن الكلاسيكية التي طرحها Myers سنة 1984، فظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس من شأنه أن يؤثر على النسبة المثلى للاستنادة إلى الأموال الخاصة و بالتالي على مكونات الهيكل المالي الأمثل، أي أنه سيترتب على ظهور تكلفة الوكالة، تخفيض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل المالي³ و هو ما يوضحه الشكل التالي :

شكل رقم (2-13) : تأثير تكلفة الوكالة على قيمة المؤسسة في ظل وجود ضرائب و تكلفة الإفلاس



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 182 (بتصرف).

يتضح من الشكل أعلاه، أن هناك ثلاث منحنيات لقيمة المؤسسة و لمستويات مختلفة، فكلما تضمّن الهيكل المالي للمؤسسة تكلفة جديدة، كلما انحدر منحنى القيمة إلى الأسفل، و هذا ما يدل على العلاقة العكسية بين قيمة المؤسسة و التكاليف التي يتضمنها الهيكل المالي، حيث نلاحظ انخفاض النسبة المثلى للاستنادة على الأموال الخاصة من النقطة Y - التي تصل عندها قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب و تكلفة الإفلاس إلى حدها الأقصى - إلى النقطة X ، باعتبار أن النقطة X هي تلك التي تتعادل عندها الوفرة الضريبية الناجمة عن

Meckling سنة 1976 و Smith Warner سنة 1979، أنه يمكن تخفيف تلك التكاليف إذا مُوّلت المؤسسة عن طريق الديون القابلة للتحويل، للإطلاع بشأن

-Dirk Brounen, Abe de Jong, Kees Koedijk, Op.cit., p. 16.

هذه النقطة، يمكن الرجوع إلى المرجعين التاليين :

-Philippe Gaud, Elion Jani, Op.cit., p. 9.

¹-Mehmet Şen, Eda ORuç, Testing of pecking order theory in Istanbul Stock Exchange Market, **International Research Journal of finance and Economics**, ISSN 1450-2887-Issue 21,2002, p. 20 (بتصرف).

²-Abdelfettah Bouri, Op.cit., p. 182 (بتصرف).

³- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 182 (بتصرف).

الاستدانة مع مجموع تكلفتي الإفلاس و الوكالة. و قبل أن تبلغ النسبة $\frac{D}{CP}$ هذه النقطة تكون الوفرات الضريبية أكبر من تلك التكاليف، أما بعدها فيحدث العكس.

تقضي نظرية التوازن بمفهومها الواسع بأن نسبة الاستدانة المثلى التي تشكّل الهيكل المالي الأمثل، تسمح بالموازنة أو المراجعة بين مزايا وحدة إضافية من الدين، المتمثلة في الوفرات الضريبية الناجمة عن خصم مصاريف الفوائد و تخفيض تكاليف وكالة الأموال الخاصة¹ و عيوبها المتمثلة في تكاليف الإفلاس و ارتفاع تكاليف وكالة الديون المالية². أو بعبارة أخرى أن القرار المحدد للنسبة المثلى للاستدانة إلى الأموال الخاصة هو محصلة للتوازن بين التأثير الإيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة الذي تحدثه الوفرات الضريبية و التأثير السلبي الذي تحدثه كل من تكلفتي الإفلاس و الوكالة³.

لتصبح القيمة السوقية للمؤسسة معبراً عنها بالعلاقة التالية⁴ :

$$V_E = V_{AENE} + V_{AEI} - V_{ACF} - V_{ACA} \dots (2 - 26)$$

حيث :

V_E : قيمة المؤسسة المستدينة؛

V_{AENE} : القيمة الحالية للمؤسسة غير المستدينة؛

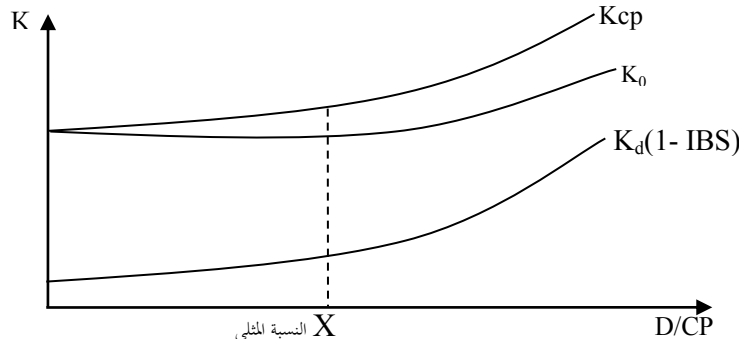
V_{AEI} : القيمة الحالية للوفرات الضريبية؛

V_{ACF} : القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس؛

V_{ACA} : القيمة الحالية لتكلفة الوكالة؛

كما يمكن الربط بين القيمة السوقية للمؤسسة و تكلفة رأس المال في ظل نظرية التوازن كما في الشكل التالي :

شكل رقم (2-14) : العلاقة بين تكاليف التمويل و نسبة الأموال المقترضة



المصدر : منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 221 (بتصرف).

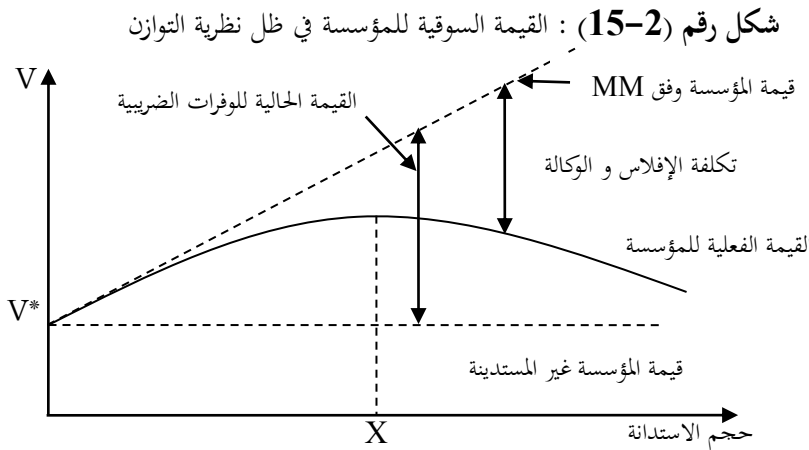
¹ - أي التخفيض من مشكل التدفق النقدي المتاح.

² - Francisco Sogorb-Mira, José López-Gracia, **Pecking order versus trade-off : An empirical approach to the small and medium enterprise capital structure**, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A, Edición Junio, 2003, p. 4, 13/05/2010, <http://www.ivie.es/downloads/docs/wpasec/wpasec-2003-09.pdf>

³ - باعتبار أن تكلفة الوكالة هي محصلة لتكلفة وكالة الأموال الخاصة و تكلفة وكالة الديون المالية.

⁴ - المرجع السابق، ص 183 (بتصرف).

يتضح من الشكل رقم (2-14)، أن تكلفة الأموال الخاصة K_{cp} ترتفع و ذلك للتعويض عن المخاطر المالية الإضافية التي يتعرض لها المساهمون نتيجة الاستدانة، كما ترتفع تكلفة الاستدانة $K_d(1-IBS)$ للتعويض عن تكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة. و لما كانت تكلفة الاستدانة رخيصة نسبياً، فإن زيادة نسبة $\frac{D}{CP}$ إلى حد معين¹، يترتب عليه انخفاض في تكلفة رأس المال K_0 و يستمر الحال إلى النقطة التي تتساوى فيها تكلفة الإفلاس و الوكالة مجتمعة مع القيمة الحالية للوفرات الضريبية أي عند النقطة X ، عندها تكون تكلفة رأس المال قد وصلت إلى حدها الأدنى² والقيمة السوقية للمؤسسة إلى حدها الأقصى، كما هو مبين في الشكل التالي :



المصدر : منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 219 (بتصرف).

حيث نلاحظ من الشكل أعلاه، أنه إذا ما ذهبنا المؤسسة إلى أبعد من النقطة X ، سوف ترتفع تكلفتنا للإفلاس والوكالة لتزيد عن الوفرات الضريبية، مما يترتب عليه ارتفاع في تكلفة رأس المال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

إن ما يؤخذ على هذه النظرية، أنها لا تشير إلى المستوى الحقيقي الأمثل للهيكال المالي. فالأمثلة موجودة لكن لا يمكن تكميمها³ و ذلك لصعوبة الصياغة الكمية الدقيقة للعوائد و التكاليف المصاحبة للاستدانة⁴، التي تمكن من إحداث التوازن الذي يصل بالقيمة السوقية للمؤسسة إلى أقصى حد لها. كما أن هذا الهيكال المالي الأمثل يتغير عبر الزمن مع التغير الذي يطرأ على ظروف المؤسسة - أي حساسيتها إلى مختلف تكاليف و مزايا الاستدانة⁵ - و على سوق رأس المال، مما يضيف عليه صفة الديناميكية، فالمؤسسة التي تنتمي لفئة مخاطر عالية ينبغي عليها أن تحفض من نسبة الاستدانة، لكون التقلب الكبير في العائد يحمل في طياته احتمال أكبر للتعرض لمخاطر

¹ - هو الحد الذي تكون فيه تكلفة الإفلاس و الوكالة أقل من الوفرات الضريبية.

² - المرجع السابق، ص 220 (بتصرف).

³ - Alain Burlaud, Arnaud Thavron, Annaïck Guyvar'h, 2007-2008, Op.cit., p.196.

⁴ - المرجع السابق، ص 222 (بتصرف).

⁵ -De waelheyns Nico, Cynthia Van Hulle, **Capital structure Dynamics in private business groups**, August, 2009, p. 5 (بتصرف), 13/05/2010 <http://www.mbs.ac.uk/research/accountingfinance/documents/Capitalstructuredynamicsinprivatebusinessgroups.pdf>

الإفلاس، و بالتالي قد لا تذهب تلك المؤسسة بعيداً بنسبة الاستدانة، و قد تميل إلى التوقف عن الاستدانة قبل أن تصل إلى النقطة التي تتعادل فيها قيمة الوفرات الضريبية¹ مع تكلفة الإفلاس و الوكالة.

كما أن المؤسسات المنتمية إلى قطاعات الأنشطة التي تستخدم أصول مادية هامة مثل الصناعة، تكون أكثر استدانة من المؤسسات التي تعتمد على أصول غير مادية كمؤسسات الخدمات و التكنولوجيا العالية. و يعود ذلك إلى أن مؤسسات النوع الثاني عادة ما ينتهي إفلاسها بحصيلة ضئيلة من أموال التصفية و هذا يعني ارتفاع تكلفة الإفلاس² و الوكالة، أي أن قيمة الوفرات الضريبية سوف تتعادل مع تكلفة الإفلاس و الوكالة عند مستوى استدانة منخفض نسبياً. و فيما يخص الضريبة، فالمؤسسات التي تتمتع بمستوى عالي من الربحية و تخضع لمعدل ضريبة مرتفع، قد يكون من صالحها التوسع في الاقتراض و ذلك مقارنة بمؤسسة مماثلة تخضع لمعدل ضريبة منخفض. و يعود ذلك إلى أن الخضوع لمعدل ضريبة مرتفع، يعني ارتفاع حجم الوفرات الضريبية و هو ما قد يكفي لتغطية مستوى عال من تكلفة الإفلاس³ و الوكالة.

و للإشارة، هناك نظرية حاولت بدورها تفسير وتحليل الهيكل المالي وكذا علاقة المساهمين بالدائنين من خلال قراءتها لميزانية المؤسسة من منظور الخيارات، إذ يعود منشأ هذه النظرية إلى السوق المالي وذلك من خلال محاكاة الخيارات و إسقاطها على المؤسسات⁴، بحيث تسمح وضعيات المساهمين والدائنين من تحديد مستوى الاستدانة الأمثل⁵.

المطلب الثاني : التيار المعارض لفكرة وجود هيكل مالي أمثل

يرى أصحاب هذا التيار أن فكرة الهيكل المالي الأمثل هي فكرة غير مقبولة و لا وجود لها، ويندرج ضمنه ما يسمى بالنظرية الحديثة للمشروع التي ظهرت في منتصف السبعينات على إثر الانتقادات الموجهة لوجهات النظر التقليدية والحديثة و تتضمن نظريتين.

الفرع الأول : نظرية الإشارة

ظهرت نظرية الإشارة كحالة خاصة من نظرية الوكالة⁶، و ذلك لما تقدمه هذه الأخيرة من حلول لتضارب المصالح بين أطراف المؤسسة من مساهمين و مسيرين و مقرضين، حيث يكون لتلك الحلول تأثير على سوق

¹ - المرجع السابق، ص 223 (بتصرف).

² - Alain Burlaud, Arnaud Thavron, Annaïck Guyvarc'h, 2007-2008, Op.cit., p.196(بتصرف).

³ - نفس الموضوع.

⁴ - هواري سويسي، مرجع سبق ذكره، ص 26 (بتصرف).

- Pierre Vernimmen, Op.cit., p 776 (بتصرف) .

⁵ - للمزيد من التفصيل حول هذه النظرية، يمكن الاطلاع على المرجع التالي :

⁶ - Jaffeux, Op.cit., p. 402.

الأوراق المالية و بصفة خاصة في حالة اتصافه بحالة من عدم الكفاءة التامة¹، أي عندما يتمتع السوق بمستوى معين من الكفاءة². و تتجسد فكرة الإشارة في إرسال إدارة المؤسسة لرسائل أو إشارات معينة، تؤدي ترجمتها من قبل جمهور المستثمرين إلى معرفة أداء المؤسسة. و تكون تلك الإشارات عبارة عن قرارات مالية حقيقية و ليست مجرد سر أو تصريح مُضلل كما يعتقد الكثير، فقد يكون لها أثر سلبي على مُسببها في حالة اكتشاف عدم صدقها³. و تضم تلك القرارات : سياسة توزيع الأرباح، إعادة شراء الأسهم⁴، اللجوء إلى الاستدانة⁵ أو إلى أوراق مالية معقدة أو إلى شروط خاصة في مختلف أشكال التركيب المالي⁶ كما قد تأخذ الإشارة وصفا لتكلفة رأس المال.

يعود تطبيق نظرية الإشارة إلى أعمال Ross سنة 1977 و تستند إلى وجود عدم تماثل في المعلومة بين المسيرين و السوق⁷ و الذي يشتمل على فكرتين⁸ :

- تكون نفس معلومة غير متاحة للجميع، فبإمكان مسيري المؤسسة تهيئة معلومات لكن لا تكون متوفرة لدى المستثمرين؛
- و حتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة و متوفرة لدى الجميع فهناك اختلاف في فهمها، أي لا تدرك بنفس الأسلوب و الطريقة.

تقترح هذه النظرية نموذجاً للتعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي، إذ يعتبر مستوى الاستدانة كإشارة من قبل المسيرين يدل على حالة المؤسسة (وضعها) وقيمة مشاريعها المستقبلية، حيث يميّز المستثمرون بين كل من المؤسسات المتواجدة في السوق و يصنفونها إلى نوعين A و B، بالاعتماد على مستوى استدانة حرج D^* محدد من قبلهم، حيث تكون المؤسسات مصنفة ضمن النوع A الأحسن أداءً إذا وصلت قدرتها على الاستدانة إلى المستوى D^* ، أما إذا لم تصل إلى ذلك المستوى، فتعتبر ذات أداء سيء و تُصنّف ضمن النوع B⁹.

¹ - هواري سويسبي، مرجع سبق ذكره، ص 210 (بتصرف).

² - Vasiliou Dimitros, Nikolaas Daskalakis, Op.cit., p. 292 (بتصرف).

³ - عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص 319 (بتصرف).

⁴ - يكون الإعلان عن برنامج إعادة شراء الأسهم محل جدل، فمن جهة يُفهم من قبل السوق على أنه إشارة إيجابية تدل عن ضعف تقييم السهم أي سعر السهم مقيم بأقل من قيمته. ومن جهة أخرى يكون له تأثير سلبي إذا اعتقد المستثمرون أن إعادة شراء الأسهم مرتبطة بغياب مشاريع استثمارية ذات مردودية. وبالإضافة إلى ما تقدم فإن هذا البرنامج يعد إشارة ذات تكلفة ضعيفة و ذلك لسهولة الحصول على موافقة المساهمين لإجراءه. فيما يخص هذه النقطة، يمكن الرجوع إلى المراجع التالية التي تم الاعتماد عليها:

- Arnaud Thavron, Annaïck Guyvarc'h, 2007, Op.cit., p. 212 (بتصرف).

- Samir Abderrazak Op.cit., p. 9 (بتصرف).

- Sébastien Dreeper, Frédéric Romon, **L'utilisation des programmes de rachat d'action en France**, IAE Cedex, Juin, 2003, p.5 (بتصرف), 28/06/2010, http://www.univ-valenciennes.fr/IAE/recherche_gestion/recherche/pdf/Dereeper_Romon%20juin.pdf

⁵ - Arnaud de Serving, Benoît Metayer, Ivan Zelenko, Op.cit., p. 24 (بتصرف).

⁶ - نفس الموضوع.

⁷ - Alain Burlaud, Arnaud Thavron, Annaïck Guyvourc'h, 2007-2008, Op.cit., p.197.

⁸ - المرجع السابق، ص 319 (بتصرف).

⁹ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 430 (بتصرف).

و بناء على ذلك، تُفضّل المؤسسات التي يتوقع أن يكون لها مستقبل جيد أن تُتموّل عن طريق القروض¹، نظراً لما يحمله هذا المصدر التمويلي من دلالات إعلامية إيجابية للسوق عن قدرة المؤسسة على مواجهة أعباء ثابتة مخفوفة بدرجة² من المخاطرة. أما المؤسسات المتوقعة أن يكون لها مستقبل سيء، فعليها اللجوء إلى زيادة رأس المال عن طريق إصدار و بيع أسهم جديدة، لتجنب حدوث إفلاس و مشاركة المستثمرين الجدد في أي خسائر متوقعة³. إلا أن اختيار المؤسسة للتمويل عن طريق إصدار و بيع أسهم، يحمل في طياته إشارة إلى السوق مفادها أن أسعار هذه المؤسسة مُغالى فيها و هو ما يُفسّره المستثمرون على أنه انعكاس لأخبار غير سارة بشأن مستقبل المؤسسة. و من ثمّ لا يقبلون على شراء الإصدار الجديد من الأسهم إلاّ بسعر منخفض⁴.

و حتى يقيّم السوق⁵ المؤسسة بشكل صحيح، يكون المسيريون مجبرون على إصدار إشارات⁶، وحتى تكون تلك الإشارات فعّالة⁷، يجب أن تكون مُكلفة، بحيث تكون صعبة التقليد من قبل مسيري المؤسسات⁸ الأقل أداءً⁹.

وفيما يتعلق بسياسة توزيع الأرباح، تفسّر نظرية الإشارة و توضح أن هناك إمكانية إيصال إشارات، من طرف مسيري المؤسسة من خلال المعلومات للسوق المالي¹⁰ حول العوائد الحالية و المستقبلية و النوعية الحقيقية للفرص الاستثمارية¹¹ و التي من شأنها أن تعطي انطبعا إيجابيا أو سلبيا يؤثر على توجّهات المستثمرين¹².

زيادة التوزيعات عن المتوقع، تعد إشارة للمستثمرين بأن إدارة المؤسسة تتوقع أرباحا مُرضية مستقبلا¹³ وبالتالي يرتفع سعر السهم. و غالبا ما يؤدي ذلك بالمؤسسة إلى لجوئها لإصدار أوراق مالية جديدة للحصول على التمويل اللازم¹⁴.

- 1 - عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، الإسهامات النظرية، مرجع سبق ذكره، ص 113 (بتصرف).
- 2 - عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول الهياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص 320 (بتصرف).
- 3 - عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، الإسهامات النظرية، مرجع سبق ذكره، ص 113 (بتصرف).
- 4 - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 236 (بتصرف).
- 5 - نظراً لما للتقييم من تأثير على قرارات تدبير الأموال.
- 6 - من أجل تدنّف التكاليف المترتبة على عدم تماثل المعلومات.

7 - Idem (بتصرف).

8 - Jh VH de wet, Op.cit., p. 9 (بتصرف).

9 - لأنه حسب Ross و نظراً لكون الرفع في الاستدانة يعد إشارة إيجابية إلى السوق - إذ يعد أسلوباً يميّن المسيرين من الإعلام عن الأداء المستقبلي الجيد لمؤسستهم و غياب السلوك الانتهازي لديهم-، إلا أن هذه الإشارة لا يمكن تقليدها من قبل المؤسسات السيئة ذات الاحتمال المرتفع للإفلاس، لأنها ستكون غير قادرة على مواجهة استحقاقاتها. أنظر المراجع التالية :

- Et-Taoufik Fathi, Benoit Gailly, la structure financière des PME de la haute technologie, XII^{ème} conférence de l'association Internationale de mangement stratégique, les cotes de Carthage, 3-4-5, Juin, 2003, p.5 (بتصرف).
- Arnaud de servigny, Benoît Metayer, Ivan Zelenko, Op.cit., p. 24 (بتصرف).
- Alain Burlaud, Arnaud Thavron, Annaïck Guyvarc'h, 2007-2008, Op.cit., p.197 (بتصرف).
- 10 - هوارى سويسي، مرجع سبق ذكره، ص 211 (بتصرف).
- 11 - Gérard Charreaux, La théorie financière et la stratégie financière, Op.cit., p. 15 (بتصرف).

12 - نفس الموضوع.

13 - عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 249 (بتصرف).

14 - المرجع السابق، ص 252 (بتصرف).

كما أن أي تخفيض في التوزيعات يؤدي بالتبعية إلى انخفاض سعر السهم¹، و حتى وإن كان احتجاز الأرباح مُبرراً بمشاريع استثمارية عالية المردودية، فإنه في أغلب الأحيان يُفهم من قبل السوق كإشارة لتخفيض الأرباح المستقبلية² و التي تُعد سلبية بالنسبة للمساهمين الذين يفضلون الحصول على توزيعات منتظمة.

و الواقع أن المستثمر بطبيعته أبعد من أن يكون ساذجا في تصديقه لأي معلومة أو إشارة، فهو يستقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك، لذلك يتساءل المستثمر أولاً عن الفائدة التي تهدف إليها الجهة المصدرة للإشارة ويحاول فهم صورة الفريق المسير للمؤسسة وسياسته في الاتصال، كما يراعي مراقبة وحكم السلطات البورصية في حالة نشر معلومات غير صحيحة³. و تجدر الإشارة إلى أن هذه النظرية تثير العديد من المشاكل حول التكلفة الحدية للأموال، حيث يتضح أن التكلفة الحدية المتوسطة المرجحة تفقر و تزداد، عندما تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي بإصدار و بيع أسهم جديدة، بدلا من اللجوء إلى استخدام الأرباح⁴ في التمويل. كما تشير أيضا هذه النظرية إلى عدم التوسع في الاقتراض و محاولة الاعتماد إلى أقصى حد على الأرباح غير الموزعة في التمويل و ذلك رغبة في الاحتفاظ بطاقة إقتراضية قد تحتاج إليها المؤسسة مستقبلا⁵ و حتى لا تضطر إلى إصدار أسهم جديدة. هذا و قد وفرت نظرية الإشارة مناخا ملائما للنظرية اللاحقة في تفسيرها للهيكال المالي.

الفرع الثاني : نظرية التمويل الرتبي

تسمى أيضا بنظرية التمويل التسلسلي *la théorie de financement hiérarchique* أو ما تُعرف بنظرية الالتقاط التدريجي *the pecking order theory*. و تعود هذه النظرية إلى الدراسة التي قام بها Gordon Donaldson سنة 1961⁶ على عينة من المؤسسات الأمريكية، التي تعتمد على مصادر التمويل الداخلي⁷، حيث تستبعد فكرة وجود هيكل مالي أمثل. و من سمات هذه النظرية أن اهتمامها يمتد إلى السبب وراء قرار التمويل دون أن تتدخل في تحديد المزيج الذي ينبغي أن يتكون منه الهيكل المالي. و قد تدعّمت بما قدمه كل من Myers et Majluf، حيث تفترض وجود عدم التماثل في المعلومات، ليس فقط بين المؤسسة

¹ - المرجع السابق، ص 248 (بتصرف).

² - Abdelkader Beltas, Op.cit., p. 94 (بتصرف).

³ - عبد الوهاب دادن، الجدال القائم حول الهياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص 320 (بتصرف).

⁴ - عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 401 (بتصرف).

⁵ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 236 (بتصرف).

⁶ - Be de Joing, Patrick Verwijmeren, To have a target debt ratio or not : What difference does it make? *Applied Financial Economics*, RSM Erasmus University, p. 2 (بتصرف), 13/05/2010 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1023581

⁷ - عبد الغني دادن، قياس و تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 93 (بتصرف).

⁸ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 237 (بتصرف).

(مسيرين) و الأطراف الخارجية المهتمة بمستقبلها و إنما أيضا بين الأطراف داخلها، لذا تعتمد المؤسسة تمويلها بحسب الترتيب و الأولوية تملية ضرورة الأموال الخارجية و ليس السعي إلى تحقيق هيكل مالي أمثل.

و الواقع أن هذه الأولوية للتمويل تتحدد بدلالة الأهداف الموضوعية من قبل مسيري المؤسسة، فبإمكان هؤلاء إحداث سلوكات و تصرفات معينة تجنباً للمخاطر و ذلك بهدف تعظيم ثروة المساهمين أو لمصالحهم الخاصة. وفي كلتا الحالتين يرى كل من Myers et Majluf سنة 1984، أن المسيرين يتصرفون من أجل تعظيم مصلحة مجموعة من العناصر المهتمة بمستقبل المؤسسة. و في حالة تصرف المسيرين لمصلحة المساهمين، فإن هذا يعود إلى بناء هرمية (Hiérarchie) بين مختلف موارد التمويل بناء على عدم التماثل في المعلومات و إشكالية الإشارات¹. حيث تفضّل المؤسسات الاعتماد أولاً على التمويل الذاتي ثم اللجوء إلى الاستدانة بأدنى مخاطرة ثم الاستدانة بدرجة من المخاطرة و أخيراً الرفع في رأس المال.

ويعود هذا الترتيب في التمويل إلى أن المؤسسة تبدأ باستخدام مواردها الداخلية²، فإذا لم يكفي تمويلها الداخلي في تغطية احتياجاتها، تلجأ إلى الموارد الخارجية بدءاً بالاستدانة سواء البنكية أو بإصدار سندات ثم السندات أو الأسهم الممتازة القابلة للتحويل و في الأخير إصدار أسهم. و يعود سبب اللجوء إلى الاستدانة³ في الرتبة الثانية إلى مشكل عدم التماثل في المعلومات، الذي تواجهه المؤسسة عند اختيارها للتمويل الخارجي، حيث يُمكن هذا المصدر من التقليل منه نسبياً، كما تعد الاستدانة أيضاً المصدر الخارجي الأخص⁴ مقارنة بإصدار الأسهم، فضلاً عن أنه يحمل في طياته إشارات إيجابية عن قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها، فإنه يوفر لها مزايا عديدة⁵.

أما عن سبب تموّج التمويل عن طريق إصدار الأسهم في أدنى رتبة في السلم التفضيلي، فيعود إلى كون هذا المصدر يُفهم منه من قبل المستثمرين المحتملين إشارات أو معلومات غير سارة عن المؤسسة، كما سبق و أن بينته نظرية الإشارة. هذا و تقضي نظرية التمويل الرتبي أنه على المؤسسة أن لا تُقدّم على إصدار أسهم جديدة إلا في حالة وجود فرص استثمارية غير عادية يصعب تأجيلها، و ينطبق ذلك على حالة مشروع يُتوقع من ورائه توليد أرباح جد مرتفعة، مقارنة بالتكاليف المباشرة و غير المباشرة⁶ المرتبطة بلجوتها إلى السوق المالي من أجل التمويل.

¹ - عبد الوهاب داد، الجدول القائم حول الهياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص 326 (بتصرف).

² - نظراً لكونها مصدر لا يُواجه عادة بالمعارضة في الجمعية العامة، و يعني المسيرين من السعي إلى الاتصال بالمستثمرين المحتملين من مقرضين و مساهمين و لعدم انطوائه على تكاليف إصدار، بالإضافة إلى كونه يُعد المؤسسة عن الوقوع تحت تأثير منطق سوق رأس المال في حالة إصدار المزيد من الأسهم.

³ - و هناك من يرى أن المؤسسات التي تتبع الترتيب التالي للاستدانة، قبل دخولها إلى السوق من أجل التمويل بإصدار أسهم (إصدار قرض سندي كلاسيكي أي سندات عادية ثم القرض البنكي ثم إصدار سندات قابلة للتحويل)، ستعرف ضعف أقل في التقييم عن غيرها من المؤسسات، التي تمول مشاريعها بإتباع ترتيب مخالف وذلك حتى لا يتسع مشكل ضعف التقييم المصاحب للجوء إلى السوق و للتقليل أيضاً من عدم تماثل المعلومات، لأن هيكل دين المؤسسة يمنح للمستثمرين إمكانية استخلاص معلومة من خلال سياسة الاستدانة السابقة لذلك الدحول، و التي تدل على النوعية الحقيقية للمؤسسة. للمزيد من التفصيل يمكن الرجوع إلى :

-Radhouane Kammoun, Sabrina Khemiri, Op.cit., p. 25 .

⁴ - (بتصرف) Mehmet Sen, Eda ORuç, Op.cit., p. 20 .

⁵ - و التي سبق أن تطرقنا إليها في الفصل الأول.

⁶ - (بتصرف) Radhouane Kammoun, Sabrina Khemiri, Op.cit., p.12 .

وقد شهدت هذه النظرية عدة تطورات بشأن تفسير السلوك التمويلي بدءاً بأبحاث Williamson سنة 1988 ثم نموذج Myers سنة 1990.

1- نموذج Williamson 1988 :

يرى هذا الباحث أن أطراف التعاقد من مساهمين ومسيرين ومقرضين لهم رشادة محدودة، وفي نفس الوقت فهُم انتهازيون للفرص، بحيث تتغير سلوكياتهم تدريجياً مع أهدافهم الخاصة، ويمكن أن تولد هذه السلوكيات تعديلات قبلية Ajustements ex-post للعقد، حتى يتسنى للعلاقة التعاقدية أن تستمر على المدى الطويل، وعندما يتعلق الأمر بعقد تمويل، لا يمكن اعتبار الديون و الرفع في رأس المال مجرد مورد تمويل فقط و إنما هي وسيلة تسمح بتحقيق هذه التعديلات.

حسب Williamson، يكون لدرجة خصوصية الأصل المراد تمويله دور كبير في اختيار طبيعة مصدر التمويل، فالاستثمار في أصل ذو خصوصية معينة (كأصل له استعمالات محدودة من قبل عدد قليل من المؤسسات وليس له سوق ثانوي متطور)، يكون محل عقد تام بين المؤسسة وأصحاب رؤوس الأموال، حتى يُمكن ذلك¹ من إجراء تكييفات لاحقاً². فالتمويل عن طريق الرفع في رأس المال بإصدار أسهم بحجم ليس كبير، يبدو أكثر فعالية مقارنة بالتمويل عن طريق الاستدانة من أجل القيام بهذه التعديلات، لكون الاستدانة لا تسمح بالقيام بتلك التعديلات القبلية، و ذلك لوجوب تسديد الفوائد و الأقساط حسب جدول الاستحقاق³ بشكل منتظم⁴.

2- نموذج Myers سنة 1990 :

يشير Myers إلى أنه في المدى البعيد تكون الفرضية السلوكية للمسيرين هي تعظيم ثروة المؤسسة Corporate wealth و التي تحسب بالعلاقة التالية :

$$W = E + S \dots (2 - 27)$$

حيث :

S: القيمة الحالية للفوائض التنظيمية؛ E: قيمة الأموال الخاصة؛ W: ثروة المؤسسة؛
ويعكس الفائض التنظيمي القيمة المحيئة للتكاليف الناجمة عن الأجور العالية جداً و التي لا تتمتع بخاصية

¹ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 430 (بتصرف).

² - لأنه على سبيل المثال في حالة كون الاستثمار الخاص هو مشروع بحث و تطوير، فإنه يعد مقبولاً أكثر من قبل المساهمين مقارنة بالمقرضين، لكون مدة مشروع البحث غير محدودة نسبياً و مردوديته المنتظرة ربما لا تتحقق في آجالها المقدرة.

³ - عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول الهياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص 326 (بتصرف).

⁴ - وعليه تؤدي خصوصية الاستثمار إلى ارتفاع درجة الشك لدى الجهات المقرضة و بالتالي ظهور خطر إفلاس محتمل، مما يستدعي المطالبة بتكاليف تمويل أعلى و من المنطقي أن يكون التمويل بالاستدانة مُفضلاً في حالة عدم خصوصية الأصل المراد تمويله، نظراً لاحتمال أن يولد هذا الأصل عوائد بشكل منتظم. أنظر :

- المرجع السابق، ص 327 (بتصرف).

الديبومة، باعتبار أن المقرضين يمكنهم فرض تخفيضها إذا كان سداد الدين أو دفع الفوائد غير منتظم¹. و يمكن توضيح العلاقة (2-27) في الميزانية المالية المختصرة التالية :

الجدول رقم (1-2) : تمثيل الفوائض التنظيمية و ثروة المؤسسة حسب نموذج Myers سنة 1990.

الأصول	الخصوم
PVA: القيمة الحالية للأصول الموجودة مع الأخذ في الاعتبار التدفقات cash-flows النقدية المنتظرة لها؛ PVGO+: القيمة الحالية لفرص الاستثمارية؛ PVTAX-: القيمة الحالية للضرائب؛	D: الديون؛ E: الأموال الخاصة؛ S: القيمة الحالية للفوائض التنظيمية؛

المصدر : إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 431.

حيث ينظر Myers إلى المؤسسة على أنها تحالف/تكتل Coalition يبحث عن رفع حجم الأموال الخاصة و الفوائض التنظيمية. و في هذه الحالة يكون الرفع في رأس المال مُفضلاً عن الاستدانة، إذا كان من الضروري اللجوء إلى التمويل الخارجي، فمثلاً لا يؤدي تمويل استثمار ذو قيمة حالية سالبة أو معدومة عن طريق الاستدانة إلى الزيادة في القيمة W، في حين أن تمويل استثمار عديم المردودية عن طريق الرفع في رأس المال، يُمكن المسيرين من رفع الأموال الخاصة مع التسبب في نفس الوقت بانخفاض القيمة السوقية للأموال الخاصة E وزيادة الفوائض التنظيمية S. و عليه فإن الفائض يزيد بزيادة رأس المال وليس عن طريق الاستدانة لكن إيجاد مستثمرين يقبلون بشراء أسهم يعني اعتقادهم أنهم سيجنون أرباحاً، الأمر الذي يجعل من الفائض لا يمكنه الارتفاع دون حدود.

وبالتالي تُفضّل المؤسسة عند تمويلها لاستثمار معين، الاحتفاظ بالأرباح قبل اللجوء إلى الرفع في رأس المال والذي ينجم عنه ضمناً توزيعاً إضافياً للأرباح مستقبلاً، أي تفضيل التمويل الذاتي عن الرفع في رأس المال. وهكذا تعتمد المؤسسة ترتيباً حسب الأولوية في التمويل، في بادئ الأمر التمويل الذاتي ثم الرفع في رأس المال ثم الاستدانة كملجأ أخير². وبمقارنة النموذجين السابقين نجد أن كليهما اعتمد على نفس الترتيب في التمويل إلا أن الاختلاف بينهما يكمن في تطبيق الخطوات³.

وقد استندت عدة دراسات -تحاول اختبار نظرية التمويل الرتي - على ضرورة اللجوء إلى الأموال الخارجية، أي مدى وجود الاحتياج للتمويل الخارجي، و انطلاقاً من ما تضمنته أعمال Myers et Majluf سنة 1984 التي تمحورت حول تأثير عدم التماثل في المعلومات على الاستثمارات و تمويل المؤسسات. بحيث تشكّل كل من الاستثمارات والارتفاع في الاحتياج في رأس المال العامل ودفع التوزيعات المصادر الرئيسية لعجز تمويل المؤسسة، إذ يغطي هذا العجز جزئياً بتدفقات الخزينة (الداخلية) الناجمة عن النشاط أي بالقدرة على التمويل الذاتي، والرصيد المتبقي يجب تمويله بالموارد الخارجية أي بالاقتراض أو برأس المال، ففي غياب تكاليف الفشل Défaillance،

¹ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 431(بتصرف).

² - عبد الوهاب دادن، الجدال القائم حول الهياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص 327 (بتصرف).

³ - وكثيرهما من النماذج النظرية فقد أجريت العديد من الاختبارات الميدانية للحكم على دقة نتائجهما، أنظر: - المرجع السابق، ص 327-328 (بتصرف).

يفضّل مسيرو المؤسسة الاستدانة طويلة الأجل على اصدار رأس المال لتجنب الكشف عن المعلومات الخاصة إلى السوق، أما وجود تكاليف الفشل فقد يؤدي بالمؤسسة إلى رفع رأس مالها لتمويل الاستثمارات أو لتقليص الاستدانة، فنظرية التمويل الرتي لا تُقضي إصدار رأس المال، فهذا الاصدار لا يظهر إلا إذا كان سعره مرتفع بما فيه الكفاية ودون الإضرار بالمساهمين القدامى (الموجودين حالياً) أو إذا لم يكن لدى المسيرين معلومات لا يرغبون في الكشف عنها للسوق.

أما في الحالة التي يولد فيها النشاط موارد أكثر من الضروري لتغطية الاستثمارات والتغير في الاحتياج في رأس المال أو توزيع الأرباح، فالمؤسسة لديها فائض في التمويل، ويمكنها إعادة دفعه إلى المساهمين في شكل إعادة شراء الأسهم أو لتقليص استدانة المؤسسة، ونظراً لما تحمله عملية إعادة شراء الأسهم من تكاليف قانونية خصوصاً في فرنسا، الأمر الذي يؤدي بالمسيرين إلى تفضيل تقليص الاستدانة. و بالتالي يتولد لدى المؤسسة عجز أو فائض في التمويل ويتوجب ملاحظة العلاقة بين العجز(الفائض) والاستدانة (تقليص الاستدانة)¹.

الفرع الثالث : تفسيرات الهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة ومتوسطة الحجم

رُكزت النظريات السابقة على تفسير اختيار هياكل تمويل المؤسسات كبيرة الحجم، دون أن يتم الإشارة إلى خصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لذا سنستعرض أهم النظريات التي حاولت تفسير أساليب تمويل المؤسسات الصغيرة ومنها نظرية الخيار الاداري ونظرية دورة الحياة المستمدة من نظرية التمويل الرتي.

1- نظرية الخيار الإداري :

حسب دراسة Norton سنة 1991 تؤدي توقعات وآمال المقاولين دوراً هاماً في تحديد هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إذ يراعى في نموذج تفسير هيكل التمويل دور المقاول، تفضيلاته واختياراته، ورغباته إذا ما أُريد الفهم الجيد لهذا السلوك التمويلي. وقد قدم Barton et Matthews سنة 1989 في سياق قرار استراتيجي، خمسة اقتراحات للبحث بخصوص اختيار الهيكل التمويلي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وفي الأصل أعدت هذه الاقتراحات القائمة على النموذج الاستراتيجي من قبل Andrews سنة 1980 و هي² :

- تعتبر قابلية المسيرين لتحمل درجة مرتفعة من المخاطرة عاملاً ذو تأثير على اختيارهم لهيكل مالي معين، فمستوى المخاطر الذي يشعر عنده المسيرون بالأمان - خصوصاً في المؤسسات الصغيرة، أين يتعين على المقاول تقديم ضمانات شخصية مقابل القروض المقدمة - له تأثير مباشر على هيكل رأس المال؛

¹ - Eric Molay, La structure financière de capital : tests empiriques sur le marché français, AFFI, 2004, p.6. 13/05/2010, http://www.u-cergy.fr/AFFI_2004/IMG/pdf/MOLAY.pdf

² - المرجع السابق، ص 322-323.

- تؤثر أهداف المقاول بخصوص مؤسسته على هيكلها المالي، فالواقع أن النظرية المالية الكلاسيكية لم تقدم نموذجاً يحتوي قضية جوهرية وهي احترام المسيرين لهدف تعظيم ثروة المساهمين. وفي حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإن هذا النموذج لا معنى لها إذا كان المقاول هو المساهم الوحيد، حيث تعتبر أهدافه الخاصة، التي هي بعيدة عن هدف تعظيم الثروة، عاملاً مؤثراً على اختيار نمط التمويل، ومن أهمها: أهداف النمو، الاحتفاظ بالمعلومات الداخلية السرية، تسيير المؤسسة بكل أمان واطمئنان...
- يفضل المقاولون تمويل مؤسساتهم بموارد داخلية قبل الموارد الخارجية (استدانة أو طرح أسهم)، فيسعى المسيرون إلى الاحتفاظ بدرجة عالية من السيطرة والمراقبة على المؤسسة، على القرارات المتخذة وعلى التسيير اليومي والاعتيادي للمؤسسة، وهذا ما يمنع بطريقة غير مباشرة دخول أي مستثمر خارجي في قراراتها؛
- تؤثر قابلية المسيرين لمواجهة الخطر والخصائص المالية للمؤسسات وشروط الائتمان على مستوى الاستدانة، وما يمكن أن يزيد من تأكيد هذه الفرضية ما بينته نتائج بعض الأبحاث، حيث يميل مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى إجراء عمليات فقط مع بعض المؤسسات المالية (في الغالب مؤسسة مالية واحدة). ذلك أنه من المفيد كثيراً الحفاظ على علاقات جيدة مع بنك معين، إذ يترتب عن ذلك فهم شخصية المقاول وقبول إجراءاته وقراراته الخاصة. وليس هذا بعيد عن واقعنا، حيث تعد سمعة وعلاقة المقاول مع البنك العامل الرئيسي في قبول أو رفض هذا الأخير منح الائتمان؛
- تؤثر الخصائص المالية للمؤسسة على قدرة المقاول في اختيار هيكل مالي مناسب، ويعتبر هذا الاقتراح مقبولاً في حالة المؤسسات الكبرى.

ويتضح من خلال الاقتراحات الثلاثة الأولى تمحورها حول الدور المركزي للمالك المسير، بينما تحوم الاقتراحات الأخيرة حول خصائص المؤسسة وخصائص محيطها الخارجي¹، لذا سنورد هذه العوامل بشكل مختصر.

1-1- الدور المركزي للمسير :

تعود مسؤولية قرارات التمويل في المؤسسات المقاولاتية بالدرجة الأولى للمالك المسير، ومادام الأمر كذلك، فإنه يمكن الاعتقاد بسهولة أن الميزات الخاصة بهذا الأخير (مستوى التكوين، الخبرة، العمر، المستوى الثقافي...) لها تأثيرات على اختياره لنمط التمويل. وفي هذا الصدد، بين Sott et al سنة 1972 في دراستهم لـ 135 مؤسسة من هذا النوع، أن 50% منها متميزة بنسبة استدانتها، والتي هي محددة عن طريق الخبرة السابقة وحكم المسيرين. وحسب Barton et Matthews سنة 1989 بقدر ما تتوفر خبرة لدى المسير، بقدر ما تكون قابليته لتحمل المخاطر وأهدافه هي العناصر المحددة لنمط التمويل. وهذا ما تمخض عن الدراسة التي قام بها Cooley et Edwards سنة 1983 على 97 مسير في مؤسسات لتوزيع المنتجات البترولية، ورأى المسيرون أن درجة عدم التأكد بشأن المردودية المستقبلية المتوقعة هي العامل الرئيسي الأكثر تأثيراً على ميل المؤسسات

¹-St-pierre Josée, La gestion financière des PME Théories et pratiques, PUQ, Québec, 1999 ,P.95.

للاستدانة كمصدر تمويل، بينما تعد الشروط والقيود المفروضة على المؤسسة من قبل الأطراف المقرضة العامل الأقل تأثيراً. وهكذا فإن المؤسسات ذات النسبة المنخفضة للاستدانة هي مؤسسات تمثل عندها المردودية عنصراً هاماً، في حين أن المؤسسات كثيرة الاستدانة هي مؤسسات مهتمة ومنشغلة برقم الأعمال. و بالتالي يمكن الاعتقاد أن المؤسسة التي تبدو نافرة من المخاطر تفضّل التمويل الداخلي، على عكس المسيرين ذوي المواقف الارتجالية، ففي الغالب ما يعمدون إلى الاستدانة؛ وعليه يتضح أن الدور المركزي للمسير ومواقفه الشخصية تعد عوامل محددة للسلوك التمويلي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

2-1- خصائص المؤسسة :

فبالإضافة إلى الدور المركزي للمسير يكون لخصائص المؤسسة والتي تتمثل في مجموعة العوامل التي لها تأثير مباشر أو غير مباشر على مختلف سلوكها (التجاري، الإنتاجي، التسويقي، المالي، التنافسي...)، وأهم هذه الخصائص: الحجم؛ قطاع النشاط؛ الوضعية المالية وعمر المؤسسة. وفيما يخص الحجم، تناولت العديد من الأبحاث موضوع العلاقة بين حجم المؤسسة ونسبة التمويل طويل الأجل (ديون طويلة الأجل وأموال خاصة)، إذ تبيّن وجود علاقة طردية بينهما، حيث يعد الحجم متغيراً مستقلاً¹.

أما ما يتعلق بالتمويل الذاتي فقد بينت الدراسات التي قام بها Bird et Juttner سنة 1975 و Bates سنة 1971 على 1545 مؤسسة أسترالية، أن الأرباح غير الموزعة (الاحتياطيات) هي معتبرة نسبياً في ميزانية المؤسسة الصغيرة مقارنة بالكبيرة في كل القطاعات المختلطة.

كما أجرى كذلك كل من Holmes et Kent سنة 1991 بحثاً حول 391 مؤسسة في استراليا. ونتج أنه إذا كانت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تتمول ذاتياً بنسبة أعلى مقارنة بالمؤسسات الكبيرة، فإن هذا لا يعود إلى معاناتها في التمييز وإدراك الفروق في مخطط العرض (أنماط التمويل المعروضة) وتكاليف التمويل، وإنما لأحد السببين: إرادة المسيرين في اختيار هذه السياسة للتمويل أو عدم امتلاكهم لمعرفة وافية لإمكانيات أخرى للتمويل².

3-1- المحيط المالي للمؤسسة :

يكون للمحيط المالي تأثيرات هامة على هياكل تمويل المؤسسات، لأنه مصدر مختلف بدائل التمويل المطروحة أمام مختلف المؤسسات، فمن بين النماذج التي يمكن الاستشهاد بها في هذا الشأن، الاقتصاديات الغربية، وخاصة اقتصاديات كوبا، حيث توفر هذه الأخيرة عرضاً متنوعاً لإمكانيات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة،

¹ - المرجع السابق، ص 323 (بتصرف).

² - المرجع السابق، ص 324 (بتصرف).

بالإضافة إلى وجود شركات ومؤسسات مالية متخصصة في تمويل هذا النسيج من المؤسسات، والذي يعتقد أنه محرك للتنمية الاقتصادية المستدامة.

2- نظرية دورة حياة المؤسسة :

حسب Ang سنة 1991 قبل أن تصبح المؤسسة الصغيرة والمتوسطة كبيرة، لا بد من مرورها على عدة مستويات تطور، لذلك لا يمكن إيجاد نظرية واحدة لتفسير الهياكل المالية للمؤسسات. وعليه، فمن المعقول جداً الافتراض بأنه توجد نظريات بالقدر الذي توجد به مستويات التطور؛ إذ يعود مصدر هذه المقاربة (دورة حياة المؤسسة) في فهم السلوك التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى نماذج مستويات التطور، حيث تشير هذه النماذج إلى أن المؤسسة تمر بمختلف المستويات في تطورها، وأن أية مرحلة تتضمن عوامل خاصة بها، وبذلك يؤدي الانتقال من مستوى إلى آخر إلى إحداث تغيير على هيكل تمويل المؤسسة.

بمجرد تمييز المستويات الأولى من حياة المؤسسة (أي عند الإنشاء والانطلاق) بضعف مصداقية المؤسسة نظراً لضعف الخبرة، و الرغبة الشديدة للمسيرين في الاستقلالية، مما يؤدي أساساً إلى التقليل من حجم الأموال الأجنبية¹، بحيث تعتمد المؤسسات حديثة النشأة على الديون التجارية بعد استنفاد قدراتها على التمويل الذاتي وذلك لسهولة الحصول على هذا النوع من الديون، ثم تلجأ إلى الديون البنكية في الرتبة الثانية وللإشارة يكون هذا الترتيب نفسه المعتمد في نظرية التمويل الرتي لكل من Myers et Majluf سنة 1984². أما في المستويات الوسيطة (أي للاستمرار والبقاء) يكون التمويل الخارجي من مصادر بنكية وتجارية. وحسب نشاط ومردودية المؤسسة، يمكن منادات رأس مال المخاطرة. وإذا كان النمو متواضعا ومراقباً يمكن ملاحظة ارتفاع كبير في الاستدانة والتي ليست بالضرورة مؤشراً للمخاطرة بقدر ما هي تشير إلى التفضيلات المالية للمقاولين.

وفي مستوى التوسع والنمو، يحتمل ظهور التمويل طويل الأجل، وكذلك العرض العمومي للادخار حتى تتجنب المؤسسات الوقوع في أزمة السيولة، وذلك لتزايد الاحتياجات التمويلية في مرحلة النمو والتوسع، خصوصاً في المدى البعيد. وإذا كان المقاول في المرحلة يفضل الاحتفاظ بالمراقبة والسيطرة والاستقلالية في المؤسسة، فهذا يعد عرقلة لتطورها إذا كان هذا التطور غير ممكن إلا بدخول مساهمين جدد³.

¹ - المرجع السابق، ص 325 (بتصرف).

² - NAJET BOUSSAA, Dénaturation de la PME et apport de la théorie financière moderne: une application économétrique sur données de panel4^{ème} Congrès international Francophone PME, Metz Nancy, France, 1998, p12, 26/04/2017, <http://www.airepme.org/index.php?action=section&id=253&mois=1&annee=2018>

³ - نفس الموضوع (بتصرف).

خلاصة الفصل

يتضح من خلال ما تم التعرض له في هذا الفصل، أن موضوع الهيكل المالي يُعد من المواضيع المعقدة والمستمرة التنظير، حيث شهدت النظرية المالية تطوراً جلياً بفضل أعمال Modigliani et Miller سنة 1958 التي شكلت ثورة فيما يتعلق بمالية المؤسسة، من خلال استحداثها لطريقة تفكير وتنظيم مبتكرة بإدخالها لحالة عدم التأكد و الأسواق المالية في تفسير قرار الهيكل المالي. حيث اهتمت النظريات بالإجابة عن إشكالية وجود هيكل مالي أمثل من عدمه، وفيما إذا كان لهذا الهيكل تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة من عدمه، باعتبار القيمة كهدف جوهري تتبناه النظرية المالية والذي ينبغي أن تسعى إلى تعظيمها وجعل مختلف القرارات المالية تصب في قلبها ولخدمتها سواء في ظل فرضيات الكفاءة التامة أو الكفاءة الاقتصادية للسوق.

كما تؤكد النظريات المندرجة ضمن التيار المؤيد و المعترف بوجود هيكل مالي أمثل في ظل فرضيات السوق ذو الكفاءة الاقتصادية على أن هذه القرارات ما هي إلاّ تعديلات للوصول إلى ذلك الهيكل المالي الأمثل، لكن مع نهاية السبعينات من القرن العشرين، ظهرت نظريات حديثة مثلة في نظرية الإشارة ونظرية التمويل الرتي والتي تشير إلى أن الهيكل المالي للمؤسسة ما هو إلا نتيجة لسلوكها المالي و ليس العكس. حيث يستند الترتيب في التمويل إلى مدى وجود احتياج للأموال الخارجية والمسمى أيضا بعجز في التمويل الداخلي الناتج عن الاستثمارات والارتفاع في الاحتياج في رأس المال العامل ودفع التوزيعات.

كما خلصنا إلى أن الأخذ في الاعتبار لخصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومحيطها المالي يُبرز الدور المركزي للمالك -المسير في اختيار سياسة تمويل مؤسسته وذلك بناء على مواقفه الشخصية تجاه مستوى المخاطر وتفضيلاته وهذا ما بينته نظرية الخيار الإداري.

وبالاستناد إلى نظرية التمويل الرتي توصلنا إلى أن مرور المؤسسة بمختلف المستويات في تطورها يؤدي إلى إحداث تغيير على هيكل تمويلها وهذا ما جاءت به نظرية دورة حياة المؤسسة.

ولالإشارة فقد حاولت العديد من الدراسات اختبار الفروض التي قامت عليها تلك النظريات في الواقع العملي، وذلك بالاعتماد على النماذج -التي تقوم على التحليل الميداني- بغية تحديد الخصائص المحددة لقرارات تمويل المؤسسة، وهذا ما سنستعرضه في الفصل الموالي.

الفصل الثالث :
الدراسات السابقة

تمهيد :

بعد تناولنا للإطار النظري لسياسات تمويل المؤسسات، سنحاول في هذا الفصل استعراض الدراسات السابقة للموضوع والتي ستمكّننا من إجراء دراستنا ومقارنة نتائجها بما تضمنته هذه الدراسات.

و سنعتمد في ذلك على تقسيمها إلى دراسات ركزت على عجز التمويل الداخلي وعلاقة القرارات التمويلية فيما بينها، وذلك في المبحث الأول، وإلى دراسات في محددات القرارات التمويلية ضمن المبحث الثاني، أما المبحث الثالث فسنخصصه لتأصيل دراستنا.

المبحث الأول: دراسات في عجز التمويل الداخلي وعلاقة القرارات التمويلية فيما بينها

سنتناول في هذا المبحث الدراسات التي حاولت إبراز أهمية متغيرة عجز التمويل الداخلي وذلك في المطلب الأول، ثم نستعرض الدراسات التي ركزت على علاقة القرارات التمويلية فيما بينها.

المطلب الأول: دراسات في عجز التمويل الداخلي

1- دراسة Lakshmi Shyam-Sunder et Stewart C.Myers سنة 1999 بعنوان:

Testing Statistic trade off against pecking order models of capital structure.

هدفت الدراسة إلى اختبار النموذج التقليدي لهيكل رأس المال المتمثل في نموذج التوازن مقابل بديله المتمثل في نموذج التمويل التسلسلي، والتي تم اسقاطها على عينة مكونة من 157 شركة أمريكية خلال الفترة الممتدة ما بين 1971-1989، وقد اعتمدت في التحليل على محاكاة Monte Carlo وطريقة المربعات الصغرى العادية OLS. بحيث افترضت الدراسة أن يكون لنموذج التمويل التسلسلي (الذي يُفسّر اللجوء إلى الديون الخارجية بوجود عجز التمويل الداخلي) قدرة تفسيرية قوية إلى حد بعيد، مقارنة بنموذج التوازن الذي يتوقع أن كل مؤسسة تُعدّل تدريجياً من نسبة دينها المستهدف.

خلصت الدراسة إلى تفضيل التمويل الرتبي على النظرية البديلة والمتمثلة في نظرية التوازن التي تفترض وجود النسبة المستهدفة للدين. كما اقترح الباحثان اختبار النظريتين البديلتين المتمثلتين في التمويل الرتبي و نسبة الدين

المستهدف انطلاقاً من المعلومات المستمدة من جداول التدفقات الموجودة في قاعدة البيانات Compustat لعينة مُكوّنة من 157 مؤسسة أمريكية¹.

2- دراسة Chirinko et Singha سنة 2000 بعنوان :

Testing static trade off against pecking order models of capital structure: a critical comment.

هدفت الدراسة إلى التحقق من اختبار نموذج التمويل الرتبي الذي قام به كل من Shyam-Sunder et Myers سنة 1999، بحيث انتقداً اختبار نموذج POT (Shyam et Myers) بكونه بسيط و يعاني من نقص هام، لذا قام هذان الباحثان بمعالجة هذا الاختبار، و تتمثل هذه الانتقادات في ما يلي :

- أن اختبار Shyam-Sunder et Myers في ظل نموذج التمويل الرتبي استند على تضمين مقدار جوهري هو التغير الزمني في اصدار الدين و الذي يجب أن يُفسَّرَ بمتغيرة وحيدة تتمثل في عجز التمويل الداخلي و التي تُعرَّفُ بالإنفاق الرأسمالي و دفع التوزيعات و الإرتفاع في رأس المال العامل و النسبة الحالية للدين طويل الأجل (عند بداية الفترة) مطروحاً منه التدفق النقدي للاستغلال بعد الفوائد و الضرائب، وقد كانت المعادلة الأولى كما يلي:

$$\Delta D_{it} = a_{po} + b_{po}DEF_{it} + \varepsilon_{it} \dots (3 - 1)$$

حيث:

يمثل i الشركات؛ t : الزمن؛ ε_{it} : حد الخطأ العشوائي، و a_{po} و b_{po} تمثل المعالم.

كما أن المعادلة غير مُعرَّفة و ذلك لغياب إصدارات رأس المال (الأموال الخاصة)، وفي الواقع ظهور إصدارات رأس المال في قاعدة التمويل الرتبي هو عنصر مركزي في استراتيجية الإختبار الميداني، واعتبرا أن الشكل القوي لإختبار نموذج التمويل الرتبي (التسلسلي) يتمثل في كون الشركات تواجه عجز في تمويلها بالإعتماد على الدين المالي فقط، و ارتباط فرضية العدم بـ $a_{po}=0$ و $b_{po}=1$ ، فالشكل القوي للإختبار يكون مقيّد و من ثم لن يكون مفيداً جداً في تقييم نموذج الترتيب التسلسلي، وبالتالي يكون هذا الإختبار مرجح إلى الرفض، إذا قامت الشركات باللجوء إلى سوق رأس المال لإصدار رأس مال جديد.

كما أن القدرة على إصدار الدين ستتقلص عند النسب العالية للرفع المالي بسبب تكاليف العجز المالي، وعند هذه النقطة يتوجب على الشركات اللجوء إلى إصدار الأموال الخاصة (الرفع في رأس المال). وللتكيف مع هذا السلوك، يمكن إعادة صياغة اختبار نموذج التمويل الرتبي عند الشكل شبه القوي و الذي ينص على أن الشركات

¹ -Lakshmi Shyam-Sunder et Stewart C.Myers , Testing static trade off against pecking order models of capital structure: a critical comment, *Journal of Financial Economics* 51 (1999) 219—244.

تغطي عجز تمويلها بالاعتماد أولاً على الدين المالي، ويكون اللجوء إلى سوق رأس المال كآخر ملجأ، فالمعلمات المقدرة و قدرة نموذج الترتيب التسلسلي في تفسير إصدار الدين، فضلاً عن القدرة المتميزة بالملاءمة نسبياً أدت بالباحثان لتفضيل هذا النموذج التسلسلي.

كما أشار Chirinko et Singha إلى جانب آخر مُهم من دراسة الباحثين (Shyam-Sunder et Myers) يتعلق بتأكيد خضوع النماذج ميدانياً لإختبارات قوية للانحدار، فالباحثان أدخلوا طريقة لتقييم النماذج البديلة تعتمد على محاكاة تاريخية للتمويل بالدين وذلك باستخدام نموذج خاص لهيكل رأس المال و مدخلات البيانات الحالية للمؤسسات، ومن ثم يكون النموذج البديل مقيم قياسياً باستخدام هذه السلاسل المحاكاة.

كما أثبت الباحثان أن نموذج التوازن لديه قدرة ضعيفة مقارنة ببديله المتمثل في نموذج الترتيب التسلسلي، ومع ذلك، فإن العكس ليس صحيحاً، حيث يرفض نموذج الترتيب التسلسلي بشكل صحيح عندما تنتج البيانات من قبل نموذج التوازن وفي الأخير خلص كل من Chirinko et Singha إلى أنه لا يمكن لنموذج Shyam-Sunder et Myers أن يفسّر الترتيب التسلسلي والتوازن¹.

3- دراسة Francisco Sogorb-Mira et José López-Gracia سنة 2003 بعنوان :

Pecking order versus trade-off : An empirical approach to the small and medium enterprise capital structure.

هدفت هذه الدراسة إلى استكشاف النظريتين الأكثر تفسيراً للسياسة المالية بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والمتمثلتين في نظرية التمويل الرتبي و نظرية التوازن. و لاختبار الفرضيات الميدانية تم اسقاط الدراسة على عينة مكونة من 6482 مؤسسة إسبانية صغيرة ومتوسطة خلال الفترة الممتدة ما بين 1994-1998. و تبعاً لمنهجية الباحثان Shyam-Sunder et Myers سنة 1999، تم إدراج متغيرة عجز التمويل في نموذج خاص بها لاختبار نظرية التمويل الرتبي باستخدام أسلوب السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data لتقدير النموذج التجميعي ونموذج الآثار الثابتة وطريقة المربعات الصغرى المعممة GLS، أما النموذج الثاني فقد تضمن بعض المتغيرات التي تحاول تفسير نسبة دين المؤسسات محل الدراسة، والمتمثلة في التدفق النقدي وعمر المؤسسة وفرص النمو، حيث استخدمت في تقديره طريقة المربعات الصغرى العادية و طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين ولاختبار نظرية التوازن تم الاعتماد على طريقة العزوم المعممة la méthode des moments généralisés (GMM).

¹- Robert S. Chirinko, Anuja R. Singha, Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: a critical comment, *Journal of Financial Economics* 58 (2000) 417-425.

وفيما يتعلق بنظرية التمويل الرتي، خلصت الدراسة إلى أنه بالرغم من اختيار عينة المؤسسات الإسبانية الصغيرة والمتوسطة بعناية، إلا أنه من الصعب التأكيد بوضوح على أن هذه المؤسسات تُعدّل نسبة دينها لتمويل احتياجاتها وذلك لدلالة معامل متغيرة عجز التمويل، لكن هذا المعامل كان مساوي للصفر، وبالتالي فهو بعيد جداً عن ما ينبغي أن يكون عليه من الناحية النظرية. أما بالنسبة للنموذج الثاني، فقد أظهرت النتائج الارتباط السلبي للتدفق النقدي باستدانة المؤسسة، بحيث تكون تلك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تولّد موارد داخلية متميزة بنسبة دين منخفضة وهذا يتفق مع نظرية التمويل الرتي، التي تشير إلى تفضيل المؤسسات لاستخدام الموارد الداخلية في تمويل استثماراتها بدلاً من الموارد الخارجية. كما أظهرت النتائج تأثيراً سلبياً وذو دلالة إحصائية للعمر على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حديثة النشأة التي يكون اعتمادها أكبر على الموارد الخارجية.

كما كشفت النتائج عن وجود علاقة موجبة وذات دلالة بين فرص النمو والرافعة المالية (نسبة الاستدانة)، والتي تفسّر بأن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لديها فرص استثمارية ستحتاج إلى المزيد من موارد التمويل، مما يجبرها على اللجوء إلى التمويل بالديون.

وعليه تشير النتائج إلى أن هناك تأييد ضعيف لنظرية التمويل الرتي، لكون المؤسسات الإسبانية الصغيرة والمتوسطة لا تقوم بتعديل مستوى ديونها تبعاً لاحتياجاتها المالية.

وفيما يتعلق بنظرية التوازن أشارت النتائج بوضوح إلى وجود مستوى أمثل أو مستهدف للديون، حيث تتقارب المؤسسات جزئياً - لكون تكاليف المعاملات ليست عالية بشكل مفرط-، ويتضح أن المؤسسات الإسبانية الصغيرة والمتوسطة تُعدّل نسبتها المستهدفة بسرعة كبيرة وأسرع من المؤسسات المدرجة في البورصة¹.

4- دراسة Eric Molay سنة 2004 بعنوان :

La structure financière de capital : tests empiriques sur le marché français.

هدفت الدراسة إلى تحليل النظريتين المفسرتين لهيكل رأس المال و المتمثلتين في نظرية التمويل الرتي و نظرية الاستدانة المثلى، تم اسقاطها على عينة مكوّنة من 181 مؤسسة فرنسية مدرجة في السوق الأول من بورصة باريس، خلال الفترة الممتدة ما بين 1995-2002 و استندت الاختبارات الأولى على تقدير السلاسل الزمنية بطريقة المربعات الصغرى والتقدير بواسطة تقنية bootstrap، مُعتمداً على كل من منهجية Shyam-Sunder et Myers سنة 1999 التي أُحررت على السوق الأمريكي ومنهجية Frank et Goyal سنة 2003، حيث تمثّل المتغير التابع في التغير في الاستدانة المالية طويلة الأجل ΔD في دراسة Eric Molay

¹ - Francisco Sogorb-Mira, José López-Gracia, **Pecking order versus trade-off : An empirical approach to the small and medium enterprise capital structure**, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A, Edición Junio, 2003, 13/05/2010, <http://www.ivie.es/downloads/docs/wpasec/wpasec-2003-09.pdf>

وتضمّن النموذج الأول الذي يختبر نظرية التمويل الرتبي متغير مستقل وحيد يتمثل في عجز التمويل DEF. ولاختبار نظرية الاستدانة المثلى تضمن النموذج نفس المتغير التابع و متغير مستقل وحيد يتمثل في الفرق بين نسبة الاستدانة المستهدفة و الاستدانة في الفترة السابقة، خلصت الدراسة إلى أن عجز التمويل يسمح بالتمييز بشكل كبير بين المؤسسات التي تستدين في حين أن الانحراف عن النسبة المستهدفة لا يعطي إلا القليل من المعلومات. ثم قام الباحث بدمج التمويل الرتبي ونسبة الاستدانة المستهدفة في نموذج واحد يتضمن عجز التمويل والانحراف عن النسبة المستهدفة للاستدانة، حيث أكدت نتائج الدراسة دور عجز التمويل الداخلي في إصدار ديون المؤسسات.

وفي مرحلة ثانية من الدراسة قام الباحث بإجراء انحدار عكسي، حيث تمثل المتغير التابع في الاحتياج الاجمالي للتمويل (قبل طرح القدرة على التمويل الذاتي)، أما المتغيرات المستقلة فتمثلت في مختلف الموارد التمويلية أي القدرة على التمويل الذاتي CAF، والتغير في الاستدانة طويلة الأجل ΔD ، والتغير في رأس المال ΔK ، حيث تُؤكّد المعاملات المقدّرة الموجبة وذات الدلالة على علاقة التوازن المحاسبي المنتظرة بين الاحتياج الاجمالي للتمويل DEFBRUT ومختلف الموارد، وقد كشفت النتائج أن قيمة معامل القدرة على التمويل الذاتي CAF كانت الأكبر، يليها معامل الديون وفي الأخير قيمة معامل التغير في رأس المال، وهذا يؤدي إلى الاعتقاد بأن المؤسسات تلجأ في البداية إلى الموارد الداخلية أي القدرة على التمويل الذاتي CAF، ثم إلى الموارد الخارجية مع تفضيل الاستدانة على رأس المال¹.

Eric Molay -5 سنة 2006 بعنوان :

Un test de la théorie du financement hiérarchise sur données de panel françaises.

هدفت الدراسة إلى اختبار صحة فرضية التي تنص على أن التدرج في التمويل يرتبط فعلاً بعدم التماثل في المعلومات، فالمؤسسات الأكثر حساسية لعدم التماثل في المعلومات تُحَصَّر بشدة للتدرج في التمويل، و للتحقق من ذلك تم اسقاط الدراسة على عينة مكونة من 393 مؤسسة مدرجة في سوق باريس خلال الفترة الممتدة ما بين 1995-2004، حيث اعتمدت على نماذج البيانات السلاسل الزمنية الطولية المقطعية (Panel Data) واستخدمت طريقة المربعات الصغرى في التقدير بآثار ثابتة و عشوائية. قام الباحث في البداية بمقارنة نماذج التمويل الرتبي ونسبة الاستدانة المستهدفة من خلال ثلاثة نماذج، يختبر النموذج الأول نظرية التمويل الرتبي، ويتضمن متغير تابع متمثل في التغير في الاستدانة الصافية ΔD ومتغير مستقل وحيد يتمثل في عجز التمويل DEF، أما النموذج الثاني فيحاول اختبار نظرية التوازن (أي مدى وجود نسبة استدانة مستهدفة)، حيث تضمن

¹-Eric Molay, La structure financière de capital : tests empiriques sur le marché français, 13/05/2010, http://www.u-cergy.fr/AFFI_2004/IMG/pdf/MOLAY.pdf

متغير مستقل وحيد يتمثل في الانحراف عن النسبة المستهدفة للاستدانة وبنفس المتغير التابع. ويشتمل النموذج الثالث اشراك النظريتين معاً من خلال تضمين المتغيرين المستقلين المدرجين في النموجين الأول والثاني. وخلصت الدراسة إلى أن المؤسسات الفرنسية تتبنى سلوكيات متباينة للوصول إلى مستوى الاستدانة المستهدف، ويؤكد الجمع بين المتغيرين المفسرين للاستدانة النتائج السابقة ويبدو أن السعي إلى تحقيق مستوى مستهدف من الديون يتأثر بشكل خاص باحتياجات التمويل المقاسة بمتغيرة DEF.

كما حاول الباحث Molay الاجابة عن الانتقادات التي وجهها Chirinko et Singha سنة 2000 من خلال تكيف النماذج السابقة مع الأخذ في الاعتبار منطق النموذج الميداني للتمويل الرتي، بحيث يكون التغير في رؤوس الأموال الخاصة الخارجية ΔK مُرتبط بالاحتياج المتبقي للتمويل بعد طرح التغير في الاستدانة، ثم قام الباحث بمقارنة النماذج المعدلة للتمويل الرتي ونسبة الاستدانة المستهدفة، مع أخذ التغير في رأس المال الاجتماعي كمتغير تابع في النماذج الثلاثة، أما عن المتغيرات المستقلة فاختلقت بين هذه النماذج، حيث أدرج في النموذج الأول متغير وحيد مستقل يتمثل في الاحتياج للتمويل الخارجي بعد طرح التغير في الاستدانة أي $(DEF - \Delta D)$ ، أما النموذج الثاني فتضمن متغير مستقل وحيد يتمثل في الانحراف عن نسبة الاستدانة المستهدفة. في حين اشتمل النموذج الثالث على متغيرين مستقلين هما عجز التمويل و الانحراف عن نسبة الاستدانة المستهدفة، وقد أكدت النتائج على أن الانحراف عن نسبة الاستدانة المستهدفة يكون تفسيرها أقل للتغيرات في رأس المال، بخلاف متغيرة الاحتياج للتمويل الخارجي بعد طرح التغير في الاستدانة $(DEF - \Delta D)$ التي تفسر بشكل أساسي التغيرات في رأس المال ΔK .

بعدها قام الباحث ببناء ثلاثة نماذج من جديد، يتمثل المتغير التابع في عجز التمويل قبل طرح القدرة على التمويل الذاتي $(DEF-CAF)$ والذي يسمى بالاحتياج الإجمالي للتمويل، أما المتغيرات المستقلة فتمثلت في مختلف موارد التمويل، حيث تضمن النموذج الأول متغير وحيد مستقل يتمثل في القدرة على التمويل الذاتي CAF، و النموذج الثاني يضم متغير وحيد مستقل يتمثل في التغير في الاستدانة ΔD ، أما النموذج الثالث فاشتمل هو الآخر على متغير مستقل وحيد يتمثل في التغير في رأس المال الخارجي ΔK ، واعتمد على طريقة المربعات الصغرى، ثم قام الباحث بإدراج تدريجي لمتغيرين مستقلين في كل نموذج مشكلا ستة نماذج، أما النموذج السابع فأدرج فيه المتغيرات المستقلة الثلاثة CAF، ΔD ، ΔK .

وقد أظهرت النتائج أن القدرة على التمويل الذاتي CAF تغطي تقريبا 30% من تمويل الاستخدامات، وهذا يبدو متوافقا مع ضرورة تمويل جزء من الاحتياجات ذاتياً، غير أن معامل التحديد الضعيف أكد على وجود استقلالية معينة لاحتياج التمويل عن الموارد الداخلية المتاحة. وفيما يتعلق بالتغيرات في الاستدانة أو في رأس المال تكون قابلة للمقارنة إلى حد ما. فحوالي $\frac{2}{3}$ من التغير في الاستخدامات تُفسر بالتغير في هذه الموارد، وحسب الباحث تتناقض هذه النتيجة مع فرضية التمويل المفضل للاستدانة ويرى وجود تسلسل في استخدام موارد

التمويل، ومع بقاء مصادر التمويل الثلاثة كمتغيرات مُفسّرة لعجز التمويل تبدو الاستدانة كمصدر أساسي لتمويل الاستخدامات يتبعه رأس المال والتمويل الذاتي.

و لمواجهة عجز التمويل الداخلي تُجري المؤسسات رفعاً في رأس المال أكثر من اصدار القروض، وحسب الباحث تبدو هذه النتيجة أكثر انسجاماً مع نظرية الدين المستهدف مقارنة بنظرية التمويل الرتي، كما يمكن التعبير عن التمويل الرتي بطريقة مبسّطة من خلال مقارنة التمويل الداخلي (التمويل الذاتي) أو التمويل بالوساطة (بالديون البنكية) الذي يتطلب اللجوء إلى السوق (سواء باصدار سندات أو بالرفع في رأس المال)، ويعتبر الباحث أن هذا التفسير الأخير يُعزّز من دور عدم التماثل في المعلومات أو تأثير الاشارة في تفسير تمويل المؤسسات حسب نظرية التمويل الرتي. ولتحقق من ذلك، ينبغي إعادة ربط النتائج السابقة بوجود عدم التماثل في المعلومات المحتمل أن ينتج عنه من جهة مشاكل الإختيار المعاكس بالنسبة للمستثمرين الخارجيين، ولتجنب الكشف عن المعلومات الخاصة (المفضلة)، فإن مسيري المؤسسة يبحثون أولاً عن استثماراتهم ذاتياً، ثم وبافتراض أن تكلفة المعلوماتية تكون مرتفعة بالنسبة للرفع في رأس المال، تُفضّل المؤسسات الاستدانة على الأموال الخاصة، وعليه فالعلاقة بين عدم التماثل في المعلومات و التدرج في التمويل مُؤكّدة، بحيث تلجأ المؤسسات الأكثر حساسية لعدم التماثل في المعلومات أولاً إلى الإستدانة، بخلاف المؤسسات الأقل تأثراً بظواهر الإختيار المعاكس فهي تُفضّل الرفع في رأس مالها نقداً.

وانطلاقاً من ذلك قام الباحث بتقدير نموذج مقترح ميدانياً، يميّز فيه المؤسسات حسب حساسيتها لعدم التماثل في المعلومات وذلك في محاولة لتقييم الأساس النظري للنتائج السابقة لصالح نظرية التمويل الرتي، حيث استخدم متغيرين لتصنيف المؤسسات - فيما إذا كانت أكثر أو أقل حساسية لعدم التماثل في المعلومات - يتمثلان في حجم المؤسسات (إن كانت صغيرة أو كبيرة) ومتوسط المجال (الفارق) الشهري لأسعار الأسهم، فيما إذا كان مجال انحراف السعر - عن المتوسط الزمني فردي (لكل مؤسسة) للفارق الشهري - يكون مرتفعاً أو منخفضاً.

و تمثّل المتغير التابع في التغير في الاستدانة ΔD ومتغير مستقل وحيد يتمثل في عجز التمويل الداخلي وذلك ضمن النموذج الأول، و التغير في رأس المال الخارجي ΔK كمتغير تابع في النموذج الثاني بالإضافة إلى ادراج متغير وحيد مستقل يتمثل في الاحتياج للتمويل الخارجي بعد طرح التغير في الاستدانة أي $(DEF - \Delta D)$.

و قسم الباحث في البداية العينة إلى مجموعتين حسب حجم المؤسسات محل الدراسة، تضم الأولى 49 مؤسسة كبيرة مدرجة في سوق باريس و 344 مؤسسة صغيرة الحجم ومدرجة في نفس السوق، و قد تم الاعتماد في تقسيم العينة على متوسط الأعمال المحسوب خلال فترة الدراسة بين 1995-2004، ففي إطار نظرية التمويل الرتي يجب أن يرتبط حجم المؤسسة سلبياً مع استدانة المؤسسة، و نظراً للمعرفة الجيدة بالمؤسسات الكبيرة، فإن هذه الأخيرة تكون أقل عرضة لمشاكل الإختيار المعاكس، وبالتالي تستطيع إصدار أوراق رأس المال بسهولة مقارنة

بالمؤسسات الصغيرة التي تكون فيها هذه المشاكل أكثر حدةً. وفي هذه الحالة، يجب أن تكون شدة العلاقة قوية بالنسبة للمؤسسات الصغيرة، و قد أكدت نتائج الدراسة أن المؤسسات الصغيرة تُموّل عجزها مع تفضيلها للديون المالية، بخلاف المؤسسات الكبيرة التي تكون علاقتها ذات الدلالة جد قوية بين عجز التمويل (بعد طرح الاستدانة الصافية) و تغيرات رأس المال الخارجي، و عليه يظهر تفضيل المؤسسات الصغيرة -الأكثر حساسية لعدم التماثل في المعلومات- للاستدانة في تمويل استثماراتها بخلاف المؤسسات الكبيرة.

كما قام الباحث بتقسيم آخر للعينة على أساس مجال (الفارق) شهري لانحراف الأسعار عن المتوسط الزمني فردي (لكل مؤسسة) بمجال شهري و مقارنته بوسيط مجموع 393 مؤسسة في العينة، بحيث يقيس مجال انحراف السعر المدى النسبي بالأسعار و بالتالي تشتت الأسعار دون الاعتماد على توزيع خاص. و عليه يجب أن يشير المدى النسبي القوي على درجة عدم التأكد الهام (المعتبر) للمردودية و قيمة الأصول.

حيث خلصت الدراسة إلى أن المؤسسات التي لديها مجال انحراف السعر مرتفع -مثلة في حساسية قوية- تكون أسعارها جد مذبذبة، تُعتبر أكثر حساسية لعدم التماثل في المعلومات. و بالتالي فهي تفضل التمويل بالدين، أما المؤسسات التي تتحمل تكاليف معلوماتية أقل، فإنها تفضل إصدار (فتح) رأس المال على الديون البنكية¹.

6- دراسة Mr. Ashiqur Rahman et S.M.Arifuzzaman سنة 2014 بعنوان :

Testing the trade off and pecking order models of capital structure

هدفت الدراسة إلى اختبار نموذجي هيكل رأس المال لمقاربة Shyam-Sunder سنة 1999 من أجل بحث سلوك هيكل رأس المال الشركات البريطانية، فيما إذا كانت تتبع نموذج الترتيب التسلسلي (التمويل الرتبي) أو نموذج التوازن، حيث تم اسقاطها على عينتين، الأولى مُكوّنة من 60 شركة خلال الفترة الممتدة ما بين 1992-2012 و الثانية مُكوّنة من 51 شركة خلال الفترة الممتدة ما بين 1995-2012 وبالاعتماد على أسلوب السلاسل الزمنية المقطعية Panel data، و استخدام متغيرة عجز التمويل الداخلي لاختبار مدى اتباع الشركات البريطانية لنموذج التمويل الرتبي و إختبار نموذج التوازن (نظرية التوازن)، أظهرت النتائج عدم ملاءمة النموذجين لسلوك هيكل رأس المال في الشركات البريطانية، فقد خلصت الدراسة إلى أن عجز التمويل الداخلي لا يفسّر التغيرات في معدل الدين².

¹ -Eric Molay, **Un test de la théorie du financement hiérarchise sur données de panel françaises**, Université de Nice Sophia Antipolis (CRIFP – IAE Nice), 2006, p 18 , 19/04/2017, <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00515707/document>

² - Mr. Ashiqur Rahman et S.M.Arifuzzaman, Testing the trade off and pecking order models of capital structure, **Journal of Economics and Finance** (IOSR-JEF), Volume 5, Issue 6. Ver. I (Nov.-Dec. 2014), PP 08-14.

المطلب الثاني : دراسات في علاقة القرارات التمويلية فيما بينها

1- دراسة Ydriss Ziane سنة 2000 بعنوان:

La Structure D'endettement Des Petites Et Moyennes Entreprises Françaises : Une Etude Sur Données De Panel.

هدفت الدراسة إلى التحقق من تأثير بعض المتغيرات التي حددتها نظريات الهيكل المالي على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و التي تمثل ما يقارب 90٪ من المؤسسات في الاقتصاد الفرنسي، حيث تضمنت العينة 2267 مؤسسة، وغطت الفترة الممتدة ما بين 1991-1998، استخدمت الدراسة أسلوب السلاسل الزمنية المقطعية **Panel Data** وتقنية التقدير الدينامكية المعتمدة على طريقة العزوم المعيّمة **la méthode des moments généralisés**.

ونظراً لإدراج متغيرات متباطئة قُلِّصت الدراسة على الفترة ما بين (1994-1998)، وقد تم قياس المتغير التابع (المفسّر) بنسبة مجموع الديون المتوسطة والطويلة و الاستدانة البنكية قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول، أما المتغيرات التفسيرية فشملت الضمانات المحسوبة بنسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، نسبة القدرة على التمويل الذاتي إلى القيمة المضافة، المردودية المحسوبة بنسبة النتيجة الصافية إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون التجارية إلى إجمالي الأصول، النمو في رقم الأعمال، تكلفة التمويل المحسوبة بنسبة الفوائد المدفوعة إلى رقم الأعمال.

خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين كل من مستوى الضمانات التي تملكها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفرص نموها ومستوى الاستدانة. و فيما يتعلق بالمردودية و التمويل الذاتي ضمن الجزء الأول من الدراسة، فلم يسمح النموذج باستنتاج نموذج نظري دقيق وواضح، وذلك لوجود علاقة سالبة وذات دلالة لمعامل المردودية وعلاقة موجبة ذات دلالة بين التمويل الذاتي و الاستدانة المالية.

وقد أشار تقسيم العينة حسب فئات الحجم إلى أهمية الضمانات. كما كشفت النتائج التأثير الضعيف لتكلفة التمويل بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وأرجع الباحث ذلك إلى صعوبة قياس التكلفة الفعلية لعقد استدانة المؤسسة و اعتقد أن ذلك يعكس الأخذ في الاعتبار لدور المزايا الجبائية المرتبطة بعقد الدين.

كما أظهرت النتائج تأثير الاستدانة السابقة عند تجزئة عينة المؤسسات حسب الحجم، وهذا يدل على ارتباط الحجم بنسبة الاستدانة السابقة.

كما قام الباحث بتقدير نموذج يحاول تفسير محددات الاستدانة التجارية مع الحفاظ على المتغيرات المستقلة السابقة والمتمثلة في الضمانات والنمو في رقم الأعمال والتمويل الذاتي والمردودية، وادراج نسبة الاستدانة المالية كمتغير مستقل، بالإضافة إلى متغيرة الدين التجاري السابق. وقد أكدت النتائج دور التمويل البديل الذي يلعبه الائتمان التجاري بالنسبة للاستدانة المالية وهذا في نسبة أكبر من المؤسسات صغيرة الحجم.

كما أكدت النتائج وجود تأثير لمتغيرة الدين التجاري السابق والذي يدل على الدور الهام لوجود علاقة تجارية سابقة على الائتمان التجاري الحالي، وبخصوص علاقة الضمانات فقد ظهر تأثيرها فقط على المؤسسات المصغرة، أي من فئة الحجم الأولى والتي تُشغّل أقل من 9 عمال، وفيما يتعلق بالتمويل الذاتي فقد ظهرت دلالاته ويمكن تفسير ذلك بأن المؤسسات المستقلة تكون أقل استخداماً للديون التجارية.

كما خلصت الدراسة إلى أن المؤسسات ذات المردودية يمكنها التمويل ذاتيا وهو ما يدل على التسلسل في أساليب التمويل، كما يفسّر أيضا على أن الدين التجاري له تكلفة و لا يعتبر إئتمان مجاني¹.

2- دراسة Asma TRABELSI سنة 2006 بعنوان :

Les déterminants de la structure du capital et les particularités du financement dans les pme : une etude sur données françaises.

الدراسة عبارة عن أطروحة دكتوراه، هدفت إلى اختبار المبادئ الأساسية للأدبيات المالية المتعلقة بهيكل رأس المال، بحيث صنفت الباحثة هذه الأدبيات إلى تيارين الأول مُركّز في نظرية مالية تنظيمية حديثة (une théorie financière organisationnelle moderne) و الثاني في نظرية مالية مؤسساتية (une théorie financière institutionnelle) من أجل توضيح الخصوصية المالية للمؤسسات الصغيرة و متوسطة الحجم، وقد تم اسقاطها على عينة مكونة من 1898 مؤسسة فرنسية صغيرة و متوسطة خلال الفترة الممتدة ما بين 1995-2002، اعتمدت الدراسة في اختبارها للنظرية المالية التنظيمية على أسلوب السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data، وعلى تقسيم العينة حسب قطاع النشاط إلى ثلاث قطاعات صناعي وخدمي وتجاري، ثم بناء نموذج يضم عشر متغيرات مُحدّدة للدين البنكي في هذه المؤسسات وبعد تطبيق طريقة méthode Stepwise أي أسلوب خطوة بخطوة (Pas à Pas)، خلصت الدراسة إلى أن المتغيرات المحددة للاستدانة البنكية في المؤسسات الفرنسية الصغيرة و المتوسطة تتمثل في معدل تغير الأصول، الائتمان التجاري، السيولة، الضمانات الثابتة، المردودية المالية و رقم الأعمال.

حيث كشفت النتائج تأثير إيجابي للإئتمان التجاري على الدين البنكي في العينات الفرعية الثلاثة ويفسّر ذلك حسب نظرية الإشارة بوجود ائتمانات تجارية كبيرة تعد مؤشراً جيداً عن قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها، مما يشجع البنوك على تقديم القروض بالإضافة إلى أن البنوك تعتمد على الإئتمانات التجارية كمؤشر على الموثوقية الجيدة في الدفع بغض النظر عن النشاط. كما أظهرت النتائج تأثير سلبى للسيولة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الصناعية والتجارية و الخدمائية على الدين البنكي، ويفسّر ذلك على أن الارتفاع في السيولة يؤدي بهذه

¹ - Ydriss Ziane, **la structure d'endettement des petites et Moyennes entreprises Française: une étude sur données de Panel**, MODEM, Université Paris X Nanterre, Conférence Internationale de L'Association Française de Finance (A.F.F.I), Paris, Décembre, 2000, 14/08/2017, http://www.affi.asso.fr/uploads/Externe/05/CTR_FICHER_48_1226070895.pdf

المؤسسات إلى تقليص دينها بغض النظر عن نشاطها. أما التغيير في الأصول فلم يكن ذو دلالة إلا في المؤسسات التجارية. كما لم تظهر دلالة الضمانات إلا في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الصناعية. وقد كشفت النتائج اختلاف العلاقة بين المردودية المالية والدين المالي ضمن القطاعات، ففي القطاع الصناعي والخدماتي تؤدي المردودية المالية إلى تقليص الاستدانة *désendettement*، في حين تشجع الحصول على الإئتمانات البنكية بالنسبة للمؤسسات التجارية.

كما أظهرت النتائج علاقة موجبة وذات دلالة بين تذبذبات رقم الأعمال و الدين المالي بالنسبة للمؤسسات التجارية، إذ يكون نشاط هذه المؤسسات أكثر عرضة لتقلبات الدورات الاقتصادية. ويتأثر رقم الأعمال الذي يمثل أول مؤشر لثروة هذه المؤسسات بصدمة اقتصادية كلية على مستوى السياسة النقدية، و يكون لذلك تأثير في الحصول على الائتمان البنكي، وبالتالي توجد قناة إئتمان واسعة النطاق *canal large du crédit* تتعلق فقط بالمؤسسات التجارية التي تتأثر بدرجة أكبر بآثار التقييد *rationnement* بعد التقلبات في الدورات الاقتصادية، أما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخدماتية و الصناعية يؤدي تحسُّن النشاط إلى التمويل بالموارد الداخلية أو باللجوء إلى الأسواق المالية.

وعليه توصلت الباحثة إلى وجود تسلسل في اختيار مصادر التمويل ويكون أكثر وضوحاً في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التجارية.

و لاختبار نظرية اتفاقيات التمويل *Théorie des conventions de financement* التي تُدرج محددات نوعية للتمويل مثل طبيعة الأصول ودرجة عدم التأكد التي تُميِّز العلاقات بين البنوك والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المؤثرة على تسيير المرونة - اعتمدت الباحثة على أسلوب التحليل إلى مركبات أساسية *L'analyse en composantes principales (ACP)* و تتمثل النتيجة الرئيسية في ملاحظة ثلاثة أشكال للتمويل هي التمويل الذاتي، الاستدانة و السحب على المكشوف في العينات الفرعية الثلاثة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، وفي اعتماد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات نفس النشاط على أساليب تمويل مختلفة، كما كشفت نتائج هذا التحليل عن صعوبة أولى في المؤسسات تبعا لطبيعة تمويلها (داخلي/خارجي) وعن صعوبة ثانية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التجارية و الخدماتية تبعا لتسيير المرونة (التمويل الذاتي والاعتمادات البنكية الجارية/ الاستدانة المستقرة *endettement stable*) وفي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الصناعية تبعا لطبيعة الاحتياج للتمويل (استثمار ثابت *immobilisé investissement*/ استثمار للاستغلال *investissement d'exploitation*).

وبالتالي خلصت الباحثة إلى وجود اختلاف في الاحتياجات التمويلية والذي يكون غير مرتبط فقط بطبيعة النشاط، ولكنه يرتبط أيضا بدرجة عدم التأكد التي تُميِّز العلاقات بين البنوك والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وعليه تتمثل محددات هذه الاتفاقيات أساساً بطبيعة الأصول ودرجة عدم التأكد بين الأطراف والتي تحدد أسلوب تسيير المرونة ونتيجة لذلك، فإن هذا الأخير من شأنه أن يُحدّد و يؤدي إلى اختلاف هيكل رأس المال. كما خلصت الباحثة إلى أن الاعتراف بمبدأ الاختلاف يساهم في الحد من تقييد الموارد البنكية على المؤسسات الصغيرة و متوسطة الحجم، وأن المقارنتان النظريتان المعروضتان في هذه الدراسة متكاملتان، إذ تقدم المالية التنظيمية *La finance organisationnelle* توضيح بشأن العلاقات النظرية المفترضة وتُعيّن بعض محددات الدين في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أما المالية المؤسساتية *La finance institutionnelle* فتقدم منظور جديد لتحليل التمويل مع مراعاة احتياجات المؤسسات¹.

3- دراسة **Angrid BELLETTRE** سنة 2010 بعنوان:

les choix de financement des très petites entreprises.

الدراسة في الأصل عبارة عن أطروحة دكتوراه هدفت إلى تحليل قرارات تمويل المؤسسات الفرنسية الصغيرة، وركزت على الإجابة على ثلاث إشكاليات متمثلة في مدى تكييف نظرية التمويل الرتبي لتمويل المؤسسات الصغيرة و الكيفية التي يجب أن تتغير بها حتى تستجيب لجميع الخيارات و قيود تمويل المؤسسات الصغيرة، وإشكالية تأثير هيكل الملكية على إختيار تمويل هذه المؤسسات بين الحسابات الجارية للشركاء و الديون المالية، حيث أجريت الدراسة على عينة مكوّنة من 56605 مؤسسة خلال الفترة الممتدة ما بين 1998-2006، وذلك للإجابة على الإشكالية الأولى التي تمحورت حول مدى تفسير نظرية التمويل الرتبي POT لسلوك المؤسسات الفرنسية الصغيرة و ذلك باستخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية *Panel Data*، حيث أكّدت النتائج اتباع المؤسسات الصغيرة للتمويل الرتبي الذي تنص عليه هذه النظرية. و للإجابة على إشكالية إختيار هذه المؤسسات بين الديون المالية و الحسابات الجارية، تم استخدام نظام المعادلات الآنية و تطبيقها على عينة مكونة من 87753 مؤسسة خلال نفس الفترة، حيث كشفت النتائج أن الديون المالية تعد أكثر استخداماً من الحسابات الجارية وذلك لسد العجز في التمويل الداخلي. كما خلصت الدراسة إلى أن هيكل ملكية المؤسسة من قبل مسيرها له أثر على قرارات التمويل، عندما يكون مسير أو مساهم المؤسسة المصغرة مُمثلاً في شخص واحد، بحيث سيبحث هذا الأخير عن تدنئة حصصه في الحسابات الجارية للشركاء، حتى لا يُضعف تنويع ثروته الشخصية، لكون أي استثمار إضافي في المؤسسة العائلية يميل إلى ضعف تنويع المحفظة الشخصية للمساهم-المسير، فضلاً عن أنه قد استثمر ذمته المالية البشرية (*Patrimoine humain*)².

¹ - Asma TRABELSI, **les déterminants de la structure du capital et les particularités du financement dans les PME : une étude sur données financières**, thèse doctorat, université Paris IX, Dauphine EDOG est, 2006.

² - Ingrid BELLETTRE, **les choix de financement des très petites entreprises**, thèse de doctorat, université Lillenord de France, 2010.

المبحث الثاني : دراسات في محددات القرارات التمويلية

سنتناول في هذا المبحث الدراسات التي ركزت على محددات القرارات التمويلية، حيث سنقسّمها إلى دراسات تركز على محددات الاستدانة ودراسات أخرى تهتم بالائتمان التجاري.

المطلب الأول : دراسات في محددات الاستدانة

1- دراسة NAJET BOUSSAA سنة 1998 بعنوان :

Dénaturation de la PME et apport de la théorie financière moderne: une application économétrique sur données de panel.

هدفت إلى دراسة المتغيرات المحددة للهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث شملت العينة 1712 مؤسسة فرنسية خلال الفترة الممتدة ما بين 1991-1995، باستخدام أسلوب السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data، وقد اعتمدت في قياس الهيكل المالي كمتغير تابع على ثلاث نسب تتمثل في:

- معدل الإستدانة الاجمالية المحسوب بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول؛
- معدل الاستدانة قصيرة الأجل المحسوب بنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول؛
- معدل الاستدانة طويلة الأجل المحسوب بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول.

ولاختبار المساهمات النظرية تم اعتماد المتغيرات المستقلة المتمثلة في الحجم، قطاع النشاط، عمر المؤسسة، التسعير، المردودية الاقتصادية، النمو في رقم الأعمال، الضمانات (هيكل الأصول)، الائتمان ما بين المؤسسات¹. و قد كشفت النتائج عن التأثير السلبي لعمر المؤسسة، ومن خلال ذلك أكّدت الباحثة أن المؤسسات حديثة النشأة تكون أكثر استدانة سواء من الدين الإجمالي أو الدين القصير أو متوسط وطويل الأجل. و أن قطاع النشاط يُعد أيضا مُحدد مُهم للاستدانة.

خلصت الدراسة إلى أن الحجم والمردودية يُحددان الاختيار بين الديون والأموال الخاصة وهو ما يُؤيد نظرية التمويل الرتيبي، فعلى نفس المستوى من التمويل الذاتي، تُفضّل المؤسسات اللجوء إلى الائتمان ما بين المؤسسات، ثم في الرتبة الثانية الاستدانة على التمويل بإصدار الأسهم، ففي حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تشير هذه النتائج إلى صعوبات الحصول على مصادر التمويل.

وفيما يتعلق بهيكل الدين أكّدت الدراسة أهمية الضمانات كمتغير مُحدّد لمنح الديون، كما بينت الباحثة أن كلاً من نظرية الوكالة ودورة الحياة والتمويل الرتيبي هي ملائمة لتفسير الخيارات المتعلقة بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث يركز التحليل الميداني على تأثير خصوصية هيكل ملكية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (فغالبا ما يتحدد مستوى الدين بقدره المسيير الشخصية على تحمل المخاطر المالية) وكذا على الإئتمان ما بين المؤسسات.

¹ - تم حساب الإئتمان ما بين المؤسسات بالفرق بين المبلغ الاجمالي للعملاء ودين الموردين.

كما أشارت الدراسة إلى أن التسعير لا علاقة له بالهيكل المالي لهذه المؤسسات، غير أنه عندما يقترن التسعير بالنمو، يصبح له دلالة وتأثير إيجابي على الاستدانة قصيرة الأجل وعلى إجمالي الاستدانة¹.

2- دراسة Philippe Gaud et Elion Jani سنة 2002 بعنوان :

Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses: une étude empirique, Université de Genève.

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل محددات هيكل رأس المال في ضوء النظريات المالية المختلفة، وقد تم اسقاطها على عينة من المؤسسات الصناعية السويسرية المدرجة والمكوّنة من 106 مؤسسة خلال الفترة الممتدة ما بين 1991-2000 وذلك بالاعتماد على التحليل الديناميكي لأسلوب السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data وباستخدام طريقة العزوم المعممة (GMM) la méthode des moments généralisés. خلصت الدراسة إلى أن كلاً من حجم المؤسسة و الضمانات المعروضة والمخاطر التشغيلية تؤثر إيجاباً على مستوى إجمالي الاستدانة بالقيمة السوقية، وأن المتغيرات التي تقيس مستوى فرص نمو هذه المؤسسات ومردوديتها لها دور سلبي على هذه الاستدانة. أما عن العلاقة بين المردودية السابقة وإجمالي الاستدانة فقد كانت إيجابية، وهذا ما يؤكّد وجود سلوك تمويل رتبي (تسلسلي) على المدى القصير. كما أكّدت النموذج الديناميكي على وجود مستوى استدانة أمثل وعملية التعديل نحو هذا المستوى المستهدف، غير أن عملية التعديل كانت بطيئة في الفترة المستعرضة، وقد فسّر الباحثان هذا السلوك باللجوء إلى سوق الأموال الخاصة الخارجية المكلف و بالسلوكات غير العادية لمتعاملي سوق الائتمان السويسري².

3- دراسة يوسف قريشي سنة 2005 بعنوان " سياسة تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر دراسة ميدانية"

الدراسة عبارة عن أطروحة دكتوراه، هدفت الدراسة إلى الإجابة على الإشكالية التالية: ماهي الخصائص العامة المحددة لسياسة تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر؟ أي ماهي طبيعة ومميزات السلوك التمويلي لهذه المؤسسات؟

غطت الدراسة الفترة الزمنية ما بين 2000-2003، تم إجراءها على عينة مكونة من 116 مؤسسة صغيرة ومتوسطة جزائرية تنشط في خمسة مناطق صناعية متمثلة في المنطقة الصناعية لحاسي مسعود، الوادي، غرداية،

¹ -NAJET BOUSSAA, Dénaturation de la PME et apport de la théorie financière moderne: une application économétrique sur données de panel, 4ème Congrès international Francophone PME, Metz Nancy, France, 1998, 26/04/2017, <http://www.airepme.org/index.php?action=section&id=253&mois=1&annee=2018>

² - Philippe Gaud, Elion Jani, Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses: une étude empirique, Université de Genève, 12/05/2010, http://www.hec.unige.ch/recherches_publications/cahiers/2002/2002.12.pdf

تقرت و الأغواط، باستخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الكامل و تحليل الانحدار التدريجي، حيث اعتمدت في قياس المتغير التابع على ثلاث نسب تتمثل في : معدل القروض الإجمالية، معدل القروض الطويلة والمتوسطة، معدل القروض قصيرة الأجل، أما المتغيرات المستقلة فقد اعتمدت على كل من متوسط إجمالي الأصول كمقياس حجم المؤسسة، المردودية الاقتصادية، ضمانات المؤسسة، معدل تغير رقم الأعمال بين السنة الأولى 2001 و السنة الثالثة 2003 كمقياس لنمو المؤسسة و طبيعة القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل الإقتراض الإجمالي وكلاً من المردودية، قطاع البناء و الأشغال العمومية و قطاع النقل و علاقة عكسية ذات دلالة بين معدل الإقتراض الإجمالي والنمو. و فيما يتعلق بمعدل الإقتراض طويل الأجل، أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية مع كل من حجم المؤسسة ونوعية قطاع الفنادق، وعلاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين هذا المتغير التابع و قطاع التجارة.

أما بالنسبة لمعدل الإقتراض قصير الأجل، فقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين هذا المتغير التابع وكلاً من مستوى الضمانات ونوعية قطاع الخدمات، وعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية مع النمو. و فيما يتعلق بهيكل القروض، توصلت الدراسة إلى أهمية الضمانات كمتغير مُحدّد في الحصول على القروض، وأنه يوجد بعض من السلوك الذي يقوم على الإلتقاط التدريجي لدى المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

كما أظهرت الدراسة أن كل من نظرية الوكالة و دورة الحياة و الإلتقاط التدريجي للتمويل تحتل أهمية بالغة في تفسير اختيارات التمويل للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، كما أكد التحليل الميداني على خصوصية هيكل الملكية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة (فمستوى الإقتراض يتحدد في الغالب تبعاً إلى القدرات الشخصية للمسيير على تحمل المخاطر المالية) و كذلك أهمية مصادر التمويل الأخرى غير البنكية¹.

4- دراسة تبر زغود سنة 2009 بعنوان " محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية "

الدراسة عبارة عن مذكرة ماجستير، هدفت إلى البحث عن العوامل المحددة لسياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية في القطاعين الخاص و العمومي، حيث أجريت الدراسة على عينة مكونة من 45 مؤسسة اقتصادية خاصة عاملة بولايات الجنوب الشرقي و عينة مكونة من 75 مؤسسة اقتصادية عمومية من عدة مناطق (شرق، غرب، وسط والجنوب الشرقي بالجزائر) خلال الفترة الممتدة من سنة 2003 إلى سنة 2007 و ذلك باستخدام نماذج الانحدار المتعدد الكامل و التدريجي و تقديرها بطريقة المربعات الصغرى العادية، حيث اعتمدت في قياس المتغير التابع على ثلاث نسب ممتثلة في معدل الإقتراض الإجمالي، معدل الإقتراض طويل و متوسط

¹ - يوسف قريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005.

الأجل، و معدل الإقتراض قصير الأجل، أما المتغيرات المستقلة فتمثلت في المردودية الاقتصادية، معدل النمو وحجم المؤسسات، الضمانات، المخاطر التشغيلية، نوع القطاع، تكلفة الاستدانة و عمر المؤسسة.

خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة و معدل الإقتراض الإجمالي في كل من القطاعين الخاص و العام، و علاقة عكسية بين كل من معدل المردودية و تكلفة الاستدانة و معدل الإقتراض الإجمالي بالقطاع العام، و علاقة ذات دلالة معنوية بين نوعية قطاعي التجارة و النقل و معدل الإقتراض الإجمالي بالقطاع العام. أما في القطاع الخاص فتوصلت الدراسة إلى دلالة معنوية لنوعية قطاع النقل، ووجود علاقة طردية بين كل من الضمانات و المخاطر التشغيلية و معدل الإقتراض الإجمالي.

و فيما يخص معدل الإقتراض طويل و متوسط الأجل، كشفت نتائج هذه الدراسة عن وجود علاقة عكسية بين هذا المتغير و تكلفة الاستدانة، بالإضافة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين هذا المتغير و قطاعي التجارة و الصناعات الغذائية في القطاع العام، أما في القطاع الخاص فوجدت علاقة طردية بين هذا المتغير و كل من معدل النمو و الحجم و المردودية، بالإضافة إلى وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين المتغير التابع و نوعية قطاع النقل.

و فيما يتعلق بمعدل الإقتراض قصير الأجل، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين ذات المتغير التابع و معدل النمو، و علاقة ذات دلالة معنوية بين نوعية قطاع الخدمات و معدل الإقتراض قصير الأجل و ذلك في القطاع العام، كما أشارت النتائج إلى وجود علاقة طردية بين كل من الضمانات و الحجم و معدل الإقتراض قصير الأجل و ظهور علاقة ذات دلالة بين متغير نوعية قطاع الفنادق و الإطعام و هذا المعدل.

أشارت النتائج إلى الانخفاض النسبي للقدر التفسيري للنظرية المالية الحديثة للتمويل في ظل ظروف البيئة الجزائرية، و عليه فهذه النظرية قادرة على تفسير سياسة تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية لكنها غير كافية.

خلصت الدراسة إلى أن غياب سوق مالي متنوع جعل من طبيعة البيئة المالية و النظام البنكي الجزائري في سياسة تمويله لتلك المؤسسات، بحيث تعتمد البنوك على كل من مستوى الضمانات، معدل المردودية، معدل النمو و حجم المؤسسة عند دراسة ملفات إقراض المؤسسات بالقطاعين العام و الخاص.

كما خلصت إلى أن الإصلاحات الاقتصادية التي عرفتتها المؤسسة العمومية الاقتصادية المتمثلة في التطهير المالي -أي تحويل الديون خصوصا حساب السحب على المكشوف إلى أموال خاصة- لم تساهم في ترشيد قراراتها التمويلية.

كشفت النتائج عن وجود تباين في العوامل المحددة لسياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية لكل من القطاعين العام و الخاص، و بالتالي اختلاف طبيعة ملكية المؤسسة يؤدي إلى اختلاف محددات سياستها التمويلية و عليه

تعتبر طبيعة ملكية المؤسسة كمحدد لسياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية يضاف إلى قائمة المحددات الأخرى.

توصلت الدراسة إلى وجود تشابه كبير بين الخصائص أو العوامل المحددة لسياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية مقارنة بمشيلاتها في بعض الدول النامية مثل تونس، ليبيا و مصر، و ذلك بسبب تشابه الظروف البيئية لتلك الدول. غير أن نتائج المقارنة أشارت إلى أن النظرية الحديثة للتمويل من خلال الخصائص التي تفرضها غير قادرة لوحدها على تفسير السلوك التمويلي لمؤسسات تلك الدول، مما يكشف عن وجود تأثير عوامل أخرى خاصة بها كالعوامل الثقافية و الاجتماعية و العوامل السلوكية بالإضافة إلى الظروف الاقتصادية¹.

5- دراسة Lobna BESBES و BOUJELBENE Younes سنة 2009 بعنوان :

Le rôle de la dette à court terme dans la structure du capital; Cas des entreprises Françaises.

هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على دور الديون قصيرة الأجل في هيكل رأس مال المؤسسات. وتبرز مساهمة هذه الدراسة في إظهار تأثير القوة (المتانة) المالية والمرونة المالية للمؤسسات الفرنسية، بالإضافة إلى العوامل الأخرى المؤثرة على الاستدانة قصيرة الأجل، حيث طرحت الاشكالية التالية : ما الذي يُفسّر اختيار المؤسسات للديون قصيرة الأجل؟ وبعد مراجعة النظريات الحديثة، تم إسقاط هذه الدراسة على 140 مؤسسة فرنسية مدرجة في سوق باريس خلال الفترة الممتدة ما بين 2004-2007. ومن أجل فهم تفضيلها للإستدانة قصيرة الأجل، تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد المتضمن لستة متغيرات مستقلة تتمثل في: المتانة (القوة) المالية المحسوبة بنموذج ALTMAN أي Z ALTMAN، المرونة المالية المقاسة بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، وفرص النمو المحسوبة بنسبة الاهتلاكات (نقصان في قيمة الأصول) إلى إجمالي الأصول، المردودية الاقتصادية المحسوبة بنسبة النتيجة قبل الفوائد والضريبة إلى رقم الأعمال، السيولة العامة المحسوبة بنسبة الأصول المتداولة إلى الديون قصيرة الأجل، أهمية الأصول الثابتة المحسوبة بنسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول.

وقد كشفت النتائج أن الدين قصير الأجل يرتفع مع المتانة (القوة) المالية للمؤسسة، لكنه ينخفض مع المرونة المالية، المردودية الاقتصادية، السيولة العامة و أهمية الأصول الثابتة، أما عن فرص النمو فلم تكن لها دلالة. ويفسّر ذلك على أن المؤسسة تختار الاستدانة قصيرة الأجل عندما تمتلك قوة مالية، وأن المرونة المالية المرتفعة تسمح للمؤسسة بعدم الاستدانة على المدى القصير، كما خلصت الدراسة إلى أن الأصول الثابتة تُشكّل ضمانات تسمح بتخفيض عدم التماثل في المعلومات الموجود في سوق الإئتمان، فالمؤسسات التي لديها ضمانات كافية لا

¹ - تبر زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعات العام والخاص في الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009.

تلجأ إلى الاستدانة قصيرة الأجل، وأن الدين قصير الأجل يساعد على تقليل مشاكل الوكالة في المؤسسات الفرنسية، كما أظهرت النتائج أثر للإشارة على الدين قصير الأجل. و يُعد هذا الأخير وسيلة تتعلق بالمؤسسات ذات الاحتياجات التمويلية، ولكن هذا لا يعني أن الدين طويل الأجل ليس له أهمية كبيرة للمؤسسات. و نتيجة لذلك تستدين المؤسسات سواءً على المدى القصير أو الطويل اعتماداً على عدة معايير، والتي تتمثل في وضعية المؤسسة أي حالة الفشل (التعثر) من عدمه، واستناداً إلى قدرتها على السداد، و درجة ملاءمتها المالية¹.

6- دراسة العايب ياسين سنة 2010-2011 بعنوان : إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر

و هي عبارة عن أطروحة دكتوراه، هدفت إلى معالجة إشكالية التمويل في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، من خلال الإجابة على التساؤل التالي : أين يكمن جوهر مشكلة التمويل بالنسبة للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة؟ هل في خصوصيتها المالية أم في محيطها الخارجي؟

شملت الدراسة عينة مكونة من 126 مؤسسة خاصة خلال الفترة الممتدة ما بين 2006-2009، اعتمدت على أسلوب الانحدار المتعدد، حيث تمثل المتغير التابع في معدل الاستدانة الإجمالي، أما المتغيرات المستقلة فتمثلت في الحجم، المردودية، صافي الأموال الخاصة، النمو، الضمانات و الشكل القانوني للمؤسسة.

خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة ونسبة الاستدانة، و علاقة عكسية بين صافي الأموال الخاصة و نسب الاستدانة، كما أظهرت أهمية الشكل القانوني في تفسير نسبة الاستدانة، بحيث تكون شركات التضامن الأكثر استفادةً من فرص التمويل، نظرا لزيادة نسبة تضامن الشركاء في الالتزام بالدين مهما كانت طبيعة المقرض. و فيما يتعلق بأثر كل من النمو، المردودية، حجم الضمانات فلم تكن لهم دلالة إحصائية.

خلصت الدراسة إلى أن إشكالية التمويل لا يمكن إرجاعها إلى ضعف الخصائص المتعلقة بالمؤسسة الصغيرة والمتوسطة فحسب، بل ترجع نسبة كبيرة منها إلى سياسة التمويل في الجزائر، فقد رأى الباحث أن أهم مصدر للتمويل الخارجي يركز على البنوك العمومية و الدعم المشترك بينها و بين هيئات دعم الإستثمارات الصغيرة، وأنه إلى جانب الخصوصية المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة تجاه النظرية المالية الحديثة، فإن لديها أيضا خصوصية ضيق مصادر التمويل و العديد من العراقيل الأخرى التي تؤثر مباشرة في حصولها على التمويل الملائم.

و قد أوضح الباحث أنه بالرغم من حيابة هذه المؤسسات للعقار، إلا أنها لا تتمكن من استخدامه كضمان لدى مؤسسات التمويل الرسمية في أغلب المناطق الصناعية، بسبب التعقيدات الإدارية المتعلقة بالوثائق القانونية

¹- Lobna BESBES, BOUJELBENE Youne, Le rôle de la dette à court terme dans la structure du capital ; Cas des entreprises Françaises, P 22 , 28/04/2017, <https://fr.scribd.com/document/143777093/7-Besbes-boujelbene>

التي تثبت الملكية، وعليه يرى الباحث أن إشكالية تمويل المؤسسة الصغيرة والمتوسطة لا تعرف فحسب بصعوبة تقييم نشاط المؤسسة بهدف أخذ صورة واضحة عن المخاطر المترتبة عن استخدام الأموال المتأتية من مختلف المصادر الخارجية، بل أبعد من ذلك حيث تُعبّر بصفة عامة عن ضعف تكييف المحيط الاقتصادي والتشريعي مع الوضعية الخاصة للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة.

كما خلص الباحث إلى أن إشكالية التمويل لم تُعالج بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لأن جميع مؤسسات التمويل لم تراعي خصوصيتها تجاه عدم تماثل المعلومات، الخطر و نقص كثافة رأس المال باستثناء الدور الكبير الذي لعبته الدولة في مجال تقديم الدعم المالي و الفني و بالأخص دور الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب، التي أصبحت تتولى تكوين الشباب الحامل لفكرة المشروع الصغير، وعليه تصبح الإشكالية صعبة الحصر والمعالجة من خلال تحسين خصائص المؤسسة والعوامل التي تُسهّل من عملية دخولها إلى سوق التمويل وبالخصوص التمويل البنكي، لأن مؤسسات التمويل الأخرى لم تلعب الدور المنوط بها.

كما أظهرت نتائج تحليل النموذج المستخدم ضعف هيكل الاستدانة للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة، مما يُعبر عن ضغوطات الدخول إلى سوق التمويل من جهة، وضعف التوسع في نشاط المؤسسة الذي يفرض الانفتاح على المصادر الخارجية للتمويل من جهة ثانية، كما تشير إلى ذلك نظرية التدرج في مصادر التمويل، حيث توصّل الباحث إلى أنها تُعبّر إلى حد ما عن الصعوبات التي تواجهها المؤسسة في التمويل عن طريق الأموال الخاصة، وهو ما أكدته العلاقة العكسية بين المتغير التابع المتمثل في نسبة الاستدانة و متغير صافي الأموال الخاصة، فكلما زاد هذا الأخير كلما عبر عن مدى استعداد المؤسسة لتحقيق المشروع في الحدود التي تضمن الوفاء بالديون وتحقيق مردودية مقبولة للأموال الخاصة، ومنه وجد أن هذه الأخيرة بالإضافة إلى كونها تؤدي دوراً إيجابياً في معالجة إشكالية التمويل من خلال نظرية التدرج في مصادر التمويل، فهي تؤدي نفس الدور من خلال التخفيض من حدة عدم تماثل المعلومات بين المؤسسة والدائنين، وذلك من خلال الإشارة لهم عن مدى استعدادها لاستيعاب الخطر الناتج عن استخدام الأموال المقترضة. والعلاقة العكسية بين المتغيرين لا تعني بتاتا التعارض مع نتائج نظرية الإشارات، بل تعكس القيود المفروضة على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الحصول على التمويل البنكي، حيث أن طول فترة معالجة ودراسة المشروع، وكثرة التعقيدات والإجراءات الإدارية يؤثر على رغبة المؤسسة في التوسع، وهو ما يؤدي بها إلى تفضيل الأموال الخاصة عن الاستدانة خاصة عند تحقيقها لمردودية مقبولة، وهو ما أكدته العلاقة العكسية بين نسبة المردودية والمتغير التابع.

وحسب رأي الباحث يمكن إرجاع تفضيل التمويل بالأموال الخاصة الصافية إلى العوامل النفسية للإدارة تجاه سياسة الاقتراض، كالحفاظ على درجة معينة من الاستقلالية، وما يعزز ذلك الاتجاه هو عدم تأثير حجم الضمانات في المتغير التابع، فظاهريا لاحظ أن ذلك يتعارض مع التشريع البنكي المعمول به في الجزائر. وأنه بالرغم من تمكن المؤسسة من توفير الضمانات بالحجم الكافي، إلا أنها قد لا تتمكن من الحصول على التمويل، وهنا

يصبح عامل عدم تماثل المعلومات هو العامل الحاسم في اتخاذ القرار، لأن الضمانات أصبحت غير كافية على تغطية المخاطر المحتمل حدوثها نتيجة لإستخدام الأموال المقترضة؛ أي عدم كفاية الضمانات لتغطية النقص في المعلومات.

كما خلصت الدراسة إلى أن إشكالية التمويل بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ناتجة عن هشاشة خصائصها التي تساعدها في الحصول على التمويل من المصادر الحالية في الجزائر ونخص بالذكر البنوك التجارية، حيث تظهر هذه الأخيرة غير متخصصة في معالجة المخاطر الناتجة عن خصوصية المؤسسة الصغيرة والمتوسطة تجاه عدم تماثل المعلومات و مختلف المخاطر¹.

المطلب الثاني : دراسات في الائتمان التجاري

1- دراسة Petersen, Mitchell A. et Rajan, Raghuram.G سنة 1997 بعنوان :

Trade Credit : Theories and Evidence

الدراسة عبارة عن مقال هدفت إلى إختبار محددات استخدام المؤسسة للائتمان التجاري، تم اسقاطها على عينة مكوّنة من 3404 مؤسسة أمريكية صغيرة منها 1875 شركة و 1529 مؤسسة فردية خلال سنة 1987، واستخدمت نموذج Tobit و طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير النماذج، حيث تمثل المتغير التابع في حسابات القبض (نسبة المبيعات المؤجلة من قبل المؤسسة)، أما المتغيرات المستقلة فتمثلت في : نسبة الأرباح الصافية إلى المبيعات، نمو المبيعات، نسبة الأرباح الاجمالية الحدية إلى المبيعات، جودة الائتمان التي تقاس باللوغاريم العشري للقيمة الدفترية للأصول، اللوغاريم العشري لعمر المؤسسة مضافا إليه الواحد ($LOG(age + 1)$) و نسبة أقصى خط إئتمان متوفر إلى المبيعات والتي تعبر عن لجوء الشركات إلى التمويل الخارجي. كما استخدمت لقياس حسابات الدفع نسبة المشتريات على الحساب إلى الأصول. وقد ركّز الباحثان على المؤسسات الصغيرة التي يكون أحيانا دخولها إلى أسواق رأس المال محدود.

خلصت الدراسة إلى أن الموردين يمنحون إئتمان أكثر للشركات ذات الجودة الائتمانية العالية، إلا أن هذه الشركات تستخدم الائتمان التجاري بشكل أقل، إذا كان لديها إمكانية الحصول على التمويل من المؤسسات المالية، كما توصلت الدراسة إلى أن الموردين يوفرون حوافز قوية للشركات لعدم تمديد فترة الائتمان الممنوح لهم، من خلال تقديم خصومات كبيرة عن الدفع الفوري. كما لا يبدو أن الموردين يعتمدون على المعلومات التي تُقدّمها علاقات الاقراض، وذلك لأن مقاييس قوة علاقة المؤسسة أو علاوة مخاطر القروض المؤسساتية الممنوحة، لها تأثير ضعيف على مقدار الائتمان التجاري الذي تمنحه المؤسسة، فبالاعتماد على منح الخصم، يتحصل

¹ - العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، 2010-2011.

الموردون على معلومات عن الصحة المالية والاقتصادية للمؤسسة، ويستخدمونها في منح الائتمان التجاري للمؤسسات ذات الجودة الائتمانية المنخفضة حالياً- نتيجة تحقيقها لخسائر حالية -والتي لها احتمال نمو عالي في مبيعاتها مستقبلاً .

كما خلصت الدراسة إلى أن الائتمان التجاري يُمنح مع زيادة المؤسسة في حجم الهوامش في المبيعات، بالإضافة إلى ذلك، إذا استمرت المؤسسة وموردها على التعاقد في المستقبل، يكون للمورد حصة ملكية ضمنية في المؤسسة مساوية للقيمة الحالية للهوامش التي يحققها على المبيعات الحالية والمستقبلية للمؤسسة، وهذا عند اتخاذ الموردين لإجراءات إضافية تتمثل في تقديم بضاعة على أن لا يدفع العميل ثمنها إلا إذا باع البضاعة و ذلك عند فشله في الاستفادة من الخصومات أو عند فشله في الدفع في الوقت المحدد. وبالتالي يكون المورد في وضعية أفضل لتصفية المنتوجات والبضائع التي باعها للمؤسسة شريطة أن تكون مضمونة، بحيث يمكن له وضع يده على السلع، ويرى الباحثين أن هذا قد يكون السبب في ارتفاع عرض الائتمان التجاري، عندما تتكون المخزونات من مواد أولية.

كما توصل الباحثان من خلال تحليلهما للمؤسسات الصغيرة، أن الموردين قد يكون لهم ميزة التمويل خصوصاً عندما تكون المؤسسة في حالة اختلال مالي. وأن المؤسسات التي تعاني من انخفاض المبيعات، تضطر إلى توسيع نطاق الائتمان التجاري نسبياً دون الحصول على المزيد من دعم الموردين¹.

2- دراسة **Chee K. Ng, Janet Kiholm Smith, Richard L. Smith** سنة 1999 بعنوان :

Evidence on the Determinants of Credit Terms Used in Interfirm Trade

الدراسة عبارة عن مقال هدفت إلى توضيح التباين في شروط الائتمان بين الشركات، تم اسقاطها على عينة مكونة من 2 538 شركة أمريكية، اعتمدت على الاستبيان لاستقصاء آراء مديري هذه الشركات، حيث بلغ عدد الاجابات الصالحة للاستعمال 950 اجابة أي بنسبة 37,4 %، واستخدمت نموذج Logit الثنائي لاختبار خيارات سياسة الائتمان الأساسية للشركات، بين منح ائتمان و طلب الدفع نقداً، وفيما إذا تم تمديد الائتمان، هل تعتمد على منح الائتمان إلى نهاية الفترة المحددة (Net Terms) أي شرط الصافي أو منح الائتمان مع خصم تعجيل الدفع (Two-Part Terms)، والتي تمثل المتغيرات التابعة في النماذج بالإضافة إلى محددات هذه الخيارات التي تشكل متغيرات مستقلة والمتمثلة في عدد المستهلكين(العملاء)، عمر البائع، تكرار المعاملات، فئة العملاء (عملاء دوليين أو تجار جملة وغيرهم)، جودة المنتج، السيولة، خلصت الدراسة إلى أن علاقة البائع مع العميل تلعب دوراً مهماً في تحفيز البائع على خفض السعر الفعلي بشكل استراتيجي على بعض المعاملات، كما لا تتفق نتائج هذه الدراسة مع نظريات الائتمان التجاري التي تشير إلى أن سيولة البائع تُعد

¹ - Petersen, Mitchell A., Rajan, Raghuram. G, Trade Credit : Theories and Evidence, **Review of Financial Studies**, v10 N°3, 1997, pp.661-691.

المحدد الرئيسي لقرار منح الائتمان، كما لا تتفق مع النظرية التي تنص على أن الموردین الذين يواجهون متغير الطلب، يفضّلون تغيير مدة الائتمان بدلا من السعر للتعامل مع التقلبات. وبدلاً من ذلك تتفق النتائج مع النظريات التي تؤكد على أهمية مدة الدفع كاستجابات السوق لمشاكل المعلومات التي تميز المؤسسات التجارية فيما بينها، فالتغيرات التي تقيس سمعة البائع والمشتري هي محددات ذات دلالة وذات أهمية لاختيار الشركة لتمديد الائتمان، فعندما تكون سمعة البائع لمنتجات ذات جودة عالية، فإنها تكون أكثر احتمالا أن تُعرف (لقدّم الشركة وكبرها)، ويتجه عرض الائتمان إلى هيمنة الشرط الصافي، مشيرة إلى أن الشروط مصمّمة للتعامل مع مسائل الجودة الائتمانية بدلا من مسائل جودة المنتج، فعندما يُحتمل أن تكون سمعة المشتري مرتفعة تكون آجال الائتمان هي الأكثر احتمالا من الشروط النقدية (الدفع الفوري)، وتُعد المتغيرات الأخرى البديلة لعدم التأكد للمشتري والبائع وفرص الاختيار المعاكس والانتهازية عموما، أهم المحددات لاختيار تمديد الائتمان ولشكل تعاقد¹.

3- دراسة **Nicholas Wilson et Barbara Summers** سنة 2002 بعنوان :

Trade Credit Terms Offered by Small Firms: Survey Evidence and Empirical Analysis

هدفت هذه الدراسة إلى توضيح أثر حجم المؤسسات على خيارات سياسة الائتمان، تم تطبيقها على عينة مُكوّنة من 500 مؤسسة بريطانية صغيرة، أجابت عن الاستبيان الموجه إليها في سنة 1995، والتي تنتمي إلى قطاعات الصناعة، الخدمات والبناء، وقد اعتمدت في نمذجة اختيار الائتمان التجاري و فترة الائتمان الممنوحة على نموذج Tobit ونموذج Ordred Probit، حيث تمثل المتغير التابع في عدد أيام الائتمان الممنوحة والتي تتراوح بين 0 و 75 يوم، أما المتغيرات المفسّرة فتم ادراجها تحت خمس فئات هي : خصائص المنتج، خصائص الطلب، طبيعة قاعدة العملاء، خصائص السوق، والعلاقات البنكية. و لاختيار نوع الائتمان بين الائتمان الممنوح مع الخصم (Two-Part Terms)، والائتمان إلى نهاية الفترة الممنوحة (Net Terms) أو الدفع النقدي (Cash Terms)، استخدمت الدراسة نموذج Logit الثنائي و لتقدير العوامل المحددة لمكونات الائتمان التجاري الممنوح مع الخصم (Two-Part Terms) تم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية مع الاعتماد في قياس المتغير التابع على فترة الخصم ومعدل الخصم ومعدل الفائدة الضمني.

خلصت الدراسة إلى أن حجم المؤسسة له تأثير مباشر على الإئتمان من خلال وضع حدود لإمكانات وفرات الحجم، كما له تأثير غير مباشر من خلال التأثير على حصول المؤسسة على التمويل وقوتها التفاوضية مع الموردین، والحاجة إلى نمو الحصة السوقية للمؤسسة لكونها حديثة النشأة، كما أن الموقف المهيمن لكبار العملاء في

¹ - Chee K. Ng, Janet Kiholm Smith, Richard L. Smith, Evidence on the Determinants of Credit Terms Used in Interfirm Trade, **The Journal of Finance**, Vol. 54, No. 3 (Jun., 1999), pp.1109-1129.

التفاوض مع صغار الموردين يُخْذُ من تأثير العوامل الأخرى للإئتمان، حيث تتعرَّض المؤسسات الصغيرة لضغوط من أجل الامتثال لمعايير الصناعة، كما أن عدد قليل من المؤسسات ستتعامل مع شركاء أقل هيمنة - خصوصاً القادمين الجدد - على أساس نقدي، كما أن نقص الموارد في المؤسسة الصغيرة يضع بعض القيود على ذلك، أي يمكن أن يُخْذُ نقص الحصول على التمويل من المؤسسات البنكية من مقدار الائتمان الذي يمكن أن تمنحه المؤسسة، ويمكن للعلاقات طويلة الأجل مع العملاء أن تخفف مشاكل الرقابة مما يؤدي فترة إئتمان أطول للعملاء الدائمين.

كما خلصت الدراسة إلى أن الاختيار بين وجوب الدفع للاستفادة من الخصم والمتمثل في شرط **Two-Part** و وجوب الدفع في نهاية المدة الممنوحة للسداد بالكامل **Net term** أي شرط صافي 30، يتحدد حسب خصائص المنتج والسوق، فمع استخدام شرط صافي 30، يُشار لفترة المعاينة إلى سمعة المنتج أو المورد، أما وجوب الدفع للاستفادة من الخصم والمتمثل في شرط **Two-Part** فهي تحمي مصالح الموردين، عندما يتصرف العميل بانتهازية، ويتم استخدامه أيضاً في الأسواق التنافسية¹.

4- دراسة **NAM SANG CHENG et RICHARD PIKE** سنة 2003 بعنوان :

The Trade Credit Decision : Evidence of UK Firms

هدفت هذه الدراسة إلى مراجعة الدوافع الرئيسية لمنح الائتمان التجاري في الأدبيات، وقياس درجة استخدام مديري الائتمان لهذه الدوافع وتطبيقها على شركاتهم، وكذا تصنيف وتحديد كيفية تأثير هذه الدوافع على فترة ائتمان العملاء الفعلية، حيث ساعد استعراض الأدبيات في توجيهه 20 مقترح للائتمان التجاري مفسر لسبب تمديد الشركات غير المالية الائتمان للعملاء.

وشكَّلت هذه المقترحات أساس دراسة استقصائية لأكثر عدد ممكن من مديري الائتمان في الشركات البريطانية الكبيرة. وقد اعترفت معظم المقترحات بأنها تتلاءم مع هذه الشركات رغم ملاحظة وجود تباين كبير في الردود. وكانت المقترحات الرئيسية كما يلي:

1. الشركات العاملة في الأسواق التنافسية "مضطرة" لمنح شروط ائتمان للصناعة العادية؛
2. تمديد فترة الائتمان تعادل خفض الأسعار؛
3. يشير الائتمان التجاري إلى غرض استثماري لتطوير علاقة مستمرة مع العملاء؛
4. يعتبر الائتمان التجاري مصدراً هاماً للتمويل الوسيط بالنسبة للشركات المشتريّة(الزبونة)، خصوصاً تلك التي لديها إمكانية محدودة للوصول إلى الأسواق المالية.
5. يُنظر إلى الائتمان التجاري على أنه مكافئ لمنح قرض "بدون فوائد" للعملاء الذين يرون ذلك على أنه مصدر

¹ - Nicholas Wilson, Barbara Summers, Trade Credit Terms Offered by Small Firms: Survey Evidence and Empirical Analysis, **Journal of Business Finance & Accounting**, 29(3) & (4), April/May 2002, pp 317- 351.

تمويل رخيص مقارنة بالافتراض من المؤسسات المالية لقيام بعملية الشراء؛

6. تقديم خصم نقدي معادل لتخفيض السعر؛

7. يوفر الائتمان التجاري فرصة للشركة لإثبات وتعزيز صورتها من خلال سلوكها في الدفع وشروط الائتمان وإجراءات تحصيلها؛

و اعترافاً بالتداخل بين الدوافع التي تم تحديدها من الأدبيات، تم استخلاص خمسة عوامل تفسّر التباين الرئيسي في الردود على المقترحات، و تمثلت في كل من الاستثمار في العملاء، والأرباح التشغيلية و المالية للعميل، وأرباح الموردين التسويقية و التشغيلية، وضغط السوق.

وعلاوة على ذلك، تم استخلاص عاملين هما - علاقات العملاء ومرونة التسعير - كدوافع لتغيير شروط الائتمان، كما تم التوصل إلى دعم ميداني واسع النطاق لنظريات تمديد الائتمان التجاري التي تغطي التسعير والعلاقة طويلة الأجل والكفاءة وتكاليف المعاملات والمحتوى الاعلامي. وقد تم تحضير العديد من الشركات لتغيير شروط الائتمان المعيارية لكسب عملاء جدد والحصول على طلبات كبيرة.

كما تم تحديد أربع سياسات ائتمانية باستخدام نماذج الانحدار اللوجستي وذلك لاختبار العلاقة بين الدوافع والاختيار بين هذه السياسات. توصلت الدراسة إلى أن معدل أيام المدين كان ذو دلالة وعالي بكثير لتلك الشركات، مؤكداً دوافع الاستثمار والمرونة السعرية. وتؤكد المقابلات التي أجريت مع مديري الائتمان في أربع شركات بصفة عامة، أن الاستقصاء يشير إلى أن المديري يُمدّدون الائتمان لمجموعة من الأسباب واسعة النطاق وتؤكد هذه المقابلات على وجه الخصوص، أن مديري الائتمان/التمويل يدركون تماماً أهمية تطوير علاقات طويلة الأجل مع العملاء، ويعتبرون إدارة الائتمان التجاري وإدارة الائتمان كجزء من خدمة ما بعد البيع. إذ يُقدّم الائتمان التجاري مزايا كقيمة مضافة واضحة ويمكن استخدامه لتعزيز القدرة التنافسية للشركة.

كما خلصت الدراسة إلى أن الشركات غير المالية تمنح ائتماناً لمجموعة متنوعة من الأسباب، مع التركيز على أن كل دافع يتفاوت بين الشركات. وعلى الرغم من أن معظم الشركات الموردة تواجه ضغوطاً في السوق لتتوافق مع شروط الائتمان في الصناعة، فإن الغالبية ترى أيضاً أن الائتمان التجاري يتيح فرصة لتعزيز صورة الشركة وتعزيز العلاقة مع العملاء. وفي حين أن الشركات الموردة قد تولي أهمية أكبر لاستخدام الائتمان التجاري، للتمييز بين عروض منتجاتها وتأسيس ولاء العملاء، فإن الشركة المشتريّة (العميلة) تكون أكثر انجذاباً للأرباح المالية التي تجنيها من هذا الائتمان. وعموماً، يكسب الطرفان قيمة من معاملة المنتجات - تمويل¹.

¹ -Nam Sang Cheng , Richard Pike, The Trade Credit Decision : Evidence of UK Firms, **Managerial and Decision Economics**, Vol. 24, No. 6/7, (Sep. - Nov., 2003), pp. 419-438.

المبحث الثالث : تأصيل الدراسة

بعد أن وضحنا ما تضمنته الدراسات السابقة من أهداف وطرق لإنجازها، سنتناول في هذا المبحث مساهمة الدراسة الحالية مقارنة بتلك الدراسات، ونستهل ذلك بتحليل الدراسات السابقة، ثم نتطرق إلى مميزات دراستنا الحالية.

المطلب الأول : تحليل الدراسات السابقة

اعتمدت دراسة Francisco Sogorb-Mira et José López-Gracia سنة 2003 في تفسير نظرية التمويل الرتي على نموذجين مستقلين، الأول يُدرج عجز التمويل فقط كمتغير مستقل وحيد لتفسير التغير في إجمالي الديون، أما الثاني فيتضمن ثلاث متغيرات فقط تتمثل في التدفق النقدي، عمر المؤسسة وفرص النمو لتفسير نسبة الدين الاجمالي.

و فيما يخص دراسة Eric Molay سنة 2004، فقد ركزت على مؤسسات مدرجة في سوق باريس من غير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة المدرجة.

أما عن دراسة Mr. Ashiqur Rahman et S.M.Arifuzzaman سنة 2014، فإن ما يؤخذ عليها أنّها اتبعت منهجية Shyam-Sunder et Stewart C.Myers سنة 1999 و ذلك لإهمالها لإصدار الأسهم واقتصارها على الديون، بالإضافة إلى صغر حجم العينة، وتركيزها على المؤسسات الكبيرة دون الأخذ في الاعتبار المؤسسات الصغيرة.

وفيما يخص دراسة Ydriss Ziane سنة 2000، فقد اعتمدت على أسلوب السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data الدينامكية في دراسة علاقة الاستدانة المالية بالديون التجارية، ولم تعتمد على نماذج المعادلات الأنية، كما أن النماذج لم تُدرج متغيرة عجز التمويل الداخلي لاختبار نظرية التمويل الرتي.

وفيما يتعلق بدراسة Asma TRABELSI سنة 2006، فبالرغم من إشارة الدراسة إلى وجود إختلاف في الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الفرنسية الصغيرة والمتوسطة، إلا أنّها لم تشتمل على حساب مقدار تلك الاحتياجات التمويلية والتي تمثّل عجز التمويل الداخلي، كما اقتصرّت الدراسة على توضيح علاقة الائتمان التجاري بالائتمان البنكي دون دراسة العلاقة بين مختلف المصادر التمويلية.

أما عن دراسة NAJET BOUSSAA سنة 1998 فلم تُدرج هذه الدراسة متغيرة عجز التمويل الداخلي.

أما عن دراسة Philippe Gaud et Elion Jani سنة 2002 فلم تعتمد الدراسة على متغيرة عجز التمويل الداخلي عند اختبار نظرية التمويل الرتي وتحليل محددات هيكل رأس المال.

و بالرغم من إشارة دراسة يوسف قريشي سنة 2005، إلى أن مستوى الإقتراض يتحدد في الغالب تبعاً إلى القدرات الشخصية للمسيير على تحمل المخاطر المالية و كذلك على أهمية مصادر التمويل الأخرى غير البنكية، إلا أن هذه الدراسة لم تُدرج الجانب الخاص بسلوك المسيير و تفضيلاته في شكل متغير ضمن المتغيرات المستقلة في النموذج المستخدم، و كذلك لم تُظهر الدراسة علاقة المصادر التمويلية الأخرى غير البنكية بمعدل الإقتراض بصوره الثلاث، و لم تُظهر علاقة المصادر التمويلية فيما بينها.

استخدمت الدراسة متغيرات محدّدة كالمردودية، حجم المؤسسة، معدل النمو و طبيعة القطاع للاختيار بين الإقتراض و الأموال الخاصة، بهدف تأكيد تفسير نظرية الالتقاط التدريجي (نظرية التمويل الرتبي)، في حين لم تستخدم نماذج للاختيار بين هذين المصدرين، و لم تُدرج متغيرة عجز التمويل الداخلي في تفسير هذه النظرية. وبالإضافة إلى ذلك تعتبر دراسة ساكنة استخدمت المتوسط الحسابي في قياس متغيراتها.

كما يرى الباحث أن الائتمان التجاري لا يتحدّد وفقاً لقرارات الإدارة، في حين يؤثر المالك-المسيير في المؤسسات الخاصة على اللجوء إلى الائتمان و يُفضّل ديون الموردين على مصادر خارجية أخرى. فضلاً عن ذلك وبالرغم من تخصيص مكان في بورصة الجزائر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة منذ سنة 2012، إلا أننا نفتقد إلى وجود مثل هذه المؤسسات، و يعود ذلك لكون المؤسسات الصغيرة و المتوسطة تحاول الحفاظ على سيطرتها العائلية و لا تقبل بدخول شركاء جدد خارج الإطار العائلي.

أما عن دراسة تير 2009 فتعتبر دراسة ساكنة اعتمدت على المتوسط الحسابي في قياس متغيرات الدراسة خلال الفترة الممتدة 2003-2007، و استخدمت معدلات الإقتراض الإجمالي، الطويل و متوسط وقصير الأجل، و لم تشمل الديون الأخرى و ديون الموردين و الرفع في رأس المال نقداً و بضم الاحتياطات. كذلك حاولت الدراسة تبين مساهمة نظرية التمويل الرتبي (الالتقاط التدريجي) لكن لم توضح أهم متغير تعتمد عليه هذه النظرية و هو الاحتياج للتمويل الخارجي المعبر عنه بعجز التمويل الداخلي، بل اكتفت فقط بتوقعات هذه النظرية بشأن علاقة الإقتراض بالمردودية و الحجم و النمو و الضمانات و غيرها من المحددات. بالإضافة إلى ذلك لم تتطرق هذه الدراسة إلى علاقة مختلف مصادر التمويل فيما بينها، و لم تُدرج عنصر هام يتمثل في إرادة المسييرين في الاعتماد على مصدر معين لتغطية الاحتياجات المالية للمؤسسات محل الدراسة.

كما ركزت دراسة Lobna BESBES و BOUJELBENE Younes سنة 2009 على الدين قصير الأجل و لم تربطه بمتغيرة عجز التمويل الداخلي، كما لم تبين علاقة الدين قصير الأجل بمختلف أنواع الديون أو بالرفع في رأس المال نقداً، بالرغم من أن المؤسسات محل الدراسة هي مدرجة في سوق باريس.

وفيما يتعلق بدراسة العايب ياسين سنة 2010-2011، فقد أدرج الباحث الديون التجارية ضمن إجمالي الديون بالرغم من اعتبار هذه الديون مؤثرة بدرجة كبيرة في هيكل الديون قصيرة الأجل و الاحتياجات في رأس

المال العامل، غير أنه لم يُعبّر عن أهم المفاضلات التمويلية للمؤسسة الصغيرة و المتوسطة، ولم يخصّص لهذه الديون مؤشر خاص بها كمتغير تابع.

وفيما يتعلق بدراسة Petersen et Rajan سنة 1997، فقد حاولت إختبار محددات استخدام المؤسسة للائتمان التجاري، لكن اعتمدت على سنة واحدة ولم تدرسه على فترة زمنية.

و فيما يخص دراسة Chee K. Ng, Janet Kiholm Smith, Richard L. Smith سنة 1999 استخدمت الاستبيان ونموذج Logit لتفسير قرار منح نوع معين من الائتمان التجاري ولم تركز على المؤسسات التي تستفيد منه ومقداره عند دراسة محدداته.

أما عن دراسة Nicholas Wilson et Barbara Summers سنة 2002، فقد ركزت على قرار منح الائتمان التجاري من وجهة نظر المؤسسة الموردة، واعتمدت في حساب المتغيرات التابعة والمستقلة على الاجابات عن الاستبيان، كما أن استناد الدراسة على نماذج الانحدار اللوجستي و الانحدار ذو الاحتمال الشرطي لا يوضّح نسب ومقدار الائتمان ضمن سياسة ائتمانية معينة.

في حين ركزت دراسة NAM SANG CHENG et RICHARD PIKE سنة 2003 على قرار منح الائتمان التجاري من جهة المؤسسات الموردة وليست من جهة المؤسسات التي تلجأ إلى هذا المصدر، ولرصد دوافع الشركات البريطانية الكبيرة في منح هذا الائتمان لعملائها اعتمدت على الاستبيان، واستخدمت أسلوب الانحدار اللوجستي لتوضيح اختيار هذه المؤسسات لسياسة معينة من سياسات الائتمان التجاري.

المطلب الثاني : مميزات الدراسة

على ضوء ما جاء في الدراسات السابقة يتضح مدى الاختلاف بينها و بين الدراسة الحالية من خلال :

- تتميز هذه الدراسة عن باقي الدراسات في البيئة التي أجريت عليها الدراسة، حيث تتركز العينة في ولاية غرداية و تشمل المؤسسات العاملة في القطاع الخاص بمختلف نشاطاته، حيث يمثل قطاع الصناعة 64% من العينة و 36% عبارة عن مؤسسات في مجال الخدمات، كما تمتد فترة الدراسة من 2008 إلى 2014، و بالتالي تظهر الاختلافات بين الدراسة الحالية و سابقاتها المحلية، حيث تتميز دراستنا الحالية باختلاف في الطريقة والأدوات المستخدمة. فقد ارتكزت معظم الدراسات السابقة المحلية على إبراز محددات تمويل المؤسسات الجزائرية، واستخدمت أغلبها الانحدار المتعدد و التدريجي، و بالتالي اعتمادها على متوسط المتغيرات سواء التابعة أو المستقلة يجعلها ذات بُعد ساكن، بالإضافة إلى تركيزها على نسب الاستدانة دون التطرق لمختلف المصادر التمويلية.

- كما اعتمدت ثلاث دراسات أجنبية على الاستبيان، أما الدراسة الحالية فأخذت بُعداً ديناميكياً، حيث استخدمت نماذج المعادلات الآتية بالإضافة إلى أخذها في الحسبان لعامل الزمن و البعد الفردي، كما شملت دراسة العلاقة بين عدة قرارات تمويلية، فضلاً عن ذلك إختلفت متغيرات دراستنا عن معظم الدراسات السابقة المحلية و بعض الدراسات الأجنبية.

خلاصة الفصل :

من خلال ما تم التعرض له في هذا الفصل، خلصنا إلى وجود عدد مُعتَبَر من الدراسات في الموضوع، ساهمت في توجيهنا لإجراء دراستنا.

حيث حاولت بعض الدراسات اختبار نظرية التمويل الرتبي، ومن خلالها ظهرت لنا متغيرة عجز التمويل الداخلي كأهم مُحدِّد، والتي ينبغي أن تأخذ في الاعتبار عند بناء نماذج مفسّرة لقرارات تمويل المؤسسات.

فمحاولة كل من الباحثين Ydriss Ziane سنة 2000 و Asma TRABELSI سنة 2006 دراسة العلاقة بين الديون المالية والديون التجارية، و دراسة Angrid BELLETTRE سنة 2010 لعلاقة الديون المالية بالحسابات الجارية للشركاء، قدمت نتائج سارية فقط على العينة المدروسة والإطار الزماني والمكاني لدراساتهم، وهو ما دفعنا إلى التحقق من هذه النتائج في بيئة و مدةٍ زمنيةٍ مُغايرتين، و إبراز العلاقة بين قرارات تمويلية أخرى لم يدرجها هؤلاء الباحثون، مع تضمين متغيرات محددة لقرارات تمويل المؤسسات محل دراستنا.

وسنبين في الفصل الموالي مميزات عينة المؤسسات محل الدراسة، ثم نستعرض الأدوات المستخدمة والمتغيرات التي سُدِّرج وطريقة حسابها.

الفصل الرابع :

الطريقة و الأدوات المستخدمة

تمهيد :

بعد تناولنا للإطار النظري لسياسات تمويل المؤسسات واستعراض الدراسات السابقة للموضوع والتي ساهمت في توجيهنا نحو الأدوات التحليلية المناسبة لمثل هذه المواضيع وكذا الأسلوب المنهجي المستخدم، استهدفت دراستنا عينة من مؤسسات تنتمي إلى القطاع الخاص والذي أصبح يُعَوَّل عليه للتخلص من التبعية للمحروقات وتحقيق التنمية الاقتصادية.

لذلك سنحاول في هذا الفصل التعريف بعينة الدراسة وإبراز مميزات المؤسسات الخاصة بولاية غرداية ضمن المبحث الأول، ثم نتطرق إلى نماذج المعادلات الآنية المستخدمة و متغيرات الدراسة في المبحث الثاني، أما المبحث الثالث فسنعرضه للدراسة الوصفية و الارتباط بين متغيرات الدراسة.

المبحث الأول : تقديم المجتمع و عينة الدراسة

سنتناول في هذا المبحث كيفية إختيار العينة و طريقة جمع البيانات اللازمة لإجراء الدراسة، بالإضافة إلى مميزات المؤسسات محل الدراسة.

المطلب الأول : عينة الدراسة

سننتقل في هذا المطلب إلى دوافع إختيار العينة و المعايير المعتمدة في تحديد المؤسسات محل الدراسة.

الفرع الأول : دوافع إختيار العينة

يتكوّن مجتمع الدراسة من المؤسسات العاملة في ولاية غرداية، وقد استهدفت العينة مؤسسات القطاع الخاص وذلك لتواجد عدد كبير منها في هذه الولاية مقارنة بمثيلاتها في ولايات الجنوب والكبير و هذا ما يوضحه الجدول والشكل التاليين :

الجدول رقم (4-1) : تطور عدد المؤسسات الخاصة في ولايات الجنوب والجنوب الكبير

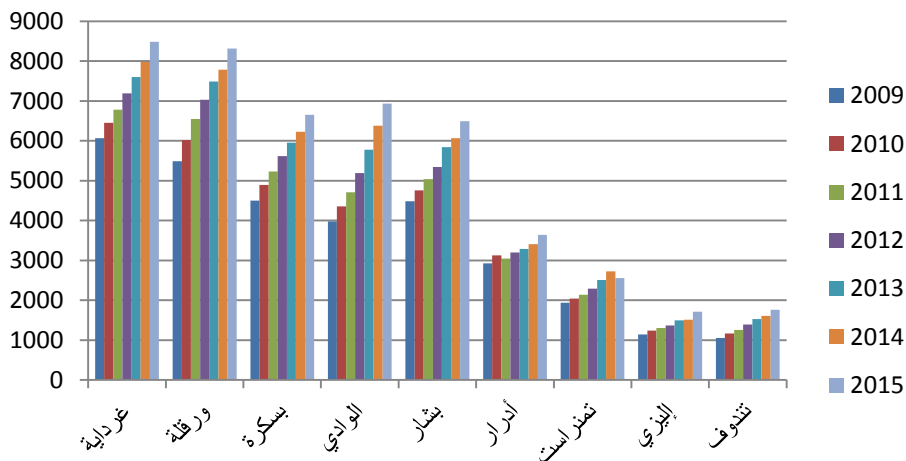
الوحدة : مؤسسة

الولاية	2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	العدد	التغير %	العدد	التغير %	العدد	التغير %	العدد	التغير %	العدد	التغير %	العدد	التغير %	العدد	التغير %
غرداية	6 066	-	6454	6,40	6 782	5,08	7 186	5,96	7 597	5,72	7 974	4,96	8 484	6,40
ورقلة	5 487	-	6020	9,71	6 549	8,79	7 027	7,30	7 489	6,57	7783	3,93	8 310	6,77
بسكرة	4 499	-	4889	8,67	5 230	6,97	5 611	7,28	5 953	6,10	6227	4,60	6 654	6,86
الوادي	3 976	-	4354	9,51	4 708	8,13	5 190	10,24	5 772	11,21	6377	10,48	6 928	8,64
بشار	4 480	-	4757	6,18	5 035	5,84	5 341	6,08	5 837	9,29	6067	3,94	6 488	6,94
أدرار	2 925	-	3123	6,77	3 048	-2,40	3 196	4,86	3 289	2,91	3403	3,47	3 639	6,94
تمنراست	1 934	-	2040	5,48	2 136	4,71	2 292	7,30	2 510	9,51	2723	8,49	2 553	-6,24
إليزي	1 144	-	1237	8,13	1 298	4,93	1 366	5,24	1 498	9,66	1513	1,00	1 708	12,89
تندوف	1 055	-	1161	10,05	1 253	7,92	1 393	11,17	1 528	9,69	1605	5,04	1 761	9,72

المصدر : من إعداد الباحثة بناء على نشرية المعلومات الاحصائية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة رقم 18 لسنة 2010، ورقم 20 لسنة 2011 و رقم 22 لسنة 2012 ورقم 26 لسنة 2014 و رقم 28 لسنة 2016 الصادرة عن وزارة الصناعة والمناجم¹.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (4-1) أن عدد المؤسسات الخاصة في تزايد مستمر من سنة لأخرى خلال الفترة الممتدة ما بين 2009-2015 في ولايات غرداية، ورقلة، بسكرة، الوادي، بشار، إليزي، تندوف ؛ أما ولاية أدرار فقد عرفت انخفاضا في عدد المؤسسات الخاصة بنسبة 2,4% وذلك في سنة 2011 وسجلت أيضا ولاية تمنراست سنة 2015 انخفاضا في عدد المؤسسات الخاصة بنسبة 6,24%.

الشكل رقم (4-1) : عدد المؤسسات الخاصة في ولايات الجنوب والجنوب الكبير خلال الفترة 2009-2015



المصدر : من إعداد الباحثة بناء على الجدول رقم (4-1) و برنامج Microsoft Office Excel

¹ - موقع وزارة الصناعة و المناجم، تاريخ الاطلاع 16/09/2016 <http://www.mipi.dz/?bulletin-de-veille-statistique>

و يتضح من خلال الشكل رقم (4-1) أن ولاية غرداية احتلت المرتبة الأولى في ولايات الجنوب والجنوب الكبير من حيث عدد المؤسسات الخاصة خلال الفترة الممتدة ما بين 2009-2015، و البالغ عددها 6 454 مؤسسة سنة 2010 بنسبة ارتفاع قدره 6,4 % مقارنة بسنة 2009، ليرتفع في سنة 2011 إلى 6 782 مؤسسة بنسبة 5,08 %، و يستمر الارتفاع في سنة 2012 ليصل إلى 7 186 مؤسسة أي بنسبة 5,96 % مقارنة بالسنة السابقة، ويتواصل ارتفاع عدد المؤسسات الخاصة إلى أن يصل إلى 7 597 مؤسسة في سنة 2013 أي بنسبة ارتفاع قدرها 5,72 % مقارنة بالسنة السابقة، أما في سنة 2014 فقد ارتفع عدد المؤسسات الخاصة إلى 7 974 مؤسسة بنسبة 4,96 % مقارنة بالسنة السابقة، ليستمر الارتفاع في سنة 2015 و يصل إلى 8 484 مؤسسة أي بنسبة 6,4 % مقارنة بالسنة السابقة.

وللإشارة قد يعود تفوق ولاية غرداية على ولايات الجنوب والجنوب الكبير من حيث عدد المؤسسات الخاصة إلى عدم تصريح بعض المؤسسات بنشاطها في هذه الولايات.

و بعد أن بيّنا مبرر اختيارنا للمؤسسات محل الدراسة، سنوضح كيفية تحديد عينة دراستنا.

الفرع الثاني : معايير تحديد عينة الدراسة

شمل مجتمع دراستنا 8 484 مؤسسة خاصة تنشط بولاية غرداية في سنة 2015، وبعد اتصالات عديدة بالمركز الوطني للسجل التجاري بالجزائر العاصمة، تم الحصول على القوائم المالية لـ 3399 مؤسسة من ميزانيات وجداول حسابات النتيجة، خلال الفترة الممتدة ما بين 2008-2014 ، حيث قمنا باستبعاد المؤسسات التي :

- لم تتوفر قوائمها المالية بشكل متتالي (متتابع) طيلة فترة الدراسة؛
- رأس مالها أو ديونها أو أصولها الثابتة أو مخزوناتا سالبة؛
- يكون مجموع أصولها و خصومها أو رقم أعمالها سالب أو معدوم؛
- رأس مالها العامل FR المحسوب من أعلى الميزانية و أسفلها يفوق 1 %؛
- لا تتوفر عنها معلومات كافية لحساب متغيرات الدراسة الأساسية.

و بمراعاة هذه المعايير تم اختيار 50 مؤسسة مستوفاة للشروط السابقة و التي تندرج ضمن القطاع الخاص، حيث اعتمدنا على دراسة Ingrid BELLETTRE لتحديد هذه المعايير، والتي تمكننا من قياس متغيرات الدراسة.

المطلب الثاني : مميزات القطاع الخاص بولاية غرداية

يتميز القطاع الخاص الجزائري عموما و القطاع الخاص بولاية غرداية تحديدا بما يلي :

- يغلب على المؤسسات الخاصة الطابع العائلي، أين تعود ملكية المؤسسة لرب العائلة ثم الأبناء ثم الأقارب وبالتالي تبقى الملكية محدودة في الإطار العائلي¹ و هذا ما يبينه الجدول التالي :

الجدول رقم (4-2) : توزيع المؤسسات الخاصة محل الدراسة حسب ملكية المسير

الملكية	عدد المؤسسات	%
المسير المساهم	42	84
المسير غير المساهم	8	16
المجموع	50	100

المصدر : من إعداد الباحثة بناء على بيانات الدراسة وموقع ALGERIA GLOBAL MARKETS تاريخ الاطلاع 2016/09/20، <https://www.agm.net/companies>

يتضح من الجدول أعلاه أن نسبة تسيير المؤسسات الخاصة محل الدراسة من قبل مالكيها كبيرة، حيث بلغت 84% من إجمالي المؤسسات محل الدراسة و هذا ما يؤكد أن الملكية العائلية تؤثر على نمط تسيير هذه المؤسسات، بحيث غالبا ما يكون المحاسب هو الشخص الوحيد الأجنبي عن العائلة.

- غالبية مؤسسات القطاع الخاص هي عبارة عن مؤسسات صغيرة و متوسطة²؛

- تختلف طبيعة التسيير وفقا للشكل القانوني للمؤسسة و الذي يختلف عن الشركة ذات المسؤولية المحدودة SARL إلى شركات التضامن SNC و المؤسسات ذات الأسهم SPA، و يمكن توضيح الشكل القانوني للمؤسسات الخاصة بولاية غرداية في الجدول التالي :

الجدول رقم (4-3) : توزيع المؤسسات الخاصة محل الدراسة حسب الشكل القانوني

الشكل القانوني	عدد المؤسسات	%
الشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL	35	70
شركات التضامن SNC	5	10
المؤسسة ذات الشخص الوحيد و ذات المسؤولية المحدودة EURL	9	18
شركات المساهمة SPA	1	2
المجموع	50	100

المصدر : من إعداد الباحثة بناء على بيانات الدراسة

¹ - إكرام مياسي، الاندماج في الاقتصاد العالمي و انعكاساته على القطاع الخاص في الجزائر، دار هومو للطباعة و النشر و التوزيع، الجزائر، 2012، ص 106.

² - المرجع السابق، ص 145.

نلاحظ من الجدول رقم (4-3) أن الشكل القانوني للشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL أخذ أهمية خاصة ويعرف انتشاراً واسعاً، إذ أن 70% من المؤسسات الخاصة العاملة بولاية غرداية اختارت هذا الشكل، تلاه الشكل القانوني للشركات الشخصية ذات المسؤولية المحدودة EURL بنسبة 18% من مجموع المؤسسات الخاصة، أما الشكل القانوني لشركات التضامن SNC فبلغت نسبته 10% من مجموع المؤسسات الخاصة، في حين شكلت الشركات ذات الأسهم SPA نسبة 2%. و يفسر لجوء المؤسسات الخاصة إلى الشكل القانوني للمؤسسة ذات المسؤولية المحدودة والذي يهيمن على عينة الدراسة بكونها سهلة الإنشاء وتسمح باشتراك رؤوس الأموال من مصادر مختلفة أو عائلية بالدرجة الأولى بالنسبة للمؤسسات الجزائرية ؛ بينما يقل اللجوء إلى شكل المؤسسات ذات الأسهم نظراً لكثرة المؤسسين والذين يُقدِّرون بسبعة مساهمين على الأقل حيث لا تسمح المؤسسات الخاصة ذات الطابع العائلي بقبول إشراك رؤوس الأموال قادمة من خارج المؤسسة¹. كما أن نظام اتخاذ القرار يقوم على استشارة العائلة حتى خارج المؤسسة ويبقى مصدر تمويل المؤسسات عائلي بالنسبة لعدد كبير منها، ويمكن توضيح ذلك في الجدولين التاليين :

الجدول رقم (4-4) : مصادر تمويل المؤسسات الخاصة بولاية غرداية خلال الفترة 2008-2014

الوحدة : دج

السنوات	مجموع الأموال الخاصة	الديون الأخرى	ديون الموردون	ديون مالية قصيرة الأجل	ديون مالية طويلة الأجل	مجموع الديون (متضمنة لديون الضرائب)
2008	1 017 981 322,96	598 608 426,88	404 490 122,25	12 676 826,26	142 620 577,03	1 440 627 243,08
2009	1 188 221 737,60	800 931 981,24	547 851 979,54	9 356 300,94	154 238 567,05	1 643 052 373,97
2010	1 420 737 864,74	863 831 114,17	649 713 904,02	225 665 160,64	171 842 060,45	2 018 727 581,98
2011	1 621 712 613,50	886 833 306,93	765 208 358,43	291 776 709,22	225 738 112,88	2 274 126 116,20
2012	1 816 614 660,18	928 380 866,72	1 038 271 420,67	290 327 812,12	181 425 346,08	2 562 008 832,23
2013	2 033 995 986,04	888 326 844,31	602 272 377,29	56 445 386,48	521 794 104,36	2 228 128 287,82
2014	2 166 940 828,94	1 128 562 229,62	552 863 108,81	51 632 105,95	627 287 636,36	2 544 000 139,29

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الدراسة

الجدول رقم (4-5) : نسب تطور مصادر تمويل المؤسسات الخاصة بولاية غرداية

السنوات	مجموع خصوم الميزانية	نسبة الأموال الخاصة إلى مجموع خصوم الميزانية %	نسبة الديون الأخرى إلى مجموع خصوم الميزانية %	نسبة ديون الموردون إلى مجموع خصوم الميزانية %	نسبة الديون المالية قصيرة الأجل إلى مجموع خصوم الميزانية %	نسبة الديون المالية طويلة الأجل إلى مجموع خصوم الميزانية %
2008	2 458 608 566,04	41,40	24,35	16,45	0,52	5,80
2009	2 831 274 111,57	41,97	28,29	19,35	0,33	5,45
2010	3 439 465 446,72	41,31	25,12	18,89	6,56	5,00
2011	3 895 838 729,70	41,63	22,76	19,64	7,49	5,79
2012	4 378 623 492,41	41,49	21,20	23,71	6,63	4,14
2013	4 262 124 273,86	47,72	20,84	14,13	1,32	12,24
2014	4 710 940 968,23	46,00	23,96	11,74	1,10	13,32

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الدراسة و الجدول رقم (4-4)

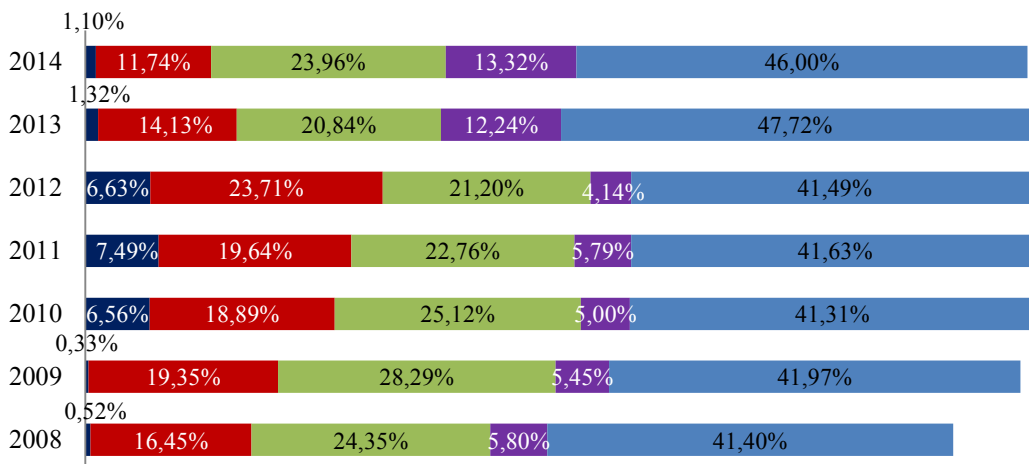
¹ - المرجع السابق، ص 107-108.

يتضح من الجدول رقم (4-5) أن نسبة الأموال الخاصة إلى مجموع خصوم الميزانية مستقرة تقريبا عند حوالي 41% من سنة 2008 إلى سنة 2012، لترتفع سنة 2013 إلى 47,72%، أما في سنة 2014 فقد سجلت انخفاضاً حيث وصلت إلى 46%. و فيما يتعلق بالديون الأخرى، فقد بلغت سنة 2008 نسبة 24,35% من مجموع خصوم الميزانية لترتفع إلى 28,29% سنة 2009، أما في سنة 2010 فقد عرفت انخفاضا أبن وصلت إلى 25,12%، لتستمر بالانخفاض إلى أن تصل إلى 20,84% في سنة 2013، ثم تعاود الارتفاع لتصل إلى 23,96% سنة 2014. أما عن ديون الموردين، فقد شهدت تذبذبا خلال فترة الدراسة، حيث كانت سنة 2008 بواقع 16,45% من مجموع خصوم الميزانية لترتفع سنة 2009 إلى 19,35%، ثم تنخفض بشكل طفيف سنة 2010 إلى 18,89% و تعاود الارتفاع إلى 19,64% سنة 2011، وتستمر فيه إلى أن تصل 23,71% سنة 2012، أما في سنة 2013 فقد عرفت انخفاضا وصل إلى 14,13%، لتستمر فيه إلى أن تصل سنة 2014 إلى 11,74%.

وفيمما يتعلق بالديون المالية قصيرة الأجل فقد شهدت نسبتها من مجموع خصوم الميزانية ما مقداره 0,52% سنة 2008 لتتنخفض بشكل طفيف سنة 2009 إلى 0,33%، أما في سنة 2010 فشهدت ارتفاعا لتصل إلى 6,56% و تستمر في الارتفاع لتبلغ 7,49% في سنة 2011، و تعاود الانخفاض لتصل إلى 6,63% في سنة 2012 و إلى 1,32% سنة 2013، لتستمر في الانخفاض و تصل إلى 1,10% في سنة 2014. أما عن نسبة الديون المالية طويلة الأجل إلى مجموع خصوم الميزانية فقد كانت مستقرة تقريبا عند حوالي 5% من سنة 2008 إلى 2011، لتتنخفض بشكل طفيف إلى 4,14% في سنة 2012 و ابتداءً من سنة 2013 بدأت هذه النسبة في الارتفاع لتصل إلى 12,24%، لتستمر في الارتفاع سنة 2014 و تصل إلى 13,32%.

الشكل رقم 4-2: تطور مصادر تمويل المؤسسات الخاصة بولاية غرداية خلال الفترة 2008-2014

■ نسبة الأموال الخاصة ■ نسبة الديون المالية طويلة الأجل ■ نسبة الديون الأخرى ■ نسبة ديون الموردين ■ نسبة الديون المالية قصيرة الأجل



المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الدراسة و برنامج Microsoft Office

يتضح من الشكل رقم (4-2) أن نسبة الأموال الخاصة من مجموع خصوم الميزانية تشكل أكبر نسبة مقارنة بالمصادر التمويلية الأخرى، تليها نسبة الديون الأخرى في الرتبة الثانية و ذلك في سنوات 2008 و 2009 و 2010 و 2011 و 2013 و 2014، ثم نسبة ديون الموردين في المرتبة الثالثة في كل السنوات من حيث نسبة الاعتماد عليها ما عدا سنة 2012 التي احتلت فيها المرتبة الثانية ضمن خصوم المؤسسات الخاصة.

كما نلاحظ أن نسبة الديون المالية قصيرة الأجل فاقت نسبة الديون المالية طويلة الأجل في سنوات 2010 و 2011 و 2012، و ابتداءً من سنة 2013 سجلت هذه الأخيرة ارتفاعاً حيث وصلت إلى أقصى حد لها في سنة 2014.

المبحث الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة

يعد البحث عن أداة القياس المناسبة أكبر عقبة، قد تعترض الباحث عند إجراء دراسة ميدانية لتحليل الظاهرة المدروسة و الوقوف على العوامل المتحكِّمة فيها، و لا تكمن الصعوبة عند هذا الحد، بل يضطر الباحث إلى تبرير المنهج المستخدم في الدراسة وبناء أداة القياس وما يتضمنه من تكميم أو تكييف للظاهرة في شكل متغيرات قابلة للقياس، وكذا إثبات دقة وصدق هذه المتغيرات والبرهنة على قدرتها وشموليتها في تفسير الظاهرة. سنحاول في هذا المبحث التعريف بالنماذج المستخدمة و متغيرات الدراسة.

المطلب الأول : تعريف نماذج المعادلات الآنية

للإجابة على إشكالية الدراسة استخدمنا نموذج المعادلات الآنية *Modèle à équations simultanées*، حيث تعد المعادلات الآنية ضرورية في بعض الحالات أين تكون المتغيرات متفاعلة فيما بينها¹، كما اقترح كل من *Jalilvand et Harris* سنة 1984 و *Jensen, Solberg et Zorn* سنة 1992 أنه يتوجب استخدام نموذج المعادلات الآنية للوصف الكامل وبالشكل المثالي لاختيارات تمويل المؤسسات²، إذ يرى الباحثون *Jensen, Solberg et Zorn* أن إطار المعادلات الآنية هو الأداة الطبيعية لتحديد آثار القرارات المترابطة³. و قبل التطرق إلى نماذجنا المستخدمة سنبين الشكل العام لنموذج المعادلات الآنية و طرق تقديره.

¹ - Zane Swanson, Bin Srinidhi, Ananth Seetharaman, **The capital structure paradigm : evolution of debt/equity choices**, Praeger Publishers, LONDON, 2003, P. 142 (بتصرف).

² - Cécile Carpentier, choix de financement et ratio cible : le cas français, **l'actualité économique**, vol 76, N=° 3, 2000 , P. 373.

³ - Gerald R. Jensen, Donald R Solberg, and Thomas S. Zorn, Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 27, No. 2 (Jun., 1992), P. 247.

الفرع الأول : عرض نموذج المعادلات الآنية

1- تعريف نظام المعادلات الآنية :

نظام المعادلات الآنية يسمى بنظام المعادلات المتعددة، و الذي يترجم مباشرة العلاقات بين المتغيرات، بنظام المعادلات الهيكلية، و يكتب نموذج المعادلات الآنية كما يلي:

$$\begin{cases} y_{1t} = \alpha_0 + \alpha_1 y_{2t} + \alpha_2 x_{1t} + \alpha_3 x_{2t} + \varepsilon_{1,t} \dots (4-1) \\ y_{2t} = \beta_0 + \beta_1 y_{1t} + \beta_2 x_{1t} + \beta_3 x_{2t} + \varepsilon_{2,t} \dots (4-2) \end{cases}$$

حيث تسمى كل من y_{1t} و y_{2t} بمتغيرات داخلية، أما المتغيرات x_{1t} و x_{2t} بمتغيرات خارجية (و هي المتغيرات التي لا تحدد آنيا. و تعد أيضا المتغيرات المتباطئة للمتغير الداخلي محددة مسبقا أي خارج النظام لمعادلات محددة)¹.

2- التمييز و طرق تقدير نظام المعادلات الآنية :

تجدر الإشارة إلى أن تطبيق طريقة المربعات الصغرى OLS* على المعادلات الآنية يجعل المقدرات متحيزة²، بسبب ارتباط الخطأ العشوائي خطيا مع المتغيرات الداخلية³ في النموذج⁴، و لتجنب هذا التحيز يتم استخدام طرق أخرى تحدها حالة التمييز أو التعريف لكل معادلة⁵ في نظام المعادلات الآنية و تسمى أيضا حالة التمييز بمشكلة التمييز أو التعريف the identification problem، إذ تكمن هذه المشكلة في إمكانية أو عدم إمكانية حساب المعالم الهيكلية لنموذج المعادلات الآنية، انطلاقا من معلم النموذج المختزل. ولتوضيح ذلك نورد الهيكل العام لنموذج خطي متكوّن من m معادلة هيكلية، بحيث كل معادلة تحتوي على m متغير داخلي و k متغير محدد مسبقا و متغيرات الحد العشوائي الموزعة توزيعا طبيعيا، إذ يمكن كتابة النموذج رياضيا كما يلي:

$$b_{1,1}y_{1t} + b_{1,2}y_{2t} + \dots + b_{1,m}y_{mt} + c_{1,1}x_{1t} + c_{1,2}x_{2t} + \dots + c_{1,k}x_{kt} = \varepsilon_{1,t} \dots (4-3)$$

$$b_{2,1}y_{1t} + b_{2,2}y_{2t} + \dots + b_{2,m}y_{mt} + c_{2,1}x_{1t} + c_{2,2}x_{2t} + \dots + c_{2,k}x_{kt} = \varepsilon_{2,t} \dots (4-4)$$

$$\dots$$

$$b_{m,1}y_{1t} + b_{m,2}y_{2t} + \dots + b_{m,m}y_{mt} + c_{m,1}x_{1t} + c_{m,2}x_{2t} + \dots + c_{m,k}x_{kt} = \varepsilon_{m,t} \dots (4-5)$$

و بشكله المصفوفي:

¹ - محمد شبيخي، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 164-165.

* - Ordinary Least Squares.

² - يسمى هذا التحيز بالتحيز الآني.

³ - و ذلك لدخول المتغير التابع في المعادلة كمتغير مفسّر.

⁴ - المرجع السابق، ص 167.

⁵ - مزاحم محمد يحيى، محمود حمدون عبد الله، استخدام طريقتي (2SLS) و (3SLS) في تقدير منظومة المعادلات الآنية للأسعار العالمية للحيوب للفترة 1961-2002، تنمية الرفادين، العدد 93، مجلد 31، كلية الإدارة والاقتصاد-جامعة الموصل، العراق، 2009، ص 328 (بتصرف).

$$\begin{pmatrix} b_{1,1} & b_{1,2} & \dots & b_{1,m} \\ b_{2,1} & b_{2,2} & \dots & b_{2,m} \\ \dots & \dots & \dots & \dots \\ b_{m,1} & b_{m,2} & \dots & b_{m,m} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} y_{1t} \\ y_{2t} \\ \dots \\ y_{mt} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} c_{1,1} & c_{1,2} & \dots & c_{1,k} \\ c_{2,1} & c_{2,2} & \dots & c_{2,k} \\ \dots & \dots & \dots & \dots \\ c_{m,1} & c_{m,2} & \dots & c_{m,k} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} x_{1t} \\ x_{2t} \\ \dots \\ x_{kt} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \varepsilon_{1,t} \\ \varepsilon_{2,t} \\ \dots \\ \varepsilon_{m,t} \end{pmatrix} \dots (4 - 6)$$

أي:

$$\begin{matrix} B & Y \\ (m, m) & (m, 1) \end{matrix} + \begin{matrix} C & X \\ (m, k) & (k, 1) \end{matrix} = \begin{matrix} \varepsilon \\ (m, 1) \end{matrix} \dots (4 - 7)$$

في كل معادلة هناك بعض المعاملات معدومة و المتغير الذي معاملها يساوي الواحد يعتبر المتغير التابع. فإذا كانت المصفوفة B مُعرّفة، فإنه يمكن الانتقال من الشكل الهيكلية إلى الشكل المختزل و ذلك بكتابة الشعاع Y بدلالة الشعاع X، حيث:

$$Y = -B^{-1}CX + B^{-1}\varepsilon \dots (4 - 8)$$

فبالرغم من بساطة هذه الصيغة الرياضية، إلا أن جانب هذا الشكل التطبيقي معقد نوعا ما، فمعرفة $m \times k$ عنصر للمصفوفة $B^{-1}C$ لا يسمح بتحديد المصفوفة B التي تحتوي على $m \times m$ عنصر، وهذا فضلا عن المصفوفة C المكونة من $m \times k$ عنصر، ففي حالة وجود $m \times k$ معادلة لـ $(m \times m) + (m \times k)$ مجهول، يستحيل إيجاد حلول ممكنة بدون قيود إضافية و هذا ما يتعلق بمشكل التعريف أو التمييز، بحيث لا يمكن تطبيق طريقة تقدير مناسبة على المعادلات، إلا إذا كانت هذه الأخيرة مُعرّفة، فإذا كانت تلك المعادلات مُعرّفة، فإنه يمكن تقدير معالم الشكل الهيكلية. أما إذا كانت المعادلة غير مميزة (مُعرّفة)، فإن ذلك يعني أنه لا يمكن تقدير المعالم الهيكلية لنماذج المعادلات الهيكلية انطلاقا من معالم الصيغة المختزلة¹.

2-1- شروط التمييز:

توجد ثلاث حالات للتمييز (التعريف) معادلة بمعادلة:

- المعادلة ناقصة التعريف Under-Identified، فإذا كان عدد المتغيرات الخارجية يتجاوز عدد المتغيرات الداخلية داخل المعادلة مطروحا منه واحد، فالحل في النظام الهيكلية مستحيل، وبالتالي إذا كان النموذج ناقص التعريف فليس هناك إمكانية لتقدير معالم النموذج. و عليه ينبغي إعادة النمذجة.
- تكون المعادلة معرفة تماما Exactly-Identified، إذا كان عدد المتغيرات الخارجية فيها مساويا لعدد المتغيرات الداخلية مطروحا منه واحد، و يتم استخدام طريقة المربعات الصغرى غير المباشرة أو طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين².

¹ - شخحي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 166-167.

² - تجدر الإشارة إلى أن التقدير بطريقة المربعات الصغرى غير المباشرة نادر الاستخدام، بسبب صعوبة تحديد الشكل المختزل في النماذج الهامة les modèles importants، لذا يتم تفضيل مُقدّر طريقة المربعات الصغرى المضاعفة (على مرحلتين) لكونها أكثر بساطة و تعطي نفس نتائج طريقة المربعات الصغرى غير المباشرة بالنسبة للمعادلات المعرفة تماما. أنظر :

– تكون المعادلة زائدة التعريف Over-Identified إذا كان عدد المتغيرات الخارجية فيها يقل عن عدد المتغيرات الداخلية في المعادلة مطروحا منه واحد، وفي هذه الحالة لا يتم تطبيق إلا طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS* (DMC).

و لدراسة شروط التمييز (التعريف) توجد قاعدة سهلة لمعرفة حالة التعريف :

2-1-1-1- شروط الترتيب: و المتمثلة في :

عندما تكون القيود¹ ممثلة في قيود الإقصاء فقط، تكون الشروط الضرورية كالاتي :

$$\bullet m - m' + k - k' < m - 1 \text{ : المعادلة ناقصة التعريف}$$

$$\bullet m - m' + k - k' = m - 1 \text{ : المعادلة معرفة تماما}$$

$$\bullet m - m' + k - k' > m - 1 \text{ : المعادلة زائدة التعريف}$$

و عندما يكون لدينا r قيد متعلق بقيود المعالم، تصبح الشروط كالاتي :

$$\bullet m - m' + k - k' + r < m - 1 \text{ : المعادلة ناقصة التعريف}$$

$$\bullet m - m' + k - k' + r = m - 1 \text{ : المعادلة معرفة تماما}$$

$$\bullet m - m' + k - k' + r > m - 1 \text{ : المعادلة زائدة التعريف}$$

حيث :

m : عدد المتغيرات الداخلية في النموذج (أو أيضا عدد المعادلات)؛

k : عدد المتغيرات الخارجية في النموذج؛

m' : عدد المتغيرات الداخلية التي تظهر في معادلة ما؛

k' : عدد المتغيرات الخارجية التي تظهر في معادلة ما؛

تعد هذه الشروط ضرورية لكنها ليست كافية، أما الشروط الكافية فتسمى بشروط الرتبة غير أنه ما يميّز هذه الأخيرة هو صعوبة التحقق منها تطبيقيا من قبل الإحصائي.

2-1-2- شروط الرتبة:

ليكن النموذج على الشكل المصفوفي الموضح في العلاقة (4-7) ولتكن المصفوفة P حيث $P = [BC]$ ذات البعد $(m, m+k)$ ، ولتكن ϕ_i مصفوفة القيود المتعلقة بالمعادلة i ، حيث $P_i \phi_i = 0$ و i يمثل رقم السطر i للمصفوفة P و h يمثل العمود رقم h للمصفوفة ϕ_i و $\mu_i = \text{rang}[P_i \phi_i]$ تمثل رتبة المصفوفة $P_i \phi_i$ و m عدد المتغيرات الداخلية في النموذج، بحيث يكون شرط الرتبة كما يلي²:

* Two-stage least squares وتسمى بالفرنسية Doubles Moindres Carrés (DMC).

¹ - يوجد نوعين من القيود على المعاملات، هما قيود الإقصاء و القيود الخطية، بالنسبة لقيود الإقصاء عندما نعتبر كل مرة معامل المتغير الداخلي أو الخارجي معدم، أي عندما لا تظهر هذه المتغيرات في المعادلة الهيكلية. أما القيود الخطية فيتعلق الأمر بوجود قيود على المعالم أي بعض المتغيرات قد تشترك في معامل واحد، أنظر : شيخي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 168.

² - المرجع السابق، ص 169.

- $\mu_i < m-1$: المعادلة ناقصة التعريف؛
- $\mu_i = m-1$: المعادلة معرفة تماما؛
- $\mu_i > m-1$: المعادلة زائدة التعريف.

2-2-طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS:

تعد هذه الطريقة الأكثر استخداما في المجال التطبيقي، تطبق على كل من النماذج المعرّفة تماما أو زائدة التعريف¹ Sur-Identifiable و تسمح هذه الطريقة بإيجاد متغير يتميز بكونه مساويا في القيمة للمتغير الداخلي و لا يكون مرتبطا مع الخطأ العشوائي، يسمى هذا المتغير بالمتغير الأداة Instrumental variable. يخل محل المتغير الداخلي، بحيث لا توجد سببية بين المتغير الأداة و أي من المتغيرات الداخلية، فاستخدام المتغير الأداة يجنب النموذج مشكلة عدم تحقق فرضيات OLS، و لإيجاد ذلك المتغير يتم استخدام طريقة 2SLS، كما يلي:

ليكن النموذج المتكون من m متغير داخلي و k متغير خارجي و متغيرات الحد العشوائي الموزعة توزيعا طبيعيا والموضح في العلاقات (4-3)، (4-4)، (4-5)؛ إذ يتم في المرحلة الأولى إجراء انحدار لكل متغير داخلي على جميع المتغيرات الخارجية الموجودة في النموذج الهيكلي أي انحدار الصورة المختزلة :

$$\begin{cases} y_{1t} = \alpha_{11} x_{1t} + \alpha_{12} x_{2t} + \dots + \alpha_{1k} x_{kt} + \mu_{1t} \dots \dots (4-9) \\ y_{2t} = \alpha_{21} x_{1t} + \alpha_{22} x_{2t} + \dots + \alpha_{2k} x_{kt} + \mu_{2t} \dots \dots (4-10) \\ \dots \\ y_{mt} = \alpha_{m1} x_{1t} + \alpha_{m2} x_{2t} + \dots + \alpha_{mk} x_{kt} + \mu_{mt} \dots (4-11) \end{cases}$$

و الذي يقود إلى قيم مقدرة للمتغيرات الداخلية $\hat{y}_{1t}, \hat{y}_{2t}, \dots, \hat{y}_{mt}$ و في المرحلة الثانية، يتم استبدال المتغيرات الداخلية على يمين المعادلة الهيكلية بالقيم المقدرة و يعني ذلك استخدام القيم المقدرة (وتسمى متغير أداة) بدلا عن القيم الحقيقية لتلك المتغيرات عند إجراء الانحدار² و من ثم يتم تقدير المعادلات³ التالية⁴ باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية :

$$y_{1t} = b_{1,2}\hat{y}_{2t} + \dots + b_{1,m}\hat{y}_{mt} + c_{1,1}x_{1t} + c_{1,2}x_{2t} + \dots + c_{1,k}x_{kt} + \varepsilon_{1,t} \dots (4-12)$$

$$y_{2t} = b_{2,1}\hat{y}_{1t} + \dots + b_{2,m}\hat{y}_{mt} + c_{2,1}x_{1t} + c_{2,2}x_{2t} + \dots + c_{2,k}x_{kt} + \varepsilon_{2,t} \dots (4-13)$$

...

$$y_{mt} = b_{m,1}\hat{y}_{1t} + b_{m,2}\hat{y}_{2t} + \dots + c_{m,1}x_{1t} + c_{m,2}x_{2t} + \dots + c_{m,k}x_{kt} + \varepsilon_{m,t} \dots (4-14)$$

فالمتغير التابع يبقى هو المتغير الداخلي الأصلي، لكن التغيير تم في المتغيرات الداخلية الموجودة في الجانب الأيمن من المعادلة الهيكلية.

¹ - Idem.

² - المرجع السابق، ص 173-174.

³ - تم تغيير ترميز المعاملات للحفاظ على نفس المعاملات المستخدمة في العلاقات السابقة ضمن النموذج الهيكلي.

⁴ - Ibid., P. 222. (بتصرف)

و تجدر الإشارة إلى أن مقدرات 2SLS تتميز بأنها متسقة و لكن تظل متحيزة في العينات الصغيرة، فكلما كبر حجم العينة كلما كانت هذه المقدرات غير متحيزة¹. و في حالة وجود ارتباط بين الأخطاء و/أو عدم تجانس تباين الأخطاء، تكون الطريقة الملاءمة هي طريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل (ثلاثية)² Triple moindres carrés 3SLS و التي تشتمل على التقدير بطريقة المربعات الصغرى المضاعفة ثم حساب مقدرات طريقة المربعات الصغرى المعممة³.

2-2-1-إختبار Breusch-Pagan :

قام الباحثان في سنة 1979 ببناء اختبارهما على مضاعف لاغرانج، ففي ظل فرضية العدم : أي وجود تجانس

$$H_0: \sigma_i^2 = \sigma^2 f(\alpha_0 + \alpha' z_i) \text{ Homoscedasticité (ثبات) التباين}$$

إذ يمثل z_i شعاع المتغيرات المستقلة k ، و يكون النموذج متجانس إذا كان $\alpha = 0$ و يمكن حساب الاختبار كما يلي :

$$LM = \frac{1}{2} [g'z(z'z)^{-1}z'g] \dots (4 - 15)$$

$$g_i = \frac{e_i^2}{e'e} - 1 \dots (4 - 16)$$

حيث يتم حساب g_i باستخدام مربعات بواقي المربعات الصغرى.

ففي ظل فرضية العدم لتجانس (ثبات) التباين، تتبع احصائية مضاعف لاغرانج LM توزيع كاي تربيع بدرجة حرية مساوية لعدد المتغيرات في z_i ، فإذا كان $LM > \chi_{0,05}^2(k)$ نقبل الفرضية H_1 و نرفض H_0 وبالتالي عدم وجود ثبات التباين⁴ أي وجود اختلاف في تباين الأخطاء.

و يمكن الإستناد إلى القيمة الإحتمالية PV لاختبار Breusch-Pagan، فإذا كانت أقل من نسبة المعنوية 5 %، نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة و عليه يوجد اختلاف في تباين الأخطاء، فكما أشرنا سابقا إلى أنه في حالة وجود عدم تجانس (تباين) الأخطاء في طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS (المضاعفة DMC)، فإن الطريقة الملاءمة في تقدير المعادلات الآنية هي طريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل 3SLS و التي يتم بها تحسين مُقدر طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين 2SLS، بإضافة مرحلة لهذه الأخيرة تعود إلى ما يسمى بـ MC2 hétéroscédastique⁵.

¹ - المرجع السابق، ص 175.

² - للإطلاع على طريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل، يمكن الرجوع إلى :

- Jeffrey M. Wooldridge, **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, 2002, P.194-230.

³ - Régie BOURBONNAIS, Op.Cit., p. 222 .

⁴ - William GREENE, **Econométrie**, traduction de Dider SCHLACTHER, théohile Azomaihou, Stéphanie MONJON, Phu Nguyen, 5ème édition, Pearson Education, 2005 , P. 216-217 (بتصرف).

⁵ - Ibid., P. 387 (بتصرف).

2-2-2- إختبار Sargan-Hansen :

يسمح بإختبار صلاحية (جودة) Validité المتغيرات المساعدة Intruments، ففي ظل فرضية العدم لإختبار زائد التعريف Sur-identification تكون المتغيرات الأداة صالحة¹ و غير مرتبطة بالخطأ العشوائي².

تسمى إحصائية هذا الإختبار بإحصائية Hansen زائدة التعريف أو بإحصائية J ل Hansen³

$$J_n = J_n(\hat{\beta}) \xrightarrow{d} \chi_{l-k}^2$$

يتبع هذا الإختبار توزيع كاي تربيع عند درجة حرية (1-k)⁴، حيث يمثل l عدد المتغيرات المساعدة Instruments و k عدد المتغيرات⁵ الخارجية. فإذا كانت إحصائية J تفوق القيمة الحرجة لتوزيع كاي تربيع فالنموذج مرفوض⁶. كما يمكن الاعتماد على القيمة الاحتمالية لإحصائية Sargan-Hansen، فإذا كانت هذه القيمة الاحتمالية أكبر من 5 %، فالمتغيرات المساعدة Instruments صالحة و النموذج مُعرّف⁷ وبالتالي وبالتالي نقبل الفرضية H₀، و العكس صحيح.

الفرع الثاني : نماذج المعادلات الآنية المستخدمة

1- العلاقة بين الرفع في رأس المال و مختلف أنواع الديون :

1-1- العلاقة بين الرفع في رأس المال والديون المالية قصيرة الأجل نظام المعادلتين الآتيتين الأول S₁:

$$S_1 \left\{ \begin{array}{l} AUC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta DFCTA_{it} + \alpha_2 AUC_{it-1} + \alpha_3 DEFTA_{it-1} + \alpha_4 RF_{it} + \alpha_5 Taille_{it} + \alpha_6 TCA_{it} \\ \quad + \alpha_7 LnAge_{it} + \alpha_8 SARL_{it} + \alpha_9 SNC_{it} + \alpha_{10} EURL_{it} + \alpha_{11} COM_{it} + \alpha_{12} ICHIP_{it} \\ \quad + \alpha_{13} IMACH_{it} + \alpha_{14} TPB_{it} + \alpha_{15} IAGRO_{it} + \alpha_{16} ITEX_{it} + \alpha_{17} IPAP_{it} + \alpha_{18} SERVM_{it} \\ \quad + \alpha_{19} TRANS_{it} + \alpha_{20} SANT_{it} + \alpha_{21} Détention_{it} + \alpha_{22} AN2011 + \alpha_{23} AN2012 \\ \quad + \alpha_{24} AN2013 + \alpha_{25} AN2014 + \varepsilon_{1,t} \dots (4 - 17) \\ \\ \Delta DFCTA_{it} = \beta_0 + \beta_1 AUC_{it} + \beta_2 \Delta DFCTA_{it-1} + \beta_3 DEFTA_{it-1} + \beta_4 RF_{it} + \beta_5 DRIS_{it} + \beta_6 ETR_{it} \\ \quad + \beta_7 Taille_{it} + \beta_8 TCA_{it} + \beta_9 GAR_{it} + \beta_{10} LnAge_{it} + \beta_{11} SARL_{it} + \beta_{12} SNC_{it} + \beta_{13} EURL_{it} \\ \quad + \beta_{14} COM_{it} + \beta_{15} ICHIP_{it} + \beta_{16} IMACH_{it} + \beta_{17} TPB_{it} + \beta_{18} IAGRO_{it} + \beta_{19} ITEX_{it} \\ \quad + \beta_{20} IPAP_{it} + \beta_{21} SERVM_{it} + \beta_{22} TRANS_{it} + \beta_{23} SANT_{it} + \beta_{24} Détention_{it} + \beta_{25} AN2011 \\ \quad + \beta_{26} AN2012 + \beta_{27} AN2013 + \beta_{28} AN2014 + \varepsilon_{2,t} \dots (4 - 18) \end{array} \right.$$

¹- Chiraz FEKI, Nouri CHETOUROU, Capital social et croissance économique : analyse empirique sur données de pannel, **International journal of innovation and scientific research**, vol. 2, N°.1 Jun 2014, P. 172. (بتصرف)، 10/11/2016 <http://ured-tn.com/useruploads/files/ijisr-14-113-01.pdf>

²- Jude C. EGGOH, Développement financier, Instabilité financière et Croissance économique : un réexamen de la relation, **Région et Développement**, N° 32-2010, P.19, 11/11/2016, <http://region-developpement.univ-tln.fr/fr/pdf/R32/%5B1%5D%20Eggoh.pdf>

³- Russell DAVIDSON, James G. MACKINNON, **econometric theory and methods**, 1999, P. 365.

⁴- Bruce E. HANSEN, **Econometrics**, University of Wisconsin, Etats-unis, 2016, P. 283, 11/11/2016 <http://www.ssc.wisc.edu/~bhansen/econometrics/Econometrics.pdf>

⁵- فيما يتعلق بحساب درجة الحرية لإختبار Sargan-Hansen يتطابق ترميز τ في دراسة Jude C. EGGOH مع l التي أشار إليها Bruce E. HANSEN

⁶- Idem.

⁷- Jude C. EGGOH, Op.Cit., p.19.

1-2- العلاقة بين الرفع في رأس المال و الديون الأخرى نظام المعادلتين الآتيتين الثاني S₂:

$$\begin{aligned}
 S_2 \left\{ \begin{aligned}
 AUC_{it} &= \alpha_0 + \alpha_1 \Delta AUC_{it} + \alpha_2 AUC_{it-1} + \alpha_3 DEFTA_{it-1} + \alpha_4 RF_{it} + \alpha_5 Taille_{it} + \alpha_6 TCA_{it} \\
 &+ \alpha_7 LnAge_{it} + \alpha_8 SARL_{it} + \alpha_9 SNC_{it} + \alpha_{10} EURL_{it} + \alpha_{11} COM_{it} + \alpha_{12} ICHIP_{it} \\
 &+ \alpha_{13} IMACH_{it} + \alpha_{14} TPB_{it} + \alpha_{15} IAGRO_{it} + \alpha_{16} ITEX_{it} + \alpha_{17} IPAP_{it} + \alpha_{18} SERVM_{it} \\
 &+ \alpha_{19} TRANS_{it} + \alpha_{20} SANT_{it} + \alpha_{21} Détention_{it} + \alpha_{22} AN2011 + \alpha_{23} AN2012 \\
 &+ \alpha_{24} AN2013 + \alpha_{25} AN2014 + \varepsilon_{1,it} \dots (4 - 19) \\
 \\
 \Delta AUC_{it} &= \beta_0 + \beta_1 AUC_{it} + \beta_2 DEFTA_{it-1} + \beta_3 RF_{it} + \beta_4 Taille_{it} + \beta_5 TCA_{it} + \beta_6 Dris_{it} \\
 &+ \beta_7 DAMTA_{it} + \beta_8 LnAge_{it} + \beta_9 SARL_{it} + \beta_{10} SNC_{it} + \beta_{11} EURL_{it} + \beta_{12} COM_{it} \\
 &+ \beta_{13} ICHIP_{it} + \beta_{14} IMACH_{it} + \beta_{15} TPB_{it} + \beta_{16} IAGRO_{it} + \beta_{17} ITEX_{it} + \beta_{18} IPAP_{it} \\
 &+ \beta_{19} SERVM_{it} + \beta_{20} TRANS_{it} + \beta_{21} SANT_{it} + \beta_{22} Détention_{it} + \beta_{23} AN2011 \\
 &+ \beta_{24} AN2012 + \beta_{25} AN2013 + \beta_{26} AN2014 + \varepsilon_{2,it} \dots (4 - 20)
 \end{aligned} \right.
 \end{aligned}$$

1-3- علاقة الرفع في رأس المال بالديون المالية طويلة الأجل نظام المعادلتين الآتيتين الثالث S₃ :

$$\begin{aligned}
 S_3 \left\{ \begin{aligned}
 AUC_{it} &= \alpha_0 + \alpha_1 \Delta AUC_{it} + \alpha_2 DEFTA_{it-1} + \alpha_3 RF_{it} + \alpha_4 Taille_{it} + \alpha_5 TCA_{it} + \alpha_6 LnAge_{it} \\
 &+ \alpha_7 Détention_{it} + \alpha_8 SARL_{it} + \alpha_9 SNC_{it} + \alpha_{10} EURL_{it} + \alpha_{11} COM_{it} + \alpha_{12} ICHIP_{it} \\
 &+ \alpha_{13} IMACH_{it} + \alpha_{14} TPB_{it} + \alpha_{15} IAGRO_{it} + \alpha_{16} ITEX_{it} + \alpha_{17} IPAP_{it} + \alpha_{18} SERVM_{it} \\
 &+ \alpha_{19} TRANS_{it} + \alpha_{20} SANT_{it} + \alpha_{21} AN2011 + \alpha_{22} AN2012 + \alpha_{23} AN2013 \\
 &+ \alpha_{24} AN2014 + \varepsilon_{1,it} \dots (4 - 21) \\
 \\
 \Delta AUC_{it} &= \beta_0 + \beta_1 AUC_{it} + \beta_2 \Delta AUC_{it-1} + \beta_3 DEFTA_{it} + \beta_4 RF_{it} + \beta_5 ETR_{it} + \beta_6 Taille_{it} \\
 &+ \beta_7 TCA_{it} + \beta_8 Dris_{it} + \beta_9 GAR_{it} + \beta_{10} LnAge_{it} + \beta_{11} Détention_{it} + \beta_{12} SARL_{it} \\
 &+ \beta_{13} SNC_{it} + \beta_{14} EURL_{it} + \beta_{15} COM_{it} + \beta_{16} ICHIP_{it} + \beta_{17} IMACH_{it} + \beta_{18} TPB_{it} \\
 &+ \beta_{19} IAGRO_{it} + \beta_{20} ITEX_{it} + \beta_{21} IPAP_{it} + \beta_{22} SERVM_{it} + \beta_{23} TRANS_{it} + \beta_{24} SANT_{it} \\
 &+ \beta_{25} AN2011 + \beta_{26} AN2012 + \beta_{27} AN2013 + \beta_{28} AN2014 + \varepsilon_{2,it} \dots (4 - 22)
 \end{aligned} \right.
 \end{aligned}$$

1-4- علاقة الرفع في رأس المال بديون الموردين نظام المعادلتين الآتيتين الرابع S₄ :

$$\begin{aligned}
 S_4 \left\{ \begin{aligned}
 AUC_{it} &= \alpha_0 + \alpha_1 \Delta AUC_{it} + \alpha_2 AUC_{it-1} + \alpha_3 RF_{it} + \alpha_4 DEFTA_{it-1} + \alpha_5 Taille_{it} + \alpha_6 TCA_{it} \\
 &+ \alpha_7 LnAge_{it} + \alpha_8 Détention_{it} + \alpha_9 SARL_{it} + \alpha_{10} SNC_{it} + \alpha_{11} EURL_{it} + \alpha_{12} COM_{it} \\
 &+ \alpha_{13} ICHIP_{it} + \alpha_{14} IMACH_{it} + \alpha_{15} TPB_{it} + \alpha_{16} IAGRO_{it} + \alpha_{17} ITEX_{it} + \alpha_{18} IPAP_{it} \\
 &+ \alpha_{19} SERVM_{it} + \alpha_{20} TRANS_{it} + \alpha_{21} SANT_{it} + \alpha_{22} AN2011 + \alpha_{23} AN2012 \\
 &+ \alpha_{24} AN2013 + \alpha_{25} AN2014 + \varepsilon_{1,it} \dots (4 - 23) \\
 \\
 \Delta AUC_{it} &= \beta_0 + \beta_1 AUC_{it} + \beta_2 \Delta AUC_{it-1} + \beta_3 DEFTA_{it-1} + \beta_4 RF_{it} + \beta_5 Dris_{it} + \beta_6 Taille_{it} \\
 &+ \beta_7 TCA_{it} + \beta_8 LnAge_{it} + \beta_9 Détention_{it} + \beta_{10} SARL_{it} + \beta_{11} SNC_{it} + \beta_{12} EURL_{it} \\
 &+ \beta_{13} COM_{it} + \beta_{14} ICHIP_{it} + \beta_{15} IMACH_{it} + \beta_{16} TPB_{it} + \beta_{17} IAGRO_{it} + \beta_{18} ITEX_{it} \\
 &+ \beta_{19} IPAP_{it} + \beta_{20} SERVM_{it} + \beta_{21} TRANS_{it} + \beta_{22} SANT_{it} + \beta_{23} AN2011 + \beta_{24} AN2012 \\
 &+ \beta_{25} AN2013 + \beta_{26} AN2014 + \varepsilon_{2,it} \dots (4 - 24)
 \end{aligned} \right.
 \end{aligned}$$

2- علاقة مختلف الديون فيما بينها :

2-1- علاقة الديون المالية قصيرة الأجل بديون الموردين نظام المعادلتين الآتيتين الخامس S₅ :

$$S5 \left\{ \begin{array}{l} \Delta DFCTA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Forta_{it} + \alpha_2 \Delta DFCTA_{it-1} + \alpha_3 DEFTA_{it-1} + \alpha_4 RF_{it} \\ + \alpha_5 Dris_{it} + \alpha_6 Taille_{it} + \alpha_7 TCA_{it} + \alpha_8 GAR_{it} + \alpha_9 DAMTA_{it} + \alpha_{10} ETR_{it} \\ + \alpha_{11} LnAge_{it} + \alpha_{12} D\acute{e}tention_{it} + \alpha_{13} SARL_{it} + \alpha_{14} SNC_{it} + \alpha_{15} EURL_{it} + \alpha_{16} COM_{it} \\ + \alpha_{17} ICHIP_{it} + \alpha_{18} IMACH_{it} + \alpha_{19} TPB_{it} + \alpha_{20} IAGRO_{it} + \alpha_{21} ITEX_{it} + \alpha_{22} IPAP_{it} \\ + \alpha_{23} SERVM_{it} + \alpha_{24} TRANS_{it} + \alpha_{25} SANT_{it} + \alpha_{26} AN2011 + \alpha_{27} AN2012 \\ + \alpha_{28} AN2013 + \alpha_{29} AN2014 + \varepsilon_{1,it} \dots (4 - 25) \\ \\ \Delta Forta_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DFCTA_{it} + \beta_2 \Delta Forta_{it-1} + \beta_3 DEFTA_{it-1} + \beta_4 RF_{it} + \beta_5 ETR_{it} \\ + \beta_6 Dris_{it} + \beta_7 Taille_{it} + \beta_8 TCA_{it} + \beta_9 LnAge_{it} + \beta_{10} D\acute{e}tention_{it} + \beta_{11} SARL_{it} \\ + \beta_{12} SNC_{it} + \beta_{13} EURL_{it} + \beta_{14} COM_{it} + \beta_{15} ICHIP_{it} + \beta_{16} IMACH_{it} + \beta_{17} TPB_{it} \\ + \beta_{18} IAGRO_{it} + \beta_{19} ITEX_{it} + \beta_{20} IPAP_{it} + \beta_{21} SERVM_{it} + \beta_{22} TRANS_{it} + \beta_{23} SANT_{it} \\ + \beta_{24} AN2011 + \beta_{25} AN2012 + \beta_{26} AN2013 + \beta_{27} AN2014 + \varepsilon_{2,it} \dots (4 - 26) \end{array} \right.$$

2-2- العلاقة بين الديون المالية طويلة الأجل وديون الموردين نظام المعادلتين الآتيتين السادس S₆:

$$S6 \left\{ \begin{array}{l} \Delta DLTA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Forta_{it} + \alpha_2 \Delta DLTA_{it-1} + \alpha_3 DEFTA_{it} + \alpha_4 RF_{it} + \alpha_5 Taille_{it} \\ + \alpha_6 TCA_{it} + \alpha_7 GAR_{it} + \alpha_8 ETR_{it} + \alpha_9 LnAge_{it} + \alpha_{10} D\acute{e}tention_{it} + \alpha_{11} SARL_{it} \\ + \alpha_{12} SNC_{it} + \alpha_{13} EURL_{it} + \alpha_{14} COM_{it} + \alpha_{15} ICHIP_{it} + \alpha_{16} IMACH_{it} + \alpha_{17} TPB_{it} \\ + \alpha_{18} IAGRO_{it} + \alpha_{19} ITEX_{it} + \alpha_{20} IPAP_{it} + \alpha_{21} SERVM_{it} + \alpha_{22} TRANS_{it} \\ + \alpha_{23} SANT_{it} + \alpha_{24} AN2011 + \alpha_{25} AN2012 + \alpha_{26} AN2013 + \alpha_{27} AN2014 \\ + \varepsilon_{1,it} \dots (4 - 27) \\ \\ \Delta Forta_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DLTA_{it} + \beta_2 DEFTA_{it-1} + \beta_3 RF_{it} + \beta_4 ETR_{it} + \beta_5 Dris_{it} + \beta_6 DAMTA_{it} \\ + \beta_7 Taille_{it} + \beta_8 TCA_{it} + \beta_9 LnAge_{it} + \beta_{10} D\acute{e}tention_{it} + \beta_{11} SARL_{it} + \beta_{12} SNC_{it} \\ + \beta_{13} EURL_{it} + \beta_{14} COM_{it} + \beta_{15} ICHIP_{it} + \beta_{16} IMACH_{it} + \beta_{17} TPB_{it} + \beta_{18} IAGRO_{it} \\ + \beta_{19} ITEX_{it} + \beta_{20} IPAP_{it} + \beta_{21} SERVM_{it} + \beta_{22} TRANS_{it} + \beta_{23} SANT_{it} + \beta_{24} AN2011 \\ + \beta_{25} AN2012 + \beta_{26} AN2013 + \beta_{27} AN2014 + \varepsilon_{2,it} \dots (4 - 28) \end{array} \right.$$

2-3- العلاقة بين الديون المالية الطويلة والديون المالية قصيرة الأجل نظام المعادلتين الآتيتين السابع S₇:

$$S7 \left\{ \begin{array}{l} \Delta DLTA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta DFCTA_{it} + \alpha_2 \Delta DLTA_{it-1} + \alpha_3 DEFTA_{it} + \alpha_4 RF_{it} + \alpha_5 Taille_{it} \\ + \alpha_6 TCA_{it} + \alpha_7 GAR_{it} + \alpha_8 ETR_{it} + \alpha_9 LnAge_{it} + \alpha_{10} D\acute{e}tention_{it} + \alpha_{11} SARL_{it} \\ + \alpha_{12} SNC_{it} + \alpha_{13} EURL_{it} + \alpha_{14} COM_{it} + \alpha_{15} ICHIP_{it} + \alpha_{16} IMACH_{it} + \alpha_{17} TPB_{it} \\ + \alpha_{18} IAGRO_{it} + \alpha_{19} ITEX_{it} + \alpha_{20} IPAP_{it} + \alpha_{21} SERVM_{it} + \alpha_{22} TRANS_{it} + \alpha_{23} SANT_{it} \\ + \alpha_{24} AN2011 + \alpha_{25} AN2012 + \alpha_{26} AN2013 + \alpha_{27} AN2014 + \varepsilon_{1,it} \dots (4 - 29) \\ \\ \Delta DFCTA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DLTA_{it} + \beta_2 \Delta DFCTA_{it-1} + \beta_3 DEFTA_{it-1} + \beta_4 RF_{it} + \beta_5 Dris_{it} \\ + \beta_6 ETR_{it} + \beta_7 Taille_{it} + \beta_8 TCA_{it} + \beta_9 GAR_{it} + \beta_{10} LnAge_{it} + \beta_{11} D\acute{e}tention_{it} \\ + \beta_{12} SARL_{it} + \beta_{13} SNC_{it} + \beta_{14} EURL_{it} + \beta_{15} COM_{it} + \beta_{16} ICHIP_{it} + \beta_{17} IMACH_{it} \\ + \beta_{18} TPB_{it} + \beta_{19} IAGRO_{it} + \beta_{20} ITEX_{it} + \beta_{21} IPAP_{it} + \beta_{22} SERVM_{it} + \beta_{23} TRANS_{it} \\ + \beta_{24} SANT_{it} + \beta_{25} AN2011 + \beta_{26} AN2012 + \beta_{27} AN2013 + \beta_{28} AN2014 + \varepsilon_{2,it} \dots (4 - 30) \end{array} \right.$$

4-2- العلاقة بين الديون الأخرى و ديون الموردين نظام المعادلتين الآتيتين الثامن S8 :

$$S8 \left\{ \begin{aligned} \Delta AUDTA_{it} &= \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Forta_{it} + \alpha_2 \Delta AUDTA_{it-1} + \alpha_3 DEFTA_{it-1} + \alpha_4 RF_{it} + \alpha_5 Dris_{it} \\ &+ \alpha_6 DAMTA_{it} + \alpha_7 Taille_{it} + \alpha_8 TCA_{it} + \alpha_9 LnAge_{it} + \alpha_{10} D\acute{e}tention_{it} + \alpha_{11} SARL_{it} \\ &+ \alpha_{12} SNC_{it} + \alpha_{13} EURL_{it} + \alpha_{14} COM_{it} + \alpha_{15} ICHIP_{it} + \alpha_{16} IMACH_{it} + \alpha_{17} TPB_{it} \\ &+ \alpha_{18} IAGRO_{it} + \alpha_{19} ITEX_{it} + \alpha_{20} IPAP_{it} + \alpha_{21} SERVM_{it} + \alpha_{22} TRANS_{it} + \alpha_{23} SANT_{it} \\ &+ \alpha_{24} AN2011 + \alpha_{25} AN2012 + \alpha_{26} AN2013 + \alpha_{27} AN2014 + \varepsilon_{1,it} \dots (4 - 31) \\ \Delta Forta_{it} &= \beta_0 + \beta_1 \Delta AUDTA_{it} + \beta_2 DEFTA_{it} + \beta_3 RF_{it} + \beta_4 ETR_{it} + \beta_5 DAMTA_{it} + \beta_6 Taille_{it} \\ &+ \beta_7 TCA_{it} + \beta_8 LnAge_{it} + \beta_9 D\acute{e}tention_{it} + \beta_{10} SARL_{it} + \beta_{11} SNC_{it} + \beta_{12} EURL_{it} \\ &+ \beta_{13} COM_{it} + \beta_{14} ICHIP_{it} + \beta_{15} IMACH_{it} + \beta_{16} TPB_{it} + \beta_{17} IAGRO_{it} + \beta_{18} ITEX_{it} \\ &+ \beta_{19} IPAP_{it} + \beta_{20} SERVM_{it} + \beta_{21} TRANS_{it} + \beta_{22} SANT_{it} + \beta_{23} AN2011 + \beta_{24} AN2012 \\ &+ \beta_{25} AN2013 + \beta_{26} AN2014 + \varepsilon_{2,it} \dots (4 - 32) \end{aligned} \right.$$

5-2- العلاقة بين الديون الأخرى والديون المالية طويلة الأجل نظام المعادلتين الآتيتين التاسع S9 :

$$S9 \left\{ \begin{aligned} \Delta AUDTA_{it} &= \alpha_0 + \alpha_1 \Delta DLTA_{it} + \alpha_2 DEFTA_{it-1} + \alpha_3 RF_{it} + \alpha_4 Taille_{it} + \alpha_5 TCA_{it} \\ &+ \alpha_6 LnAge_{it} + \alpha_7 D\acute{e}tention_{it} + \alpha_8 SARL_{it} + \alpha_9 SNC_{it} + \alpha_{10} EURL_{it} + \alpha_{11} COM_{it} \\ &+ \alpha_{12} ICHIP_{it} + \alpha_{13} IMACH_{it} + \alpha_{14} TPB_{it} + \alpha_{15} IAGRO_{it} + \alpha_{16} ITEX_{it} + \alpha_{17} IPAP_{it} \\ &+ \alpha_{18} SERVM_{it} + \alpha_{19} TRANS_{it} + \alpha_{20} SANT_{it} + \alpha_{21} AN2011 + \alpha_{22} AN2012 \\ &+ \alpha_{23} AN2013 + \alpha_{24} AN2014 + \varepsilon_{1,it} \dots (4 - 33) \\ \Delta DLTA_{it} &= \beta_0 + \beta_1 \Delta AUDTA_{it} + \beta_2 DEFTA_{it} + \beta_3 RF_{it} + \beta_4 Dris_{it} + \beta_5 ETR_{it} + \beta_6 GAR_{it} \\ &+ \beta_7 DAMTA_{it} + \beta_8 Taille_{it} + \beta_9 TCA_{it} + \beta_{10} LnAge_{it} + \beta_{11} D\acute{e}tention_{it} + \beta_{12} SARL_{it} \\ &+ \beta_{13} SNC_{it} + \beta_{14} EURL_{it} + \beta_{15} COM_{it} + \beta_{16} ICHIP_{it} + \beta_{17} IMACH_{it} + \beta_{18} TPB_{it} \\ &+ \beta_{19} IAGRO_{it} + \beta_{20} ITEX_{it} + \beta_{21} IPAP_{it} + \beta_{22} SERVM_{it} + \beta_{23} TRANS_{it} + \beta_{24} SANT_{it} \\ &+ \beta_{25} AN2011 + \beta_{26} AN2012 + \beta_{27} AN2013 + \beta_{28} AN2014 + \varepsilon_{2,it} \dots (4 - 34) \end{aligned} \right.$$

$\varepsilon_{1,it}$ و $\varepsilon_{2,it}$: يمثلان الخطأ العشوائي.

و لمعالجة بيانات الدراسة قمنا بالاستعانة بمزيج من أدوات الاحصاء الوصفي ونماذج الاقتصاد القياسي وباستخدام برنامج Eviews v 9.5 و Gretl v. 3 و برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS نسخة 22.

ولإشارة أخذنا في الاعتبار الآثار الثابتة الزمنية، حيث قمنا بإدخال متغيرات تدل على السنوات، بالإضافة إلى الآثار الثابتة الخاصة بالمؤسسة و المتمثلة في متغيرات الشكل القانوني و قطاع النشاط وعمر المؤسسة. وذلك لأنه يمكن تقدير نموذج للآثار الثابتة بإضافة متغيرات دالة عن كل فترة و لكل مؤسسة¹.

¹ - أنظر : Ingrid Bellettre, op-cit, p .143.

¹ - أنظر :

المطلب الثاني : قياس متغيرات الدراسة

بعد تحديد متغيرات الدراسة، سنتطرق في هذا المطلب إلى كيفية قياسها ونستهل ذلك بالمتغيرات الداخلية ثم المتغيرات الخارجية.

الفرع الأول : المتغيرات الداخلية

تسمى المتغيرات AUC_{it} و $\Delta DFCTA_{it}$ و $\Delta AUDTA_{it}$ و $\Delta DLTA_{it}$ و $\Delta FORTA_{it}$ التي تكون على يسار المعادلات (4-17) و (4-18) و (4-20) و (4-22) و (4-24) على الترتيب بمتغيرات داخلية Endogènes و تتمثل فيما يلي :

1-الرفع في رأس المال نقدا و بضم الاحتياطات AUC :

و يحسب بقسمة التغير في رأس المال إلى اجمالي الأصول كما هو مبين في العلاقة التالية :

$$AUC_{it} = \frac{FP_{it} - FP_{it-1}}{TA_{it}} \dots (4 - 35)$$

حيث:

FP_{it} : رأس المال تم إصداره من قبل المؤسسة i في السنة t ؛

FP_{it-1} : رأس المال تم إصداره من قبل المؤسسة i في السنة $t-1$ ؛

TA_{it} : إجمالي أصول المؤسسة i في السنة t ؛

2-التغير في الديون المالية قصيرة الأجل $\Delta DFCTA$:

و يحسب بقسمة التغير في الديون المالية قصيرة الأجل إلى اجمالي الأصول كما يلي :

$$\Delta DFCTA_{it} = \frac{DFCT_{it} - DFCT_{it-1}}{TA_{it}} \dots (4 - 36)$$

$DFCT_{it}$: الديون المالية قصيرة الأجل للمؤسسة i في السنة t ؛

$DFCT_{it-1}$: الديون المالية قصيرة الأجل للمؤسسة i في السنة $t-1$ ؛

3-التغير في الديون الأخرى $\Delta AUDTA$:

يحسب بقسمة التغير في الديون الأخرى إلى اجمالي الأصول كما في العلاقة التالية :

$$\Delta AUDTA_{it} = \frac{AUD_{it} - AUD_{it-1}}{TA_{it}} \dots (4 - 37)$$

AUD_{it} : الديون الأخرى للمؤسسة i في السنة t ؛ AUD_{it-1} : الديون الأخرى للمؤسسة i في السنة $t-1$ ؛

4-التغير في الديون المالية طويلة الأجل $\Delta DLTA$:

يحسب بقسمة التغير في الديون المالية طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول كما يلي :

$$\Delta DLTA_{it} = \frac{DLT_{it} - DLT_{it-1}}{TA_{it}} \dots (4 - 38)$$

DLT_{it} : الديون المالية طويلة الأجل للمؤسسة i في السنة t ؛

DLT_{it-1} : الديون المالية طويلة الأجل للمؤسسة i في السنة $t-1$ ؛

5-التغير في ديون الموردين $\Delta FORTA$:

يحسب بقسمة التغير في ديون الموردين إلى إجمالي الأصول كما هو مبين في العلاقة التالية :

$$\Delta FORTA_{it} = \frac{DFOR_{it} - DFOR_{it-1}}{TA_{it}} \dots (4 - 39)$$

$DFOR_{it}$: ديون الموردين للمؤسسة i في السنة t ؛ $DFOR_{it-1}$: ديون الموردين للمؤسسة i في السنة $t-1$ ؛

الفرع الثاني : المتغيرات الخارجية

تسمى باقي المتغيرات على يمين المعادلات الهيكلية، بالمتغيرات الخارجية $variables\ exogènes$ بما فيها المتغيرات المتباطئة للمتغيرات الداخلية أي AUC_{it-1} ، $\Delta DFCTA_{it-1}$ ، $\Delta DLTA_{it-1}$ ، $\Delta FORTA_{it-1}$ ، $\Delta AUDTA_{it-1}$ ¹.

حيث :

AUC_{it-1} : تمثل الرفع في رأس المال للمؤسسة i في السنة $t-1$ ؛

$\Delta DFCTA_{it-1}$: التغير في الديون المالية قصيرة الأجل للمؤسسة i في السنة $t-1$ ؛

$\Delta DLTA_{it-1}$: التغير في الديون المالية طويلة الأجل للمؤسسة i في السنة $t-1$ ؛

$\Delta FORTA_{it-1}$: التغير في ديون الموردين للمؤسسة i في السنة $t-1$ ؛

$\Delta AUDTA_{it-1}$: التغير في الديون الأخرى للمؤسسة i في السنة $t-1$ ؛

1-عجز التمويل الداخلي $\Delta EFTA$:

يمثل الإحتياج للتمويل الخارجي الناتج عن الفرق بين فرص الاستثمار ذات المردودية و قدرات التمويل الداخلي²، تم إدراج هذه المتغيرة للتحقق فيما إذا كان الرفع في رأس المال نقدا و بضم الإحتياطات و التغير في

¹ عند ادخال المتغيرات للبرنامج الاحصائي GRETL، تم الترميز لمتغيرة AUC_{it-1} بـ $AUC1$ و متغيرة $\Delta DFCTA_{it-1}$ بـ $\Delta DFCTA1$ و متغيرة $\Delta DLTA_{it-1}$ بـ $\Delta DLTA1$ و متغيرة $\Delta FORTA_{it-1}$ بـ $\Delta FORTA1$ و متغيرة $\Delta AUDTA_{it-1}$ بـ $\Delta AUDTA1$.

² - Ingrid BELLETTRE, Op.Cit., P 99.

مختلف أنواع الديون مُبرر بوجود احتياج في التمويل الخارجي، أي وجود عجز في التمويل الداخلي، وتحسب هذه المتغيرة بنسبة عجز التمويل الداخلي **DEF*** إلى إجمالي الأصول كما يلي¹ :

$$DEFTA_{it} = \frac{DEF_{it}}{TA_{it}} \dots (4 - 40)$$

و يحسب هذا العجز في التمويل الداخلي بالعلاقة التالية:

$$DEF_{it} = DIV_{it} + DI_{it} + \Delta FR_{it} - CF_{it} \dots (4 - 41)$$

DIV_{it} : تمثل التوزيعات المدفوعة² من قبل المؤسسة i في السنة t و تحسب بالعلاقة التالية :

$$DIV_{it} = Res_{it-1} + Rnet_{it-1} - Res_{it} = Rnet_{it-1} - \Delta Res \dots (4 - 42)$$

$Rnet_{it-1}$: الأرباح الصافية للمؤسسة i في السنة $t-1$ ؛

ΔRes : التغير في الاحتياطات للمؤسسة i بين السنة t و $t-1$ ؛

DI_{it} : نفقات الاستثمار للمؤسسة i في السنة t و تحسب بالعلاقة التالية :

$$DI_{it} = AIBrut_{it} - AIBrut_{it-1} \dots (4 - 43)$$

$AIBrut_{it}$: إجمالي الأصول الثابتة³ للمؤسسة i في السنة t ؛

$AIBrut_{it-1}$: إجمالي الأصول الثابتة للمؤسسة i في السنة $t-1$ ؛

ΔFR_{it} : التغير في رأس المال العامل للمؤسسة i بين السنة t و $t-1$ و يحسب بالعلاقة التالية :

$$\Delta FR_{it} = FR_{it} - FR_{it-1} \dots (4 - 44)$$

FR_{it} : رأس المال العامل للمؤسسة i في السنة t ، و يحسب كما يلي :

$$FR_{it} = AC_{it} - PC_{it} \dots (4 - 45)$$

AC_{it} : الأصول الجارية للمؤسسة i في السنة t ؛

PC_{it} : الخصوم الجارية للمؤسسة i في السنة t ؛

FR_{it-1} : رأس المال العامل للمؤسسة i في السنة $t-1$ ؛ و يحسب كما يلي :

$$FR_{it-1} = AC_{it-1} - PC_{it-1} \dots (4 - 46)$$

* Déficit de financement interne.

¹-Ibid., P. 131-133.

²- في حالة حصولنا على قيمة سالبة للتوزيعات انطلقا من العلاقة رقم (4- 42)، اعتبرنا المؤسسة لم تقم بتوزيعات أي عوضناها بالصفير وذلك لتفادي فقدان المزيد من المؤسسات.

³- وتضم إجمالي الأصول الثابتة مجموع الأراضي وكلاً من المباني و تشيبتات عينية أخرى بمبالغ اجمالية.

AC_{it-1} : الأصول الجارية للمؤسسة i في السنة $t-1$ ؛

PC_{it-1} : الخصوم الجارية للمؤسسة i في السنة $t-1$ ؛

CF_{it} : تدفق الاستغلال بعد الفوائد و الضرائب على الأرباح للمؤسسة i في السنة t ، و يحسب كما يلي :

$$CF_{it} = Rnet_{it} + DAM_{it} - RDAM_{it} \dots (4 - 47)$$

$Rnet_{it}$: النتيجة الصافية للمؤسسة i في السنة t ؛

DAM_{it} : الاهتلاكات و المؤونات (المخصصات للاستهلاكات والمؤونات) للمؤسسة i في السنة t ؛

$RDAM_{it}$: استرجاع الاهتلاكات و المؤونات (استرجاع على خسائر القيمة والمؤونات) للمؤسسة i في السنة t ؛

بعد حساب متغيرة عجز التمويل الداخلي لكل مؤسسة i في السنة t ، قمنا بأخذ المتغيرة المتباطئة لها أي

(للسنة السابقة) $DEFTA_{it-1}$ ¹.

2- المردودية المالية RF²:

تعتبر المردودية المالية (مردودية الأموال الخاصة) مقياساً للأداء المالي³، حيث تشير إلى المعدل الذي تُأمّنه المؤسسة لمساهميها⁴، فكلما ارتفع هذا المعدل، كلما كان الأداء مُرضياً، و بذلك فهي تقيس نمو ثروة المساهمين من خلال مقارنة الأرباح بالأموال المحلوبة⁵. إذ تشير نظرية الرافعة المالية، التي تقضي بضرورة استفادة المؤسسات التي يفوق معدل مردوديتها الاقتصادية تكلفتها استدانتها، من أثر الرافعة الإيجابي وذلك باللجوء إلى الاستدانة في تمويل احتياجاتها المالية، و يتم حساب المردودية المالية بنسبة النتيجة الصافية إلى مجموع رؤوس الأموال الخاصة للمؤسسة i في السنة t .

3- حجم المؤسسة :

يؤثر حجم المؤسسة على اختيار مصادر تمويلها ؛ فحسب نظرية التوازن TOT يرتبط الحجم إيجاباً بالاستدانة⁶ فالمؤسسات كبيرة الحجم تكون أكثر لجوءاً إلى الاستدانة و ذلك لكونها تتعرض لمخاطر إفلاس أقل مقارنة بالمؤسسات الصغيرة، و يعود ذلك إلى اتصاف نشاطها بقدر معتبر من التنوع، الذي يُقلّل من التقلب في

¹ - يؤدي حساب متغيرة عجز التمويل الداخلي بقيم متباطئة إلى حذف سنتي 2008 و 2009 بشكل تلقائي وبالتالي تقليص فترة الدراسة لتشمل السنوات من 2010 إلى 2014. وعند ادخال هذه المتغيرة للبرنامج الاحصائي GRETL تمت تسميتها ب DEFTA1.

² - تسمى بالانجليزية Return on Equity.

³ - L.Honoré, Op.cit., P. 57. (بتصرف)

⁴ - Ciaran Walsh, Op.cit., P. 182.

⁵ - L.Honoré, Op.cit., P. 57.

⁶ - Ralf Elsas, David Florysiak, Empirical Capital structure Research: New Ideas, Recent Evidence and Methodological Issues, Discussion paper, School of management, University Munich, Germany, July, 2008 p. 9 (بتصرف), 13/05/2010, https://epub.uni-muenchen.de/4743/2/elsas_florysiak_cs.pdf

تدققاتها النقدية وبالتالي ارتفاع جاذبية الاستدانة¹. وكذا سهولة حصولها على القروض قصيرة الأجل². وتشير دراسة Colombo سنة 2001 إلى أن الحجم يكون له تأثير إيجابي على اللجوء إلى الديون البنكية قصيرة الأجل³.

كما توصلت دراسة Voulgaris et al سنة 2004 إلى نفس التأثير الإيجابي للحجم على الديون طويلة الأجل و كذلك على الديون قصيرة الأجل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اليونانية⁴.

أما حسب نظرية التمويل الرتي (التسلسلي) POT، تكون علاقة الحجم بالاستدانة عكسية⁵، فالمؤسسات الكبيرة تكون أقل اعتماداً على الاستدانة و ذلك استناداً لفرضية عدم التماثل في المعلومات⁶، بحيث يمكنها إصدار أسهم، في حين تكون المؤسسات الصغيرة أكثر حساسية لعدم التماثل في المعلومات و بالتالي تفضل تمويل احتياجاتها بالديون المالية⁷.

و لحساب متغيرة الحجم تم الإعتماد على لوغاريتم مجموع الأصول TA، كما هو موضح في العلاقة التالية :

$$Taille_{it} = Ln(TA_{it}) \dots (4 - 48)$$

4- النمو :

تتفق كل من نظرية التوازن الكلاسيكية و نظرية الوكالة على وجود علاقة عكسية بين معدل نمو المؤسسة ومعدل الاقتراض، فحسب النظرية الأولى يُتَوَقَّع في حالة وجود إمكانية للنمو، تقليل المؤسسة من لجوءها إلى الاستدانة، باعتبار أن قيمة الأصول تكون شبه معدومة في حالة التصفية. أما حسب نظرية الوكالة غياب إمكانية النمو من شأنه أن يجعل من الاستدانة الاختيار المجددي و ذلك لدورها التهذيبي لسلوك المسيرين. فحسب Myers سنة 1977 تكون تكاليف الوكالة بين المساهمين و الدائنين أعلى، كلما كانت إمكانية النمو المستقبلية أكبر مقارنة بالقيمة الحالية لأصول المؤسسة القائمة. وبالتالي وجود علاقة عكسية بين مستوى الاستدانة و معدل

¹ - Colot olivier, Brughin Christiane, Croquet Mélanie, Ratio cible d'endettement et comportement financier de grandes entreprises non cotées, une étude empirique belge, in "Congrès International de l'Affi « Ethique et Gouvernance »", 22, Université Montesquieu Bordeaux IV., France (2007) P . 15 (بتصرف), 13/05/2010, <http://affi2007.u-bordeaux4.fr/Actes/113.pdf>

² - تبر زغود، مرجع سبق ذكره، ص 184.

³ -COLOMBO. E (2001), "Determinants of corporate capital structure: Evidence from Hungarian Firms", **Applied Economics**, Volume 33, Issue 13, Pg 1689- 1701. in : Asma TRABELSI, **les déterminants de la structure du capital et les particularités du financement dans les PME : une étude sur données financières**, thèse doctorat, université Paris IX, Dauphine EDOG est, 2006, P.147. (بتصرف).

⁴ -VOULGARIS. F, ASTERIOU. D, AGIOMIRGIANAKIS. G, "Capital structure, asset Utilization, profitability, and growth in the Greek manufacturing sector", **International Review of Applied Economics**, Volume 18, Issue 2, April, 2004, Pg 247- 262. In: Asma TRABELSI, Op.Cit., p 141.

⁵ - Eric Molay, **Un test de la théorie du financement hiérarchise sur données de panel françaises**, Op-cit., P.18.

⁶ - بين المسيرين والمستثمرين الخارجيين، بحيث كلما زاد حجم المؤسسة انخفض عدم التماثل في المعلومات وذلك لزيادة المعلومات لدى المستثمرين، أنظر : تبر زغود، مرجع سبق ذكره، ص 118.

⁷ - Idem (بتصرف).

النمو¹. و يرى كل من Leland and Toft سنة 1996، أن تخفيض تكاليف الوكالة بين المساهمين والدائنين يكون باللجوء إلى الديون قصيرة الأجل².

وقد كشفت دراسة كل من Rajan et Zingale سنة 1995 و Philippe Gaud et Elion Jani سنة 2002، عن وجود علاقة ارتباط سلبية بين النمو و الاستدانة و التي تعود إلى حد كبير لإصدار المؤسسات لأموال خاصة³.

و حسب نظرية التمويل الرتي POT، تلجأ المؤسسات التي تكون لديها إمكانيات نمو عالية إلى الاستدانة وذلك لتمويل احتياجاتها المالية الكبيرة خاصة القروض قصيرة الأجل، باعتبارها مصادر تمويل أقل تأثراً بظاهرة عدم التماثل في المعلومات⁴.

أما حسب نظرية الإشارة، فيعتبر معدل النمو مؤشراً على الصحة المالية للمؤسسة، حيث يُفترض أن يميل المقرضون إلى إقراض المؤسسة و ذلك لكون معدل النمو يُعتبر مؤشر على قدرة المؤسسة في تحقيق أرباح مستقبلية و بالتالي قدرتها على سداد التزاماتها المستقبلية⁵.

وسنستخدم في دراستنا معدل التغير في رقم الأعمال من سنة لأخرى كمقياس للنمو والذي يعطى بالعلاقة التالية:

$$TCA_{it} = \frac{CAHT_{it} - CAHT_{it-1}}{CAHT_{it-1}} \dots (4 - 49)$$

حيث :

$CAHT_{it}$: رقم أعمال المؤسسة i في السنة t ؛

$CAHT_{it-1}$: رقم أعمال المؤسسة i في السنة $t-1$ ؛

5-الضمانات :

يكون لها تأثير على مصادر التمويل، إذ تؤكد كل من نظريتي التوازن TOT و التمويل الرتي POT على التأثير الايجابي لوجود الأصول الثابتة لدى المؤسسة على نسبة الاستدانة، فحسب نظرية التوازن، تعد هذه الأصول كضمان للمقرضين يخفف من تكاليف الإفلاس و يزيد من القدرة الإقتراضية للمؤسسة. أما نظرية التمويل الرتي،

¹ - يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 195 (بتصرف).
² - أنظر:

- Dirk Brounen, Abe de Jong, Kees Koedijk, Op.cit, P. 16.

³ - أي إصدار أسهم جديدة، عندما يكون سعر أسهمها أكبر بفعل وجود معدلات نمو عالية (و المقاسة ب market to book)، أنظر :

-Rajan, Raghuram.G, Luigi Zingales, What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **Journal of Finance**, American Finance Association, Vol 50, No.5, 1995, P.1455-1456.

- Philippe Gaud et Elion Jani, Op.cit, P. 9-10.

⁴ - المرجع السابق، ص 196 (بتصرف).

⁵ - تبر زغود، مرجع سبق ذكره، ص 117.

فتعتبر أن المؤسسات التي تمتلك أصولاً ثابتة، تميل إلى استخدام القروض أكثر من التمويل عن طريق إصدار أسهم و ذلك لكون تلك الأصول، تُعد كضمانات من شأنها أن تُقلل من عدم التماثل في المعلومات¹. أما المؤسسات التي تكون أغلب أصولها متداولة² فهي تعتمد بصفة أساسية على القروض³ قصيرة الأجل⁴. وقد أيدت كل من دراسة Rajan et Zingale سنة 1995⁵ و Philippe Gaud et Elion Jani سنة 2002⁶ و Ydriss Ziane سنة 2000⁷ و Armen Hovakimian سنة 2006⁸ و Asma TRABELSI سنة 2006 العلاقة الإيجابية بين الضمانات و الاستدانة.

أما دراسة Lobna BESBES و BOUJELBENE Younes، فقد خلصت إلى وجود علاقة عكسية بين الضمانات و الديون قصيرة الأجل، لكون المؤسسات التي لديها ضمانات كافية يمكنها عدم اللجوء إلى الاستدانة قصيرة الأجل⁹. وهذا ما أكدته دراسة NAJET BOUSSAA¹⁰ سنة 1998، غير أن هذه الأخيرة توصلت إلى وجود علاقة طردية بين الضمانات و الديون طويلة الأجل، لكون اللجوء إلى هذا النوع من الديون مرتبط بقدرة المؤسسة على تقديم ضمانات. و للإشارة قمنا بحساب هذه المتغيرة بالعلاقة التالية :

$$Gar_{it} = \frac{AInet_{it} + Snet_{it}}{TA_{it}} \dots (4 - 50)$$

حيث :

Gar_{it} : ضمانات المؤسسة i في السنة t ؛

$AInet_{it}$: تشيبتات عينية و تضم الأراضي و المباني و تشيبتات عينية أخرى بقيم صافية للمؤسسة i في السنة t ؛

$Snet_{it}$: المخزون بالصافي للمؤسسة i في السنة t ؛

TA_{it} : إجمالي الأصول للمؤسسة i في السنة t ؛

¹ - Ralf ELSAS, David FLORYSIK, Op.cit, p. 9 (بتصرف).

² - أغلب أصولها مكونة من حقوق و مخزونات.

³ - حمزة الزبيدي، إدارة الاستثمار والتمويل، دار عمار للنشر، عمان، الأردن، 2000، ص 239.

⁴ - و إن كانت تستخدم أيضا القروض طويلة الأجل لكن بدرجة محدودة.

⁵ -Rajan, Raghuram.G, Luigi Zingales, Op.cit, P. 1453.

⁶ -Philippe Gaud et Elion Jani, Op.cit, P. 25.

⁷ - Ydriss Ziane, Op.Cit., P. 24.

⁸ -Armen Hovakimian, Are Observed Capital Structures Determined by Equity Market Timing?, **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Cambridge University, Vol. 41, No. 1, Mar, 2006, P. 235.

⁹ -Lobna BESBES, BOUJELBENE Youne, Le rôle de la dette à court terme dans la structure du capital ; Cas des entreprises Françaises, P. 22 , 28/04/2017, http://www.rechercher.top/recherche/Le_rôle_de_la_dette_à_court_terme_dans_la_structure_du_capital_Cas_des_entreprises_Françaises/web/1

¹⁰ -NAJET BOUSSAA, Op.Cit., p.12 .

6- عمر المؤسسة :

يعد عمر المؤسسة من أهم العوامل المؤثرة على تمويلها ؛ فحسب نظرية التمويل الرتبي يرتبط عمر المؤسسة سلبا بمستوى الدين و هو ما أكدته دراسة Francisco Sogorb-Mira, José López-Gracia¹ سنة 2003 و NAJET BOUSSAA سنة 1998، ويمكن تفسير ذلك بأن المؤسسات حديثة النشأة تكون أكثر لجوءاً للاستدانة و ذلك بسبب ضعف مواردها الذاتية عند الانطلاق وصعوبة لجوءها إلى السوق المالي (اصدار أسهم) نظرا لارتفاع تكاليف الاصدار².

غير أن بعض الدراسات أشارت إلى وجود ارتباط ايجابي بين العمر و الدين، باعتبار عمر المؤسسة مقياس لسمعتها، كما بين Petersen & Rajan سنة 1994 أنه قد يكون مقياس لعدم التماثل في المعلومات، بحيث تتيح المؤسسات الراسخة المزيد من المعلومات حول بقائها مستقبلا و هذا من شأنه أن يقلص من عدم التماثل في المعلومات، وبالتالي ترتفع الاستدانة وذلك لقيام المقرضين بمنح القرض للمؤسسات المعروفة جيدا أكثر من تلك غير المعروفة³.

وللإشارة هناك من الباحثين من عبّر عن العمر بالفترة الزمنية منذ إنشاء المؤسسة إلى تاريخ الملاحظة، و منهم من عبّر عنه بسن المسير⁴، إلا أننا اعتمدنا في حساب هذه المتغيرة على لوغاريتم عمر المؤسسة⁵ كما هو مبين في العلاقة التالية :

$$LNAge_{it} = LN(T - ACR_i) \dots (4 - 51)$$

حيث تمثل T السنة و ACR سنة انشاء⁶ المؤسسة i؛

7-معدل الضريبة الفعلي :

تؤثر الضريبة على قرار تمويل المؤسسة بالأموال اللازمة لها، فقد أعطت الضريبة ميزة لاقتراض الأموال، فعندما تحقق المؤسسة مستوى عالٍ من الأرباح، فإن هذا يصاحبه زيادة في مصاريف الضرائب، إلا أنه مع زيادة نسبة الدين، وباعتبار أن فوائد الدين تعامل كمصاريف ولا تخضع للضرائب، سوف تنخفض مصاريف الضرائب، نتيجة

¹ -Francisco Sogorb-Mira, José López-Gracia, Op.Cit., p. 31.

² -تبر زغود، مرجع سبق ذكره، ص 124.

³ -Faris AL- Shubiri, Determinants of Capital Structure Choice: A Case Study of Jordanian Industrial Companies, **An-Najah Univ. J. of Res. (Humanities)**, Vol. 24(8), Jordan, 2010, P. 2472-2473.(بتصرف)

⁴ -العايب ياسين، مرجع سبق ذكره، ص 347.

⁵ -تم استخدام لوغاريتم عمر المؤسسة لتفادي ظهور قيم متطرفة في هذه المتغيرة.

⁶ -لحساب عمر المؤسسة تم الاعتماد على موقع ALGERIA GLOBAL MARKETS، لمعرفة تاريخ إنشاء المؤسسات محل الدراسة، تاريخ الاطلاع 2016/09/20، <https://www.agm.net/companies>

لوفير الضريبي المصاحب للدين¹، وقد أيدت دراسة Francisco Sogorb-Mira, José López-Gracia سنة 2003، علاقة التأثير الايجابي لمعدل الضريبة الفعلي على الدين والذي يعني أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عليها أن تدفع المزيد من الضرائب و بالتالي فإن زيادة استخدام الدين تُحد من فواتير الضرائب tax bill². وهو ما أيدته دراسة Ben Ukaegbu and Isaiah Oino سنة 2014 التي أجريت على مؤسسات صناعية وبنوك³. في حين كشفت دراسة Hisham Gharaibeh and Basil Al-Najjar سنة 2011، عن وجود علاقة عكسية بين معدل الضريبة و الدين⁴، أما دراسة غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن سنة 2011، ودراسة Jian Chen et al⁵ سنة 2014 فخلصت إلى عدم تأثير معدل الضريبة على نسبة الدين.

وقد اعتمدنا في قياس معدل الضريبة الفعلي ETR* على نفس المقياس المستخدم في دراسة Ben Ukaegbu and Isaiah Oino والموضح في العلاقة التالية :

$$ETR_{it} = \frac{MIBS_{it}}{RGAI_{it}} \dots (4 - 52)$$

MIBS_{it} : مبلغ الضريبة على الأرباح الفعلي للمؤسسة i في السنة t؛

RGAI_{it} : النتيجة الإجمالية قبل الضريبة على الأرباح للمؤسسة i في السنة t؛

8-الوفر الضريبي من غير الديون :

هي المنافع التي تحققها المؤسسات من غير الفوائد وتمثل الإهلاكات، وتُحذر الإشارة إلى أن المؤسسات ذات الوفرات الضريبية المرتفعة مقارنة مع نتيجتها، تلجأ إلى الإقتراض بشكل قليل مقارنة بالمؤسسات المشابهة⁶، وقد أيدت دراسة Francisco Sogorb-Mira, José López-Gracia سنة 2003 وجود تأثير سلبي للوفرات الضريبية من غير الديون على ديون المؤسسات الاسبانية⁷، وهي نفس النتيجة التي توصل إليها Ozkan

¹ -غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، دراسات، العلوم الإدارية، الأردن، المجلد38، العدد 2، 2011، ص 370، (بتصرف).

² -Francisco Sogorb-Mira, José López-Gracia, Op.cit, P. 21 (بتصرف).

³ -Ben Ukaegbu, Isaiah Oino, The determinants of capital structure, A comparison of financial and non-financial firms in a regulated developing country – Nigeria, **African Journal of Economic and Management Studies**, Deakin University, Vol. 5 Iss 3, 2014, P. 356.

⁴ - Hisham Gharaibeh and Basil Al-Najja, Determinants of Capital Structure:(Evidence from Jordanian Data), **Jordan Journal of Business Administration**, Volume 3, No. 2, 2007, P. 192.

⁵ - Jian Chen, Chunxia Jiang , Yujia Lin , What determine firms' capital structure in China?, **Managerial Finance**, Vol. 40 Iss 10, King Mongkut University of technology Thonburi, 2014, P. 1033.

* -Effective tax rate.

⁶ - موفق رفاعي عبد الرحمن هنانده، أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن(1996-2006)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، الأردن، 2007، ص 75 (بتصرف).

⁷ -Francisco Sogorb-Mira, José López-Gracia, Op.cit, P.7.

سنة 2001 عند إجراء دراسته على عينة من مؤسسات بريطانية¹ وفيما يتعلق بقياس هذه المتغيرة فقد اعتمدنا على نسبة الاهتلاكات إلى إجمالي الأصول كما هو مبين في العلاقة التالية :

$$DAMTA_{it} = \frac{DAM_{it}}{TA_{it}} \dots (4 - 53)$$

9-مخاطر عدم السداد :

تعد مخاطر عدم السداد من المخاطر المالية الناجمة عن اللجوء إلى الاستدانة؛ و من أبرز النسب التي تقيس هذه المخاطر نسبة تغطية الفوائد والتي تعد ذات أهمية لمصادر التمويل، إذ تدل على قدرة المؤسسة على سداد مصاريفها المالية² اعتماداً على نتيجة الاستغلال، غير أن بعض الدراسات تعتمد في قياس مخاطر عدم السداد على مقلوب هذه النسبة كدراسة Francisco Sogorb-Mira, José López-Gracia³ سنة 2003، وستتبع في دراستنا نفس الطريقة لقياس هذه المتغيرة⁴ أي يتم حسابها بالعلاقة التالية :

$$DRis_{it} = \frac{FF_{it}}{Rexp_{it}} \dots (4 - 54)$$

حيث :

$DRis_{it}$: مخاطر عدم السداد للمؤسسة i في السنة t ؛

FF_{it} : المصاريف المالية (الفوائد) للمؤسسة i في السنة t ؛

$Rexp_{it}$: نتيجة الاستغلال للمؤسسة i في السنة t ؛

وتمثل هذه النسبة حصة المصاريف المالية من نتيجة الاستغلال؛ ويتوقع أن يرتبط مخاطر عدم السداد سلباً مع دين المؤسسة⁵.

10-الشكل القانوني :

يقاس بالمتغيرات النوعية أو الصورية حيث تأخذ القيمة 1 إذا كانت المؤسسة لها الشكل القانوني SARL أو SNC أو EURL أو SPA⁶، أما إذا كان شكلها القانوني لا يندرج ضمن هذه الأشكال فتأخذ القيمة 0. وهذا الملاحظة فيما إذا كان هناك تأثير للشكل القانوني على قرارات التمويل.

¹ -Ozkan Aydin, Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long-Run Target: Evidence from UK Panel Data, **Journal of Business Finance and Accounting**, 28 (January/March), 2001, P. 193.

² -منير ابراهيم هندي، حوكمة الشركات مدخل في التحليل المالي وتقييم الأداء، دار المعرفة الجامعية، مصر، 2011، ص 172-173 (بتصرف).

³ -Ibid., P. 30.

⁴ -اعتمدنا على هذه النسبة لأن بعض المؤسسات محل الدراسة ليست لديها مصاريف مالية وذلك لتفادي نسب غير معرفة.

⁵ -Ibid., P. 31.

⁶ - عند ادخالنا لهذه المتغيرات استبعد البرنامج الاحصائي GRETL متغيرة SPA و أظهر ثلاثة أشكال قانونية SARL و SNC و EURL.

11- قطاع النشاط :

يمكن أن يكون القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه المؤسسة عاملا مهما ويجب أن يؤخذ في الحسبان عند تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الصغيرة¹؛ وقد توصلت دراسة Jose Lopez-Gracia and Cristina Aybar-Arias سنة 2000 أن نوع التمويل يتأثر بشكل كبير بالقطاع، إذ يعد قطاع النشاط عاملا مؤثرا جدا على نوع التمويل المعتمد من قبل المؤسسات خصوصا التمويل ذو الطبيعة قصيرة الأجل، غير أنه تجدر الإشارة إلى أن النقل و الاتصالات والقطاعات الأخرى تأخذ سلوكا مغايرا مقارنة ببقية القطاعات². أما حسب دراسة Michael G. Ferri and Wesley H. Jones سنة 1979 يرتبط استخدام المؤسسات للدين بالتصنيف الصناعي³.

وقد كشفت دراسة NAJET BOUSSAA سنة 1998 عن وجود علاقة عكسية بين قطاعات الصناعة الغذائية و الطاقة و قطاع السلع الوسيطة و قطاع سلع التجهيز و صناعات سلع الاستهلاك الجاري من جهة ومعدل الاقتراض قصير الأجل من جهة أخرى، أما عن علاقة هذا الأخير بمتغيرات قطاع البناء والأشغال العمومية و قطاع التجارة و الخدمات فقد كانت طردية، كما أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية بين جميع القطاعات التي تنتمي إليها مؤسسات العينة ومعدل الاستدانة طويلة الأجل⁴.

كما كشفت نتائج دراسة يوسف قريشي و إلياس بن ساسي سنة 2006 عن ظهور متغيرتين من متغيرات نوعية القطاع لهما دلالة احصائية عند درجة ثقة 90% في علاقتهما بمعدل الاقتراض الاجمالي هما متغيرا نوعية قطاع البناء والأشغال العمومية و قطاع النقل، كما كشف تحليل الانحدار التدريجي عن وضوح تأثير كل من قطاع التجارة و قطاع الفنادق والاطعام على معدل الاقتراض طويل الأجل، أما بقية القطاعات فلم تكن لها دلالة، وفيما يتعلق بمعدل الاقتراض قصير الأجل كشفت النتائج عن عدم وضوح تأثير نوعية القطاع عليه، حيث ظهر متغير واحد هو قطاع الخدمات في معادلة خط انحدار النموذج، أما باقي متغيرات نوعية القطاع فلم يكن لها دلالة عند مستوى ثقة 70%⁵. و قد كشفت نتائج دراسة ROMANO et al سنة 2001 عن عدم تأثير القطاع على اللجوء إلى الدين⁶.

¹ -Jose Lopez-Gracia, Cristina Aybar-Arias, An Empirical Approach to the Financial Behaviour of Small and Medium Sized Companies, **Small Business Economics**, Vol. 14, No. 1, Feb., 2000, P. 57.

² -Ibid., P. 62. (بتصرف).

³ -Michael G. Ferri and Wesley H. Jones, Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach, **The Journal of Finance**, Vol. 34, No. 3, Jun., 1979, P. 642.

⁴ - يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 198.

⁵ - يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية، جامعة حسنية بن بوعلي بالشلف-الجزائر، يومي 17 و 18 أفريل 2006، ص 73.

⁶ - Asma TRABELSI, Op.Cit., p 146.

أما عن دراستنا فقد قمنا بتصنيف المؤسسات في القطاعات حسب نشرية المعلومات الإحصائية رقم 28 الصادرة عن وزارة الصناعة و المناجم في ماي 2016¹ بحيث تم تقسيم القطاعات كما في الجدول التالي :

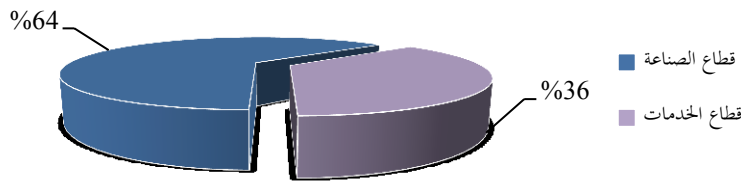
الجدول رقم (4-6) : توزيع المؤسسات الخاصة محل الدراسة حسب قطاع النشاط

عدد المؤسسات	قطاع النشاط	
8	الصناعة الكيميائية و البلاستيك Ichip	القطاع الصناعي
7	صناعة الآلات الثقيلة IMach	
5	البناء والأشغال العمومية TPB	
3	الصناعة الغذائية IAGRO	
8	الصناعة النسيجية Itex	
1	صناعة الورق IPAP	
32	مجموع المؤسسات في القطاع الصناعي	
5	خدمات الصيانة Servm	القطاع الخدمي
7	التجارة Com	
3	النقل Trans	
1	الصحة Sant	
2	السياحة Tour	
18	مجموع المؤسسات في القطاع الخدمي	
50	المجموع	

المصدر : من إعداد الباحثة بناء على بيانات الدراسة لسنتي 2008 و 2009 وموقع ALGERIA GLOBAL

MARKETS

شكل رقم (4 - 3) : نسبة توزيع القطاعات بالمؤسسات الخاصة محل الدراسة



المصدر : من إعداد الباحثة بناء على بيانات الدراسة

يتضح من الشكل رقم (3-4) أن المؤسسات الخاصة العاملة في ولاية غرداية و المنتمية لقطاع الصناعة تشكل نسبة 64% من المؤسسات محل الدراسة، حيث يضم هذا القطاع ست صناعات فرعية متمثلة في الصناعة

¹ - موقع وزارة الصناعة و المناجم، تاريخ الاطلاع 16/09/2016 <http://www.mipi.dz/?bulletin-de-veille-statistique>

الكيميائية والبلاستيك Ichip، صناعة الآلات الثقيلة IMach، البناء والأشغال العمومية TPB، الصناعة الغذائية IAGRO، الصناعة النسيجية Itex، صناعة الورق IPAP. أما المؤسسات الخاصة الخدماتية فتتمثل نسبة 36% من المؤسسات محل الدراسة، حيث يشمل القطاع الخدماتي كل من خدمات الصيانة Servm، النقل Trans، الصحة Sant، السياحة Tour*، التجارة Com.

و لقياس نوعية قطاع النشاط اعتمدنا على متغيرات صورية أو نوعية، بحيث تأخذ القيمة 1 عندما تنتمي المؤسسة لإحدى هذه القطاعات و القيمة 0 في الحالة العكسية.

12- ملكية المسير Détention:

هي متغيرة نوعية تأخذ القيمة 1، عندما يمتلك المسير أو عائلته حصص في رأس مال المؤسسة أي عندما يكون المسير مساهم¹ و القيمة 0 إذا لم يمتلك حصص. يتم ادراج هذه المتغيرة لملاحظة مدى تأثير ملكية المسير أو عائلته على اختيار تمويل المؤسسات بالرفع في رأس المال نقدا وبضم الاحتياطات أو بمختلف أنواع الديون لتغطية عجز تمويلها الداخلي.

و للإشارة أخذنا في الإعتبار الآثار الثابتة الزمنية حيث قمنا بإدخال متغيرات تدل على السنوات، بالإضافة إلى الآثار الثابتة الخاصة بالمؤسسة و المتمثلة في متغيرات الشكل القانوني و قطاع النشاط و عمر المؤسسة. و ذلك لأنه يمكن تقدير نموذج للآثار الثابتة بإضافة متغيرات دالة عن كل فترة و لكل مؤسسة².

المبحث الثالث : الدراسة الوصفية و الارتباط بين متغيرات الدراسة

بعد أن وضّحنا كيفية قياس المتغيرات الداخلية والخارجية، سنحاول في هذا المبحث التعرف على الخصائص العامة لمتغيرات الدراسة وعلاقة الارتباط فيما بين المتغيرات الخارجية وذلك ضمن مطلبين. لكن قبل ذلك نشير إلى أنه للحفاظ على سلامة تقديرات النماذج، أجرينا اختبار القيم المتطرفة و الذي يستبعد قيم المتغيرات التي تقع خارج المجال المحدد بالربيعي الثالث و الربيعي الأول، أي التي تزيد أو تقل فيها قيمة أحد المتغيرات عن 3 مرات الفرق بين الربيعي الثالث والربيعي الأول، ما أدى إلى ظهور قيم مفقودة تمت معالجتها بتعويضها واستبدالها بالطرق الاحصائية التي يقترحها برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS نسخة 22.

* - عند ادخالنا لمتغيرة قطاع السياحة مع باقي متغيرات النشاط في نظام المعادلات الآتية، أظهر البرنامج الاحصائي GRETL وجود ارتباط خطي عند ادراج هذه المتغيرة، مما يتطلب استبعادها.

¹ - في دراستنا تعذر علينا الحصول على نسب مساهمة المسير أو عائلته في رأس مال المؤسسات محل الدراسة بشكل دقيق، لذا اكتفينا فقط بملاحظة فيما إذا كان المسير أو عائلته يمتلك حصص في رأس المال، وقد تم الاعتماد كذلك على موقع ALGERIA GLOBAL MARKETS، لحساب متغيرة ملكية المسير، تاريخ الاطلاع 20/09/2016،

<https://www.agm.net/companies>

² -Bellettre, Op.Cit., p.142-143.

المطلب الأول : التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة

يهدف معرفة الخصائص العامة لمتغيرات الدراسة، سنقوم بحساب بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات كالتوسط الحسابي و الانحراف المعياري و معامل الاختلاف¹ و الوسيط... إلخ وذلك بالتمييز بين المتغيرات الداخلية و الخارجية كما يلي :

الفرع الأول : التحليل الإحصائي الوصفي للمتغيرات الداخلية

الجدول رقم (4-7) : الدراسة الوصفية للمتغيرات الداخلية المعبرة عن قرارات التمويل

DELTAFORTA	DELTADLTA	DELTAAUDTA	DELTADEFCTA	AUC	
0,026188	0,006956	0,019264	0,006284	0,005656	Mean المتوسط الحسابي
-0,004250000	0,0000000	-0,009000000	0,0000000	0,0000000	Quantile 1 الربيعي الأول
0,020000	0,000000	0,001000	0,000000	0,000000	Median الوسيط
0,034000000	0,0000000	0,037000000	0,0000000	0,0000000	Quantile 3 الربيعي الثالث
0,272000	0,474000	0,211000	1,294000	0,396675	Maximum أعلى قيمة
-0,071000	-0,307000	-0,098000	-0,255000	-1,306382	Minimum أدنى قيمة
0,059942	0,077831	0,055741	0,086968	0,098151	Std. Dev. الانحراف المعياري
228,89	1118,9	289,35	1384	1735,4	معامل الاختلاف CV. Coefficient of Variation %
301,3935	2325,531	76,62775	388812,0	175070,6	قيمة إحصائية Jarque-Bera
0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	احتمال قيمة إحصائية Jarque-Bera
250	250	250	250	250	Observations عدد المشاهدات

المصدر : من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامجي Eviews v 9.5 و Gretl v.3.

يوضح الجدول رقم (4-7) مدى تجانس توزيع المتغيرات الداخلية المعبرة عن قرارات التمويل باستخدام بعض مقاييس النزعة المركزية و التشتت والتي نوردتها كآلاتي :

1- يتبين من الجدول أعلاه أن قيم التغير في رأس المال نقدا و بضم الاحتياطات سجلت متوسط لها قدره 0,005656، و أعلى قيمة لها 0,396675 و انحراف معياري قدره 0,098151 و بالتالي فإن مقدار معامل الاختلاف بلغ 1735,4% و الذي يشير إلى التشتت الكبير في قيم هذه المتغيرة عن متوسطها الحسابي، مما يعطي فكرة عن درجة عدم تجانس قيم هذه المتغيرة. و بخصوص المؤسسات محل الدراسة التي

¹ - يقاس معامل الاختلاف كما يلي : (COEFF. DE VARIATION) = (الانحراف المعياري للسلسلة/المتوسط الحسابي) * 100، يسمح بتقدير تجانس التوزيع، إذ تفسر قيمة معامل الاختلاف التي تقل عن 15% بالتجانس الجيد لتوزيع قيم المتغيرة، أنظر :

. (بتصرف). -Renée Veysseyre, Statistique et probabilités pour l'ingénieur, 2^{ème} édition, Dunod, Paris, 2006, P. 21.

اعتمدت على الرفع في رأس مالها نقدا وبضم الاحتياطات فقد كانت عشرة مؤسسات، بحيث قامت مؤسسة واحدة منهم برفع رأس مالها في ثلاث سنوات و مرة واحدة بتخفيضه.

2- التغير في الديون المالية قصيرة الأجل : سجلت المؤسسات الخاصة بولاية غرداية متوسط هذه المتغيرة قدره 0,006284 و أعلى قيمة لها ب 1,294، وانحراف معياري قدره 0,086968 ومنه فإن مقدار معامل الاختلاف بلغ 1384% و الذي يؤشر على التشتت الكبير لقيم هذه المتغيرة عن متوسطها الحسابي مما يدل على عدم تجانس قيم هذه المتغيرة.

3- التغير في الديون الأخرى : بلغ متوسطه 0,019264 و أقصى قيمة له 0,211 وانحراف معياري قدره 0,055741 وعليه فإن معامل الاختلاف بلغ 289,35%، مما يدل على التشتت الكبير في قيمها عن متوسطها الحسابي و بالتالي عدم تجانس قيم هذه المتغيرة.

4- التغير في الديون المالية طويلة الأجل : سجل متوسط قدره 0,006956، حيث بلغ أقصى قيمة 0,474 بانحراف معياري 0,077831 و بالتالي بلغ مقدار معامل الاختلاف 1118,9% و الذي يشير إلى وجود تشتت كبير في قيمها مما يدل على عدم التجانس في توزيع قيم هذه المتغيرة حول متوسطها الحسابي.

5- التغير في ديون الموردين : سجلت هذه المتغيرة متوسط قدره 0,026188، كما بلغت أعلى قيمة لها 0,272 و انحرافها المعياري 0,059942 و بالتالي فإن مقدار معامل الاختلاف بلغ 228,89% و الذي يشير إلى وجود تشتت كبير في قيمها مما يدل على عدم التجانس في توزيع قيم هذه المتغيرة حول متوسطها الحسابي.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (4-7) أن قيمة إحصائية 1 jarque-bera لكل من التغير في رأس المال نقدا وبضم الاحتياطات، التغير في الديون المالية قصيرة الأجل، التغير في الديون الأخرى، التغير في الديون المالية طويلة الأجل، التغير في ديون الموردين التي تساوي على الترتيب 175070,6، 388812، 76,62775، 2325,531، 301,3935، أكبر من القيمة الحرجة لتوزيع χ^2 بدرجة حرية اثنين و نسبة معنوية 5% و المساوية ل $0,05(2)=5,991$ و التي تثبت عدم التوزيع الطبيعي للمتغيرات الداخلية المعبرة عن قرارات التمويل.

¹ - حسب اختبار jarque-bera يكون التوزيع طبيعيا، عندما تكون إحصائية jarque-bera أقل تماما من القيمة الحرجة لتوزيع χ^2 بدرجة حرية اثنين و نسبة معنوية 5%. أما إذا كانت إحصائية jarque-bera أكبر من $0,05(2)=5,991$ فالتوزيع غير طبيعي، أنظر : - شيخي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 219.

الفرع الثاني : التحليل الاحصائي الوصفي للمتغيرات الخارجية

1- المتغيرات المتباطئة للمتغيرات الداخلية :

الجدول رقم (4-8) : الدراسة الوصفية للمتغيرات الداخلية المتباطئة

DELTAAUDTA1	DELTAFORTA1	DELTADLTA1	DELTADEFCTA1	AUC1	
0,019080	0,033088	0,002960	0,001352	0,006145	Mean المتوسط الحسابي
-0,0082500000	-0,01225000	0,00000000	0,00000000	0,00000000	Quantile 1 الربيعي الأول
0,002500	0,017500	0,00000000	0,00000000	0,00000000	Median الوسيط
0,0380000000	0,05850000	0,00000000	0,00000000	0,00000000	Quantile 3 الربيعي الثالث
0,211000	0,318000	0,474000	0,248000	0,396675	Maximum أعلى قيمة
-0,110000	-0,117000	-0,307000	-0,255000	-1,306382	Minimum أدنى قيمة
0,056175	0,082029	0,075748	0,029717	0,098491	Std. Dev. الانحراف المعياري
294,42	247,91	2559,1	2198	1602,8	معامل الاختلاف CV. Coefficient of Variation %
79,94891	128,8160	1961,477	18594,12	170719,2	Jarque-Bera قيمة احصائية
0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	احتمال قيمة احصائية Jarque-Bera
250	250	250	250	250	Observations عدد المشاهدات

المصدر : من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامجي Eviews v 9.5 و Gretl v.3.

يوضح الجدول رقم (4-8) مدى تجانس توزيع المتغيرات المتباطئة للمتغيرات الداخلية المعبرة عن قرارات التمويل باستخدام بعض مقاييس النزعة المركزية و التشتت والتي نوردتها كما يلي :

1- سجل التغير السابق في رأس المال نقدا و بضم الاحتياطات متوسط قدره 0,006145 حيث بلغ أقصى قيمة له 0,396675 و انحرافه المعياري 0,098491 و بالتالي بلغ مقدار معامل اختلاف 1602,8% والذي يشير إلى وجود تشتت كبير في قيم هذه المتغيرة، مما يدل على وجود عدم تجانس في توزيع قيمها حول متوسطها الحسابي.

2- التغير السابق في الديون المالية قصيرة الأجل : سجل متوسط حسابي قدره 0,001352 و أقصى قيمة له 0,248، حيث بلغ انحرافه المعياري 0,029717 و بالتالي وصل مقدار معامل الاختلاف 2198% و الذي يؤشر على وجود تشتت كبير لقيم هذه المتغيرة عن متوسطها الحسابي و بالتالي عدم التجانس في توزيع قيمها.

3- التغير السابق في الديون المالية طويلة الأجل : بلغ متوسطه 0,00296 و أعلى قيمة له 0,474 حيث سجل انحرافه المعياري 0,075748 و بلغ معامل الاختلاف 2559,1% والذي يشير إلى وجود تشتت كبير لقيم هذه المتغيرة عن متوسطها الحسابي، مما يدل على وجود عدم التجانس في توزيع قيمها.

4- التغيير السابق في ديون الموردين : سجل متوسطه 0,033088 و أعلى قيمة له 0,318، و انحرافه المعياري 0,082029، حيث بلغ مقدار معامل الاختلاف 247,91 % و الذي يشير إلى وجود تشتت كبير في قيم هذه المتغيرة عن متوسطها الحسابي، مما يدل على عدم تجانس توزيع قيمها.

5- التغيير السابق في الديون الأخرى : سجل متوسطه 0,01908 و أعلى قيمة له 0,211، و انحرافه المعياري 0,056175، أما معامل الاختلاف فبلغ 294,42 % والذي يشير إلى وجود تشتت كبير في قيم هذه المتغيرة عن متوسطها الحسابي، مما يدل على عدم تجانس توزيع قيمها.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (4-8) أن قيمة إحصائية jarque-bera للمتغيرات الداخلية المتباطئة المتمثلة في التغيير السابق في رأس المال نقدا و بضم الاحتياطات، التغيير السابق في الديون المالية قصيرة الأجل، التغيير السابق في الديون المالية طويلة الأجل، التغيير السابق في ديون الموردين، التغيير السابق في الديون الأخرى المساوية ل 170719,2، 18594,12، 1961,477، 128,816، 79,94891 على الترتيب أكبر من القيمة الحرجة لتوزيع χ^2 بدرجة حرية اثنين ونسبة معنوية 5% و المساوية ل $\chi^2_{0,05}(2) = 5,991$ و التي تثبت عدم التوزيع الطبيعي لهذه المتغيرات.

2- المتغيرات الخارجية الكمية الأخرى:

الجدول رقم (4-9) : الدراسة الوصفية لباقي المتغيرات الخارجية الكمية

DRIS	DAMTA	ETR	LNAGE	GAR	TCA	TAILLE	RF	DEFTA	DEFTAI	
0,012716	0,055656	0,107240	2,553530	0,549375	0,114656	17,29985	0,284900	0,017152	0,026872	Mean المتوسط الحسابي
0,0000000	0,01200000	0,0000000	2,0794415	0,38093892	-0,0462500	17,262000	0,09250000	-0,01200000	-0,0090000	Quantile 1 الربيعي الأول
0,000000	0,035000	0,000000	2,564949	0,569100	0,101000	17,30000	0,174000	0,012000	0,019000	Median الوسيط
0,01800000	0,07825000	0,19925000	3,1021554	0,74247611	0,21775000	17,300000	0,41850000	0,04775000	0,04775000	Quantile 3 الربيعي الثالث
0,101000	0,273000	0,760000	3,828641	0,999099	1,417000	20,64100	1,386000	0,229000	0,308000	Maximum أعلى قيمة
-0,070000	0,000000	-0,060000	0,693147	0,003621	-0,405000	16,51600	-0,229000	-0,224000	-0,156000	Minimum أدنى قيمة
0,023906	0,060084	0,126137	0,686701	0,248319	0,305639	0,455915	0,286021	0,066715	0,075068	Std. Dev. الانحراف المعياري
188	107,96	117,62	26,892	45,2	266,57	2,6354	100,39	388,96	279,35	معامل الاختلاف CV. Coefficient of Variation %
222,9255	153,3946	81,66563	4,137673	11,68210	151,4289	4259,066	79,01593	33,27036	132,2720	قيمة احصائية Jarque-Bera
0,000000	0,000000	0,000000	0,126333	0,002906	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	احتمال قيمة احصائية Jarque-Bera
250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	Observations عدد المشاهدات

المصدر : من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامجي Eviews v 9.5 و Gretl v.3.

يوضح الجدول رقم (4-9) مدى تجانس توزيع المتغيرات الخارجية الكمية الأخرى باستخدام بعض مقاييس النزعة المركزية و التشتت والتي نوردتها كما يلي :

1- عجز التمويل الداخلي السابق و الحالي : سجل متوسط هاتين المتغيرتين قدره 0,026872 و 0,017152 على الترتيب، كما أظهرت نتائج الإحصاء الوصفي وسيط لهما قدره 0,019 و 0,012 على الترتيب واللذان يفوقان الصفر، وهذا يعني وجود عجز لأكثر من نصف العينة أي أغلب المؤسسات الخاصة بولاية غرداية لديها احتياج للتمويل الخارجي، بحيث بلغ أكبر عجز سابق للتمويل الداخلي 0,3080 و وصل العجز الحالي للتمويل الداخلي إلى أقصى حد له عند 0,2290، كما سجل الانحراف المعياري لهاتين المتغيرتين 0,075068 و 0,066715 على الترتيب وبالتالي بلغ مقدار معامل الاختلاف لهما 279,35 % و 388,96 % على الترتيب، والذي يشير إلى وجود تشتت كبير في قيم هاتين المتغيرتين عن متوسطهما الحسابي، مما يدل على عدم تجانس توزيع قيمهما.

2- المردودية المالية : سجلت هذه المتغيرة متوسط قدره 0,2849، حيث وصلت أعلى قيمة لها 1,386 و بانحراف معياري قدره 0,286021 و منه بلغ مقدار معامل الاختلاف 100,39 % و الذي يؤثر على التشتت الكبير في قيم هذه المتغيرة عن متوسطها الحسابي، مما يدل على عدم تجانس توزيع قيمها.

3- الحجم : كانت قيمته محصورة بين أقل قيمة 16,516 و أعلى قيمة له 20,641، بمتوسط بلغ 17,29985، و بانحراف معياري 0,455915، و بالتالي فإن مقدار معامل الاختلاف هو 2,6354 % والذي يشير إلى وجود تجانس في توزيع قيم هذه المتغيرة حول متوسطها الحسابي.

4- النمو : سجل النمو في رقم الأعمال متوسط قدره 0,114656، حيث وصلت أعلى قيمة لها 1,417 وبلغ الانحراف المعياري 0,305639 و بالتالي بلغ معامل الاختلاف 266,57 % و الذي يؤثر على التشتت الكبير في قيم هذه المتغيرة عن متوسطها الحسابي، مما يدل على عدم تجانس توزيع قيمها.

5- الضمانات : كانت قيمته محصورة بين أقل قيمة 0,003621 و أعلى قيمة له 0,999099، بمتوسط بلغ 0,549375، و بانحراف معياري 0,248319، و بالتالي فإن مقدار معامل الاختلاف هو 45,2 % و الذي يؤثر على التشتت في قيم هذه المتغيرة عن متوسطها الحسابي، مما يدل على عدم تجانس توزيع قيمها.

6- عمر المؤسسة : تم قياسه بلوغاريتم عمر المؤسسة، حيث كانت قيمته محصورة بين أقل قيمة 0,693147 و أعلى قيمة له 3,828641، بمتوسط بلغ 2,553530، و بانحراف معياري 0,686701، و بالتالي فإن مقدار معامل الاختلاف 26,892 %، و الذي يشير إلى تشتت في قيم هذه المتغيرة عن متوسطها الحسابي، مما يدل على عدم تجانس توزيع قيمها، و الذي يعود إلى اختلاف عمر المؤسسات الخاصة محل الدراسة بولاية غرداية، فأكثر مؤسسة خلال فترة الدراسة عمرها 46 سنة و أصغر عمرها سنتين.

7- معدل الضريبة الفعلي : سجلت هذه المتغيرة متوسط قدره 0,10724، حيث وصلت أعلى قيمة لها 0,76 وبلغ انحرافها المعياري 0,126137 و بالتالي مقدار معامل الاختلاف هو 117,62 % و الذي يؤثر على التشتت الكبير في قيم هذه المتغيرة عن متوسطها الحسابي، مما يدل على عدم تجانس توزيع قيمها. ويعود ذلك

إلى اختلاف معدلات الضريبة على الأرباح بين أنشطة المؤسسات محل الدراسة، وإلى مقدار الضريبة المستحقة¹.

8- الوفر الضريبي من غير الديون : سجلت نتائج الإحصاء الوصفي متوسط قدره 0,055656 لمتغيرة الوفر الضريبي من غير الديون و حيث وصلت أعلى قيمة لها 0,273، كما بلغ انحرافها المعياري 0,060084 ومعامل اختلافها 107,96%، و الذي يؤشر على التشتت الكبير في قيم هذه المتغيرة عن متوسطها الحسابي، مما يدل على عدم تجانس توزيع قيمها.

9- مخاطر عدم السداد : كانت قيمة هذه المتغيرة محصورة بين أقل قيمة -0,07 و أعلى قيمة لها 0,101، بمتوسط بلغ 0,012716، و بانحراف معياري 0,023906، و بالتالي فإن مقدار معامل الاختلاف بلغ 188% و الذي يؤشر على التشتت الكبير في قيم هذه المتغيرة عن متوسطها الحسابي، مما يدل على عدم تجانس توزيع قيمها؛ كما تتميز المؤسسات الخاصة محل الدراسة والمستدينة بارتفاع في مخاطر عدم سدادها.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (4-9) أن قيمة إحصائية jarque –bera لباقي المتغيرات الخارجية الكمية المتمثلة في عجز التمويل الداخلي السابق و عجز التمويل الداخلي الحالي و المردودية المالية و الحجم و النمو والضمانات و معدل الضريبة الفعلي و الوفر الضريبي من غير الديون و مخاطر عدم السداد المساوية ل 132,272، 33,27036، 79,01593، 4259,066، 151,4289، 11,6821، 81,66563، 153,3946، 222,9255 على الترتيب أكبر من $\chi^2_{0,05}(2) = 5,991$ و التي تثبت عدم اتباع هذه المتغيرات للتوزيع الطبيعي.

أما قيمة إحصائية jarque –bera لمتغيرة عمر المؤسسة المساوية ل 4,137673 فهي تقل عن القيمة الحرجة لتوزيع كاي تربيع بدرجة حرية 2 و نسبة المعنوية 5% و المساوية ل 5,991، و بالتالي تتبع هذه المتغيرة التوزيع الطبيعي.

المطلب الثاني : دراسة الارتباط بين المتغيرات الخارجية

بعد تحديد متغيرات الدراسة والنماذج المستخدمة، سنقوم بدراسة معاملات الارتباط بين المتغيرات الخارجية، وسنستهل ذلك بنظام المعادلتين الأول S_1 و هو ما يوضحه الجدول التالي :

¹ - أي مبلغ الضريبة المستحق الدفع، المحسوب على أساس النتيجة الجبائية و ليس على أساس النتيجة المحاسبية، أنظر : - عبد الرحمان عطية، المحاسبة المعمقة وفق النظام المحاسبي المالي، الطبعة الثانية، مطبعة محمد مولاها، برج بوعريبيج، الجزائر، 2014، ص 140.

جدول رقم (4-10): معاملات بيرسون بين المتغيرات الخارجية

	AUCI	deltaDECTAI	DEFTAI	RF	TAILLE	TCA	LNAGE	GAR	DRIS	ETR	SARL	SNC	EURL	DETENTION	COM	ICHP	IMACH	TPB	IAGRO	ITEX	IPAP	SERVM	TRANS	SANT
AUCI	1	,041	,104	-,153*	,015	,021	,000	,064	,140*	,065	,128*	-,018	-,135*	-,012	-,025	-,010	,076	-,021	-,016	,046	,037	,024	-,123	-,009
deltaDECTAI		1	,032	-,012	,283**	,002	,017	,002	-,180**	,002	-,012	-,016	-,017	-,051	-,019	,049	-,013	-,017	-,014	-,015	-,007	,044	-,010	-,007
DEFTAI			1	-,048	,077	,004	,019	,075	,059	-,103	,123	-,037	-,082	,056	-,050	-,032	,078	-,039	,006	,003	-,023	,071	-,036	,022
RF				1	-,012	,060	-,205**	-,190**	-,129*	-,226**	-,326**	-,426**	,100	,033	,176**	-,092	-,123	,229**	-,016	-,169**	-,091	,030	,191**	-,108
TAILLE					1	-,093	,050	-,013	,014	,241**	,064	,110	-,157*	-,077	,101	,223**	-,038	,100	-,137*	-,110	,000	-,153*	-,033	-,051
TCA						1	-,135*	-,009	,067	-,050	-,013	-,082	,084	-,036	-,005	-,024	,026	-,028	-,002	-,063	-,032	,118	,059	-,025
LNAGE							1	,207**	-,053	-,052	,299**	-,215**	-,251**	-,179**	-,234**	,110	,130*	-,170**	-,015	,504**	,031	-,211**	-,232**	-,034
GAR								1	,075	,018	,207**	-,183**	-,053	,044	-,444**	,264**	,096	-,106	-,037	,164**	,048	-,024	,069	,171**
DRIS									1	,130*	,185**	-,008	-,138*	,142*	-,072	,050	,248**	,121	-,132*	,013	-,005	-,117	-,093	-,071
ETR										1	,194**	-,235**	-,071	,028	,156*	,016	,199**	-,183**	-,143*	-,098	,103	-,068	-,035	,043
SARL											1	-,492**	-,740**	-,138*	-,281**	,261**	,242**	-,254**	-,040	,261**	,086	-,133*	-,231**	-,239**
SNC												1	-,131*	,129*	,093	-,129*	-,119	,393**	,236**	-,129*	-,042	-,098	-,075	-,042
EURL													1	,193**	,288**	-,193**	-,179**	,032	-,112	-,193**	-,063	,068	,343**	,323**
DETENTION														1	,019	-,405**	,176**	,145*	-,119	,190**	,062	-,036	-,119	,062
COM															1	-,176**	-,163**	-,134*	-,102	-,176**	-,058	-,134*	-,102	-,058
ICHP																1	-,176**	-,145*	-,110	-,190**	-,062	-,145*	-,110	-,062
IMACH																	1	-,134*	-,102	-,176**	-,058	-,134*	-,102	-,058
TPB																		1	-,084	-,145*	-,048	-,111	-,084	-,048
IAGRO																			1	-,110	-,036	-,084	-,064	-,036
ITEX																				1	-,062	-,145*	-,110	-,062
IPAP																					1	-,048	-,036	-,020
SERVM																						1	-,084	-,048
TRANS																							1	-,036
SANT																								1

*الارتباط دال عند مستوى 0,05؛

**الارتباط دال عند مستوى 0,01؛

المصدر : من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج SPSS نسخة 22.

الفرع الأول : دراسة الارتباط بين المتغيرات الخارجية لنظام المعادلات الآتية الأول

بالنسبة لنظام المعادلات الآتية الأول S_1 و الذي يدرس العلاقة بين الرفع في رأس المال نقداً و بضم الاحتياطات و التغير في الديون المالية قصيرة الأجل أي المعادلتين (4-17) و(4-18)، نلاحظ من خلال الجدول رقم (4-10) أن علاقة الارتباط بين المتغيرات الخارجية في المعادلة رقم (4-17) كانت في العموم ضعيفة بالرغم من أهميتها الاحصائية؛

حيث ترتبط المتغيرة AUC1 (التغير السابق في رأس المال نقداً أو بضم الإحتياطات) بمتغيرة الشكل القانوني للشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL ارتباطا إيجابيا قُدِّر بـ 12,8%، أما مع متغيرتي المردودية المالية RF والشكل القانوني لشركات EURL فكان الارتباط عكسيا بنسبة 15,3% و 13,5% على الترتيب. وهذه الارتباطات كلها ذات دلالة عند مستوى معنوية 0,05؛ أما ارتباطها مع باقي المتغيرات الأخرى ضمن المعادلة رقم (4-17)، فكان ضعيفا و غير معنوي احصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01.

و ترتبط المتغيرة RF (المردودية المالية) ايجابا مع متغيرة الشكل القانوني لشركات التضامن SNC بنسبة 42,6% و قطاع التجارة Com بنسبة 17,6% و قطاع البناء والأشغال العمومية TPB بنسبة 22,9% و قطاع النقل TRANS بنسبة 19,1%، أما ارتباطها مع المتغيرات التالية : عمر المؤسسة و الشكل القانوني للشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL و قطاع الصناعة النسيجية ITEX فكان ارتباطا عكسيا بنسبة 20,5% و 32,6% و 16,9% على الترتيب، و هذه الارتباطات كلها ذات دلالة عند مستوى معنوية 0,01؛ أما عن ارتباطها مع باقي المتغيرات الأخرى ضمن المعادلة رقم (4-17)، فكان ضعيفا و غير معنوي إحصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01.

و حسب الجدول رقم (4-10) ترتبط متغيرة الحجم TAILLE إيجابا بالمتغيرة ICHIP قطاع الصناعة الكيماوية والبلاستيك بنسبة 22,3% عند مستوى معنوية 0,01، أما ارتباطها مع المتغيرات التالية : الشكل القانوني لشركات EURL و قطاع الصناعة الغذائية IAGRO و قطاع خدمات الصيانة SERVIM فكان ارتباطا عكسيا بنسبة 15,7% و 13,7% و 15,3% على الترتيب و ذو دلالة عند مستوى معنوية 0,05، أما عن ارتباطها مع باقي المتغيرات الأخرى ضمن المعادلة رقم (4-17)، فكان ضعيفا و غير معنوي إحصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01.

و ترتبط متغيرة النمو TCA بعمر المؤسسة ارتباطا عكسيا قُدِّر بـ 13,5% و هو ذو دلالة عند مستوى معنوية 0,05؛ أما عن ارتباطها مع باقي المتغيرات الأخرى ضمن المعادلة رقم (4-17)، فكان ضعيفا و غير معنوي إحصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01.

و حسب الجدول رقم (4-10) ترتبط متغيرة عمر المؤسسة إيجابا مع المتغيرات التالية : الشكل القانوني للشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL و قطاع الصناعة النسيجية ITEX بنسبة 29,9% و 50,4% على الترتيب عند مستوى معنوية 0,01 و مع قطاع صناعة الآلات الثقيلة IMACH بنسبة 13% عند مستوى معنوية 0,05؛ أما ارتباطها مع المتغيرات التالية : الشكل القانوني لشركات التضامن SNC و الشكل القانوني لشركات EURL و ملكية المسير و قطاع التجارة COM و قطاع البناء والأشغال العمومية TPB و قطاع خدمات الصيانة SERVIM و النقل TRANS، فكان ارتباطا عكسيا بنسبة 21,5%، 25,1%، 17,9%، 23,4%، 17%، 21,1% و 23,2% على الترتيب و هو ذو دلالة عند مستوى معنوية 0,01؛ وفيما يخص ارتباطها مع باقي المتغيرات الأخرى ضمن المعادلة رقم (4-17)، فكان ضعيفا و غير معنوي إحصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01.

و فيما يتعلق بإرتباط الأشكال القانونية فيما بينها، فحسب الجدول رقم (4-10) ترتبط متغيرة الشكل القانوني للشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL بمتغيرة الشكل القانوني لشركات التضامن SNC و EURL ارتباطا عكسيا قُدِّر بـ 49,2% و 74% على الترتيب، له دلالة عند مستوى معنوية 0,01؛ أما عن علاقة متغيرة الشكل القانوني SNC بمتغيرة الشكل القانوني EURL فيوجد ارتباط عكسي ذو دلالة إحصائية بينهما بنسبة 13,1% عند مستوى معنوية 0,05.

كما ترتبط متغيرة الشكل القانوني SARL بمتغيرة ملكية المسير Détention ارتباطا عكسيا بنسبة 13,8% و هو ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0,05.

و فيما يخص علاقة متغيرة الشكل القانوني SARL بقطاعات النشاط فقد وجد ارتباط إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0,01 بين ذات المتغيرة و كل من قطاع الصناعة الكيمائية و البلاستيك Ichip و قطاع صناعة الآلات الثقيلة IMach و قطاع الصناعة النسيجية Itex، حيث بلغ معامل الارتباط 26,1% و 24,2% و 26,1% على الترتيب، فبالرغم من الأهمية الإحصائية لهذه المعاملات إلا أنها ضعيفة. فأغلب المؤسسات المنتمة لقطاع الصناعة الكيمائية و البلاستيك Ichip لها الشكل القانوني SARL. أما المؤسسات التي تنتمي إلى قطاعي صناعة الآلات الثقيلة IMach و الصناعة النسيجية Itex فجميعها لها الشكل القانوني SARL.

كما ترتبط متغيرة الشكل القانوني SARL ارتباطا عكسيا بباقي القطاعات المتمثلة في قطاع التجارة Com بنسبة 28,1%، و قطاع البناء والأشغال العمومية TPB بنسبة 25,4% و قطاع النقل Trans بنسبة 23,1% و قطاع الصحة Sant بنسبة 23,9% و هذه الارتباطات كلها ذات دلالة عند مستوى معنوية 0,01، أما قطاع خدمات الصيانة Servm فكانت نسبة ارتباطه العكسي 13,3% وهو دال عند مستوى معنوية 0,05. أما عن ارتباطها مع باقي متغيرات القطاعات الأخرى ضمن المعادلة رقم (4-17)، فكان ضعيفا و غير معنوي احصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01.

و حسب الجدول رقم (4-10) ترتبط متغيرة الشكل القانوني لشركات التضامن SNC ارتباطا إيجابيا ذو دلالة مع ملكية المسير بنسبة 12,9% عند مستوى معنوية 0,05 و مع قطاع البناء و الأشغال العمومية TPB بنسبة 39,3%، و قطاع الصناعة الغذائية IAGRO بنسبة 23,6%، عند مستوى معنوية 0,01، أما عن ارتباطها مع قطاعي الصناعة الكيميائية و البلاستيك Ichip و الصناعة النسيجية Itex فكان عكسيا بنسبة 12,9% عند مستوى معنوية 0,05، وفيما يخص ارتباطها بباقي المتغيرات الأخرى ضمن المعادلة رقم (4-17)، فكان ضعيفا و غير معنوي احصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01.

نلاحظ أيضا من خلال الجدول رقم (4-10) وجود ارتباط إيجابي ذو دلالة عند مستوى معنوية 0,01 بين متغيرة الشكل القانوني EURL و متغيرة ملكية المسير بنسبة 19,3% غير أنه ضعيف، مما يدل على أن الشركات ذات الشخص الوحيد يكون المالك فيها هو المسير.

و فيما يخص علاقة متغيرة الشكل القانوني EURL بقطاعات النشاط، ترتبط ذات المتغيرة إيجابا مع قطاع التجارة بنسبة 28,8% و قطاع النقل بنسبة 34,3% و قطاع الصحة بنسبة 32,3%، وهذه الارتباطات كلها ذات دلالة عند مستوى معنوية 0,01. أما ارتباطها مع المتغيرات التالية : قطاع الصناعة الكيميائية و البلاستيك Ichip و قطاع صناعة الآلات الثقيلة IMach و قطاع الصناعة النسيجية Itex فكان ارتباطا عكسيا بنسبة 19,3% ، 17,9% ، 19,3% على الترتيب، و ذو دلالة عند مستوى معنوية 0,01، أما عن ارتباطها مع باقي متغيرات القطاعات الأخرى ضمن المعادلة رقم (4-17)، فكان ضعيفا و غير معنوي احصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01.

و فيما يتعلق بارتباط متغيرة ملكية المسير بقطاعات النشاط فحسب الجدول رقم (4-10) ترتبط ذات المتغيرة إيجابا مع قطاع صناعة الآلات الثقيلة IMach بنسبة 17,6% و قطاع الصناعة النسيجية Itex بنسبة 19% عند مستوى معنوية 0,01، و مع قطاع البناء والأشغال العمومية TPB بنسبة 14,5% عند مستوى معنوية 0,05، أما عن ارتباطها مع قطاع الصناعة الكيميائية و البلاستيك Ichip فكان عكسيا بنسبة 40,5% عند مستوى معنوية 0,01، أما عن ارتباطها مع باقي متغيرات القطاعات الأخرى ضمن المعادلة رقم (4-17)، فكان ضعيفا و غير معنوي إحصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01.

و بخصوص علاقة قطاعات النشاط فيما بينها، فحسب الجدول رقم (4-10) ترتبط متغيرة قطاع التجارة COM بمتغيرة قطاع الصناعة الكيميائية و البلاستيك Ichip و قطاع صناعة الآلات الثقيلة IMach و قطاع الصناعة النسيجية Itex ارتباطا عكسيا قُدِّر ب 17,6%، 16,3%، 17,6% على الترتيب، وهذه الارتباطات كلها ذات دلالة عند مستوى معنوية 0,01؛ أما عن علاقة متغيرة قطاع التجارة COM بمتغيرتي قطاع البناء والأشغال العمومية TPB و قطاع خدمات الصيانة Servm فيوجد ارتباط عكسي ذو دلالة إحصائية بينهما و بنفس النسبة و المقدرة ب 13,4%، عند مستوى معنوية 0,05. وعن ارتباطها مع باقي متغيرات القطاعات الأخرى ضمن المعادلة رقم (4-17)، فكان ضعيفا و غير معنوي إحصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01.

و حسب الجدول رقم (4-10) ترتبط متغيرة قطاع الصناعة الكيميائية و البلاستيك Ichip ارتباطا عكسيا مع المتغيرات التالية : قطاع صناعة الآلات الثقيلة IMach بنسبة 17,6% و قطاع الصناعة النسيجية Itex بنسبة 19%، عند مستوى معنوية 0,01، و قطاع البناء و الأشغال العمومية TPB و قطاع خدمات الصيانة Servm بنفس النسبة المقدرة ب 14,5%، أما عن ارتباطها مع باقي متغيرات القطاعات الأخرى ضمن المعادلة رقم (4-17)، فكان ضعيفا و غير معنوي إحصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01.

كما ترتبط متغيرة قطاع صناعة الآلات الثقيلة IMach ارتباطا عكسيا مع قطاع الصناعة النسيجية Itex بنسبة 17,6%، عند مستوى معنوية 0,01، و مع قطاعي البناء و الأشغال العمومية TPB و خدمات الصيانة Servm بنفس النسبة و المقدرة ب 13,4%، عند مستوى معنوية 0,05. وعن ارتباطها مع باقي متغيرات القطاعات الأخرى ضمن المعادلة رقم (4-17)، فكان ضعيفا و غير معنوي إحصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01.

و حسب الجدول رقم (4-10) ترتبط متغيرة قطاع البناء و الأشغال العمومية TPB بمتغيرة قطاع الصناعة النسيجية Itex ارتباطا عكسيا قُدِّر ب 14,5% عند مستوى معنوية 0,05، وهو نفس المعامل الذي يربط قطاع الصناعة النسيجية Itex بقطاع خدمات الصيانة Servm، و بالرغم من الأهمية الإحصائية لهذه المعاملات إلا أنها تعتبر ضعيفة، و تعود إلى خصائص المؤسسات التي تنتمي إليها. أما عن ارتباطها مع باقي متغيرات القطاعات الأخرى ضمن المعادلة رقم (4-17)، فكان ضعيفا و غير معنوي إحصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01.

و فيما يتعلق بارتباط متغيرة قطاع الصناعة الغذائية IAGRO مع باقي متغيرات القطاعات الأخرى ضمن المعادلة رقم (4-17)، فقد كان ضعيفا و غير معنوي إحصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01.

كما لاحظنا من خلال الجدول رقم (4-10) وجود ارتباط ضعيف و غير معنوي إحصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01 بين متغيرة قطاع صناعة الورق IPAP و كل المتغيرات في نظام المعادلات الآتية الأول S₁.

و فيما يتعلق بالمتغيرات الإضافية المدرجة في المعادلة رقم (4-18) ضمن نظام المعادلات الآنية الأول فنلاحظ ما يلي :

حسب الجدول رقم (4-10) يرتبط التغير السابق في الديون المالية قصيرة الأجل $\Delta DFCTA1$ ارتباطا إيجابيا ذو دلالة إحصائية مع الحجم بنسبة 28,3%، عند مستوى معنوية 0,01، و عكسيا مع مخاطر عدم السداد DRIS بنسبة 18% عند مستوى معنوية 0,01، أما عن ارتباطه بباقي المتغيرات الأخرى ضمن المعادلة رقم (4-18)، فكان ضعيفا و غير معنوي إحصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01.

و ترتبط متغيرة الضمانات حسب الجدول رقم (4-10) ارتباطا إيجابيا مع المتغيرات التالية : الشكل القانوني للشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL بنسبة 20,7%، قطاع الصناعة الكيميائية و البلاستيك Ichip بنسبة 26,4%، و قطاع الصناعة النسيجية Itex بنسبة 16,4% و قطاع الصحة بنسبة 17,1% عند مستوى معنوية 0,01، و بالرغم من الأهمية الإحصائية لهذه المعاملات إلا أنها تعد ضعيفة. و هذا ما يدل على أن المؤسسات المنتسبة إلى قطاع الصناعة الكيميائية والبلاستيك و قطاع الصناعة النسيجية و الصحة تمتلك أصولا ثابتة و ذلك نظرا لطبيعة نشاطها الذي يتطلب ذلك و بالتالي تعد كضمانات، كما أن أغلب هذه المؤسسات المنتسبة إلى هذه القطاعات تأخذ شكل شركات ذات المسؤولية المحدودة SARL.

أما عن ارتباط متغيرة الضمانات بالمتغيرات التالية : الشكل القانوني لشركات التضامن SNC و قطاع التجارة Com فقد كان ارتباطا عكسيا بنسبة 18,3% و 44,4% على الترتيب، عند مستوى معنوية 0,01، فبالنسبة لمعامل ارتباط الضمانات و الشكل القانوني لشركات التضامن SNC فقد كان ضعيفا، في حين يمكن تفسير العلاقة السالبة بين الضمانات و قطاع التجارة بكون المؤسسات المنتسبة لهذا القطاع لا يتطلب نشاطها أصولا ثابتة مقارنة بالمؤسسات الصناعية. و عن ارتباط ذات المتغيرة بباقي المتغيرات الأخرى ضمن المعادلة رقم (4-18)، فكان ضعيفا و غير معنوي إحصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01.

و حسب الجدول رقم (4-10) ترتبط متغيرة مخاطر عدم السداد إيجابا مع الشكل القانوني للشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL بنسبة 18,5% و قطاع صناعة الآلات الثقيلة IMach بنسبة 24,8% عند مستوى معنوية 0,01، و مع معدل الضريبة الفعلي ETR بنسبة 13% و ملكية الميسير بنسبة 14,2% عند مستوى معنوية 0,05، أما عن ارتباطها مع الشكل القانوني EURL و قطاع الصناعة الغذائية IAGRO فكان عكسيا بنسبة 13,8% و 13,2% على الترتيب عند مستوى معنوية 0,05، وبالرغم من الأهمية الإحصائية لهذه المعاملات غير أنها تعتبر ضعيفة. و هذا يدل على أن أغلب الشركات ذات الشخص الوحيد EURL والشركات المنتسبة لقطاع الصناعة الغذائية لا تعتمد على الاقتراض، لذلك فهي لا تواجه مخاطر عدم سداد فوائد القروض المالية. و عن ارتباط متغيرة مخاطر عدم السداد بباقي المتغيرات الأخرى ضمن المعادلة رقم (4-18)، فكان ضعيفا و غير معنوي إحصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01.

كما ترتبط متغيرة معدل الضريبة الفعلي ETR إيجابا مع المتغيرات التالية : الشكل القانوني لشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL بنسبة 19,4% و قطاع صناعة الآلات الثقيلة IMach بنسبة 19,9% عند مستوى معنوية 0,01، و قطاع التجارة بنسبة 15,6% عند مستوى معنوية 0,05، و عكسيا مع المتغيرات التالية : الشكل القانوني لشركات التضامن SNC بنسبة 23,5% و قطاع البناء و الأشغال العمومية TPB بنسبة 18,3% عند مستوى معنوية 0,01، و قطاع الصناعة الغذائية IAGRO بنسبة 14,3% عند مستوى معنوية 0,05، أما عن ارتباطها مع باقي المتغيرات الأخرى ضمن المعادلة رقم (18-4)، فكان ضعيفا و غير معنوي إحصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01.

الفرع الثاني : دراسة الارتباط بين المتغيرات الخارجية لأنظمة المعادلات الآنية الأخرى

بعد دراسة الارتباط بين المتغيرات الخارجية لنظام المعادلات الآنية الأول، سنتطرق إلى دراسة ارتباط المتغيرة الإضافية المدرجة في المعادلة رقم (20-4) ضمن نظام المعادلات الآنية الثاني S_2 و المتمثلة في الوفر الضريبي من غير الديون و ارتباطها ببقية المتغيرات الخارجية و التي يلخصها الجدول التالي :

جدول رقم (4-11): معاملات بيرسون بين الوفر الضريبي من غير الديون و باقي المتغيرات الخارجية

	DEFTAI	RF	TAILLE	TCA	LNAGE	DRIS	SARL	SNC	EURL	DETENTION	COM	ICHIP	IMACH	TPB	IAGRO	ITEX	IPAP	SERVVM	TRANS	SANT
DAMTA	0,162*	0,133*	-0,026	0,052	-0,127*	-0,024	-0,154*	-0,070	0,219**	-0,129*	-0,302**	0,073	-0,128*	-0,078	0,091	-0,229**	0,003	0,268**	0,450**	0,343**

*الارتباط دال عند مستوى 0,05؛

**الارتباط دال عند مستوى 0,01؛

المصدر : من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج SPSS نسخة 22.

حسب الجدول رقم (4-11) ترتبط متغيرة الوفر الضريبي من غير الديون DAMTA ارتباطا إيجابيا مع المتغيرات التالية : الشكل القانوني EURL بنسبة 21,9% و قطاع خدمات الصيانة Servvm بنسبة 26,8%، و قطاع النقل Trans بنسبة 45%، و قطاع الصحة SANT بنسبة 34,3% ؛ وهذه الارتباطات كلها دالة عند مستوى معنوية 0,01، كما ترتبط إيجابا ذات المتغيرة مع متغيرة عجز التمويل الداخلي السابق DEFTA1 بنسبة 16,2%، والمردودية المالية RF بنسبة 13,3%، و لكلا الارتباطين دلالة عند مستوى معنوية 0,05؛ وترتبط DAMTA عكسيا مع المتغيرات التالية : قطاع التجارة Com بنسبة 30,2% و قطاع الصناعة النسيجية Itex بنسبة 22,9%، عند مستوى معنوية 0,01، و مع عمر المؤسسة بنسبة 12,7% والشكل القانوني لشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL بنسبة 15,4% و ملكية الميسير بنسبة 12,9% و قطاع

صناعة الآلات الثقيلة IMach بنسبة 12,8%، و هذه الارتباطات كلها دالة عند مستوى معنوية 0,05 وعموما تعتبر ضعيفة. أما عن ارتباط متغيرة الوفر الضريبي من غير الديون بباقي المتغيرات الأخرى ضمن المعادلة رقم (4-20)، فكان ضعيفا وغير معنوي إحصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01.

و بعد دراسة ارتباط المتغيرة الإضافية DAMTA و المدرجة في المعادلة رقم (4-20) ضمن نظام المعادلات الآنية الثاني S₂، سنتطرق إلى دراسة ارتباط متغيرتين إضافيتين مدرجتين في المعادلة رقم (4-22) ضمن نظام المعادلات الآنية الثالث S₃ و المتمثلتين في التغير السابق في الديون المالية طويلة الأجل و عجز التمويل الداخلي الحالي وعلاقتها ببقية المتغيرات الخارجية و التي يلخصها الجدول التالي :

جدول رقم(4-12): معاملات بيرسون بين متغيرتي DeltaDLTA1 و DEFTA وباقي المتغيرات الخارجية

	DeltaDLTA1	DEFTA	RF	TAILLE	TCA	LNAGE	GAR	DRIS	ETR	SARL	SNC	EURL	DETENTION	COM	ICHIP	IMACH	TPB	IAGRO	ITEX	IPAP	SERVM	TRANS	SANT
DeltaDLTA1	1	-0,122	-0,037	-0,038	0,012	-0,087	-0,085	0,139*	0,098	0,003	-0,057	0,051	-0,006	0,099	-0,028	0,001	-0,013	-0,093	-0,019	-0,024	-0,005	0,027	0,066
DEFTA	-0,122	1	-0,009	0,006	-0,033	0,063	0,045	0,042	0,001	0,098	0,004	-0,074	0,126*	-0,018	-0,068	-0,026	0,042	0,043	0,082	0,030	0,005	-0,029	-0,098

*الارتباط دال عند مستوى 0,05؛

المصدر : من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج SPSS نسخة 22.

حسب الجدول رقم (4-12) يرتبط التغير السابق في الديون المالية طويلة الأجل DeltaDLTA1 ارتباطا إيجابيا بمتغيرة مخاطر عدم السداد DRIS بنسبة 13,9%، عند مستوى معنوية 0,05، أما عن ارتباطه مع باقي المتغيرات الأخرى في المعادلة رقم (4-22)، فكان ضعيفا جدا وغير معنوي إحصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01.

كما ترتبط متغيرة عجز التمويل الداخلي الحالي DEFTA بملكية المسير ارتباطا إيجابيا ذو دلالة عند مستوى 0,05 و نسبته 12,6%، غير أنه ارتباط ضعيف ؛ و عن ارتباطها مع باقي المتغيرات الأخرى في المعادلة رقم (4-22)، فكان ضعيفا جدا و غير معنوي إحصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01.

بعد دراسة ارتباط المتغيرتين الإضافيتين المدرجتين في المعادلة رقم (4-22) ضمن نظام المعادلات الآنية الثالث S₃ والمتمثلتين في التغير السابق في الديون المالية طويلة الأجل و عجز التمويل الداخلي الحالي، سنتطرق إلى دراسة ارتباط المتغيرة الإضافية المدرجة في المعادلة رقم (4-24) ضمن نظام المعادلات الآنية الرابع S₄ و المتمثلة في التغير السابق في ديون الموردين وعلاقتها ببقية المتغيرات الخارجية و التي يلخصها الجدول التالي :

جدول رقم (4-13): معاملات بيرسون بين التغير السابق في ديون الموردين وباقي المتغيرات الخارجية

	DEFTA1	RF	TAILLE	TCA	LNAGE	DRIS	SARL	SNC	EURL	DETENTION	COM	ICHP	IMACH	TPB	IAGRO	ITEX	IPAP	SERVM	TRANS	SANT
DeltaFORTA1	0,098	0,093	0,118	-0,010	-0,203**	0,036	-0,029	0,125*	-0,040	0,015	0,117	0,086	-0,114	0,152*	-0,008	-0,147*	0,090	0,020	-0,100	-0,029

* الارتباط دال عند مستوى 0,05؛

** الارتباط دال عند مستوى 0,01؛

المصدر : من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج SPSS نسخة 22.

و حسب الجدول رقم (4-13) يرتبط التغير السابق في ديون الموردين DeltaFORTA1 ارتباطا ايجابيا ذو دلالة عند مستوى معنوية 0,05 بمتغيري: الشكل القانوني لشركات التضامن SNC بنسبة 12,5% و قطاع البناء والأشغال العمومية TPB بنسبة 15,2% ؛ و يرتبط ذات المتغير ارتباطا عكسيا ذو دلالة بعمر المؤسسة بنسبة 20,3% عند مستوى معنوية 0,01 و بقطاع الصناعة النسيجية ITEX بنسبة 14,7% عند مستوى معنوية 0,05. أما عن ارتباط التغير السابق في ديون الموردين وباقي المتغيرات الأخرى ضمن المعادلة رقم (4-24)، فكان ضعيفا وغير معنوي إحصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01.

بعد دراسة ارتباط التغير السابق في ديون الموردين المدرجة في المعادلة رقم (4-24) ضمن نظام المعادلات الآنية الرابع S₄، سنتطرق إلى دراسة ارتباط المتغيرة الإضافية المدرجة في المعادلة رقم (4-31) ضمن نظام المعادلات الآنية الثامن S₈ و المتمثلة في التغير السابق في الديون الأخرى و علاقتها ببقية المتغيرات الخارجية والتي يلخصها الجدول التالي :

جدول رقم (4-14): معاملات بيرسون بين التغير السابق في الديون الأخرى وباقي المتغيرات الخارجية

	DEFTA1	RF	TAILLE	TCA	LNAGE	DRIS	DAMTA	SARL	SNC	EURL	DETENTION	COM	ICHP	IMACH	TPB	IAGRO	ITEX	IPAP	SERVM	TRANS	SANT
deltaAUDTA1	0,013	0,194**	0,029	-0,074	-0,007	-0,143*	-0,050	-0,067	0,074	-0,020	-0,007	0,051	-0,030	0,072	-0,043	-0,011	-0,020	-0,123	0,145*	-0,055	-0,080

* الارتباط دال عند مستوى 0,05؛

** الارتباط دال عند مستوى 0,01؛

المصدر : من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج SPSS نسخة 22.

حسب الجدول رقم (4-14) يرتبط التغير السابق في الديون الأخرى deltaAUDTA1 ارتباطا ايجابيا ذو دلالة مع متغيري المردودية المالية RF بنسبة 19,4%، عند مستوى معنوية 0,01 و متغيرة قطاع خدمات الصيانة Servm بنسبة 14,5%، عند مستوى معنوية 0,05 و عكسيا مع متغيرة مخاطر عدم السداد DRIS بنسبة

14,3%، عند مستوى معنوية 0,05، أما ارتباطه مع باقي المتغيرات الأخرى في المعادلة رقم (31-4)، فكان ضعيف جدا و غير معنوي إحصائيا عند مستوى الدلالة 0,05 و 0,01.

خلاصة الفصل :

حاولنا في هذا الفصل استعراض مميزات المؤسسات الخاصة بولاية غرداية والمتمثلة في كون أغلب هذه المؤسسات يكون مسيرها مالكا لها بنسبة 84%، و أن الشكل القانوني الغالب عليها هو شكل الشركات ذات المسؤولية المحدودة والذي يعود إلى كون المؤسسات الخاصة ذات طابع عائلي، لا تسمح بقبول اشراك رؤوس الأموال من خارج المؤسسة بل من مصادر عائلية بالدرجة الأولى.

كما خالصنا إلى أن المعادلات الآتية تُعد ضرورية لتحديد تأثير القرارات فيما بينها خصوصا عندما يتعلق الأمر بقرارات تمويل المؤسسات. ومن خلال دراستنا الوصفية لمتغيرات الدراسة، تبين لنا أن أغلب المؤسسات الخاصة بولاية غرداية لديها احتياج للتمويل الخارجي، و أن قيم المتغيرات سواء كانت الداخلية أم الخارجية كلها تميزت بوجود تشتت في قيمها، ما عدا حجم المؤسسة الذي كان متجانس في توزيع قيمه، و الذي يدل على ميزة أخرى للمؤسسات محل الدراسة تتمثل في كون غالبية مؤسسات القطاع الخاص هي عبارة عن مؤسسات صغيرة ومتوسطة.

كما خالصنا إلى وجود ارتباط ضعيف عموما بين المتغيرات الخارجية فيما بينها، ما عدا الارتباط العكسي الذي سُجِّل بين الشكل القانوني للشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL و الشكل القانوني للمؤسسة ذات الشخص الوحيد و ذات المسؤولية المحدودة EURL و الذي بلغ معاملته 74 % و قد يعود ذلك إلى تغيير مؤسسة ضمن العينة لشكلها القانوني من SARL إلى الشكل القانوني EURL سنة 2014 وبالتالي يمكن بناء النماذج المفسّرة لقرارات التمويل و تحليل نتائجها في الفصل الموالي.

الفصل الخامس :
عرض النتائج و مناقشتها

تمهيد :

بعد استعراضنا لمميزات المؤسسات الخاصة بولاية غرداية والدراسة الوصفية للمتغيرات المستخدمة و ارتباط الخارجية منها فيما بينها، سنقوم في هذا الفصل بتقدير النماذج المفسرة للعلاقة بين مختلف مصادر التمويل وإبراز العوامل التي تحدد اللجوء إلى هذه المصادر وذلك ضمن ثلاثة مباحث.

نتناول في المبحث الأول نتائج تقدير النماذج المفسرة لعلاقة الرفع في رأس المال بمختلف الديون، وفي الثاني نتائج تقدير النماذج المفسرة لعلاقة الديون فيما بينها، ليتم في المبحث الثالث تحليل النتائج المتوصل إليها واختبار مدى مطابقتها للفرضيات وكذا التأكد من ثبات ما توصلت إليه الدراسات السابقة من نتائج.

المبحث الأول : نتائج تقدير النماذج المفسرة لعلاقة الرفع في رأس المال بمختلف الديون

سنستطرق في هذا المبحث إلى نتائج تقدير نماذج المعادلات الآنية المستخدمة في دراسة علاقة الرفع في رأس المال بمختلف الديون.

المطلب الأول : نتائج تقدير النموذج المفسر لعلاقة الرفع في رأس المال بالديون المالية قصيرة الأجل

سنستعرض في هذا المطلب نتائج تقدير أنظمة المعادلات الآنية المفسرة لعلاقة الرفع في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات بالديون المالية قصيرة الأجل، لكن قبل ذلك سنقوم بدراسة شروط التمييز لنموذج المعادلتين الآنيتين:

$$S1 \left\{ \begin{array}{l} AUC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta DFCTA_{it} + \alpha_2 AUC_{it-1} + \alpha_3 DEFTA_{it-1} + \alpha_4 RF_{it} + \alpha_5 Taille_{it} + \alpha_6 TCA_{it} \\ \quad + \alpha_7 LnAge_{it} + \alpha_8 SARL_{it} + \alpha_9 SNC_{it} + \alpha_{10} EURL_{it} + \alpha_{11} COM_{it} + \alpha_{12} ICHIP_{it} \\ \quad + \alpha_{13} IMACH_{it} + \alpha_{14} TPB_{it} + \alpha_{15} IAGRO_{it} + \alpha_{16} ITEX_{it} + \alpha_{17} IPAP_{it} + \alpha_{18} SERVM_{it} \\ \quad + \alpha_{19} TRANS_{it} + \alpha_{20} SANT_{it} + \alpha_{21} Détention_{it} + \alpha_{22} AN2011 + \alpha_{23} AN2012 \\ \quad + \alpha_{24} AN2013 + \alpha_{25} AN2014 + \varepsilon_{1,t} \dots (5 - 1) \\ \\ \Delta DFCTA_{it} = \beta_0 + \beta_1 AUC_{it} + \beta_2 \Delta DFCTA_{it-1} + \beta_3 DEFTA_{it-1} + \beta_4 RF_{it} + \beta_5 DRIS_{it} + \beta_6 ETR_{it} \\ \quad + \beta_7 Taille_{it} + \beta_8 TCA_{it} + \beta_9 GAR_{it} + \beta_{10} LnAge_{it} + \beta_{11} SARL_{it} + \beta_{12} SNC_{it} + \beta_{13} EURL_{it} \\ \quad + \beta_{14} COM_{it} + \beta_{15} ICHIP_{it} + \beta_{16} IMACH_{it} + \beta_{17} TPB_{it} + \beta_{18} IAGRO_{it} + \beta_{19} ITEX_{it} \\ \quad + \beta_{20} IPAP_{it} + \beta_{21} SERVM_{it} + \beta_{22} TRANS_{it} + \beta_{23} SANT_{it} + \beta_{24} Détention_{it} + \beta_{25} AN2011 \\ \quad + \beta_{26} AN2012 + \beta_{27} AN2013 + \beta_{28} AN2014 + \varepsilon_{2,t} \dots (5 - 2) \end{array} \right.$$

الفرع الأول : دراسة شروط التمييز

نلخص نتائج هذه الدراسة في الجدول التالي :

الجدول رقم (5-1): نتائج اختبار شروط التمييز لنظام المعادلتين الآتيتين الأول S_1

النتيجة	m-1	m - m' + k - k'	k'	m'	رقم المعادلة في النظام
المعادلة زائدة التعريف	1	4	25	2	(5-1)
المعادلة زائدة التعريف	1	2	28	2	(5-2)

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج GRETL V.3.

نلاحظ من المعادلتين (5-1) و(5-2) أن النظام يضم متغيرين داخليين أي $m=2$ و تسعة وعشرون متغير خارجي (إجمالي) $k=29$ و من خلال الجدول رقم (1-5) يتبين لنا أن المعادلتين في النظام زائدة التعريف وبالتالي يمكن تطبيق طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS، وهو ما يوضحه الجدول رقم (2-5).

وللإشارة يختلف قبول نماذج المعادلات الآتية إحصائياً عن نماذج الانحدار الخطي (ذات المعادلة الواحدة)، ففي هذه الأخيرة يتم قبولها من الناحية الإحصائية بالاعتماد على احتمال إحصائية فيشر $Prob F^1$ الذي يختبر المعنوية الكلية لنموذج الانحدار الخطي والذي يتم مقارنته بنسبة المعنوية 5%، فإذا كان احتمال إحصائية فيشر $Prob F$ أقل من 0,05، يكون للنموذج معنوية إحصائية أي هو مقبول إحصائياً. أمّا إذا كان العكس، فليس للنموذج معنوية إحصائية أي النموذج غير مقبول إحصائياً. أما في حالة أنظمة المعادلات الآتية المقدره بطريقتي 2SLS و 3SLS، فيكفي أن تتحقق شروط التمييز، وظهور دلالة المَعْلَمَات ليكون نموذج المعادلات الآتية مقبول، كما أن مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews v 9.5 و GRETL V. 3 لا تُظهر إحصائية فيشر ولا احتمالها عند التقدير بهاتين الطريقتين.

وفيما يتعلق باختبار المعنوية الإحصائية للمعالم عند تقدير أنظمة المعادلات الآتية بطريقتي 2SLS و 3SLS، فلا يختلف عن اختبارها في نماذج الانحدار الخطي المقدره بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS، بحيث يتم اختبار الفرضية H_0 : المعلم ليس له معنوية إحصائية، أي يساوي معنويًا الصفر؛ مقابل الفرضية البديلة H_1 : المعلم له معنوية إحصائية، أي يختلف معنويًا عن الصفر.

وللتأكد يمكن الاعتماد على الاحتمالات الحرجة $prob$ للمعالم، بحيث إذا كانت نسبة الاحتمال الحرج $prob$ أقل من نسبة المعنوية 5%، فالمعلم يختلف معنويًا عن الصفر و هو مقبول وبالتالي نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 والعكس صحيح.

¹ - يمكن أيضا الاعتماد على قيمة إحصائية فيشر المحسوبة ومقارنتها بالقيمة المحدولة لتوزيع فيشر بدرجتي حرية K و $n-k-1$ ، حيث تُمَثَّل K عدد المتغيرات المستقلة و n عدد المشاهدات، لاختبار المعنوية الكلية للنموذج، لكن الاعتماد على احتمال هذه الإحصائية يكون أيسر ولا يتطلب اللجوء إلى الجدول الإحصائي.

الجدول رقم (5-2) : نتائج تقدير النموذج S_1 حسب طريقتي 2SLS و 3SLS

طريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل 3SLS		طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS		المتغيرات
DeltaDFCTA	AUC	DeltaDFCTA	AUC	
-0,259333 (0,7308)	0,290904 (0,4601)	-0,355800 (0,6709)	0,290904 (0,4844)	الحد الثابت cons
-	0,691503 (0,2230)	-	0,691503 (0,2487)	DeltaDFCTA
2,96944*** (0,000051)	-	2,89607*** (0,0002)	-	AUC
-	0,248479 (0,5340)	-	0,248479 (0,5560)	AUC ₁
0,0821080 (0,6300)	-	-0,0279059 (0,9660)	-	DeltaDFCTA ₁
0,900592*** (0,0045)	-0,342535*** (0,0012)	0,890255*** (0,0084)	-0,342535*** (0,0021)	DEFTA ₁
0,339842*** (0,0004)	-0,125786*** (0,0000623)	0,321983*** (0,0022)	-0,125786*** (0,0002)	RF
-0,480170 (0,4916)	-	-0,853268 (0,3379)	-	DRIS
0,0477109 (0,5580)	-	-0,00222819 (0,9895)	-	ETR
0,0195885 (0,6485)	-0,0191507 (0,4038)	0,0250730 (0,6034)	-0,0191507 (0,4294)	Taille
-0,116622* (0,0613)	0,0418986** (0,0483)	-0,112491* (0,0910)	0,0418986* (0,0616)	TCA
0,00730937 (0,7967)	-	-0,0574375 (0,5306)	-	GAR
0,00473914 (0,9021)	-0,000472428 (0,9740)	0,00323794 (0,9383)	-0,000472428 (0,9753)	LNAge
-0,247908 (0,1197)	0,0954052* (0,0952)	-0,222621 (0,1997)	0,0954052 (0,1143)	SARL
-0,364034* (0,0613)	0,142521** (0,0406)	-0,344448 (0,1035)	0,142521* (0,0526)	SNC
-0,107422 (0,5151)	0,0443970 (0,4646)	-0,0898609 (0,6173)	0,0443970 (0,4888)	EURL
-0,0989233 (0,3462)	0,0382897 (0,3250)	-0,0893214 (0,4297)	0,0382897 (0,3515)	COM
0,0118619 (0,9053)	-0,00258145 (0,9440)	0,0456269 (0,6865)	-0,00258145 (0,9469)	ICHIP
-0,0633942 (0,5141)	0,0176084 (0,6379)	-0,0300709 (0,7834)	0,0176084 (0,6559)	IMACH
-0,0622269 (0,5609)	0,0277913 (0,4818)	-0,0411723 (0,7231)	0,0277913 (0,5055)	TPB
0,0379678 (0,7404)	-0,0171445 (0,6897)	0,0531159 (0,6671)	-0,0171445 (0,7054)	IAGRO
-0,0426291 (0,6773)	0,00936948 (0,8128)	-0,0161632 (0,8863)	0,00936948 (0,8227)	ITEX
-0,0861346 (0,5563)	0,0192567 (0,7316)	-0,0561384 (0,7241)	0,0192567 (0,7454)	IPAP
-0,142545 (0,1996)	0,0468428 (0,2439)	-0,117131 (0,3381)	0,0468428 (0,2700)	SERVM
0,0550949 (0,6633)	-0,0335926 (0,5301)	0,0830426 (0,5490)	-0,0335926 (0,5523)	TRANS
-0,115424 (0,4710)	0,0380935 (0,5177)	-0,0736143 (0,6769)	0,0380935 (0,5404)	SANT
0,0537763 (0,4143)	-0,0186897 (0,4397)	0,0613182 (0,3851)	-0,0186897 (0,4645)	Détention
-0,0121990 (0,8186)	0,00485101 (0,8067)	-0,00699787 (0,9027)	0,00485101 (0,8168)	متغيرة دالة عن سنة 2011
-0,0432845 (0,4321)	0,0164901 (0,4224)	-0,0361830 (0,5422)	0,0164901 (0,4476)	متغيرة دالة عن سنة 2012
0,0941399 (0,1196)	-0,0325092 (0,1119)	0,0944411 (0,1424)	-0,0325092 (0,1323)	متغيرة دالة عن سنة 2013
0,0496242 (0,3812)	-0,0190922 (0,3645)	0,0512004 (0,3974)	-0,0190922 (0,3907)	متغيرة دالة عن سنة 2014
0,020065	0,081519	0,021754	0,081519	R ²
250	250	250	250	عدد المشاهدات

() : الإحتمال المرجح؛ * تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95%؛ ** تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 99%؛ *** تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 99%.

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج GRETL V.3.

من خلال الجدول رقم (5-2) و انطلاقاً من تقدير نموذج المعادلتين الهيكليتين باستخدام طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS، خلصت الدراسة إلى تأثير سلمي لكل من عجز التمويل الداخلي السابق والمردودية المالية على الرفع في رأس المال نقداً و بضم الإحتياطات عند مستوى ثقة يزيد عن 99%، و تأثير إيجابي للنمو و الشكل القانوني لشركات التضامن SNC على هذا التمويل عند مستوى ثقة يزيد عن 90% و يقل عن 95%، حيث بلغ معامل التحديد R^2 1 مقداراً 8,1519 %.

في حين لم تظهر النتائج دلالة بقية المتغيرات المتمثلة في التغيير في الديون المالية قصيرة الأجل و التغيير السابق في رأس المال نقداً و بضم الإحتياطات، الحجم، عمر المؤسسة و باقي المتغيرات النوعية الدالة عن الشكل القانوني وقطاع النشاط و ملكية المسير و التأثير الزمني للسنوات.

أما فيما يخص قرار الرفع في الديون المالية قصيرة الأجل، فقد كشفت النتائج دلالة المتغير الداخلي الأول المتمثل في التغيير في رأس المال نقداً و بضم الإحتياطات و عجز التمويل الداخلي السابق و المردودية المالية عند مستوى ثقة يزيد عن 99%، بحيث كانت إشارة هذه المتغيرات موجبة، بالإضافة إلى دلالة النمو عند مستوى ثقة يزيد عن 90% و يقل عن 95% و بتأثير سلمي له، حيث بلغ معامل التحديد R^2 2,1754 %.

أما باقي المتغيرات المتمثلة في : التغيير السابق في الديون المالية قصيرة الأجل و مخاطر عدم السداد و معدل الضريبة الفعلي² و الحجم والضمانات و عمر المؤسسة و متغيرات الشكل القانوني وقطاعات النشاط و ملكية المسير و التأثير الزمني لكل السنوات فلم تكن لها دلالة إحصائية.

الفرع الثاني : اختبار Breusch-Pagan لتجانس التباين

يتضح من خلال الملحق رقم (1) أن القيمة الإحتمالية لإختبار Breusch-Pagan الذي يكشف عن مدى وجود تجانس تباين الأخطاء في نموذج المعادلتين (5-1) و (5-2) و المساوية لـ $PV = 0,0000$ كانت تقل عن نسبة المعنوية 5% و بالتالي نرفض فرضية العدم H_0 و نقبل الفرضية H_1 ، و عليه يوجد إختلاف في تباين الأخطاء في طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين MC2 hétéroscédastique.

لذا قمنا بتقدير المعادلتين بطريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل 3SLS. وهو ما يوضحه الجدول رقم (5-2)، حيث كشفت النتائج دلالة كل من عجز التمويل الداخلي السابق و المردودية المالية (عند مستوى ثقة

¹ - يبرز معامل التحديد الضعيف بوجود المتغيرات الخاصة بالمؤسسة ضمن النموذج، والتي تمثل متغيرات الشكل القانوني من SARL إلى EURL، و متغيرات قطاع النشاط من

COM إلى SANT و عمر المؤسسة Lnage.

² - معدل الضريبة على الأرباح الفعلي.

يزيد عن 99% والنمو والشكل القانوني لشركات التضامن SNC (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%) و الشكل القانوني للشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL (عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95%) في معادلة الرفع في رأس المال نقدا و بضم الإحتياطات، حيث كانت إشارة عجز التمويل الداخلي السابق و المردودية المالية سالبة، أما النمو و الشكل القانوني لشركات التضامن SNC و للشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL فكانت إشارة معاملاتهما موجبة، و فيما يتعلق بمعامل التحديد R^2 فبلغ 8,1519%.

كما أظهرت النتائج عدم دلالة بقية المتغيرات في المعادلة الأولى الخاصة بالرفع في رأس المال نقداً و بضم الإحتياطات.

أما فيما يتعلق بالمعادلة الهيكلية الثانية الخاصة بالتغير في الديون المالية قصيرة الأجل، فقد أسفرت نتائج التقدير حسب طريقة 3SLS عن وجود دلالة إحصائية لكل من التغير في رأس المال نقدا و بضم الإحتياطات وعجز التمويل الداخلي السابق و المردودية المالية عند مستوى ثقة يزيد عن 99% وبإشارة موجبة لمعاملاتها، والنمو و الشكل القانوني لشركات التضامن SNC عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95% و بإشارة سالبة لمعاملات هاتين المتغيرتين، حيث بلغ معامل التحديد R^2 2,0065%.

أما بقية المتغيرات المتمثلة في: التغير السابق في الديون المالية قصيرة الأجل ومخاطر عدم السداد و معدل الضريبة الفعلي و الحجم والضمانات وعمر المؤسسة و متغيرات الشكل القانوني SARL و EURL و قطاعات النشاط و ملكية الميسير و التأثير الزمني للسنوات فلم تظهر دلالتها الإحصائية.

الفرع الثالث : اختبار Sargan-Hansen

و فيما يتعلق بجودة المتغيرات المساعدة Instruments²، كشفت النتائج أن هذه المتغيرات جيدة وغير مرتبطة بالخطأ العشوائي، لأن القيمة الإحتمالية لإحصائية Sargan-Hansen المساوية لـ 0,8048 تفوق نسبة المعنوية 5% وبالتالي نقبل فرضية العدم H_0 و النموذج زائد التعريف.

¹ - وللإشارة فحسب Wooldrige سنة 2001، لا يعد تفسير معامل التحديد كجزء من تقدير المتغيرات المساعدة (الأداتية) أمر طبيعي، لذلك فمن المناسب التركيز فقط على أهمية المعاملات، أنظر :

- Ingrid BELLETTRE, Op.Cit., P .155.

² -أنظر الملحق رقم 1.

المطلب الثاني : نتائج تقدير النموذج المفسر لعلاقة الرفع في رأس المال بالديون الأخرى

قبل التطرق إلى العلاقة بين الرفع في رأس المال نقداً و بضم الإحتياطات و الديون الأخرى نقوم بدراسة شروط التمييز للمعادلتين التاليتين :

$$S2 \left\{ \begin{aligned} AUC_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \Delta AUC_{it} + \alpha_2 AUC_{it-1} + \alpha_3 DEFTA_{it-1} + \alpha_4 RF_{it} + \alpha_5 Taille_{it} + \alpha_6 TCA_{it} \\ & + \alpha_7 LnAge_{it} + \alpha_8 SARL_{it} + \alpha_9 SNC_{it} + \alpha_{10} EURL_{it} + \alpha_{11} COM_{it} + \alpha_{12} ICHIP_{it} \\ & + \alpha_{13} IMACH_{it} + \alpha_{14} TPB_{it} + \alpha_{15} IAGRO_{it} + \alpha_{16} ITEX_{it} + \alpha_{17} IPAP_{it} + \alpha_{18} SERVM_{it} \\ & + \alpha_{19} TRANS_{it} + \alpha_{20} SANT_{it} + \alpha_{21} D\acute{e}tention_{it} + \alpha_{22} AN2011 + \alpha_{23} AN2012 \\ & + \alpha_{24} AN2013 + \alpha_{25} AN2014 + \varepsilon_{1,it} \dots (5-3) \end{aligned} \right.$$

$$\begin{aligned} \Delta AUC_{it} = & \beta_0 + \beta_1 AUC_{it} + \beta_2 DEFTA_{it-1} + \beta_3 RF_{it} + \beta_4 Taille_{it} + \beta_5 TCA_{it} + \beta_6 Dris_{it} \\ & + \beta_7 DAMTA_{it} + \beta_8 LnAge_{it} + \beta_9 SARL_{it} + \beta_{10} SNC_{it} + \beta_{11} EURL_{it} + \beta_{12} COM_{it} \\ & + \beta_{13} ICHIP_{it} + \beta_{14} IMACH_{it} + \beta_{15} TPB_{it} + \beta_{16} IAGRO_{it} + \beta_{17} ITEX_{it} + \beta_{18} IPAP_{it} \\ & + \beta_{19} SERVM_{it} + \beta_{20} TRANS_{it} + \beta_{21} SANT_{it} + \beta_{22} D\acute{e}tention_{it} + \beta_{23} AN2011 \\ & + \beta_{24} AN2012 + \beta_{25} AN2013 + \beta_{26} AN2014 + \varepsilon_{2,it} \dots (5-4) \end{aligned}$$

الفرع الأول : دراسة شروط التمييز

نلخص نتائج هذه الدراسة في الجدول التالي :

الجدول رقم (5-3): نتائج اختبار شروط التمييز لنظام المعادلتين الآتيتين الثاني S₂

النتيجة	m-1	m - m' + k - k'	k'	m'	رقم المعادلة في النظام
المعادلة زائدة التعريف	1	2	25	2	(5-3)
المعادلة مُعرفة تماماً	1	1	26	2	(5-4)

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج GRETL V.3.

نلاحظ من المعادلتين (5-3) و (5-4) أن النظام يضم متغيرين داخليين أي $m=2$ و سبعة وعشرون متغير خارجي (إجمالي) $k=27$ و من خلال الجدول رقم (3-5) يتبين لنا أن المعادلة رقم (5-3) في النظام الثاني زائدة التعريف و المعادلة رقم (5-4) مُعرفة تماماً وبالتالي يمكن تطبيق طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS، وهو ما يوضحه الجدول التالي :

الجدول رقم (4-5) : نتائج تقدير النموذج S_2 حسب طريقتي 2SLS و 3SLS

طريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل 3SLS		طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS		المتغيرات
DeltaAUDTA	AUC	DeltaAUDTA	AUC	
0,130147 (0,3643)	-0,131247 (0,7785)	0,131972 (0,3849)	-0,131247 (0,7900)	الحد الثابت cons
-	0,538511 (0,8412)	-	0,538511 (0,8496)	DeltaAUDTA
-0,0236350 (0,8675)	-	-0,0292117 (0,8456)	-	AUC
-	-0,235808*** (0,0003)	-	-0,235808*** (0,0006)	AUC ₁
0,0556569 (0,3632)	-0,298600* (0,0804)	0,0538196 (0,4064)	-0,298600* (0,0979)	DEFTA ₁
0,0381003** (0,0440)	-0,126639 (0,2258)	0,0364896* (0,0689)	-0,126639 (0,2516)	RF
-0,00779987 (0,3339)	0,00597526 (0,8244)	-0,00795874 (0,3518)	0,00597526 (0,8336)	Taille
0,00838588 (0,4854)	0,0345887 (0,2343)	0,00895809 (0,4817)	0,0345887 (0,2602)	TCA
0,0790871 (0,6107)	-	0,0131657 (0,9383)	-	DRIS
-0,0649170 (0,4497)	-	-0,0594044 (0,5139)	-	DAMTA
0,00842388 (0,2622)	-0,00698832 (0,7729)	0,00805752 (0,3113)	-0,00698832 (0,7847)	LNAge
-0,00933142 (0,7640)	0,0895553 (0,1472)	-0,00747228 (0,8205)	0,0895553 (0,1701)	SARL
0,00783415 (0,8350)	0,115983* (0,0738)	0,0100300 (0,8013)	0,115983* (0,0906)	SNC
-0,0121911 (0,7018)	0,0456009 (0,5013)	-0,0110536 (0,7430)	0,0456009 (0,5245)	EURL
0,0250366 (0,2172)	0,0173916 (0,8229)	0,0261848 (0,2231)	0,0173916 (0,8322)	COM
0,0272653 (0,1646)	-0,0150022 (0,8463)	0,0283284 (0,1729)	-0,0150022 (0,8544)	ICHIP
0,0200909 (0,2946)	0,0193134 (0,7661)	0,0220654 (0,2779)	0,0193134 (0,7783)	IMACH
0,00672111 (0,7473)	0,0193390 (0,6368)	0,00842934 (0,7030)	0,0193390 (0,6549)	TPB
0,0168909 (0,4571)	-0,0159275 (0,7638)	0,0166497 (0,4888)	-0,0159275 (0,7761)	IAGRO
0,0118740 (0,5504)	0,0159946 (0,7467)	0,0131477 (0,5326)	0,0159946 (0,7598)	ITEX
-0,0358385 (0,2084)	0,0585902 (0,6116)	-0,0350630 (0,2452)	0,0585902 (0,6308)	IPAP
0,0391874* (0,0926)	0,0345871 (0,7160)	0,0396773 (0,1078)	0,0345871 (0,7305)	SERVM
0,0139480 (0,6122)	-0,00506417 (0,9131)	0,0139622 (0,6318)	-0,00506417 (0,9177)	TRANS
0,000247071 (0,9944)	0,0437524 (0,5026)	-0,000150882 (0,9968)	0,0437524 (0,5257)	SANT
0,000264546 (0,9833)	-0,0176879 (0,4386)	0,000411034 (0,9755)	-0,0176879 (0,4634)	Détention
-0,0321969*** (0,0016)	0,0195268 (0,8272)	-0,0321305*** (0,0030)	0,0195268 (0,8363)	متغيرة دالة عن سنة 2011
-0,0213107** (0,0460)	0,0240813 (0,7015)	-0,0211054* (0,0619)	0,0240813 (0,7168)	متغيرة دالة عن سنة 2012
-0,0289135** (0,0131)	-0,0160862 (0,8408)	-0,0291328** (0,0182)	-0,0160862 (0,8492)	متغيرة دالة عن سنة 2013
-0,00917523 (0,3995)	-0,0110240 (0,7257)	-0,00929642 (0,4201)	-0,0110240 (0,7398)	متغيرة دالة عن سنة 2014
0,170184	0,139055	0,170603	0,139055	R ²
250	250	250	250	عدد المشاهدات

() : الإحتمال المرجح؛ * تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95%؛ ** تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 99%؛ *** تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 99%.

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج GRETL V.3.

من خلال الجدول رقم (4-5) و انطلاقاً من تقدير نموذج المعادلتين الهيكليتين باستخدام طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS، خلصت الدراسة إلى تأثير سلبي لكل من التغير السابق في رأس المال نقداً وبضم الإحتياطات (عند مستوى ثقة يزيد عن 99%) و عجز التمويل الداخلي السابق (عند مستوى ثقة يزيد عن 90% و يقل عن 95%) على الرفع في رأس المال نقداً وبضم الإحتياطات. و تأثير إيجابي للشكل القانوني لشركات التضامن SNC (عند مستوى ثقة يزيد عن 90% و يقل عن 95%) على هذا التمويل. حيث بلغ معامل التحديد $R^2 = 0.139055$.

في حين لم تُظهر النتائج دلالة بقية المتغيرات المتمثلة في: التغير في الديون الأخرى، المردودية المالية، الحجم، النمو، عمر المؤسسة وباقي المتغيرات النوعية الدالة عن الشكل القانوني، قطاع النشاط، ملكية المسير والتأثير الزمني للسنوات.

أما فيما يخص قرار الرفع في الديون الأخرى، فقد كشفت النتائج دلالة المردودية المالية عند مستوى ثقة يزيد عن 90% و يقل عن 95% حيث كانت إشارتها موجبة، بالإضافة إلى دلالة متغيرات التأثير الزمني لسنة 2011 (عند مستوى ثقة يزيد عن 99%) و لسنة 2012 (عند مستوى ثقة يزيد عن 90% و يقل عن 95%)، و دلالة التأثير الزمني لسنة 2013 (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% و يقل عن 99%) و التي كانت إشارتها سالبة. حيث بلغ معامل التحديد $R^2 = 0.170603$.

أما باقي المتغيرات المتمثلة في: التغير في رأس المال نقداً وبضم الإحتياطات، عجز التمويل الداخلي السابق، الحجم، النمو، مخاطر عدم السداد¹، الوفر الضريبي من غير الديون، عمر المؤسسة و باقي المتغيرات النوعية الدالة عن الشكل القانوني، قطاعات النشاط، ملكية المسير والتأثير الزمني لسنة 2014، فلم تكن لها دلالة احصائية.

الفرع الثاني : اختبار Breusch-Pagan لتجانس التباين

يتضح من خلال الملحق رقم (2) أن القيمة الإحتمالية لإختبار Breusch-Pagan الذي يكشف عن مدى وجود تجانس تباين الأخطاء في نموذج المعادلتين (3-5) و (4-5) و المساوية ل $PV = 0,0000$ كانت تقل عن نسبة المعنوية 5% وبالتالي نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية H_1 ، و عليه يوجد إختلاف في تباين الأخطاء في طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين MC2 hétéroscédastique.

لذا قمنا بتقدير المعادلتين بطريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل 3SLS، وهو ما يوضحه الجدول رقم (4-5)، حيث كشفت النتائج دلالة كل من التغير السابق في رأس المال نقداً وبضم الإحتياطات عند مستوى ثقة

¹ - ادراج متغيرة مخاطر عدم السداد Dris كمتغير خارجي غير مبرر بأسباب نظرية، بل تم ادراجها لمواجهة مشكل التمييز.

يزيد عن 99% و عجز التمويل الداخلي السابق و الشكل القانوني لشركات التضامن SNC عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95% في معادلة التغير في رأس المال نقدا و بضم الإحتياطيات، حيث كانت إشارة التغير السابق في رأس المال نقدا وبضم الإحتياطيات وعجز التمويل الداخلي السابق سالبة، أما متغيرة الشكل القانوني لشركات التضامن SNC فكانت إشارة معاملها موجبة، حيث بلغ معامل التحديد R^2 13,9055%.

كما أظهرت النتائج عدم دلالة بقية المتغيرات في المعادلة رقم (3-5) الخاصة بالتغير في رأس المال نقدا و بضم الإحتياطيات.

أما فيما يتعلق بالمعادلة الهيكلية الثانية من النظام S_2 والخاصة بالتغير في الديون الأخرى، فقد أسفرت نتائج التقدير حسب طريقة 3SLS عن وجود دلالة إحصائية لكل من المردودية المالية (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%) وقطاع خدمات الصيانة SERVIM (عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95%) وبإشارة موجبة لهاتين المتغيرتين، و وجود دلالة لمتغيرات التأثير الزمني لسنة 2011 (عند مستوى ثقة يزيد عن 99%) ولسنتي 2012 و 2013 (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%) وبإشارة سالبة لمعاملات هذه المتغيرات. حيث بلغ معامل التحديد R^2 17,0184%.

أما بقية المتغيرات المتمثلة في: التغير في رأس المال نقداً وبضم الإحتياطيات، عجز التمويل الداخلي السابق، الحجم، النمو، مخاطر عدم السداد، الوفر الضريبي من غير الديون، عمر المؤسسة، المتغيرات النوعية الدالة عن الشكل القانوني وباقي قطاعات النشاط، ملكية المسير والتأثير الزمني لسنة 2014، فلم تظهر دلالتها.

الفرع الثالث : اختبار Sargan-Hansen

و فيما يتعلق بجودة المتغيرات المساعدة Instruments¹، كشفت النتائج أن هذه المتغيرات جيدة وغير مرتبطة بالخطأ العشوائي، لأن القيمة الإحتمالية لإحصائية Sargan-Hansen المساوية ل 0,1063 تفوق نسبة المعنوية 5% وبالتالي نقبل فرضية العدم H_0 و النموذج زائد التعريف.

¹ - أنظر الملحق رقم 02.

المطلب الثالث : نتائج تقدير النموذج المفسر لعلاقة الرفع في رأس المال بالديون المالية طويلة الأجل

قبل التطرق إلى العلاقة بين الرفع في رأس المال نقداً و بضم الإحتياطات و الديون المالية طويلة الأجل نقوم

بدراسة شروط التمييز للمعادلتين التاليتين :

$$S_3 \left\{ \begin{array}{l} AUC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta DLTA_{it} + \alpha_2 DEFTA_{it-1} + \alpha_3 RF_{it} + \alpha_4 Taille_{it} + \alpha_5 TCA_{it} + \alpha_6 LnAge_{it} \\ + \alpha_7 \text{Détention}_{it} + \alpha_8 SARL_{it} + \alpha_9 SNC_{it} + \alpha_{10} EURL_{it} + \alpha_{11} COM_{it} + \alpha_{12} ICHIP_{it} \\ + \alpha_{13} IMACH_{it} + \alpha_{14} TPB_{it} + \alpha_{15} IAGRO_{it} + \alpha_{16} ITEX_{it} + \alpha_{17} IPAP_{it} + \alpha_{18} SERVM_{it} \\ + \alpha_{19} TRANS_{it} + \alpha_{20} SANT_{it} + \alpha_{21} AN2011 + \alpha_{22} AN2012 + \alpha_{23} AN2013 \\ + \alpha_{24} AN2014 + \varepsilon_{i,t} \dots (5-5) \\ \Delta DLTA_{it} = \beta_0 + \beta_1 AUC_{it} + \beta_2 \Delta DLTA_{it-1} + \beta_3 DEFTA_{it} + \beta_4 RF_{it} + \beta_5 ETR_{it} + \beta_6 Taille_{it} \\ + \beta_7 TCA_{it} + \beta_8 Dris_{it} + \beta_9 GAR_{it} + \beta_{10} LnAge_{it} + \beta_{11} \text{Détention}_{it} + \beta_{12} SARL_{it} \\ + \beta_{13} SNC_{it} + \beta_{14} EURL_{it} + \beta_{15} COM_{it} + \beta_{16} ICHIP_{it} + \beta_{17} IMACH_{it} + \beta_{18} TPB_{it} \\ + \beta_{19} IAGRO_{it} + \beta_{20} ITEX_{it} + \beta_{21} IPAP_{it} + \beta_{22} SERVM_{it} + \beta_{23} TRANS_{it} + \beta_{24} SANT_{it} \\ + \beta_{25} AN2011 + \beta_{26} AN2012 + \beta_{27} AN2013 + \beta_{28} AN2014 + \varepsilon_{i,t} \dots (5-6) \end{array} \right.$$

الفرع الأول : دراسة شروط التمييز

نلخص نتائج هذه الدراسة في الجدول التالي :

الجدول رقم (5-5): نتائج اختبار شروط التمييز لنظام المعادلتين الآتيتين الثالث S₃

النتيجة	m-1	m - m' + k - k'	k'	m'	رقم المعادلة في النظام
المعادلة زائدة التعريف	1	5	24	2	(5-5)
المعادلة مُعرفة تماماً	1	1	28	2	(5-6)

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج GRETL V.3.

نلاحظ من المعادلتين (5-5) و (5-6) أن النظام يضم متغيرين داخليين أي m=2 و تسعة و عشرون متغير خارجي (إجمالي) k=29 ومن خلال الجدول رقم (5-5) يتبين لنا أن المعادلة رقم (5-5) في النظام الثالث زائدة التعريف و المعادلة رقم (5-6) مُعرفة تماماً، و بالتالي يمكن تطبيق طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS، الموضحة نتائجها في الجدول التالي :

جدول رقم (5-6) : نتائج تقدير النموذج S_3 حسب طريقي 2SLS و 3SLS

طريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل 3SLS		طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS		المتغيرات
DeltaDLTA	AUC	DeltaDLTA	AUC	
-0,0819753 (0,7099)	-0,0451582 (0,8602)	-0,0656267 (0,7807)	-0,0451582 (0,8673)	الحد الثابت cons
-	0,153214 (0,5569)	-	0,153214 (0,5773)	DeltaDLTA
0,425550* (0,0600)	-	0,385555 (0,1166)	-	AUC
0,0580315 (0,3238)	-	0,0301854 (0,6800)	-	DeltaDLTA ₁
0,277886*** (0,0002)	-	0,301692*** (0,0003)	-	DEFTA
-	-0,274474*** (0,0013)	-	-0,274474*** (0,0023)	DEFTA ₁
0,0613165** (0,0362)	-0,0953261*** (0,0001)	0,0564462* (0,0735)	-0,0953261*** (0,0003)	RF
0,0100695 (0,4252)	0,000221164 (0,9879)	0,00907467 (0,5034)	0,000221164 (0,9885)	Taille
-0,00477130 (0,7974)	0,0354463* (0,0721)	-0,00234132 (0,9062)	0,0354463* (0,0880)	TCA
0,0152153 (0,7017)	-	0,0245775 (0,6244)	-	ETR
0,338700 (0,1177)	-	0,226532 (0,3926)	-	DRIS
0,0296328 (0,1748)	-	0,0274406 (0,3132)	-	GAR
-0,0288217** (0,0135)	0,00372955 (0,8001)	-0,0300079** (0,0165)	0,00372955 (0,8101)	LNAge
-0,0354776* (0,0749)	-0,00787368 (0,7376)	-0,0368617* (0,0828)	-0,00787368 (0,7506)	Détention
-0,0401481 (0,3874)	0,0719273 (0,1725)	-0,0353893 (0,4761)	0,0719273 (0,1956)	SARL
-0,0659074 (0,2432)	0,106464* (0,0858)	-0,0588164 (0,3313)	0,106464 (0,1031)	SNC
-0,0141152 (0,7744)	0,0326055 (0,5639)	-0,0105639 (0,8412)	0,0326055 (0,5841)	EUURL
-0,0115202 (0,7140)	0,0257399 (0,4717)	-0,00937231 (0,7802)	0,0257399 (0,4947)	COM
-0,0246320 (0,4258)	-0,0000861126 (0,9980)	-0,0214379 (0,5217)	-0,0000861126 (0,9981)	ICHIP
-0,00783688 (0,7938)	0,0211085 (0,5285)	-0,00313426 (0,9229)	0,0211085 (0,5499)	IMACH
-0,0339105 (0,2925)	0,0205640 (0,5723)	-0,0298485 (0,3865)	0,0205640 (0,5922)	TPB
0,0270722 (0,4309)	-0,00437736 (0,9120)	-0,0276969 (0,4505)	-0,00437736 (0,9165)	IAGRO
0,00945804 (0,7619)	0,0119582 (0,7389)	0,0135170 (0,6869)	0,0119582 (0,7518)	ITEX
-0,0233426 (0,5979)	0,0295013 (0,5552)	-0,0208904 (0,6590)	0,0295013 (0,5757)	IPAP
-0,0288960 (0,3818)	0,0452293 (0,2232)	-0,0262029 (0,4589)	0,0452293 (0,2479)	SERVM
0,0210336 (0,5847)	-0,00438467 (0,9226)	0,0223361 (0,5874)	-0,00438467 (0,9265)	TRANS
-0,00505432 (0,9172)	0,0295674 (0,5900)	-0,00126106 (0,9808)	0,0295674 (0,6092)	SANT
0,0159009 (0,3146)	-0,00182609 (0,9238)	0,0155246 (0,3568)	-0,00182609 (0,9277)	متغيرة دالة عن سنة 2011
0,0159834 (0,3274)	0,00885508 (0,6479)	0,0174047 (0,3188)	0,00885508 (0,6648)	متغيرة دالة عن سنة 2012
0,0387992** (0,0309)	-0,0372893* (0,0587)	0,0381942** (0,0461)	-0,0372893* (0,0729)	متغيرة دالة عن سنة 2013
0,0349638** (0,0376)	-0,0148088 (0,4768)	0,0349039* (0,0514)	-0,0148088 (0,4997)	متغيرة دالة عن سنة 2014
0,082006	0,145963	0,091766	0,145963	R ²
250	250	250	250	عدد المشاهدات

() : الإحتمال الخرج؛ * تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95%؛ ** تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 99% عن 95% ويقل عن 99%؛ *** تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 99%.

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج GRETL V.3.

من خلال الجدول رقم (5-6) و انطلاقاً من تقدير نموذج المعادلتين الهيكليتين باستخدام طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS، خلصت الدراسة إلى تأثير سلمي لكل من عجز التمويل الداخلي السابق والمردودية المالية (عند مستوى ثقة يزيد عن 99%) والمتغيرة الدالة عن سنة 2013 (عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95%) على الرفع في رأس المال نقداً و بضم الإحتياطات، وتأثير إيجابي للنمو (عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95%) على هذا التمويل، حيث بلغ معامل التحديد ما مقداره $R^2 = 14,5963$ %.

في حين لم تُظهر النتائج دلالة بقية المتغيرات المتمثلة في التغير في الديون المالية طويلة الأجل، الحجم، عمر المؤسسة، باقي المتغيرات النوعية الدالة عن ملكية المسير، الشكل القانوني و قطاع النشاط و التأثير الزمني لبقية السنوات.

وفيما يخص قرار الرفع في الديون المالية طويلة الأجل، فقد كشفت النتائج دلالة كل من عجز التمويل الداخلي الحالي (عند مستوى ثقة يزيد عن 99%) والمردودية المالية و التأثير الزمني لسنة 2014 (عند مستوى ثقة يزيد عن 90% و يقل عن 95%)، و التأثير الزمني لسنة 2013 (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%) حيث كانت إشارة معاملات هذه المتغيرات موجبة، كما أسفرت النتائج عن دلالة متغيرة عمر المؤسسة (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%) و متغيرة ملكية المسير (عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95%) حيث كانت إشارتهما سالبة، حيث بلغ معامل التحديد $R^2 = 9,1766$ %.

أما باقي المتغيرات المتمثلة في : التغير في رأس المال نقداً و بضم الإحتياطات و التغير السابق للديون المالية طويلة الأجل، الحجم، النمو، معدل الضريبة الفعلي، مخاطر عدم السداد، الضمانات، متغيرات الشكل القانوني، قطاعات النشاط و التأثير الزمني لبقية السنوات فلم تكن لها دلالة إحصائية.

الفرع الثاني : اختبار Breusch-Pagan لتجانس التباين

يتضح من خلال الملحق رقم (3) أن القيمة الإحتمالية لإختبار Breusch-Pagan الذي يكشف عن مدى وجود تجانس تباين الأخطاء في نموذج المعادلتين و المساوية ل $PV = 0,0000$ كانت تقل عن نسبة المعنوية 5% و بالتالي نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية H_1 ، و عليه يوجد اختلاف في تباين الأخطاء في طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين MC2 hétéroscédastique.

لذا قمنا بتقدير المعادلتين بطريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل 3SLS، وهو ما يوضحه الجدول رقم (5-6)، حيث كشفت النتائج دلالة كل من عجز التمويل الداخلي السابق و المردودية المالية (عند مستوى ثقة

يزيد عن 99% و النمو والشكل القانوني لشركات التضامن SNC و التأثير الزمني لسنة 2013 (عند مستوى ثقة يزيد عن 90% و يقل عن 95%) في معادلة التغير في رأس المال نقداً و بضم الإحتياطات، حيث كانت إشارة عجز التمويل الداخلي السابق والمردودية المالية والتأثير الزمني لسنة 2013 سالبة، أما النمو والشكل القانوني لشركات التضامن SNC فكانت إشارة معاملاتها موجبة، حيث بلغ معامل التحديد R^2 14,5963 %.

كما أظهرت النتائج عدم دلالة بقية المتغيرات المتمثلة في: التغير في الديون المالية طويلة الأجل، الحجم، عمر المؤسسة، ملكية المسير و باقي متغيرات الشكل القانوني، قطاعات النشاط و التأثير الزمني لبقية السنوات في المعادلة الأولى الخاصة بالتغير في رأس المال نقداً وبضم الإحتياطات.

أما فيما يتعلق بالمعادلة الهيكلية الثانية الخاصة بالتغير في الديون المالية طويلة الأجل، فقد أسفرت نتائج التقدير حسب طريقة 3SLS عن وجود دلالة إحصائية لكل من عجز التمويل الداخلي الحالي (عند مستوى ثقة يزيد عن 99%)، التغير في رأس المال نقداً و بضم الإحتياطات و ملكية المسير (عند مستوى ثقة يزيد عن 90% و يقل عن 95%)، المردودية المالية، عمر المؤسسة و التأثير الزمني لسنة 2013 و 2014 (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% و يقل عن 99%)، حيث كانت إشارة معاملات التغير في رأس المال نقداً و بضم الإحتياطات، عجز التمويل الداخلي الحالي، المردودية المالية و التأثير الزمني لسنتي 2013 و 2014 موجبة، أما عمر المؤسسة و ملكية المسير فكانت إشارة معاملاتها سالبة. حيث بلغ معامل التحديد R^2 8,2006 %.

في حين لم تظهر دلالة بقية المتغيرات المتمثلة في : التغير السابق في الديون المالية طويلة الأجل والحجم والنمو و معدل الضريبة الفعلي ومخاطر عدم السداد والضمانات و متغيرات الشكل القانوني وقطاعات النشاط و التأثير الزمني لبقية السنوات.

الفرع الثالث : اختبار Sargan-Hansen

و فيما يتعلق بجودة المتغيرات المساعدة Instruments¹، كشفت النتائج أن هذه المتغيرات جيدة وغير مرتبطة بالخطأ العشوائي، لأن القيمة الإحتمالية لإحصائية Sargan-Hansen المساوية ل 0,6936 تفوق نسبة المعنوية 5%، و بالتالي نقبل فرضية العدم H_0 و النموذج زائد التعريف.

¹ - أنظر الملحق رقم 03.

المطلب الرابع : نتائج تقدير النموذج المفسر لعلاقة الرفع في رأس المال بديون الموردين

قبل التطرق إلى العلاقة بين الرفع في رأس المال نقداً و بضم الإحتياطات و ديون الموردين، نقوم بدراسة شروط التمييز للمعادلتين التاليتين:

$$S4 \left\{ \begin{array}{l} AUC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Forta_{it} + \alpha_2 AUC_{it-1} + \alpha_3 RF_{it} + \alpha_4 DEFTA_{it-1} + \alpha_5 Taille_{it} + \alpha_6 TCA_{it} \\ \quad + \alpha_7 LnAge_{it} + \alpha_8 Détection_{it} + \alpha_9 SARL_{it} + \alpha_{10} SNC_{it} + \alpha_{11} EURL_{it} + \alpha_{12} COM_{it} \\ \quad + \alpha_{13} ICHIP_{it} + \alpha_{14} IMACH_{it} + \alpha_{15} TPB_{it} + \alpha_{16} IAGRO_{it} + \alpha_{17} ITEX_{it} + \alpha_{18} IPAP_{it} \\ \quad + \alpha_{19} SERVM_{it} + \alpha_{20} TRANS_{it} + \alpha_{21} SANT_{it} + \alpha_{22} AN2011 + \alpha_{23} AN2012 \\ \quad + \alpha_{24} AN2013 + \alpha_{25} AN2014 + \varepsilon_{1,it} \dots (5-7) \\ \\ \Delta Forta_{it} = \beta_0 + \beta_1 AUC_{it} + \beta_2 \Delta Forta_{it-1} + \beta_3 DEFTA_{it-1} + \beta_4 RF_{it} + \beta_5 Dris_{it} + \beta_6 Taille_{it} \\ \quad + \beta_7 TCA_{it} + \beta_8 LnAge_{it} + \beta_9 Détection_{it} + \beta_{10} SARL_{it} + \beta_{11} SNC_{it} + \beta_{12} EURL_{it} \\ \quad + \beta_{13} COM_{it} + \beta_{14} ICHIP_{it} + \beta_{15} IMACH_{it} + \beta_{16} TPB_{it} + \beta_{17} IAGRO_{it} + \beta_{18} ITEX_{it} \\ \quad + \beta_{19} IPAP_{it} + \beta_{20} SERVM_{it} + \beta_{21} TRANS_{it} + \beta_{22} SANT_{it} + \beta_{23} AN2011 + \beta_{24} AN2012 \\ \quad + \beta_{25} AN2013 + \beta_{26} AN2014 + \varepsilon_{2,it} \dots (5-8) \end{array} \right.$$

الفرع الأول : دراسة شروط التمييز

و الجدول التالي يلخص نتائج هذه الدراسة :

الجدول رقم (5-7): نتائج اختبار شروط التمييز لنظام المعادلتين الآتيتين (5-7) و (5-8)

النتيجة	m-1	m - m' + k - k'	k'	m'	رقم المعادلة في النظام
المعادلة زائدة التعريف	1	2	25	2	(5-7)
المعادلة مُعرفة تماماً	1	1	26	2	(5-8)

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج GRETL V.3.

نلاحظ من المعادلتين (5-7) و (5-8) أن النظام يضم متغيرين داخليين أي $m=2$ وسبعة وعشرون متغير خارجي (إجمالي) $k=27$ و من خلال الجدول رقم (7-5) يتبين لنا أن المعادلة رقم (5-7) في النظام زائدة التعريف و المعادلة رقم (5-8) مُعرفة تماماً، و بالتالي يمكن تطبيق طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS، وهو ما يوضحه الجدول التالي :

جدول رقم (5-8) : نتائج تقدير النموذج S_4 حسب طريقتي 2SLS و 3SLS

طريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل 3SLS		طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS		المتغيرات
DeltaFORTA	AUC	DeltaFORTA	AUC	
0,200232 (0,1913)	0,441636 (0,5177)	0,200238 (0,2171)	0,441636 (0,5404)	الحد الثابت cons
-	-2,42812 (0,3455)	-	-2,42812 (0,3719)	DeltaFORTA
-0,115264 (0,4497)	-	-0,115287 (0,4754)	-	AUC
-	-0,173327 (0,1535)	-	-0,173327 (0,1767)	AUC ₁
0,00693445 (0,7300)	-	0,00716385 (0,8832)	-	DeltaFORTA ₁
-0,0140530 (0,4889)	-0,106580** (0,0134)	-0,0140541 (0,5134)	-0,106580** (0,0192)	RF
-0,0625291 (0,3402)	-0,344301** (0,0308)	-0,0625611 (0,3693)	-0,344301** (0,0409)	DEFTA ₁
-0,0125902 (0,1458)	-0,0288341 (0,4765)	-0,0125909 (0,1695)	-0,0288341 (0,5004)	Taille
0,0226732* (0,0796)	0,0812278 (0,1475)	0,0226749* (0,0979)	0,0812278 (0,1703)	TCA
-0,127903 (0,4457)	-	-0,127738 (0,4788)	-	DRIS
-0,00459184 (0,5661)	-0,0121675 (0,6239)	-0,00458755 (0,5899)	-0,0121675 (0,6425)	LNAge
0,0210593 (0,1216)	0,0373972 (0,5915)	0,0210562 (0,1441)	0,0373972 (0,6115)	Détention
0,0294442 (0,3762)	0,124027 (0,2128)	0,0294404 (0,4034)	0,124027 (0,2383)	SARL
0,0623427 (0,1230)	0,229449 (0,1471)	0,0623395 (0,1452)	0,229449 (0,1700)	SNC
0,0157978 (0,6437)	0,0606051 (0,5413)	0,0157989 (0,6622)	0,0606051 (0,5631)	EURL
0,0495363** (0,0233)	0,139147 (0,2838)	0,0495214** (0,0335)	0,139147 (0,3103)	COM
0,0588010*** (0,0045)	0,136558 (0,3851)	0,0587853*** (0,0079)	0,136558 (0,4110)	ICHIP
0,00740555 (0,7194)	0,0311468 (0,5860)	0,00739903 (0,7350)	0,0311468 (0,6061)	IMACH
0,0410929* (0,0656)	0,109163 (0,3248)	0,0410740* (0,0857)	0,109163 (0,3513)	TPB
0,00543537 (0,8183)	0,00641823 (0,9264)	0,00542764 (0,8288)	0,00641823 (0,9303)	IAGRO
0,0144111 (0,5003)	0,0463172 (0,4790)	0,0144049 (0,5252)	0,0463172 (0,5028)	ITEX
0,0690021** (0,0234)	0,192519 (0,2985)	0,0689809** (0,0337)	0,192519 (0,3250)	IPAP
0,0357620 (0,1248)	0,121457 (0,2118)	0,0357529 (0,1482)	0,121457 (0,2372)	SERVM
0,0214820 (0,4125)	0,0465167 (0,6088)	0,0214789 (0,4391)	0,0465167 (0,6281)	TRANS
0,0288887 (0,3837)	0,0949993 (0,3971)	0,0288812 (0,4112)	0,0949993 (0,4228)	SANT
-0,0137642 (0,2096)	-0,0322667 (0,5012)	-0,0137664 (0,2363)	-0,0322667 (0,5244)	متغيرة دالة عن سنة 2011
-0,00891443 (0,4344)	-0,0141539 (0,7395)	-0,00891212 (0,4607)	-0,0141539 (0,7530)	متغيرة دالة عن سنة 2012
-0,0362607*** (0,0038)	-0,111209 (0,2186)	-0,0362579*** (0,0064)	-0,111209 (0,2442)	متغيرة دالة عن سنة 2013
-0,0273573** (0,0197)	-0,0784327 (0,2901)	-0,0273499** (0,0288)	-0,0784327 (0,3167)	متغيرة دالة عن سنة 2014
0,173704	0,026421	0,173696	0,026421	R ²
250	250	250	250	عدد المشاهدات

() : الإحتمال الخرج؛ * تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95%؛ ** تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%؛ *** تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 99%.

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج GRETL V.3.

من خلال الجدول رقم (5-8) و انطلاقاً من تقدير نموذج المعادلتين الهيكليتين باستخدام طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS، خلصت الدراسة إلى تأثير سلمي لكل من عجز التمويل الداخلي السابق والمردودية المالية (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%) على التغير في رأس المال نقداً وبضم الإحتياطات، حيث بلغ معامل التحديد R^2 2,6421 % . أما بقية المتغيرات فلم تُظهر النتائج دلالتها الإحصائية.

و فيما يتعلق باللجوء إلى ديون الموردين، فقد كشفت النتائج دلالة كل من متغيرة النمو و قطاع البناء والأشغال العمومية TPB (عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95%) و قطاع التجارة COM وصناعة الورق IPAP و التأثير الزمني لسنة 2014 (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%) و قطاع الصناعة الكيماوية و البلاستيك ICHIP و التأثير الزمني لسنة 2013 (عند مستوى ثقة يزيد عن 99%)، حيث كانت إشارة معامل التأثير الزمني لسنتي 2013 و 2014 سالبة، أما النمو و القطاعات ذات الدلالة فكانت إشارة معاملاتها موجبة، حيث بلغ معامل التحديد R^2 17,3696 %.

أما بقية المتغيرات المتمثلة في: التغير في رأس المال نقداً و بضم الإحتياطات، التغير السابق في ديون الموردين، عجز التمويل الداخلي السابق، المردودية المالية، الحجم، مخاطر عدم السداد، عمر المؤسسة، والمتغيرات النوعية الدالة عن ملكية المسير وعن الشكل القانوني وبقية قطاعات النشاط والتأثير الزمني لسنتي 2011 و 2012، فلم تكن لها دلالة إحصائية.

الفرع الثاني : اختبار Breusch-Pagan لتجانس التباين

يتضح من خلال الملحق رقم (4) أن القيمة الإحتمالية لإختبار Breusch-Pagan الذي يكشف عن مدى وجود تجانس تباين الأخطاء في نموذج المعادلتين و المساوية ل $(PV) = 0,0000$ كانت تقل عن نسبة المعنوية 5% وبالتالي نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية H_1 ، و عليه يوجد إختلاف في تباين الأخطاء في طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين MC2 hétéroscédastique.

لذا قمنا بتقدير المعادلتين بطريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل 3SLS، وهو ما يوضحه الجدول رقم (5-8)، حيث كشفت النتائج دلالة كل من عجز التمويل الداخلي السابق والمردودية المالية (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%) في معادلة التغير في رأس المال نقداً و بضم الإحتياطات، حيث كانت إشارة هاتين المتغيرتين سالبة، حيث بلغ معامل التحديد R^2 2,6421 %.

أما باقي المتغيرات المتمثلة في ديون الموردين، التغير السابق في رأس المال نقداً و بضم الإحتياطات، الحجم، النمو، عمر المؤسسة، و المتغيرات النوعية الدالة عن ملكية المسير وعن الشكل القانوني، قطاعات النشاط والتأثير الزمني للسنوات، فلم تكن لها دلالة إحصائية.

و فيما يخص قرار اللجوء إلى ديون الموردين، فقد أسفرت النتائج عن دلالة كل من متغيرة النمو و قطاع البناء و الأشغال العمومية TPB (عند مستوى ثقة يزيد عن 90% و يقل عن 95%) و قطاع التجارة COM و صناعة الورق IPAP و التأثير الزمني لسنة 2014 (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% و يقل عن 99%) و الصناعة الكيماوية و البلاستيك ICHIP و التأثير الزمني لسنة 2013 (عند مستوى ثقة يزيد عن 99%)، حيث كانت إشارة معاملات النمو و قطاعات النشاط موجبة، أما التأثير الزمني لسنتي 2013 و 2014 فكانت إشارة معاملهما سالبة، حيث بلغ معامل التحديد $R^2 = 17,3704\%$.

في حين لم تُظهر النتائج الدلالة الإحصائية لبقية المتغيرات المتمثلة في التغير في رأس المال نقداً و بضم الإحتياطات، التغير السابق في ديون الموردين، عجز التمويل الداخلي السابق، المردودية المالية، الحجم، مخاطر عدم السداد، عمر المؤسسة، ملكية المسير، متغيرات الشكل القانوني SARL و SNC و EURL و قطاع صناعة الآلات الثقيلة IMACH، الصناعة الغذائية IAGRO، الصناعة النسيجية ITEX، خدمات الصيانة SERVM، النقل TRANS، الصحة SANT والتأثير الزمني لسنتي 2011 و 2012.

الفرع الثالث : اختبار Sargan-Hansen

و فيما يتعلق بجودة المتغيرات المساعدة Instruments¹، كشفت النتائج أن هذه المتغيرات جيدة وغير مرتبطة بالخطأ العشوائي، لأن القيمة الإحتمالية لإحصائية Sargan-Hansen المساوية لـ 0,9956 تفوق نسبة المعنوية 5% وبالتالي نقبل فرضية العدم H_0 و النموذج زائد التعريف.

¹ - أنظر الملحق رقم 04.

المبحث الثاني : نتائج تقدير النماذج المفسرة لعلاقة الديون فيما بينها

سنتطرق في هذا المبحث إلى نتائج تقدير أنظمة المعادلات الآنية المفسرة لعلاقة الديون فيما بينها.

المطلب الأول : نتائج تقدير النموذج المفسر لعلاقة ديون الموردين بالديون المالية قصيرة الأجل

قبل استعراض نتائج العلاقة بين الديون المالية قصيرة الأجل و ديون الموردين نقوم بدراسة شروط التمييز للمعادلتين التاليتين :

$$S5 \left\{ \begin{array}{l} \Delta DFCTA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Forta_{it} + \alpha_2 \Delta DFCTA_{it-1} + \alpha_3 \Delta EFTA_{it-1} + \alpha_4 RF_{it} \\ + \alpha_5 Dris_{it} + \alpha_6 Taille_{it} + \alpha_7 TCA_{it} + \alpha_8 GAR_{it} + \alpha_9 DAMTA_{it} + \alpha_{10} ETR_{it} \\ + \alpha_{11} LnAge_{it} + \alpha_{12} D\acute{e}tention_{it} + \alpha_{13} SARL_{it} + \alpha_{14} SNC_{it} + \alpha_{15} EURL_{it} + \alpha_{16} COM_{it} \\ + \alpha_{17} ICHIP_{it} + \alpha_{18} IMACH_{it} + \alpha_{19} TPB_{it} + \alpha_{20} IAGRO_{it} + \alpha_{21} ITEX_{it} + \alpha_{22} IPAP_{it} \\ + \alpha_{23} SERVM_{it} + \alpha_{24} TRANS_{it} + \alpha_{25} SANT_{it} + \alpha_{26} AN2011 + \alpha_{27} AN2012 \\ + \alpha_{28} AN2013 + \alpha_{29} AN2014 + \varepsilon_{1,it} \dots (5 - 9) \\ \\ \Delta Forta_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DFCTA_{it} + \beta_2 \Delta Forta_{it-1} + \beta_3 \Delta EFTA_{it-1} + \beta_4 RF_{it} + \beta_5 ETR_{it} \\ + \beta_6 Dris_{it} + \beta_7 Taille_{it} + \beta_8 TCA_{it} + \beta_9 LnAge_{it} + \beta_{10} D\acute{e}tention_{it} + \beta_{11} SARL_{it} \\ + \beta_{12} SNC_{it} + \beta_{13} EURL_{it} + \beta_{14} COM_{it} + \beta_{15} ICHIP_{it} + \beta_{16} IMACH_{it} + \beta_{17} TPB_{it} \\ + \beta_{18} IAGRO_{it} + \beta_{19} ITEX_{it} + \beta_{20} IPAP_{it} + \beta_{21} SERVM_{it} + \beta_{22} TRANS_{it} + \beta_{23} SANT_{it} \\ + \beta_{24} AN2011 + \beta_{25} AN2012 + \beta_{26} AN2013 + \beta_{27} AN2014 + \varepsilon_{2,it} \dots (5 - 10) \end{array} \right.$$

الفرع الأول : دراسة شروط التمييز

ونلخص نتائج هذه الدراسة في الجدول التالي :

الجدول رقم (5-9): نتائج اختبار شروط التمييز لنظام المعادلتين الآتيتين (5-9) و (5-10)

النتيجة	m-1	m - m' + k - k'	k'	m'	رقم المعادلة في النظام
المعادلة معرفة تماماً	1	1	29	2	(5-9)
المعادلة زائدة التعريف	1	3	27	2	(5-10)

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج GRETL V.3.

نلاحظ من المعادلتين (5-9) و (5-10) أن النظام يضم متغيرين داخليين أي $m=2$ وثلاثون متغير خارجي (إجمالي) $k=30$ ومن خلال الجدول رقم (5-9) يتبين أن المعادلة رقم (5-9) في النظام مُعرفة تماماً والمعادلة رقم (5-10) زائدة التعريف وبالتالي يمكن تطبيق طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS، وهو ما يوضحه الجدول التالي :

جدول رقم (5-10) : نتائج تقدير النموذج S₅ حسب طريقتي 2SLS و 3SLS

طريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل 3SLS		طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS		المتغيرات
DeltaFORTA	DeltaDFCTA	DeltaFORTA	DeltaDFCTA	
-0,0755015 (0,8118)	-1,00831 (0,5259)	-0,0755015 (0,8224)	-1,01445 (0,5494)	الحد الثابت cons
-	1,53918 (0,8263)	-	1,57456 (0,8332)	DeltaFORTA
-0,455659 (0,3011)	-	-0,455659 (0,3299)	-	DeltaDFCTA
0,0257005 (0,6496)	-	0,0257005 (0,6686)	-	DeltaFORTA ₋₁
-	-0,429563 (0,6741)	-	-0,450422 (0,6793)	DeltaDFCTA ₋₁
-0,0102106 (0,8637)	0,0630316 (0,6567)	-0,0102106 (0,8714)	0,0593487 (0,6947)	DEFTA ₋₁
0,0251200 (0,4591)	0,0615818* (0,0690)	0,0251200 (0,4854)	0,0602386* (0,0956)	RF
-0,0773169 (0,7101)	0,250408 (0,7252)	-0,0773169 (0,7261)	0,239427 (0,7526)	DRIS
0,00416860 (0,8220)	0,0610756 (0,5447)	0,00416860 (0,8321)	0,0617273 (0,5658)	Taille
0,0132457 (0,3701)	-0,0381548 (0,7639)	0,0132457 (0,3984)	-0,0386960 (0,7751)	TCA
-	-0,0510061 (0,4122)	-	-0,0477617 (0,4731)	GAR
-	0,235300 (0,8191)	-	0,284276 (0,7958)	DAMTA
0,0456951 (0,3224)	-0,0401272 (0,7025)	-0,0456951 (0,3511)	-0,0420137 (0,7076)	ETR
-0,00338148 (0,7296)	0,00929183 (0,7466)	-0,00338148 (0,7446)	0,00862442 (0,7785)	LNAge
0,0313567* (0,0788)	-0,0144097 (0,9314)	0,0313567* (0,0976)	-0,0158201 (0,9293)	Détention
-0,00280837 (0,9483)	-0,0793288 (0,6751)	-0,00280837 (0,9512)	-0,0830992 (0,6805)	SARL
0,00810770 (0,8895)	-0,157502 (0,6715)	0,00810770 (0,8958)	-0,161720 (0,6829)	SNC
-0,00254681 (0,9517)	-0,0372874 (0,7557)	-0,00254681 (0,9544)	-0,0404305 (0,7517)	EURL
0,0387513 (0,1570)	-0,0937294 (0,7821)	0,0387513 (0,1823)	-0,0949849 (0,7926)	COM
0,0581150** (0,0186)	-0,0814995 (0,8541)	0,0581150** (0,0266)	-0,0869439 (0,8540)	ICHIP
0,00542585 (0,8242)	0,00297937 (0,9567)	0,00542585 (0,8342)	0,00184204 (0,9749)	IMACH
0,0278434 (0,3330)	-0,0784875 (0,7893)	0,0278434 (0,3616)	-0,0814942 (0,7946)	TPB
0,0128679 (0,6545)	0,00441892 (0,9677)	0,0128679 (0,6732)	0,000313257 (0,9979)	IAGRO
0,0113183 (0,6548)	-0,00416837 (0,9583)	0,0113183 (0,6735)	-0,00507563 (0,9524)	ITEX
0,0689760* (0,0561)	-0,0900483 (0,8566)	0,0689760* (0,0718)	-0,0949511 (0,8581)	IPAP
0,0245308 (0,3644)	-0,0637009 (0,8303)	0,0245308 (0,3927)	-0,0703726 (0,8243)	SERVM
0,0490736 (0,2263)	0,00699526 (0,9812)	0,0490736 (0,2543)	-0,00222891 (0,9944)	TRANS
0,0223012 (0,5698)	-0,0703343 (0,8480)	0,0223012 (0,5922)	-0,0822089 (0,8336)	SANT
-0,0149488 (0,2565)	0,0210832 (0,8357)	-0,0149488 (0,2849)	0,0214738 (0,8429)	متغيرة دالة عن سنة 2011
-0,0118605 (0,3846)	0,0114758 (0,8686)	-0,0118605 (0,4126)	0,0112866 (0,8787)	متغيرة دالة عن سنة 2012
-0,0337242** (0,0134)	0,0438029 (0,8406)	-0,0337242** (0,0198)	0,0443775 (0,8484)	متغيرة دالة عن سنة 2013
-0,0138343 (0,4375)	0,0640458 (0,7240)	-0,0138343 (0,4644)	0,0648463 (0,7373)	متغيرة دالة عن سنة 2014
0,074227	0,017913	0,074227	0,017171	R ²
250	250	250	250	عدد المشاهدات

() : الإحتمال الحرج؛ * تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95%؛ ** تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد

عن 95% ويقل عن 99%؛ المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج GRETL V.3.

من خلال الجدول رقم (5-10) و انطلاقا من تقدير نموذج المعادلتين الهيكليتين باستخدام طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS، خلصت الدراسة إلى تأثير إيجابي لمتغيرة المردودية المالية (عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95%) على التغير في الديون المالية قصيرة الأجل، حيث بلغ معامل التحديد $R^2 = 1,7171$ %.

أما بقية المتغيرات المتمثلة في التغير في ديون الموردين، التغير السابق في الديون المالية قصيرة الأجل، عجز التمويل الداخلي السابق، مخاطر عدم السداد، الحجم، النمو، الضمانات، الوفر الضريبي من غير الديون ومعدل الضريبة الفعلي، عمر المؤسسة والمتغيرات النوعية الدالة عن ملكية الميسير و الشكل القانوني و قطاعات النشاط والتأثير الزمني للسنوات، فلم تظهر دلالتها الإحصائية.

و فيما يتعلق بقرار اللجوء إلى ديون الموردين، فقد كشفت النتائج عن دلالة كل من ملكية الميسير و قطاع صناعة الورق IPAP (عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95%) و قطاع الصناعة الكيماوية والبلاستيك ICHIP (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%)، حيث كانت معاملات هذه المتغيرات موجبة. كما أظهرت النتائج دلالة متغيرة التأثير الزمني لسنة 2013 عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%، وبإشارة سالبة لمعاملها، حيث بلغ معامل التحديد $R^2 = 7,4227$ %.

أما بقية المتغيرات المتمثلة في: التغير في الديون المالية قصيرة الأجل، التغير في ديون الموردين السابقة، عجز التمويل الداخلي السابق، المردودية المالية، مخاطر عدم السداد، الحجم، النمو، معدل الضريبة الفعلي، عمر المؤسسة، المتغيرات النوعية الدالة عن الشكل القانوني و عن باقي متغيرات قطاع النشاط و التأثير الزمني لبقية السنوات فلم تكن لها دلالة إحصائية.

الفرع الثاني : اختبار Breusch-Pagan لتجانس التباين

يتضح من خلال الملحق رقم (5) أن القيمة الإحصائية لإختبار Breusch-Pagan الذي يكشف عن مدى وجود تجانس تباين الأخطاء في نموذج المعادلتين و المساوية ل $PV = 0,0010$ كانت تقل عن نسبة المعنوية 5% وبالتالي نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية H_1 ، و عليه يوجد إختلاف في تباين الأخطاء في طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين MC2 hétéroscédastique.

لذا قمنا بتقدير المعادلتين بطريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل 3SLS، وهو ما يوضحه الجدول رقم (5-10)، فقد كشفت النتائج دلالة متغيرة المردودية المالية عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95% في

معادلة التغير في الديون المالية قصيرة الأجل، حيث كانت إشارة معاملها موجبة، حيث بلغ معامل التحديد R^2 1,7913%.

أما باقي المتغيرات المتمثلة في: التغير في ديون الموردين، التغير السابق في الديون المالية قصيرة الأجل، عجز التمويل الداخلي السابق، مخاطر عدم السداد، الحجم، النمو، الضمانات، الوفر الضريبي من غير الديون، معدل الضريبة الفعلي، عمر المؤسسة والمتغيرات النوعية الدالة عن ملكية المسير وعن الشكل القانوني، متغيرات قطاع النشاط و التأثير الزمني لسنوات 2011 و 2012 و 2013 و 2014 فلم تكن لها دلالة إحصائية.

و فيما يخص قرار اللجوء إلى ديون الموردين، فقد أسفرت النتائج عن دلالة كل من ملكية المسير و قطاع صناعة الورق IPAP (عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95%) و قطاع الصناعة الكيماوية والبلاستيك ICHIP (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%)، حيث كانت إشارة معاملاتها موجبة. ودلالة متغيرة التأثير الزمني لسنة 2013 عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99% و بإشارة سالبة لمعاملها، حيث بلغ معامل التحديد R^2 7,4227%.

أما بقية المتغيرات المتمثلة في: التغير في الديون المالية قصيرة الأجل، التغير السابق في ديون الموردين، عجز التمويل الداخلي السابق، المردودية المالية، مخاطر عدم السداد، الحجم، النمو، معدل الضريبة الفعلي، عمر المؤسسة والمتغيرات النوعية الدالة عن الشكل القانوني و عن باقي قطاعات النشاط و التأثير الزمني لسنوات 2011 و 2012 و 2014، فلم تظهر دلالتها الإحصائية.

الفرع الثالث : اختبار Sargan-Hansen

و فيما يتعلق بجودة المتغيرات المساعدة Instruments¹، كشفت النتائج أن هذه المتغيرات جيدة وغير مرتبطة بالخطأ العشوائي، لأن القيمة الإحصائية لإحصائية Sargan-Hansen المساوية ل 0,4498 تفوق نسبة المعنوية 5% وبالتالي نقبل فرضية العدم H_0 و النموذج زائد التعريف.

¹ - أنظر الملحق رقم 05.

المطلب الثاني : نتائج تقدير النموذج المفسر لعلاقة الديون المالية طويلة الأجل بديون الموردين

قبل التطرق إلى العلاقة بين الديون المالية طويلة الأجل و ديون الموردين نقوم بدراسة شروط التمييز للمعادلتين التاليتين :

$$S6 \left\{ \begin{array}{l} \Delta DLTA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Forta_{it} + \alpha_2 \Delta DLTA_{it-1} + \alpha_3 \Delta EFTA_{it} + \alpha_4 RF_{it} + \alpha_5 Taille_{it} \\ + \alpha_6 TCA_{it} + \alpha_7 GAR_{it} + \alpha_8 ETR_{it} + \alpha_9 LnAge_{it} + \alpha_{10} \Delta \text{Détention}_{it} + \alpha_{11} SARL_{it} \\ + \alpha_{12} SNC_{it} + \alpha_{13} EURL_{it} + \alpha_{14} COM_{it} + \alpha_{15} ICHIP_{it} + \alpha_{16} IMACH_{it} + \alpha_{17} TPB_{it} \\ + \alpha_{18} IAGRO_{it} + \alpha_{19} ITEX_{it} + \alpha_{20} IPAP_{it} + \alpha_{21} SERVM_{it} + \alpha_{22} TRANS_{it} \\ + \alpha_{23} SANT_{it} + \alpha_{24} AN2011 + \alpha_{25} AN2012 + \alpha_{26} AN2013 + \alpha_{27} AN2014 \\ + \varepsilon_{1,it} \dots (5-11) \\ \\ \Delta Forta_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DLTA_{it} + \beta_2 \Delta EFTA_{it-1} + \beta_3 RF_{it} + \beta_4 ETR_{it} + \beta_5 \Delta \text{Dris}_{it} + \beta_6 \Delta \text{DAMTA}_{it} \\ + \beta_7 Taille_{it} + \beta_8 TCA_{it} + \beta_9 LnAge_{it} + \beta_{10} \Delta \text{Détention}_{it} + \beta_{11} SARL_{it} + \beta_{12} SNC_{it} \\ + \beta_{13} EURL_{it} + \beta_{14} COM_{it} + \beta_{15} ICHIP_{it} + \beta_{16} IMACH_{it} + \beta_{17} TPB_{it} + \beta_{18} IAGRO_{it} \\ + \beta_{19} ITEX_{it} + \beta_{20} IPAP_{it} + \beta_{21} SERVM_{it} + \beta_{22} TRANS_{it} + \beta_{23} SANT_{it} + \beta_{24} AN2011 \\ + \beta_{25} AN2012 + \beta_{26} AN2013 + \beta_{27} AN2014 + \varepsilon_{2,it} \dots (5-12) \end{array} \right.$$

الفرع الأول : دراسة شروط التمييز

نلخص نتائج هذه الدراسة في الجدول التالي :

الجدول رقم (5-11): نتائج اختبار شروط التمييز لنظام المعادلتين الآتيتين (5-11) و (5-12)

النتيجة	m-1	m - m' + k - k'	k'	m'	رقم المعادلة في النظام
المعادلة زائدة التعريف	1	3	27	2	(5-11)
المعادلة زائدة التعريف	1	3	27	2	(5-12)

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج GRETL V.3.

نلاحظ من المعادلتين رقم (5-11) و (5-12) أن النظام يضم متغيرين داخليين أي $m=2$ و ثلاثون متغير خارجي (إجمالي) $k=30$ ومن خلال الجدول رقم (5-11) يتضح أن كلتا المعادلتين زائدة التعريف وبالتالي يمكن تطبيق طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS، وهو ما يوضحه الجدول التالي :

جدول رقم (5-12) : نتائج تقدير النموذج S₆ حسب طريقتي 2SLS و 3SLS

طريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل 3SLS		طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS		المتغيرات
DeltaFORTA	DeltaDLTA	DeltaFORTA	DeltaDLTA	
0,205262 (0,1851)	0,0897532 (0,7808)	0,190126 (0,2479)	0,118377 (0,7300)	الحد الثابت cons
-	-0,675870 (0,5088)	-	-0,786433 (0,4704)	DeltaFORTA
0,171145 (0,3121)	-	0,169782 (0,3447)	-	DeltaDLTA
-	0,0181230 (0,8547)	-	-0,0260059 (0,8122)	DeltaDLTA ₁
-	0,347662*** (0,0011)	-	0,360471*** (0,0016)	DEFTA
0,0341085 (0,4940)	-	0,00789100 (0,8872)	-	DEFTA ₁
-0,00383152 (0,8047)	0,0170812 (0,4700)	-0,00258621 (0,8755)	0,0165355 (0,5100)	RF
-0,253756 (0,1281)	-	-0,189956 (0,3066)	-	DRIS
-0,0131002 (0,1415)	0,000239181 (0,9896)	-0,0124464 (0,1884)	-0,00130696 (0,9464)	Taille
0,0168909 (0,1488)	0,0250447 (0,3340)	0,0165971 (0,1814)	0,0271496 (0,3246)	TCA
-	0,0293043 (0,2641)	-	0,0279506 (0,3449)	GAR
-0,120466 (0,1782)	-	-0,140486 (0,1468)	-	DAMTA
-0,0192961 (0,5533)	0,00299736 (0,9566)	-0,0181720 (0,5989)	0,00222188 (0,9697)	ETR
-0,000818533 (0,9263)	-0,0373224** (0,0123)	-0,00000140171 (0,9999)	-0,0387390** (0,0145)	LNAge
0,0290078** (0,0416)	-0,0283093 (0,3313)	0,0291237* (0,0539)	-0,0267796 (0,3873)	Détention
0,0178941 (0,5728)	-0,00831884 (0,8693)	0,0200953 (0,5513)	-0,00674885 (0,9000)	SARL
0,0465732 (0,2166)	-0,000435075 (0,9950)	0,0482150 (0,2287)	0,00369997 (0,9601)	SNC
0,00685435 (0,8408)	-0,00253472 (0,9624)	0,00869284 (0,8105)	-0,00184078 (0,9743)	EURL
0,0475122** (0,0263)	0,0349100 (0,5519)	0,0467301** (0,0396)	0,0407943 (0,5135)	COM
0,0694047*** (0,0009)	0,0215084 (0,7508)	0,0688859*** (0,0019)	0,0283890 (0,6948)	ICHIP
0,00848196 (0,6758)	0,0136758 (0,6732)	0,00720907 (0,7382)	0,0148366 (0,6675)	IMACH
0,0462311** (0,0374)	0,00572844 (0,9081)	0,0452453* (0,0551)	0,0100826 (0,8486)	TPB
0,0177094 (0,4657)	-0,0291275 (0,4377)	0,0192421 (0,4555)	-0,0293679 (0,4616)	IAGRO
0,0104669 (0,6229)	0,0321485 (0,3750)	0,00915759 (0,6855)	0,0345354 (0,3715)	ITEX
0,0743427** (0,0132)	0,0404422 (0,6267)	0,0738589** (0,0203)	0,0478782 (0,5889)	IPAP
0,0397121* (0,0939)	0,00461801 (0,9162)	0,0424867* (0,0918)	0,00769644 (0,8694)	SERVM
0,0330337 (0,2691)	0,0351553 (0,4440)	0,0359249 (0,2586)	0,0377592 (0,4403)	TRANS
0,0462639 (0,2087)	0,0268035 (0,6621)	0,0508146 (0,1948)	0,0324603 (0,6203)	SANT
-0,0161900 (0,1558)	0,00585652 (0,7938)	-0,0158694 (0,1899)	0,00436971 (0,8544)	متغيرة دالة عن سنة 2011
-0,0113698 (0,3263)	0,0145131 (0,4568)	-0,0106952 (0,3844)	0,0145631 (0,4817)	متغيرة دالة عن سنة 2012
-0,0341320*** (0,0038)	0,00503327 (0,8871)	-0,0340119*** (0,0066)	0,00234581 (0,9504)	متغيرة دالة عن سنة 2013
-0,0301098** (0,0162)	0,0151870 (0,6158)	-0,0301308** (0,0233)	0,0132494 (0,6804)	متغيرة دالة عن سنة 2014
0,196005	0,046863	0,197829	0,036542	R ²
250	250	250	250	عدد المشاهدات

() : الإحتمال المرجح؛ * تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقبل عن 95%؛ ** تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 95%؛ *** تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 99%. المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج GRETL V.3.

من خلال الجدول رقم (5-12) وانطلاقاً من تقدير نموذج المعادلتين الهيكليتين باستخدام طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS، خلصت الدراسة إلى تأثير إيجابي لعجز التمويل الداخلي الحالي (عند مستوى ثقة يزيد عن 99%) و تأثير سلبي لعمر المؤسسة (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%) على التغير في الديون المالية طويلة الأجل، حيث بلغ معامل التحديد $R^2 = 3,6542$ %.

في حين لم تظهر النتائج دلالة بقية المتغيرات المتمثلة في التغير في ديون الموردين، التغير السابق في الديون المالية طويلة الأجل، المردودية المالية، الحجم، النمو، الضمانات، معدل الضريبة الفعلي، ملكية المسير، متغيرات الشكل القانوني SARL، SNC و EURL، و قطاعات النشاط و التأثير الزمني لسنوات 2011 و 2012 و 2013 و 2014.

و فيما يتعلق بقرار اللجوء إلى ديون الموردين، فقد كشفت النتائج دلالة ملكية المسير و قطاع البناء والأشغال العمومية TPB و خدمات الصيانة SERVIM (عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95%) و قطاع التجارة COM و صناعة الورق IPAP و التأثير الزمني لسنة 2014 (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%) و الصناعة الكيماوية و البلاستيك ICHIP و التأثير الزمني لسنة 2013 (عند مستوى ثقة يزيد عن 99%)، حيث كانت إشارة معاملات متغيرة ملكية المسير و قطاعات النشاط ذات الدلالة موجبة، أما متغيري التأثير الزمني لسنتي 2013 و 2014 فكانت إشارة معاملاتهما سالبة، حيث بلغ معامل التحديد $R^2 = 19,7829$ %.

أما بقية المتغيرات المتمثلة في: التغير في الديون المالية طويلة الأجل، عجز التمويل الداخلي السابق، المردودية المالية، مخاطر عدم السداد، الحجم، النمو، الوفر الضريبي من غير الديون، معدل الضريبة الفعلي، عمر المؤسسة و متغيرات الشكل القانوني لشركات SARL و SNC و EURL و قطاعات صناعة الآلات الثقيلة IMACH، الصناعة الغذائية IAGRO، الصناعة النسيجية ITEX، قطاع النقل TRANS، الصحة SANT و التأثير الزمني لسنتي 2011 و 2012 فلم تكن لها دلالة إحصائية.

الفرع الثاني : اختبار Breusch-Pagan لتجانس التباين

يتضح من خلال الملحق رقم (6) أن القيمة الإحصائية لإختبار Breusch-Pagan الذي يكشف عن مدى وجود تجانس تباين الأخطاء في نموذج المعادلتين و المساوية ل $PV = 0,0000$ كانت تقل عن نسبة المعنوية 5% وبالتالي نرفض فرضية العدم H_0 و نقبل الفرضية H_1 ، و عليه يوجد إختلاف في تباين الأخطاء في طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين MC2 hétéroscédastique.

لذا قمنا بتقدير المعادلتين بطريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل 3SLS، وهو ما يوضحه الجدول رقم (5-12)، فقد كشفت النتائج دلالة كل من عجز التمويل الداخلي الحالي (عند مستوى ثقة يزيد عن 99%) بإشارة موجبة لمعاملها وعمر المؤسسة (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%) بإشارة سالبة لمعاملها في معادلة التغير في الديون المالية طويلة الأجل، حيث بلغ معامل التحديد R^2 4,683%.

أما بقية المتغيرات المتمثلة في: التغير في ديون الموردين، التغير السابق في الديون المالية طويلة الأجل، المردودية المالية، الحجم، النمو، الضمانات، معدل الضريبة الفعلي، ملكية المسير، متغيرات الشكل القانوني SARL و SNC و EURL، قطاعات النشاط والتأثير الزمني لسنوات 2011 و 2012 و 2013 و 2014 فلم تكن لها دلالة إحصائية.

و فيما يتعلق بالمعادلة الهيكلية الثانية الخاصة بالتغير في ديون الموردين، فقد أسفرت نتائج التقدير حسب طريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل 3SLS عن وجود دلالة إحصائية لكل من متغيرة ملكية المسير وقطاع التجارة COM و قطاع البناء و الأشغال العمومية TPB و صناعة الورق IPAP و التأثير الزمني لسنة 2014 (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%) و دلالة قطاع الصناعة الكيماوية و البلاستيك ICHIP والتأثير الزمني لسنة 2013 (عند مستوى ثقة يزيد عن 99%) و قطاع خدمات الصيانة SERVM (عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95%)، حيث كانت إشارة معاملات ملكية المسير و قطاعات النشاط ذات الدلالة موجبة، أما التأثير الزمني لسنتي 2013 و 2014 فكانت إشارة معاملاتهما سالبة. حيث بلغ معامل التحديد R^2 19,6005%.

في حين لم تُظهر النتائج دلالة بقية المتغيرات المتمثلة في: التغير في الديون المالية طويلة الأجل، عجز التمويل الداخلي السابق، المردودية المالية، مخاطر عدم السداد، الحجم، النمو، الوفر الضريبي من غير الديون، معدل الضريبة الفعلي، عمر المؤسسة، متغيرات الشكل القانوني لشركات SARL و SNC و EURL، قطاع صناعة الآلات الثقيلة IMACH، الصناعة الغذائية IAGRO، الصناعة النسيجية ITEX، قطاع النقل TRANS، الصحة SANT والتأثير الزمني لسنتي 2011 و 2012.

الفرع الثالث : اختبار Sargan-Hansen

و فيما يتعلق بجودة المتغيرات المساعدة Instruments¹، كشفت النتائج أن هذه المتغيرات جيدة وغير مرتبطة بالخطأ العشوائي، لأن القيمة الإحصائية لإحصائية Sargan-Hansen المساوية ل 0,1913 تفوق نسبة المعنوية 5% وبالتالي نقبل فرضية العدم H_0 و النموذج زائد التعريف.

¹ - أنظر الملحق رقم 06.

المطلب الثالث: نتائج تقدير النموذج المفسر لعلاقة الديون المالية طويلة بالديون المالية قصيرة الأجل

قبل التطرق إلى العلاقة بين الديون المالية طويلة الأجل و الديون المالية قصيرة الأجل نقوم بدراسة شروط التمييز للمعادلتين التاليتين :

$$S7 \left\{ \begin{aligned} \Delta DLTA_{it} &= \alpha_0 + \alpha_1 \Delta DFCTA_{it} + \alpha_2 \Delta DLTA_{it-1} + \alpha_3 DEFTA_{it} + \alpha_4 RF_{it} + \alpha_5 Taille_{it} \\ &+ \alpha_6 TCA_{it} + \alpha_7 GAR_{it} + \alpha_8 ETR_{it} + \alpha_9 LnAge_{it} + \alpha_{10} Détection_{it} + \alpha_{11} SARL_{it} \\ &+ \alpha_{12} SNC_{it} + \alpha_{13} EURL_{it} + \alpha_{14} COM_{it} + \alpha_{15} ICHIP_{it} + \alpha_{16} IMACH_{it} + \alpha_{17} TPB_{it} \\ &+ \alpha_{18} IAGRO_{it} + \alpha_{19} ITEX_{it} + \alpha_{20} IPAP_{it} + \alpha_{21} SERVM_{it} + \alpha_{22} TRANS_{it} + \alpha_{23} SANT_{it} \\ &+ \alpha_{24} AN2011 + \alpha_{25} AN2012 + \alpha_{26} AN2013 + \alpha_{27} AN2014 + \varepsilon_{1,it} \dots (5-13) \\ \Delta DFCTA_{it} &= \beta_0 + \beta_1 \Delta DLTA_{it} + \beta_2 \Delta DFCTA_{it-1} + \beta_3 DEFTA_{it-1} + \beta_4 RF_{it} + \beta_5 Dris_{it} \\ &+ \beta_6 ETR_{it} + \beta_7 Taille_{it} + \beta_8 TCA_{it} + \beta_9 GAR_{it} + \beta_{10} LnAge_{it} + \beta_{11} Détection_{it} \\ &+ \beta_{12} SARL_{it} + \beta_{13} SNC_{it} + \beta_{14} EURL_{it} + \beta_{15} COM_{it} + \beta_{16} ICHIP_{it} + \beta_{17} IMACH_{it} \\ &+ \beta_{18} TPB_{it} + \beta_{19} IAGRO_{it} + \beta_{20} ITEX_{it} + \beta_{21} IPAP_{it} + \beta_{22} SERVM_{it} + \beta_{23} TRANS_{it} \\ &+ \beta_{24} SANT_{it} + \beta_{25} AN2011 + \beta_{26} AN2012 + \beta_{27} AN2013 + \beta_{28} AN2014 + \varepsilon_{2,it} \dots (5-14) \end{aligned} \right.$$

الفرع الأول : دراسة شروط التمييز

و الجدول التالي يلخص نتائج هذه الدراسة :

الجدول رقم (5-13): نتائج اختبار شروط التمييز لنظام المعادلتين الآتيتين (5-13) و (5-14)

النتيجة	m-1	m - m' + k - k'	k'	m'	رقم المعادلة في النظام
المعادلة زائدة التعريف	1	3	27	2	(5-13)
المعادلة زائدة التعريف	1	2	28	2	(5-14)

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج GRETL V.3.

نلاحظ من المعادلتين رقم (5-13) و (5-14) أن النظام يضم متغيرين داخليين أي $m=2$ و ثلاثون متغير خارجي (إجمالي) $k=30$ ومن خلال الجدول رقم (5-13) يتبين أن كلتا المعادلتين في النظام السابع زائدة التعريف وبالتالي يمكن تطبيق طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS، وهو ما يوضحه الجدول التالي :

جدول رقم (5-14) : نتائج تقدير النموذج S₇ حسب طريقتي 2SLS و 3SLS

طريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل 3SLS		طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS		المتغيرات
DeltaDFCTA	DeltaDLTA	DeltaDFCTA	DeltaDLTA	
-0,666551*** (0,0093)	-0,0947784 (0,8037)	-0,647909** (0,0177)	-0,0995005 (0,8063)	الحد الثابت cons
-	-0,0813495 (0,8801)	-	-0,0885498 (0,8774)	DeltaDFCTA
0,331002 (0,2523)	-	0,338978 (0,2705)	-	DeltaDLTA
-	0,0291156 (0,6327)	-	0,0318616 (0,6350)	DeltaDLTA ₁
-0,260913 (0,1896)	-	-0,260460 (0,2245)	-	DeltaDFCTA ₁
-	0,319061*** (0,0003)	-	0,319330*** (0,0006)	DEFTA
0,0466910 (0,5690)	-	0,0853333 (0,3401)	-	DEFTA ₁
0,0587907** (0,0169)	0,0232645 (0,5489)	0,0571963** (0,0290)	0,0237342 (0,5656)	RF
-0,107327 (0,6996)	-	-0,0266270 (0,9308)	-	DRIS
0,0384889*** (0,0097)	0,0107266 (0,6302)	0,0375060** (0,0180)	0,0109995 (0,6427)	Taille
-0,0143658 (0,4440)	0,0122878 (0,4444)	-0,0137531 (0,4909)	0,0122087 (0,4741)	TCA
-0,0454786 (0,1261)	0,0256055 (0,3912)	-0,0463665 (0,1426)	0,0254366 (0,4224)	GAR
-0,0663546 (0,2033)	0,0146538 (0,7690)	-0,0660516 (0,2338)	0,0141868 (0,7891)	ETR
0,0126839 (0,3794)	-0,0325448*** (0,0024)	0,0118913 (0,4386)	-0,0324793*** (0,0043)	LNAge
0,0321376 (0,1708)	-0,0404558* (0,0501)	0,0325859 (0,1918)	-0,0402693* (0,0666)	Détention
-0,0469234 (0,3605)	-0,0164970 (0,7177)	-0,0474313 (0,3850)	-0,0167996 (0,7288)	SARL
-0,0802452 (0,1890)	-0,0297191 (0,6335)	-0,0800773 (0,2179)	-0,0302452 (0,6480)	SNC
-0,0233993 (0,6711)	-0,00387281 (0,9315)	-0,0239168 (0,6832)	-0,00400266 (0,9333)	EURL
-0,0234645 (0,4936)	0,00236517 (0,9369)	-0,0219820 (0,5466)	0,00217605 (0,9453)	COM
0,0205487 (0,5642)	-0,0155989 (0,5950)	0,0239153 (0,5286)	-0,0155142 (0,6184)	ICHIP
0,00728144 (0,8275)	0,0126479 (0,6463)	0,0108252 (0,7612)	0,0126924 (0,6644)	IMACH
-0,0119186 (0,7412)	-0,0183580 (0,5341)	-0,00835521 (0,8280)	-0,0184887 (0,5553)	TPB
0,0345275 (0,3723)	-0,0299851 (0,3709)	0,0347350 (0,3988)	-0,0297717 (0,4029)	IAGRO
0,00252762 (0,9420)	0,0253319 (0,3756)	0,00520729 (0,8880)	0,0253369 (0,4037)	ITEX
0,0197211 (0,6849)	-0,00313996 (0,9384)	0,0221746 (0,6680)	-0,00301822 (0,9442)	IPAP
0,00119434 (0,9737)	-0,0121612 (0,6796)	0,000900069 (0,9814)	-0,0121732 (0,6969)	SERVM
0,0600854 (0,1659)	0,0290975 (0,5752)	0,0608854 (0,1869)	0,0295746 (0,5920)	TRANS
0,00802600 (0,8815)	0,00984166 (0,8255)	0,00767372 (0,8934)	0,00976878 (0,8366)	SANT
-0,00637083 (0,7287)	0,0150534 (0,2962)	-0,00674507 (0,7299)	0,0150241 (0,3259)	متغيرة دالة عن سنة 2011
-0,00717534 (0,6984)	0,0205373 (0,1644)	-0,00768818 (0,6964)	0,0204613 (0,1919)	متغيرة دالة عن سنة 2012
-0,0103635 (0,5835)	0,0256443* (0,0849)	-0,0103349 (0,6072)	0,0255809 (0,1055)	متغيرة دالة عن سنة 2013
0,0150773 (0,4563)	0,0337446* (0,0892)	0,0149526 (0,4874)	0,0338699 (0,1082)	متغيرة دالة عن سنة 2014
0,067495	0,178447	0,066223	0,178709	R ²
250	250	250	250	عدد المشاهدات

() : الإحتمال الحرج؛ * تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقبل عن 95% ويقبل

عن 99%؛ ** تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 99%. المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج GRETL V.3.

من خلال الجدول رقم (5-14) وانطلاقاً من تقدير نموذج المعادلتين الهيكليتين باستخدام طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS، خلصت الدراسة إلى تأثير إيجابي لعجز التمويل الداخلي الحالي (عند مستوى ثقة يزيد عن 99%) و تأثير سلبي لكل من عمر المؤسسة (عند مستوى ثقة يزيد عن 99%) و ملكية المسير (عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95%) على التغير في الديون المالية طويلة الأجل. حيث بلغ معامل التحديد $R^2 = 17,8709\%$.

أما بقية المتغيرات المتمثلة في: التغير في الديون المالية قصيرة الأجل، التغير السابق في الديون المالية طويلة الأجل، المردودية المالية، الحجم، النمو، الضمانات، معدل الضريبة الفعلي، متغيرات الشكل القانوني SARL، SNC و EURL، قطاعات النشاط و التأثير الزمني لسنوات 2011 و 2012 و 2013 و 2014 فلم تظهر دلالتها الإحصائية.

و فيما يتعلق بقرار اللجوء إلى الديون المالية قصيرة الأجل، فقد كشفت النتائج عن تأثير إيجابي لكل من المردودية المالية و الحجم (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%) و دلالة الحد الثابت عن نفس مستوى الثقة لكن بإشارة سالبة لمعامله، حيث بلغ معامل التحديد $R^2 = 6,6223\%$.

في حين لم تظهر النتائج دلالة بقية المتغيرات المتمثلة في التغير في الديون المالية طويلة الأجل، التغير السابق في الديون المالية قصيرة الأجل، عجز التمويل الداخلي السابق، مخاطر عدم السداد، النمو، الضمانات، معدل الضريبة الفعلي، عمر المؤسسة، ملكية المسير، متغيرات الشكل القانوني لشركات SARL، SNC و EURL، قطاعات النشاط والتأثير الزمني لسنوات 2011 و 2012 و 2013 و 2014.

الفرع الثاني : اختبار Breusch-Pagan لتجانس التباين

يتضح من خلال الملحق رقم (7) أن القيمة الإحصائية لإختبار Breusch-Pagan الذي يكشف عن مدى وجود تجانس تباين الأخطاء في نموذج المعادلتين و المساوية ل $PV = 0,0000$ كانت تقل عن نسبة المعنوية 5% و بالتالي نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية H_1 ، و عليه يوجد إختلاف في تباين الأخطاء في طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين MC2 hétéroscédastique.

لذا قمنا بتقدير المعادلتين بطريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل 3SLS، وهو ما يوضحه الجدول رقم (5-14)، فقد كشفت النتائج دلالة كل من عجز التمويل الداخلي الحالي وعمر المؤسسة (عند مستوى ثقة يزيد عن 99%) و ملكية المسير و التأثير الزمني لسنتي 2013 و 2014 (عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل

عن 95% في معادلة التغير في الديون المالية طويلة الأجل، حيث كانت إشارة معاملات متغيرة عجز التمويل الداخلي الحالي و التأثير الزمني لسنتي 2013 و 2014 موجبة، أما عمر المؤسسة وملكية المسير فكانت إشارة معاملاتهما سالبة. حيث بلغ معامل التحديد R^2 17,8447%.

أما بقية المتغيرات و المتمثلة في التغير في الديون المالية قصيرة الأجل، التغير السابق في الديون المالية طويلة الأجل، المردودية المالية، الحجم، النمو، الضمانات، معدل الضريبة الفعلي، متغيرات الشكل القانوني SARL و SNC و EURL، قطاعات النشاط والتأثير الزمني لسنتي 2011 و 2012، فلم تظهر النتائج دلالتها الإحصائية.

و فيما يتعلق بالمعادلة الهيكلية الثانية الخاصة بالتغير في الديون المالية قصيرة الأجل، فقد أسفرت نتائج التقدير حسب طريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل 3SLS عن وجود دلالة إحصائية لكل من متغيرة المردودية المالية (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%) و الحجم و الحد الثابت (عند مستوى ثقة يزيد عن 99%)، حيث كانت إشارة معاملي المردودية المالية و الحجم موجبة، بينما إشارة معامل الحد الثابت فكانت سالبة. حيث بلغ معامل التحديد R^2 6,7495%.

في حين لم تُظهر النتائج دلالة بقية المتغيرات و المتمثلة في: التغير في الديون المالية طويلة الأجل، التغير السابق في الديون المالية قصيرة الأجل، عجز التمويل الداخلي السابق، مخاطر عدم السداد، النمو، الضمانات، معدل الضريبة الفعلي، عمر المؤسسة، ملكية المسير، متغيرات الشكل القانوني لشركات SARL و SNC و EURL، قطاعات النشاط، التأثير الزمني لسنوات 2011 و 2012 و 2013 و 2014.

الفرع الثالث : اختبار Sargan-Hansen

و فيما يتعلق بجودة المتغيرات المساعدة Instruments¹، كشفت النتائج أن هذه المتغيرات جيدة وغير مرتبطة بالخطأ العشوائي، لأن القيمة الإحصائية لإحصائية Sargan-Hansen المساوية لـ 0,0940 تفوق نسبة المعنوية 5% وبالتالي نقبل فرضية العدم H_0 و النموذج زائد التعريف.

¹ - أنظر الملحق رقم 07.

المطلب الرابع : نتائج تقدير النموذج المفسر لعلاقة الديون الأخرى بديون الموردين

قبل التطرق إلى العلاقة بين الديون الأخرى و ديون الموردين، نقوم بدراسة شروط التمييز للمعادلتين التاليتين :

$$S8 \left\{ \begin{aligned} \Delta AUDTA_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Forta_{it} + \alpha_2 \Delta AUDTA_{it-1} + \alpha_3 \Delta EFTA_{it-1} + \alpha_4 RF_{it} + \alpha_5 Dris_{it} \\ & + \alpha_6 DAMTA_{it} + \alpha_7 Taille_{it} + \alpha_8 TCA_{it} + \alpha_9 LnAge_{it} + \alpha_{10} \Delta \text{Détention}_{it} + \alpha_{11} SARL_{it} \\ & + \alpha_{12} SNC_{it} + \alpha_{13} EURL_{it} + \alpha_{14} COM_{it} + \alpha_{15} ICHIP_{it} + \alpha_{16} IMACH_{it} + \alpha_{17} TPB_{it} \\ & + \alpha_{18} IAGRO_{it} + \alpha_{19} ITEX_{it} + \alpha_{20} IPAP_{it} + \alpha_{21} SERVM_{it} + \alpha_{22} TRANS_{it} + \alpha_{23} SANT_{it} \\ & + \alpha_{24} AN2011 + \alpha_{25} AN2012 + \alpha_{26} AN2013 + \alpha_{27} AN2014 + \varepsilon_{1,it} \dots (5-15) \end{aligned} \right.$$

$$\Delta Forta_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta AUDTA_{it} + \beta_2 \Delta EFTA_{it} + \beta_3 RF_{it} + \beta_4 ETR_{it} + \beta_5 DAMTA_{it} + \beta_6 Taille_{it} \\ + \beta_7 TCA_{it} + \beta_8 LnAge_{it} + \beta_9 \Delta \text{Détention}_{it} + \beta_{10} SARL_{it} + \beta_{11} SNC_{it} + \beta_{12} EURL_{it} \\ + \beta_{13} COM_{it} + \beta_{14} ICHIP_{it} + \beta_{15} IMACH_{it} + \beta_{16} TPB_{it} + \beta_{17} IAGRO_{it} + \beta_{18} ITEX_{it} \\ + \beta_{19} IPAP_{it} + \beta_{20} SERVM_{it} + \beta_{21} TRANS_{it} + \beta_{22} SANT_{it} + \beta_{23} AN2011 + \beta_{24} AN2012 \\ + \beta_{25} AN2013 + \beta_{26} AN2014 + \varepsilon_{2,it} \dots (5-16)$$

الفرع الأول : دراسة شروط التمييز

و الجدول التالي يلخص نتائج هذه الدراسة :

الجدول رقم (5-5): نتائج اختبار شروط التمييز لنظام المعادلتين الآتيتين (5-15) و (5-16)

النتيجة	m-1	m - m' + k - k'	k'	m'	رقم المعادلة في النظام
المعادلة زائدة التعريف	1	2	27	2	(5-15)
المعادلة زائدة التعريف	1	3	26	2	(5-16)

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج GRETL V.3.

نلاحظ من المعادلتين رقم (5-15) و (5-16) أن النظام يضم متغيرين داخليين أي $m=2$ و تسعة وعشرون متغير خارجي (إجمالي) $k=29$ ومن خلال الجدول رقم (5-5) يتبين أن كلتا المعادلتين في النظام الثامن زائدة التعريف، و عليه يمكن تطبيق طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS، وهو ما يوضحه الجدول التالي :

جدول رقم (5-16): نتائج تقدير النموذج S₈ حسب طريقتي 2SLS و 3SLS

طريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل 3SLS		طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS		المتغيرات
DeltaFORTA	DeltaAUDTA	DeltaFORTA	DeltaAUDTA	
0,173079 (0,3898)	0,295749 (0,3264)	0,192729 (0,3692)	0,319051 (0,3196)	الحد الثابت cons
-	-0,915253 (0,4425)	-	-1,01365 (0,4247)	DeltaFORTA
-0,117654 (0,8914)	-	-0,130892 (0,8860)	-	DeltaAUDTA
-	0,0163357 (0,8752)	-	-0,0663069 (0,6381)	DeltaAUDTA ₋₁
0,0481973 (0,4630)	-	0,0582269 (0,4104)	-	DEFTA
-	0,0507433 (0,4548)	-	0,0494567 (0,4930)	DEFTA ₋₁
0,00643649 (0,8652)	0,0416739** (0,0499)	0,00825771 (0,8373)	0,0424515* (0,0652)	RF
-	0,0264359 (0,9059)	-	-0,146078 (0,6327)	DRIS
-0,0309946 (0,5312)	-	-0,0102614 (0,8616)	-	ETR
-0,147965 (0,1517)	-0,201870 (0,3499)	-0,154477 (0,1588)	-0,208073 (0,3674)	DAMTA
-0,0103653 (0,4119)	-0,0185293 (0,3118)	-0,0117621 (0,3835)	-0,0199844 (0,3051)	Taille
0,0184711 (0,1764)	0,0243060 (0,3412)	0,0189237 (0,1912)	0,0250448 (0,3556)	TCA
-0,00392756 (0,7594)	0,00578358 (0,6148)	-0,00323900 (0,8118)	0,00494438 (0,6862)	LNAge
0,0224693* (0,0946)	0,0219734 (0,5154)	0,0216188 (0,1300)	0,0249359 (0,4881)	Détention
0,0137946 (0,6643)	0,0115215 (0,8240)	0,0152616 (0,6507)	0,0153411 (0,7808)	SARL
0,0395900 (0,3699)	0,0523518 (0,5128)	0,0436847 (0,3532)	0,0598114 (0,4823)	SNC
0,00396052 (0,9067)	0,000533608 (0,9913)	0,00682119 (0,8496)	0,00258422 (0,9604)	EURL
0,0491427* (0,0892)	0,0657377 (0,3038)	0,0476014 (0,1208)	0,0737434 (0,2796)	COM
0,0674991** (0,0321)	0,0867693 (0,3108)	0,0680163** (0,0414)	0,0969898 (0,2883)	ICHIP
0,00873326 (0,7290)	0,0237053 (0,4263)	0,00782576 (0,7696)	0,0310608 (0,3358)	IMACH
0,0389885* (0,0991)	0,0443134 (0,4594)	0,0394699 (0,1150)	0,0520851 (0,4150)	TPB
0,0165093 (0,5711)	0,0319272 (0,4126)	0,0170850 (0,5800)	0,0341134 (0,4107)	IAGRO
0,0127147 (0,5830)	0,0217208 (0,5127)	0,0129392 (0,5978)	0,0266896 (0,4518)	ITEX
0,0690345 (0,1375)	0,0294081 (0,7529)	0,0669358 (0,1745)	0,0356523 (0,7196)	IPAP
0,0447926 (0,3220)	0,0781619 (0,2340)	0,0460509 (0,3365)	0,0863893 (0,2185)	SERVM
0,0418360 (0,1946)	0,0534019 (0,4152)	0,0420319 (0,2184)	0,0578362 (0,4070)	TRANS
0,0555085 (0,1335)	0,0491276 (0,5447)	0,0549874 (0,1605)	0,0526129 (0,5420)	SANT
-0,0163299 (0,5920)	-0,0442340** (0,0359)	-0,0176464 (0,5850)	-0,0448932** (0,0450)	متغيرة دالة عن سنة 2011
-0,00919508 (0,6869)	-0,0288209 (0,1468)	-0,00996648 (0,6801)	-0,0317584 (0,1374)	متغيرة دالة عن سنة 2012
-0,0326420 (0,2506)	-0,0559694 (0,1726)	-0,0332178 (0,2696)	-0,0603207 (0,1686)	متغيرة دالة عن سنة 2013
0,0250620 (0,1022)	-0,0319657 (0,3830)	-0,0258927 (0,1116)	-0,0368750 (0,3474)	متغيرة دالة عن سنة 2014
0,193300	0,031793	0,192399	0,026844	R ²
250	250	250	250	عدد المشاهدات

(): الإحتمال الحرج؛ * تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95%؛ ** تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%؛

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج GRETL V.3.

من خلال الجدول رقم (5-16) و انطلاقا من تقدير نموذج المعادلتين الهيكليتين باستخدام طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS، خلصت الدراسة إلى تأثير إيجابي للمردودية المالية (عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95%) على التغيير في الديون الأخرى وتأثير سلبي لسنة 2011 على هذا التمويل (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%)، حيث بلغ معامل التحديد R^2 ما مقداره 2,6844%.

أما بقية المتغيرات المتمثلة في : التغيير في ديون الموردين، التغيير السابق للديون الأخرى، عجز التمويل الداخلي السابق، مخاطر عدم السداد، الوفر الضريبي من غير الديون، الحجم، النمو، عمر المؤسسة، ملكية المسير، المتغيرات النوعية الدالة عن الشكل القانوني و قطاعات النشاط و التأثير الزمني لبقية السنوات فلم تظهر دلالتها الإحصائية.

وفيما يتعلق بقرار اللجوء إلى ديون الموردين، فقد كشفت النتائج دلالة متغيرة واحدة متمثلة في قطاع الصناعة الكيماوية والبلاستيك ICHIP (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%) حيث كانت إشارة معاملها موجبة، حيث بلغ معامل التحديد R^2 19,2399%.

في حين لم تُظهر النتائج دلالة باقي المتغيرات المتمثلة في : التغيير في الديون الأخرى، عجز التمويل الداخلي الحالي، المردودية المالية، معدل الضريبة الفعلي، الوفر الضريبي من غير الديون، الحجم، النمو، عمر المؤسسة، ملكية المسير، ومتغيرات الشكل القانوني SARL، SNC و EURL، باقي قطاعات النشاط و التأثير الزمني لسنوات 2011 و 2012 و 2013 و 2014.

الفرع الثاني : اختبار Breusch-Pagan لتجانس التباين

يتضح من خلال الملحق رقم (8) أن القيمة الإحصائية لإختبار Breusch-Pagan الذي يكشف عن مدى وجود تجانس تباين الأخطاء في نموذج المعادلتين و المساوية ل $PV = 0,0000$ كانت تقل عن نسبة المعنوية 5% وبالتالي نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية H_1 ، و عليه يوجد إختلاف في تباين الأخطاء في طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين MC2 hétéroscédastique.

لذا قمنا بتقدير المعادلتين بطريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل 3SLS، وهو ما يوضحه الجدول رقم (5-16)، حيث أظهرت النتائج دلالة نفس المتغيرات السابقة في معادلة التغيير في الديون الأخرى مع تحسن في دلالة المردودية المالية، حيث بقي تأثيرها إيجابي على هذا التمويل لكن عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن

99%. كما أظهرت نتائج التقدير بطريقة 3SLS، التأثير السلبي لسنة 2011 (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%) على التغير في الديون الأخرى، حيث بلغ معامل التحديد R^2 ما مقداره 3,1793%.

أما بقية المتغيرات المتمثلة في: التغير في ديون الموردين، التغير السابق في الديون الأخرى، عجز التمويل الداخلي السابق، مخاطر عدم السداد، الوفر الضريبي من غير الديون، الحجم، النمو، عمر المؤسسة، ملكية المسير، متغيرات الشكل القانوني SARL و SNC و EURL، قطاعات النشاط والتأثير الزمني لبقية السنوات، فلم تكن لها دلالة إحصائية.

و فيما يتعلق بالمعادلة الهيكلية الثانية الخاصة بالتغير في ديون الموردين، فقد أسفرت النتائج عن وجود دلالة إحصائية لكل من متغيرة ملكية المسير وقطاع التجارة COM و قطاع البناء و الأشغال العمومية TPB (عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95%) و الصناعة الكيماوية و البلاستيك ICHIP (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%)، حيث كانت إشارة معاملات هذه المتغيرات موجبة، و بلغ معامل التحديد R^2 19,33%.

أما بقية المتغيرات المتمثلة في : التغير في الديون الأخرى، عجز التمويل الداخلي الحالي¹، المردودية المالية، معدل الضريبة الفعلي، الوفر الضريبي من غير الديون، الحجم، النمو، عمر المؤسسة، متغيرات الشكل القانوني لشركات SARL و SNC و EURL، قطاع صناعة الآلات الثقيلة IMACH، الصناعة الغذائية IAGRO، الصناعة النسيجية ITEX، صناعة الورق IPAP، خدمات الصيانة SERVVM، قطاع النقل TRANS، الصحة SANT والتأثير الزمني لسنوات 2011 و 2012 و 2013 و 2014، فلم تظهر دلالتها الإحصائية.

الفرع الثالث : اختبار Sargan-Hansen

و فيما يتعلق بجودة المتغيرات المساعدة Instruments²، كشفت النتائج أن هذه المتغيرات جيدة وغير مرتبطة بالخطأ العشوائي، لأن القيمة الإحصائية لإحصائية Sargan-Hansen المساوية ل 0,4916 تفوق نسبة المعنوية 5% وبالتالي نقبل فرضية العدم H_0 و النموذج زائد التعريف.

¹ - ادراج متغيرة عجز التمويل الداخلي الحالي DEFTA كمتغير خارجي غير مرر بأسباب نظرية، بل تم ادراجها لمواجهة مشكل التمييز.

² - أنظر الملحق رقم 08.

المطلب الخامس : نتائج تقدير النموذج المفسر لعلاقة الديون الأخرى بالديون المالية طويلة الأجل

قبل التطرق إلى العلاقة بين الديون الأخرى و الديون المالية طويلة الأجل نقوم بدراسة شروط التمييز للمعادلتين التاليتين :

$$S9 \left\{ \begin{array}{l} \Delta AUDTA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta DLTA_{it} + \alpha_2 \Delta EFTA_{it-1} + \alpha_3 RF_{it} + \alpha_4 Taille_{it} + \alpha_5 TCA_{it} \\ + \alpha_6 LnAge_{it} + \alpha_7 Détection_{it} + \alpha_8 SARL_{it} + \alpha_9 SNC_{it} + \alpha_{10} EURL_{it} + \alpha_{11} COM_{it} \\ + \alpha_{12} ICHIP_{it} + \alpha_{13} IMACH_{it} + \alpha_{14} TPB_{it} + \alpha_{15} IAGRO_{it} + \alpha_{16} ITEX_{it} + \alpha_{17} IPAP_{it} \\ + \alpha_{18} SERVM_{it} + \alpha_{19} TRANS_{it} + \alpha_{20} SANT_{it} + \alpha_{21} AN2011 + \alpha_{22} AN2012 \\ + \alpha_{23} AN2013 + \alpha_{24} AN2014 + \varepsilon_{1,it} \dots (5-17) \\ \\ \Delta DLTA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta AUDTA_{it} + \beta_2 \Delta EFTA_{it} + \beta_3 RF_{it} + \beta_4 Dris_{it} + \beta_5 ETR_{it} + \beta_6 GAR_{it} \\ + \beta_7 DAMTA_{it} + \beta_8 Taille_{it} + \beta_9 TCA_{it} + \beta_{10} LnAge_{it} + \beta_{11} Détection_{it} \\ + \beta_{12} SARL_{it} + \beta_{13} SNC_{it} + \beta_{14} EURL_{it} + \beta_{15} COM_{it} + \beta_{16} ICHIP_{it} + \beta_{17} IMACH_{it} \\ + \beta_{18} TPB_{it} + \beta_{19} IAGRO_{it} + \beta_{20} ITEX_{it} + \beta_{21} IPAP_{it} + \beta_{22} SERVM_{it} + \beta_{23} TRANS_{it} \\ + \beta_{24} SANT_{it} + \beta_{25} AN2011 + \beta_{26} AN2012 + \beta_{27} AN2013 + \beta_{28} AN2014 \\ + \varepsilon_{2,it} \dots (5-18) \end{array} \right.$$

الفرع الأول : دراسة شروط التمييز

والجدول التالي يلخص نتائج هذه الدراسة :

الجدول رقم (5-17): نتائج اختبار شروط التمييز لنظام المعادلتين الآتيتين (5-17) و (5-18)

النتيجة	m-1	m - m' + k - k'	k'	m'	رقم المعادلة في النظام
المعادلة زائدة التعريف	1	5	24	2	(5-17)
المعادلة مُعرفة تماماً	1	1	28	2	(5-18)

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج GRETL V.3.

نلاحظ من المعادلتين رقم (5-17) و(5-18) أن النظام يضم متغيرين داخليين أي $m=2$ وتسعة وعشرون متغير خارجي (إجمالي) $k=29$ ومن خلال الجدول رقم (5-17) يتبين أن المعادلة رقم (5-17) في النظام التاسع زائدة التعريف، والمعادلة رقم (5-18) مُعرفة تماماً، وعليه يمكن تطبيق طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS، وهو ما يوضحه الجدول التالي :

جدول رقم (5-18) : نتائج تقدير النموذج S_0 حسب طريقتي 2SLS و 3SLS

طريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل 3SLS		طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS		المتغيرات
DeltaDLTA	DeltaAUDTA	DeltaDLTA	DeltaAUDTA	
0,171754 (0,6906)	0,142258 (0,3227)	0,222968 (0,6356)	0,142258 (0,3482)	الحد الثابت cons
-	-0,0195613 (0,8954)	-	-0,0195613 (0,9007)	DeltaDLTA
-1,82632 (0,3214)	-	-1,81710 (0,3598)	-	DeltaAUDTA
0,285947** (0,0414)	-	0,211926 (0,1858)	-	DEFTA
-	0,0543100 (0,2586)	-	0,0543100 (0,2838)	DEFTA ₁
0,0891773 (0,2961)	0,0375070*** (0,0075)	0,101045 (0,2699)	0,0375070** (0,0111)	RF
0,359885 (0,1228)	-	0,378848 (0,3155)	-	DRIS
0,0156133 (0,8775)	-	0,108159 (0,3932)	-	ETR
0,0272748 (0,6086)	-	0,0765689 (0,2447)	-	GAR
0,00980474 (0,9631)	-	-0,178998 (0,5069)	-	DAMTA
-0,00523760 (0,8459)	-0,00822842 (0,3149)	-0,0105528 (0,7200)	-0,00822842 (0,3404)	Taille
0,0255673 (0,3888)	0,00816693 (0,4603)	0,0261984 (0,4091)	0,00816693 (0,4836)	TCA
-0,0165643 (0,5348)	0,00689851 (0,4051)	-0,0113561 (0,6931)	0,00689851 (0,4297)	LNAge
-0,0412451 (0,1605)	-0,000197206 (0,9881)	-0,0443682 (0,1570)	-0,000197206 (0,9887)	Détention
-0,0308437 (0,6531)	-0,0109380 (0,7116)	-0,0219202 (0,7673)	-0,0109380 (0,7258)	SARL
-0,0115877 (0,8982)	0,00622596 (0,8579)	0,00573315 (0,9534)	0,00622596 (0,8651)	SNC
-0,0248313 (0,7361)	-0,0130425 (0,6808)	-0,0144851 (0,8559)	-0,0130425 (0,6964)	EURL
0,0479377 (0,4503)	0,0259301 (0,1962)	0,0420086 (0,5371)	0,0259301 (0,2202)	COM
0,0220338 (0,7015)	0,0255969 (0,1802)	0,00962491 (0,8773)	0,0255969 (0,2036)	ICHIP
0,0405564 (0,4110)	0,0211559 (0,2602)	0,0221946 (0,6795)	0,0211559 (0,2855)	IMACH
-0,0135762 (0,7852)	0,00647957 (0,7511)	-0,0140090 (0,7937)	0,00647957 (0,7635)	TPB
-0,00851277 (0,8857)	0,0125158 (0,5731)	-0,00484380 (0,9393)	0,0125158 (0,5930)	IAGRO
0,0413501 (0,3790)	0,0134639 (0,5037)	0,0258416 (0,6132)	0,0134639 (0,5258)	ITEX
-0,0804025 (0,4583)	-0,0381891 (0,1734)	-0,0947622 (0,4210)	-0,0381891 (0,1965)	IPAP
0,0488617 (0,5872)	0,0328684 (0,1146)	0,0577579 (0,5487)	0,0328684 (0,1344)	SERVM
0,0302087 (0,6357)	0,00592428 (0,8151)	0,0416126 (0,5607)	0,00592428 (0,8244)	TRANS
-0,0130068 (0,8657)	-0,0121705 (0,6926)	-0,0106826 (0,9056)	-0,0121705 (0,7076)	SANT
-0,0430252 (0,5129)	-0,0321150*** (0,0028)	-0,0454017 (0,5225)	-0,0321150*** (0,0045)	متغيرة دالة عن سنة 2011
-0,0188572 (0,7033)	-0,0218873** (0,0444)	-0,0226742 (0,6734)	-0,0218873* (0,0565)	متغيرة دالة عن سنة 2012
-0,0273757 (0,6543)	-0,0284129** (0,0103)	-0,0292667 (0,6580)	-0,0284129** (0,0150)	متغيرة دالة عن سنة 2013
0,0148666 (0,6526)	-0,00870302 (0,4571)	0,0113019 (0,7506)	-0,00870302 (0,4805)	متغيرة دالة عن سنة 2014
0,011934	0,165985	0,012363	0,165985	R ²
250	250	250	250	عدد المشاهدات

() : الإحتمال الحرج؛ * تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 90% ويقبل عن 95%؛ ** تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة

يزيد عن 95% ويقبل عن 99%؛ *** تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى ثقة يزيد عن 99%.

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج GRETL V.3.

من خلال الجدول رقم (5-18) و انطلاقا من تقدير نموذج المعادلتين الهيكليتين باستخدام طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين 2SLS، خلصت الدراسة إلى تأثير إيجابي للمردودية المالية (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%) وتأثير سلبي لسنة 2011 (عند مستوى ثقة يزيد عن 99%) و لسنة 2012 (عند مستوى ثقة يزيد عن 90% ويقل عن 95%) و لسنة 2013 (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%) على التغير في الديون الأخرى، حيث بلغ معامل التحديد R^2 ما مقداره 16,5985%.

أما بقية المتغيرات المتمثلة في : التغير في الديون المالية طويلة الأجل، عجز التمويل الداخلي السابق، الحجم، النمو، عمر المؤسسة، ملكية المسير، المتغيرات النوعية الدالة عن الشكل القانوني SARL، SNC و EURL، وكل قطاعات النشاط و التأثير الزمني للسنة 2014 فلم تظهر دلالتها الإحصائية.

و فيما يتعلق بالمعادلة الهيكلية الخاصة بالتغير في الديون المالية طويلة الأجل، فلم تُظهر النتائج دلالة أي متغير فيها حسب طريقة 2SLS، حيث بلغ معامل التحديد R^2 1,2363%.

الفرع الثاني : اختبار Breusch-Pagan لتجانس التباين

يتضح من خلال الملحق رقم (9) أن القيمة الإحصائية لإختبار Breusch-Pagan الذي يكشف عن مدى وجود تجانس تباين الأخطاء في نموذج المعادلتين و المساوية ل $PV = 0,0000$ كانت تقل عن نسبة المعنوية 5% وبالتالي نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية H_1 ، و عليه يوجد إختلاف في تباين الأخطاء في طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين MC2 hétéroscédastique.

لذا قمنا بتقدير المعادلتين بطريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل 3SLS، وهو ما يوضحه الجدول رقم (5-18)، حيث كشفت النتائج عن تأثير إيجابي للمردودية المالية (عند مستوى ثقة يزيد عن 99%) و تأثير سلبي لسنة 2011 (عند مستوى ثقة يزيد عن 99%) و لسنتي 2012 و 2013 (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%) على التغير في الديون الأخرى، حيث بلغ معامل التحديد R^2 16,5985%.

أما بقية المتغيرات المتمثلة في التغير في الديون المالية طويلة الأجل، عجز التمويل الداخلي السابق، الحجم، النمو، عمر المؤسسة، ملكية المسير، متغيرات الشكل القانوني SARL، SNC و EURL، وكل قطاعات النشاط والتأثير الزمني لسنة 2014، فلم تكن لها دلالة إحصائية.

و فيما يتعلق بالمعادلة الهيكلية الخاصة بالتغير في الديون المالية طويلة الأجل أسفرت النتائج عن وجود متغيرة واحدة ذات دلالة تتمثل في عجز التمويل الداخلي الحالي (عند مستوى ثقة يزيد عن 95% ويقل عن 99%)، حيث كانت إشارة معاملها موجبة، حيث بلغ معامل التحديد $R^2 = 1,1934\%$.

في حين لم تظهر النتائج دلالة بقية المتغيرات المتمثلة في: التغير في الديون الأخرى، المردودية المالية، مخاطر عدم السداد، معدل الضريبة الفعلي، الضمانات، الوفر الضريبي من غير الديون، الحجم، النمو، عمر المؤسسة، ملكية المسير، متغيرات الشكل القانوني SARL و SNC و EURL، وكل قطاعات النشاط و التأثير الزمني لسنوات 2011 و 2012 و 2013 و 2014.

الفرع الثالث : اختبار Sargan-Hansen

و فيما يتعلق بجودة المتغيرات المساعدة Instruments¹، كشفت النتائج أن هذه المتغيرات جيدة وغير مرتبطة بالخطأ العشوائي، لأن القيمة الإحصائية لإحصائية Sargan-Hansen المساوية ل 0,1902 تفوق نسبة المعنوية 5% وبالتالي نقبل فرضية العدم H_0 و النموذج زائد التعريف.

المبحث الثالث : تحليل نتائج الدراسة و مناقشتها

سنقوم بتحليل وتفسير النتائج بناء على المتغيرات التي كشف عنها تقدير أنظمة المعادلات الآنية و ذلك في ظل النظريات المفسرة لقرارات التمويل ونتائج الدراسات الميدانية ومميزات القطاع الخاص بولاية غرداية.

المطلب الأول : تحليل نتائج تقدير النماذج المفسرة لعلاقة الرفع في رأس المال بمختلف الديون

سننظر في هذا المطلب إلى نتائج تقدير نماذج المعادلات الآنية المفسرة لعلاقة الرفع في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات بمختلف الديون والمتمثلة في الديون المالية قصيرة الأجل، الديون الأخرى و الديون المالية طويلة الأجل و ديون الموردين.

الفرع الأول: تحليل نتائج تقدير النموذج المفسر لعلاقة الرفع في رأس المال بالديون المالية قصيرة الأجل

أظهرت نتائج تقدير النموذج S_1 تأثير سلبي لعجز التمويل الداخلي السابق على التغير في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات وتأثير إيجابي لهذه المتغيرة على التغير في الديون المالية قصيرة الأجل، و التي تفسر بالإحتياج للتمويل الخارجي الناتج عن الفرق بين فرص الاستثمار ذات المردودية و قدرات التمويل الداخلي، فارتفاع عجز

¹ - أنظر الملحق رقم 09.

التمويل الداخلي السابق بوحدة واحدة في مؤسسات القطاع الخاص العاملة بولاية غرداية يؤدي إلى زيادة الإعتماد على الديون المالية قصيرة الأجل بـ 0,900592، أما في حالة انخفاض عجز التمويل الداخلي السابق بوحدة واحدة، يتم الرفع في رأس المال نقداً و بضم الإحتياجات من قبل العائلة بـ 0,342535 لكون معظم المؤسسات الخاصة بولاية غرداية تأخذ في الغالب شكل مؤسسات عائلية و ذلك لتجنب ضياع السيطرة العائلية، فإذا كان ذلك غير ممكن يتم استخدام الدين.

و هذا ما تؤكد دلالته متغيرة التغيير في رأس المال نقداً و بضم الإحتياجات في المعادلة الثانية ضمن نظام المعادلتين الآتيتين الأول S_1 التي تحاول تفسير التغيير في الديون المالية قصيرة الأجل، حيث يتضح وجود ارتباط إيجابي ذو دلالة بين التغيير في رأس مال نقداً وبضم الإحتياجات و التغيير في الديون المالية قصيرة الأجل، و بالتالي يبدو هذين القرارين التمويلين يُتخذان معاً، و بالتالي فهما مُكملان لبعضهما و ليسا بديلين، فمسيرو هذه المؤسسات لا يختارون أحد هذين القرارين لتغطية الإحتياجات المالية، و عليه استخدام الرفع في رأس مال نقداً وبضم الإحتياجات يُعد تمويل مطلوب مسبقاً للجوء إلى الديون المالية قصيرة الأجل، أي تستخدم المؤسسات محل الدراسة الرفع في رأس مال نقداً و بضم الإحتياجات ثم الديون المالية قصيرة الأجل. باعتبار هذا الرفع في رأس مالها يكون في صالح المساهمين الموجودين أو الحاليين - المالكين لخصص سابقة في المؤسسة - و لا يؤدي إلى مشاكل عدم التماثل في المعلومات و الإختيار المعاكس و ضياع السيطرة، و يعتبر BELLETTRE أن هذا التمويل له عدة نقاط مماثلة للتمويل الذاتي لكونه يتحقق من خلال تحويل الذمة المالية الشخصية إلى الذمة المالية المهنية للمالك-المسير¹ و عليه يكون محدود بشرة المساهمين الخاصة، و عندما تُستنفذ يتم اللجوء إلى الديون المالية قصيرة الأجل لتغطية العجز في التمويل الداخلي.

كشفت النتائج تأثير سلبي للمردودية المالية على التغيير في رأس المال نقداً و بضم الإحتياجات، و تأثير إيجابي لهذه المتغيرة على التغيير في الديون المالية قصيرة الأجل، فالزيادة في المردودية المالية بوحدة واحدة تؤدي إلى رفع الديون المالية قصيرة الأجل بـ 0,339842 وخفض اللجوء إلى الرفع في رأس المال نقداً وبضم الإحتياجات بـ 0,125786 و يمكن تفسير ذلك بالاستناد إلى تقنية الرافعة المالية، لكون المؤسسات محل الدراسة التي اعتمدت على الديون المالية قصيرة الأجل كان أثر الرافعة المالية بها إيجابياً، وكذلك باعتبار المردودية تعد إشارة جيدة تعبر عن الموثوقية (المصدقية) المالية *fiabilité financière* و تزيد من منح الإعتمادات البنكية، و هذا ما يتعارض مع نتائج دراسة Asma TRABELSI التي توصلت إلى وجود علاقة تأثير سلبي بين المردودية المالية و الدين² وهو عكس ما توقعته³. أما عند انخفاض المردودية المالية، فيؤدي بالمؤسسات محل الدراسة إلى قيامها بالرفع في

¹ - BELLETTRE, Op.Cit., P.179.

² - Asma TRABELSI, Op.Cit., P.161.

³ - أنظر :

رأس مالها نقدا وبضم الإحتياطات، كون الاعتماد على هذا الأخير من شأنه أن يساهم في تحسين صورة المؤسسة أمام المساهمين و الدائنين.

أما عن متغيرة النمو، فقد أسفرت النتائج تأثيرها السلبي على التغير في الديون المالية قصيرة الأجل والإيجابي على التغير في رأس المال نقدا و بضم الإحتياطات، فكلما زاد معدل النمو في رقم أعمال المؤسسات الخاصة بولاية غرداية بوحدة واحدة ارتفع التغير في رأس المال نقدا وبضم الإحتياطات بـ 0,0418986. وانخفاض معدل نمو رقم أعمالها بوحدة واحدة يزيد من الديون المالية قصيرة الأجل بـ 0,116622، و هذا ما يتفق مع نتائج دراسة Philippe Gaud et Elion Jani سنة 2002¹، ودراسة Rajan et Zingale سنة 1995 التي تُرجع العلاقة السالبة بين النمو والاستدانة إلى اعتماد المؤسسات على أموالها الخاصة². كما يمكن تفسير التأثير السلبي للنمو على التغير في الديون المالية قصيرة الأجل بلجوء المؤسسات محل الدراسة إلى السحب على المكشوف أو الإعتمادات البنكية الجارية قصد تمويل العجز في الخزينة الناتج عن تراجع إيرادات الاستغلال و ذلك بسبب انخفاض معدل النمو في رقم أعمالها، و هذا ما يتفق مع دراسة تبر زغود³ سنة 2009.

وعليه يكون تمويل دورة الإستغلال للمؤسسات الخاصة -التي تأخذ شكل المؤسسات العائلية- بالرفع في رأس المال نقدا و بضم الإحتياطات أولاً و عندما يكون ذلك غير ممكن تلجأ إلى الديون المالية قصيرة الأجل.

و فيما يخص التأثير السلبي للشكل القانوني لشركات التضامن SNC على التغير في الديون المالية قصيرة الأجل، فيعود إلى أن أغلب هذه الشركات لا تلجأ إلى الديون المالية قصيرة الأجل و إن اعتمدت على هذا المصدر فيكون بنسب ضئيلة بـ 3% أو 4% في هذه الشركات. و يمكن تفسير التأثير الإيجابي للشكل القانوني لشركات التضامن SNC و للشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL على الرفع في رأس مال نقداً و بضم الإحتياطات، بأن هذه الشركات تعتمد على التمويل بهذا المصدر كون أغلبها مؤسسات عائلية تسعى للحفاظ على سيطرتها.

الفرع الثاني : تحليل نتائج تقدير النموذج المفسر لعلاقة الرفع في رأس المال بالديون الأخرى

أظهرت نتائج تقدير النموذج S₂ تأثير سلبي للتغير السابق في رأس المال نقداً وبضم الإحتياطات على التغير الحالي في رأس المال نقدا وبضم الإحتياطات ويمكن تفسير ذلك بأن الرفع في رأس المال نقدا وبضم الإحتياطات

- Ibid., P.135 (بتصرف).

¹ -Philippe Gaud et Elion Jani, Op.cit, P. 30.

² - Rajan, Raghuram.G, Luigi Zingales, Op.cit, P.1455-1456.

³ - تبر زغود، مرجع سبق ذكره، ص 176-177.

في السنة السابقة بوحدة واحدة يؤدي إلى تخفيض اللجوء إلى هذا المصدر في السنة الحالية بـ 0,235808، وذلك لتفضيل المساهمين- المسيرين بالمؤسسات محل الدراسة اقراض شركاتهم أو عدم تقاضيهم لتوزيعات الأرباح واحتجازها ضمن الحسابات الجارية للشركاء عندما تكون المردودية المالية عالية بسبب ارتفاع النتيجة الصافية، وهذا ما تؤكد دلالة هذه المتغيرة الأخيرة في المعادلة الثانية من النظام الثاني S_2 و الخاصة بالتغير في الديون الأخرى، بحيث كلما زادت المردودية المالية بوحدة واحدة زاد اللجوء إلى الديون الأخرى بـ 0,0381003، إذ تضم هذه الديون الأخرى كلا من الحسابات الجارية للشركاء و القروض الأخرى و التي قد يكون مصدرها العائلة أو الأصدقاء أو المقرضين غير الرسميين.

و يمكن تفسير ذلك بوجود فرص مربحة بهذه المؤسسات، يتطلع لها أصحاب هذه الأموال باعتبارهم مستثمرون في المؤسسات العائلية و يهدفون للحفاظ على الاستقلالية و السيطرة العائلية و نظرا لكون هذه المبالغ ناتجة سواء من الأرباح التي لم يسحبها الشركاء أو اقراضاتهم لمؤسساتهم، الأمر الذي يدل على أن هذه المؤسسات قادرة على تحقيق الأرباح و دفع التزاماتها وفوائد ديونها مما يزيد من درجة أمان¹ هؤلاء المستثمرين سواء كانوا شركاء أو مقرضين آخرين².

كما تعد الأرباح المحدد للتوزيعات الجزئية أو الكلية غير المسحوبة و التي تشكل شقا من المبالغ الموضوعة تحت تصرف المؤسسة في شكل الحسابات الجارية للشركاء، فارتفاع المردودية المالية ناتج عن ارتفاع النتيجة الصافية، فكلما ارتفع المعدل الذي تأمنه المؤسسة لمساهميها كلما زادت المبالغ الموضوعة تحت تصرف المؤسسة من قبل الشركاء أو المقرضين الآخرين لاستثمار ثروتهم الشخصية و بالتالي التمويل بالديون الأخرى.

و حسب رأي BELLETTRE فإن العديد من المؤسسات المصغرة يستخدم فيها المسيرين المساهمون الحسابات الجارية للشركاء لجلب أموال إضافية للمؤسسة و تجنب القيود المرتبطة بالقيام بالرفع في رأس المال بعد تخفيض محتمل لرأس المال³.

كشفت النتائج تأثير سلبي لعجز التمويل الداخلي السابق على التغير في رأس المال نقدا وبضم الإحتياطات، و هذا ما يُفسّر بالاحتياج للتمويل الخارجي الناتج عن الفرق بين فرص الاستثمار ذات المردودية وقدرات التمويل الداخلي، فارتفاع عجز التمويل الداخلي السابق بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض اللجوء إلى الرفع في رأس المال

¹ - شحادة عبد الناصر، الأهمية النسبية للنسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية في تقييم السيولة و جودة الأرباح و ذلك من وجهة نظر محلي الإئتمان في البنوك الأردنية ومحلي الأوراق المالية في بورصة عمان، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن، 2008، ص 17 (بتصرف).

² - و حسب رأي BELLETTRE يمكن لمسير المؤسسة العائلية أن يقرر عدم مكافأة الحسابات الجارية للشركاء، كما يمكنه تحديد معدل فائدة للحسابات الجارية للشركاء و تكون الفوائد قابلة للخصم من النتيجة الخاضعة كما في الاقتراض لكن ذلك في حدود جباية تتمثل في :

- أن يقل معدل الفائدة عن المعدل الفعلي المتوسط المطبق في مؤسسات الإئتمان؛

- أن تقل عن حصة الحسابات الجارية للشركاء عن 1,5 مرة من رأس المال المحرر؛

و عموما القوانين الأساسية هي التي يمكن أن تُقدّر الأحكام و التدابير الخاصة بمعدل المكافأة، حدود المبلغ، أجل الإشعار، التجميد المؤقت للحسابات. أنظر :

-BELLETTRE, Op.cit, P. 177.

³ - Ibid., P.178.

نقدا وبضم الإحتياطيات من خلال المساهمين الحاليين بـ 0,2986، و ذلك لكون اللجوء إلى هذا التمويل محدود بشرة المساهمين الخاصة.

كما أسفرت النتائج عن عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لعجز التمويل الداخلي على اللجوء إلى الديون الأخرى وهذا ما يتعارض مع دراسة BELLETTE، و عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في رأس المال نقدا وبضم الإحتياطيات و التغير في الديون الأخرى

و فيما يخص التأثير الإيجابي للشكل القانوني لشركات التضامن SNC على الرفع في رأس المال نقدا وبضم الإحتياطيات، فيمكن تفسيره بأن هذه الشركات تعتمد على هذا التمويل باعتبارها مؤسسات عائلية تمتد ذمتها المالية إلى الذمة الشخصية لمساهميها بما يسمح لها بالحفاظ على سيطرتها العائلية.

و يمكن تفسير التأثير الإيجابي قطاع خدمات الصيانة SERVIM على التغير في الديون الأخرى، بكون المؤسسات المنتمية لهذا القطاع تعتمد على هذا المصدر التمويلي الذي يضم الحسابات الجارية للشركاء أو إقراضهم أو إقراضات العائلة أو الأصدقاء نظراً لما يوفره هذا المصدر من غياب عدم التماثل في المعلومات و ضمان الاستقلالية المالية للشركة.

الفرع الثالث: تحليل نتائج تقدير النموذج المفسر لعلاقة الرفع في رأس المال بالديون المالية طويلة الأجل

أظهرت نتائج تقدير النموذج S_3 تأثير سلبى لعجز التمويل الداخلي السابق على التغير في رأس المال نقدا وبضم الإحتياطيات وتأثير إيجابي لعجز التمويل الداخلي الحالي على التغير في الديون المالية طويلة الأجل، حيث يُفسر عجز التمويل الداخلي بالاحتياج للتمويل الخارجي الناتج عن الفرق بين فرص الاستثمار ذات المردودية وقدرات التمويل الداخلي، فارتفاع عجز التمويل الداخلي الحالي بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة الإعتماد على الديون المالية طويلة الأجل بـ 0,277886، أما عندما تكون المؤسسات الخاصة في حالة انخفاض في عجز التمويل الداخلي السابق، يتم تفضيل الرفع في رأس المال نقدا و بضم الإحتياطيات من قبل العائلة، لكون معظم المؤسسات الخاصة بولاية غرداية تأخذ في الغالب شكل المؤسسات العائلية و ذلك لتجنب ضياع السيطرة العائلية، فإذا كان غير ذلك ممكن يتم استخدام الدين المالي طويل الأجل.

و هذا ما تؤكد دلالة متغيرة التغير في رأس المال نقداً و بضم الإحتياطيات في المعادلة الثانية من نظام المعادلتين الآتيتين S_3 التي تحاول تفسير التغير في الديون المالية طويلة الأجل، حيث يتضح وجود ارتباط إيجابي ذو دلالة بين التغير في رأس مال نقدا وبضم الإحتياطيات و التغير في الديون المالية طويلة الأجل، و بالتالي يبدو هذين القرارين التمويلين يُتخذان معاً، و عليه فهما مُكملان لبعضهما و ليسا بديلين، فمسيرو هذه المؤسسات لا يختارون أحد هذين القرارين لتغطية الإحتياجات المالية.

و بالتالي استخدام الرفع في رأس مال نقدا وبضم الاحتياطات يُعد تمويل مطلوب مُسبقا للجوء إلى الديون المالية طويلة الأجل، أي تستخدم المؤسسات محل الدراسة الرفع في رأس مال نقدا و بضم الاحتياطات ثم الديون المالية طويلة الأجل، باعتبار هذا الرفع في رأس المال يكون في صالح المساهمين الموجودين أو الحاليين - المالكين لخصص سابقة في المؤسسة- و لا يؤدي إلى مشاكل عدم التماثل في المعلومات و الاختيار المعاكس و ضياع السيطرة، و يعتبر BELLETTRE أن هذا التمويل له عدة نقاط ماثلة للتمويل الذاتي لكونه يتحقق من خلال تحويل الذمة المالية الشخصية إلى الذمة المالية المهنية للمالك-المسير¹. وعليه يكون محدود بثروة المساهمين الخاصة، و عندما تُستنفذ يتم اللجوء إلى الديون المالية طويلة الأجل لتغطية العجز في التمويل الداخلي. لكون رسملة المؤسسة بقدر ما تكون كبيرة بقدر ما ترتفع حظوظها في جلب مصادر تمويل خارجية بنكية²، و هذا ما يتفق مع رأي الباحث العايب ياسين سنة 2010-2011 الذي يؤكّد رغبة ادارة المؤسسة في الحفاظ على درجة معينة من الاستقلالية وعدم دلالة الضمانات لكونها غير كافية لتغطية المخاطر محتملة الحدوث نتيجة استخدام الأموال المقترضة.

كشفت النتائج تأثير سلبي للمردودية المالية على التغير في رأس المال نقداً و بضم الإحتياطات، و تأثير إيجابي لهذه المتغيرة على التغير في الديون المالية طويلة الأجل، فالزيادة في المردودية المالية بوحدة واحدة تؤدي إلى رفع الديون المالية طويلة الأجل بـ 0,0613165 وخفض اللجوء إلى الرفع في رأس المال نقدا وبضم الاحتياطات بـ 0,0953261 ويمكن تفسير ذلك بوجود فرص استثمارية واعدة جعلت البنوك تمنح قروضا للمؤسسات بعد دراسة العملية الاستثمارية الممولة بالقروض وهذا ما يتفق مع دراسة مليكة زغيب وآخرون سنة 2009³، و بالتالي ارتباط التمويل عن طريق الديون المالية طويلة الأجل بالاستثمار و ذلك احتراماً لقاعدة التوازن المالي الأدنى، والتي تُوجب تمويل احتياجات الاستثمار بالإستدانة طويلة و متوسطة الأجل.

أما عن متغيرة النمو، فقد أسفرت النتائج عن تأثيرها فقط على التغير في رأس المال نقدا وبضم الإحتياطات، بحيث كان إيجابياً، فكلما زاد معدل النمو في رقم أعمال المؤسسات الخاصة بولاية غرداية بوحدة واحدة ارتفع التغير في رأس المال نقدا وبضم الاحتياطات بـ 0,0354463، و يُفسّر ذلك باعتماد المؤسسات محل الدراسة على الرفع في رأس مالها نقدا وبضم الإحتياطات من قبل العائلة للحفاظ على سيطرتها العائلية و منها شركات التضامن SNC.

¹ - BELLETTRE, Op.Cit., P. 179.

² - و تجارة أيضا بحيث تنتج هذه الرسملة عن رفع رأس مال المؤسسة بدخول مساهمين جدد أو إعادة استثمار الأرباح المحققة، أنظر : - عبد الوهاب دادن، الجدول القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص 324

³ - مليكة زغيب، نعيمة غلاب، قمرى زينة، دراسة السلوك المالي في المؤسسات الصناعية الجزائرية دراسة حالة، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر العلمي الثالث حول إدارة الأعمال : التحديات العالمية المعاصرة، كلية الاقتصاد و العلوم الإدارية، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، الأردن، أيام 27-29 أبريل 2009، ص 24 (بتصرف).

كما أسفرت النتائج عن التأثير السلبي لعمر المؤسسات الخاصة بولاية غرداية على التغير في الديون المالية طويلة الأجل، فالمؤسسات حديثة النشأة تكون أكثر لجوءاً للديون المالية طويلة الأجل و ذلك بسبب ضعف مواردها الذاتية عند الانطلاق وهذا حسب نظرية التمويل الرتي POT وهو ما يتفق مع دراسة NAJET BOUSSAA سنة 1998 و Francisco Sogorb-Mira, José López-Gracia سنة 2003، ويتعارض مع دراسة Faris AL- Shubiri سنة 2010، و تبر زغود سنة 2009¹.

وأظهرت النتائج تأثير سلبي ملكية مسيري المؤسسات الخاصة بولاية غرداية على التغير في الديون المالية طويلة الأجل و يمكن تفسير ذلك أن المسير - المساهم في هذه المؤسسات يكون أقل تفضيلاً للجوء إلى الديون المالية طويلة الأجل و ذلك للحفاظ على الاستقلالية المالية لمؤسسته، نظراً لما يطلبه البنك من السماح بالرقابة شبه الدائمة للمؤسسة على المدى الطويل في إطار العلاقة الخاصة التي تربط مسير المؤسسات محل الدراسة بالبنكي وهذا ما تؤيده دراسة BELLETTRE².

كما كشفت النتائج التأثير السلبي لسنة 2013 على الرفع في رأس المال نقدا و بضم الإحتياطات و التأثير الإيجابي لهذه السنة ولسنة 2014 على التغير في الديون المالية طويلة الأجل، حيث عرفت المؤسسات خلال تلك السنتين أحداث أليمة مست القطاع الخاص بولاية غرداية.

الفرع الرابع: تحليل نتائج تقدير النموذج المفسر لعلاقة الرفع في رأس المال بديون الموردين

أظهرت نتائج تقدير النموذج الرابع S₄ تأثير سلبي للمردودية المالية على التغير في رأس المال نقدا و بضم الإحتياطات، و يمكن تفسير ذلك بأنه عند انخفاض المردودية المالية بوحدة واحدة يزيد الرفع في رأس المال نقداً و بضم الإحتياطات بـ 0,106580، لصالح المساهمين الموجودين و المالكين لخصص سابقة في المؤسسات محل الدراسة و ذلك من خلال تحويل الذمة المالية الشخصية إلى الذمة المالية المهنية للمالك-المسير بهدف الحفاظ على الاستقلالية والسيطرة العائلية.

كما كشفت النتائج عن عدم تأثير المردودية المالية على التغير في ديون الموردين والذي يمكن تفسيره بكون الموردين يمنحون اعتمادات معتبرة لمؤسسات ذات جودة، وكذلك للمؤسسات التي تحقق خسائر مالية و ذات نمو

¹ - تبر زغود، مرجع سبق ذكره، ص 180.

² - و التي تعود إلى مبدأ الثقة القائمة على المعرفة الشخصية للمسير و محيطه العائلي و بيئته المهنية، أنظر : BELLETTRE, Op.Cit., P.86.

محتمل مرتفع و كذا لتلك التي تواجه ترشيد في الائتمان المصرفي، وهذا ما يتفق مع دراسة Petersen & Rajan سنة 1997¹. ويتعارض مع دراسة ZIANE سنة 2000.

كما أظهرت النتائج تأثير سلبي لعجز التمويل الداخلي السابق على التغيير في رأس المال نقداً و بضم الإحتياطات، فعندما يكون لدى المؤسسة انخفاض في عجز التمويل الداخلي السابق بوحدة واحدة يتم اللجوء إلى الرفع في رأس المال نقداً و بضم الإحتياطات من قبل العائلة ب 0,344301 لكون معظم المؤسسات الخاصة بولاية غرداية تأخذ في الغالب شكل مؤسسات عائلية و ذلك لتجنب ضياع سيطرتها، أما عندما يكون هناك ارتفاع في عجز التمويل الداخلي السابق فإنها لا تلجأ إلى الرفع في رأس المال نقداً و بضم الإحتياطات، لتوفير السيولة في خزينتها.

أما عن علاقة عجز التمويل الداخلي السابق بالتغيير في ديون الموردين فلم تكن ذات دلالة إحصائية، كما أظهرت النتائج عدم وجود دلالة إحصائية بين التغيير في رأس المال نقداً وبضم الإحتياطات والتغيير في ديون الموردين.

كما أسفرت النتائج عن تأثير إيجابي للنمو على التغيير في ديون الموردين و يمكن تفسير ذلك أن النمو في رقم الأعمال ينشئ عنه احتياجات مالية، يتم تلبيتها عن طريق لجوء المؤسسات محل الدراسة إلى قرض الموردين، فارتفاع رقم الأعمال بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة التغيير في ديون الموردين ب 0,0226732، و ذلك باعتبار هذا المصدر يعد وسيلة لشراء المواد و السلع و المعدات بتأجيل موعد سداد أثمانها لعدم قدرة المؤسسات على دفع قيمتها نقداً، وهذا ما يتفق مع دراسة Petersen & Rajan سنة 1997²، ودراسة ZIANE سنة 2000³.

كما أظهرت النتائج أن كل من قطاع البناء و الأشغال العمومية TPB و صناعة الورق IPAP و الصناعة الكيماوية و البلاستيك ICHIP تعتمد على الديون التجارية باعتبار أن القطاع الصناعي و البناء من القطاعات المستهلكة للمواد الأولية و مستلزمات الإنتاج، بالإضافة إلى قطاع التجارة الذي يستخدم هذا الائتمان لشراء السلع. أما عن علاقة المردودية المالية بالتغيير في ديون الموردين، فلم تظهر دلالة إحصائية لها.

كما كشفت النتائج عن التأثير السلبي لسنتي 2013 و 2014 على التغيير في ديون الموردين و الذي يعود إلى الأحداث الأليمة التي مست القطاع الخاص بالولاية.

¹ - أنظر :

- Ibid., P.203.

² - Petersen, Mitchell A., Rajan, Raghuram. G, Trade Credit: Theories and Evidence, 1997, Op.Cit., P. 683.

³ - Ydriss Ziane, Op.Cit., P.28.

المطلب الثاني : تحليل نتائج تقدير النماذج المفسرة لعلاقة الديون فيما بينها

سنقوم ضمن هذا المطلب بتحليل نتائج تقدير نماذج المعادلات الآتية التي تبحث في علاقة الديون فيما بينها، بدءاً بعلاقة ديون الموردين بالديون المالية قصيرة الأجل، ثم علاقة الديون المالية طويلة الأجل بديون الموردين وعلاقة الديون المالية الطويلة بالديون المالية قصيرة الأجل، وعلاقة الديون الأخرى بديون الموردين، و أخيراً علاقة الديون الأخرى بالديون المالية طويلة الأجل.

الفرع الأول : تحليل نتائج تقدير النموذج المفسر لعلاقة ديون الموردين بالديون المالية قصيرة الأجل

كشفت نتائج تقدير النموذج S_5 عن وجود تأثير إيجابي للمردودية المالية على التغير في الديون المالية قصيرة الأجل، فارتفاع معدل المردودية المالية بوحدة واحدة يؤدي إلى رفع الديون المالية قصيرة الأجل بـ 0,0615818 ويمكن تفسير ذلك بالاستناد إلى تقنية الرافعة المالية، لكون مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية و التي اعتمدت على الديون المالية قصيرة الأجل كان لديها أثر رافعة مالية إيجابي باعتبار المردودية المالية إشارة جيدة تعبر عن الموثوقية (المصدقية) المالية و التي من شأنها أن تزيد من منح الاعتمادات البنكية.

ولم تظهر النتائج العلاقة بين اللجوء إلى الديون المالية قصيرة الأجل و اللجوء إلى ديون الموردين، فهذين التمويلين ليسا بديلين ولا مكملين لبعضهما البعض وهذا ما يتعارض مع نتائج دراسة Petersen & Rajan سنة 1994¹ و دراسة ZIANE سنة 2000²، ودراسة Asma TRABELSI سنة 2006³.

و فيما يتعلق بالعوامل المؤثرة على اللجوء إلى ديون الموردين، أسفرت النتائج عن التأثير الإيجابي للملكية المسيير في المؤسسات الخاصة بولاية غرداية على التغير في ديون الموردين ويمكن تفسير ذلك بأن المساهم- المسيير يفضل الاعتماد على قرض المورد كونه يعد أكثر جاذبية من الديون البنكية قصيرة الأجل، بحيث لا يتطلب تدخّل المورد في تسيير المؤسسة مقارنة بما يضعه البنك من شروط خاصة و بالتالي لا يتعرض مُسيرو المؤسسات الخاصة لفقدان سيطرتهم⁴ العائلية، وهذا ما يتعارض مع ما ذهب إليه بعض الباحثين الذين يرون أن حجم قرض المورد لا يتحدد وفقا لقرارات الإدارة كدراسة يوسف قريشي سنة 2005⁵. وهذا ما يثبت ارادة المسييرين في اختيار هذه السياسة

¹ - أنظر :

- Asma TRABELSI, Op.Cit., P. 161.

² - Ydriss Ziane, Op.Cit., P. 24.

³ -Asma TRABELSI, Op.Cit., P. 162.

⁴ - BELLETTRE, Op.Cit., P. 204. (بتصرف).

⁵ - يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص208 .

التمويلية أو عدم امتلاكهم لمعرفة وافية لإمكانيات أخرى للتمويل وهو ما يتفق مع دراسة Holmes et Kent سنة 1991¹.

في حين لم تُظهر النتائج تأثير كل من عجز التمويل الداخلي السابق و المردودية المالية على التغيير في ديون الموردين.

كما أسفرت النتائج عن التأثير الإيجابي لقطاع الصناعة الكيماوية و البلاستيك ICHIP وصناعة الورق IPAP على التغيير في ديون الموردين و يمكن تفسير ذلك أن الصناعة الكيماوية و البلاستيك وصناعة الورق تعد من القطاعات المستهلكة للمواد الأولية و مستلزمات الإنتاج، لذلك فهي تعتمد على قرض المورد لتوفير احتياجات دورة استغلالها مع تأجيل موعد دفع قيمتها نقداً، كما يعود ذلك أيضا إلى خصائص الاعتماد التجاري المبنية على وجود علاقة الثقة بين المؤسسات و مورديها، و بكونه أقل خضوعا لعدم التماثل في المعلومات مقارنة بالدين البنكي، فالمورّد يعرف السوق الذي تنشط فيه المؤسسة و تتطور فيه، و بالتالي تسمح له علاقته التجارية مع زبونه بالحصول على بعض المعلومات عن الصحة المالية للمؤسسة فضلا عن خاصية بقاء المورد مالك لمخزونه حتى تسديد زبونه². ففي حالة مواجهة زبونه لصعوبات عابرة فإنه يمدد آجال الدفع بدون عقوبات مالية و هذا حسب Ng&al سنة 1999 و Summers & Wilson³ سنة 2002.

و بخصوص التأثير السلبي لسنة 2013 على اللجوء إلى ديون الموردين، فيعود ذلك إلى الأحداث الأليمة التي مست القطاع الخاص.

الفرع الثاني : تحليل نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة الديون المالية طويلة الأجل بديون الموردين

أظهرت نتائج تقدير النموذج S₆ تأثير إيجابي لعجز التمويل الداخلي الحالي على التغيير في الديون المالية طويلة الأجل، والذي يمكن تفسيره بالاحتياج للتمويل الخارجي الناتج عن الفرق بين فرص الاستثمار ذات المردودية وقدرات التمويل الداخلي، فارتفاع عجز التمويل الداخلي الحالي بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة اعتماد المؤسسات محل الدراسة على الديون المالية طويلة الأجل بـ 0,347662، في حين لم تُظهر النتائج تأثير كل من عجز التمويل الداخلي السابق و المردودية المالية على التغيير في ديون الموردين.

أما متغيرة عمر المؤسسة فكان تأثيرها سلبي على التغيير في الديون المالية طويلة الأجل و يفسّر ذلك بكون المؤسسات حديثة النشأة تكون أكثر لجوءاً للديون المالية طويلة الأجل و ذلك بسبب ضعف مواردها الذاتية عند

¹ - عبد الوهاب دادن، مرجع سبق ذكره، ص 324.

² - باعتباره كضمان، أنظر :

- Ibid, P.203-204 (بتصرف).

- Chee K. Ng, Janet Kiholm Smith and Richard L. Smit, Op.Cit., P.1113.

³ - Nicholas Wilson , Barbara Summers, Op.Cit., P.323.

الانطلاق وهذا حسب نظرية التمويل الرتي POT وهو ما يتفق مع دراسة NAJET BOUSSAA سنة 1998 ودراسة Francisco Sogorb-Mira, José López-Gracia سنة 2003 ويتعارض مع دراسة Faris AL- Shubiri سنة 2010 و تبر زغود سنة 2009¹.

كما أسفرت النتائج عن وجود تأثير إيجابي للملكية المسيير على التغير في ديون الموردين و يمكن تفسير ذلك بأن المسيير - المساهم في المؤسسات الخاصة بولاية غرداية يفضل الاعتماد على قرض المورد كونه يعد أكثر جاذبية من الديون البنكية، بحيث لا يتطلب تدخل المورد في تسير المؤسسة مقارنة بما يضعه البنك من شروط خاصة لمنح القرض و بالتالي لا يتعرض مسيرو هذه المؤسسات لفقدان سيطرتهم العائلية² باعتبار معظم هذه المؤسسات ذات طابع عائلي. وهذا ما يتعارض مع ما ذهب إليه بعض الباحثين الذين يرون أن حجم قرض المورد لا يتحدد وفقا لقرارات الادارة كدراسة يوسف قريشي سنة 2005³.

أظهرت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة بين التغير في الديون المالية طويلة الأجل و التغير في ديون الموردين ضمن النظام السادس، وعليه فهذهين التمويلين ليسا بديلين و لا مكملين لبعضهما البعض وهذا ما يتعارض مع نتائج دراسة Petersen & Rajan سنة 1994⁴ و دراسة ZIANE سنة 2000⁵، ودراسة Asma TRABELSI سنة 2006⁶

بالإضافة إلى ذلك، أسفرت النتائج عن التأثير الإيجابي لقطاع النشاط الصناعي بدءاً بالصناعة الكيماوية والبلاستيك ICHIP ثم صناعة الورق IPAP و قطاع البناء و الأشغال العمومية TPB و قطاع التجارة COM وخدمات الصيانة SERVVM على التغير في ديون الموردين و يفسر ذلك بأن قطاع الصناعة الكيماوية والبلاستيك و صناعة الورق تعد من القطاعات المستهلكة للمواد الأولية و مستلزمات الإنتاج، لذلك فهي تعتمد على الديون التجارية بالإضافة إلى قطاع التجارة و خدمات الصيانة و قطاع البناء و الأشغال العمومية، إذ يتميز هذا الأخير بوجود آجال دفع أطول⁷. و بخصوص التأثير السلبي لسنتي 2013 و 2014، فهو يعود إلى الأحداث الأليمة التي مست القطاع الخاص بولاية غرداية.

¹ - تبر زغود، مرجع سبق ذكره، ص 180.

² - BELLETTRE, Op.Cit., P. 204 (بتصرف).

³ - يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 208.

- Asma TRABELSI, Op.Cit., P. 161.

⁴ - أنظر :

⁵ - Ydriss Ziane, Op.Cit., P. 24.

⁶ - Asma TRABELSI, Op.Cit., P. 162.

⁷ - BELLETTRE, Op.Cit., P. 202 (بتصرف).

الفرع الثالث: تحليل نتائج تقدير النموذج المفسر لعلاقة الديون المالية طويلة بالديون المالية قصيرة الأجل أظهرت نتائج تقدير النموذج S7 تأثير إيجابي لعجز التمويل الداخلي الحالي على التغير في الديون المالية طويلة الأجل، و الذي يمكن تفسيره بالاحتياج للتمويل الخارجي الناتج عن الفرق بين فرص الاستثمار ذات المردودية وقدرات التمويل الداخلي، فارتفاع عجز التمويل الداخلي الحالي بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة اعتماد المؤسسات الخاصة بولاية غرداية على الديون المالية طويلة الأجل ب 0,319061.

أما متغيرة عمر المؤسسة فكان تأثيرها سلبي على التغير في الديون المالية طويلة الأجل و يفسر ذلك بكون المؤسسات حديثة النشأة تكون أكثر لجوءاً للديون المالية طويلة الأجل و ذلك بسبب ضعف مواردها الذاتية عند الانطلاق. وهذا حسب نظرية التمويل الرتي POT وهو ما يتفق مع دراسة NAJET BOUSSAA سنة 1998 و Francisco Sogorb-Mira, José López-Gracia سنة 2003، وبتعارض مع دراسة Faris AL-Shubiri سنة 2010، و تبر زغود سنة 2009¹.

كما أسفرت النتائج عن وجود تأثير سلبي للملكية المسيير على التغير في الديون المالية طويلة الأجل و يمكن تفسير ذلك بأن المسيير- المساهم في المؤسسات الخاصة بولاية غرداية لا يفضل اللجوء إلى الديون المالية طويلة الأجل من البنوك و ذلك للحفاظ على الاستقلالية المالية نظرا لما يطلبه البنك من السماح بالرقابة شبه دائمة على المدى الطويل في إطار العلاقة الخاصة التي تربط مسيرو المؤسسات بالبنكي² و لتجنب العقوبات المالية عند مواجهة مؤسسته لصعوبات³ عبارة عند سداد التزاماتها. وهذا ما تؤيده دراسة BELLETTRE⁴.

بالإضافة إلى التأثير الإيجابي لسنتي 2013 و 2014 على التغير في الديون المالية طويلة الأجل والتي تعود إلى الأحداث الأليمة التي مست القطاع الخاص بولاية غرداية.

كشفت النتائج عن التأثير الإيجابي للمردودية المالية على التغير في الديون المالية قصيرة الأجل فقط، فارتفاع المردودية المالية بوحدة واحدة يزيد من لجوء المؤسسات الخاصة محل الدراسة إلى الديون المالية قصيرة الأجل ب 0,0587907 و يمكن تفسير ذلك بالاستناد إلى تقنية أثر الرافعة المالية، لكون المؤسسات محل الدراسة التي اعتمدت على الديون المالية قصيرة الأجل كان لديها أثر رافعة مالية إيجابي باعتبار المردودية المالية تعد إشارة جيدة تعبر عن الموثوقية (المصدقية) المالية و التي من شأنها أن تزيد من منح الاعتمادات البنكية، و هذا ما يتعارض مع

¹ - تبر زغود، مرجع سبق ذكره، ص 180.

² - BELLETTRE, Op.Cit., P. 86.

³ - Ibid., P. 103 (بتصرف).

⁴ - و التي تعود إلى مبدأ الثقة القائمة على المعرفة الشخصية للمسيير و محيطه العائلي و بيئته المهنية، أنظر :

-BELLETTRE, Op.Cit., P. 86.

نتائج دراسة Asma TRABELSI التي توصلت إلى وجود علاقة تأثير سلبي بين المردودية المالية و الدين¹ وهو عكس ما توقعته².

كما أظهرت النتائج التأثير الإيجابي للحجم على التغير في الديون المالية قصيرة الأجل، فالزيادة في الحجم بوحدة واحدة تزيد من اعتماد المؤسسات الخاصة بولاية غرداية على الديون المالية قصيرة الأجل بـ 0,0384889 ويمكن تفسير ذلك بأن المؤسسات كبيرة الحجم تكون أكثر لجوءاً إلى الاستدانة و ذلك لكونها تتعرض لمخاطر إفلاس أقل مقارنة بالمؤسسات الصغيرة، و يعود ذلك إلى إتصاف نشاطها بقدر معتبر من التنوع الذي يقلل من التقلب في تدفقاتها النقدية و بالتالي ارتفاع جاذبية الاستدانة³ وكذا سهولة حصولها على القروض قصيرة الأجل وهذا ما يتفق مع نتائج دراسة تبر زغود سنة 2009⁴ و دراسة Colombo سنة 2001⁵، ودراسة et al Voulgaris سنة 2004⁶.

كما لم تُظهر النتائج العلاقة بين اللجوء إلى الديون المالية طويلة الأجل و اللجوء إلى الديون المالية قصيرة الأجل، فهذين التمويلين ليسا بديلين و لا مكملين لبعضهما البعض.

الفرع الرابع : تحليل نتائج تقدير النموذج المفسر لعلاقة الديون الأخرى بديون الموردين

أظهرت نتائج تقدير النظام الثامن S8 تأثير إيجابي للمردودية المالية على التغير في الديون الأخرى، بحيث الارتفاع في المردودية المالية بوحدة واحدة يزيد من اللجوء إلى الديون الأخرى بـ 0,0416739، والتي تضم كل من الحسابات الجارية للشركاء و القروض الأخرى التي قد يكون مصدرها الأصدقاء أو المقرضين غير الرسميين أو العائلة باعتبار أن معظم المؤسسات الخاصة بولاية غرداية تأخذ شكل مؤسسات عائلية.

كما يمكن تفسير ذلك بوجود فرص مربحة في هذه المؤسسات، يتطلع لها أصحاب هذه الأموال باعتبارهم مستثمرون جمعوا مدخراتهم الشخصية في المؤسسات العائلية سواء من الأرباح التي لم يسحبها الشركاء أو اقراضاتهم لمؤسساتهم، فارتفاع المردودية المالية إن دل على شيء فإنما يدل على أن هذه المؤسسات قادرة على تحقيق الأرباح

¹ -Asma TRABELSI, Op.Cit., P.161.

² - أنظر :

- Ibid., P.135 (بتصرف).

³ - Colot olivier, Brughin Christiane, Croquet Mélanie, Op.Cit., P. 15.

⁴ - تبر زغود، مرجع سبق ذكره، ص 184.

⁵ - COLOMBO. E (2001), "Determinants of corporate capital structure: Evidence from Hungarian Firms", **Applied Economics**, Volume 33, Issue 13, Pg 1689- 1701. in : Asma TRABELSI, Op.Cit., P. 147. (بتصرف).

⁶ - VOULGARIS. F, ASTERIOU. D, AGIOMIRGIANAKIS. G, "Capital structure, asset Utilization, profitability, and growth in the Greek manufacturing sector", **International Review of Applied Economics**, Volume 18, Issue 2, April, 2004, P.247- 262. In: Asma TRABELSI, Op.Cit., P.141.

و دفع التزاماتها و فوائد ديونها، مما يزيد من درجة أمان هؤلاء المستثمرين سواء كانوا شركاء أو مقرضين آخرين وبالتالي زيادة الاستثمار في هذه المؤسسات بوضع تحت تصرفها تلك المدخرات وعليه زيادة الديون الأخرى.

في حين لم تُظهر النتائج تأثير عجز التمويل الداخلي السابق على التغيير في الديون الأخرى، و لا تأثير عجز التمويل الداخلي الحالي على التغيير في ديون الموردين.

كما كشفت النتائج تأثير إيجابي لملكية المسير على التغيير في ديون الموردين و يمكن تفسير ذلك بأن المسير- المساهم في المؤسسات الخاصة بولاية غرداية يُفضّل الاعتماد على قروض المورد لأن ذلك لا يتطلب تدخّل المورد في تسيير المؤسسة و لا يؤدي إلى فقدان سيطرتهم العائلية باعتبار معظم هذه المؤسسات ذات طابع عائلي.

كما أسفرت النتائج عن التأثير الإيجابي لقطاع الصناعة الكيماوية و البلاستيك ICHIP على التغيير في ديون الموردين، باعتبار هذه الصناعة تعد من القطاعات المستهلكة للمواد الأولية و مستلزمات الإنتاج، لذلك فهي تعتمد على الديون التجارية، بالإضافة إلى التأثير الإيجابي لقطاعي التجارة و البناء و الأشغال العمومية، اللذان يعتمدان على الديون التجارية أيضا وذلك لوجود آجال دفع أطول.

أما عن علاقة المردودية المالية بالتغيير في ديون الموردين فلم تظهر دلالتها الإحصائية، كما لم تُظهر النتائج العلاقة بين اللجوء إلى الديون الأخرى و اللجوء إلى ديون الموردين، فهذين التمويلين ليسا بديلين و لا مكملين لبعضهما البعض.

الفرع الخامس: تحليل نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة الديون الأخرى بالديون المالية طويلة الأجل

أظهرت نتائج تقدير النظام التاسع S9 تأثير إيجابي للمردودية المالية على التغيير في الديون الأخرى، بحيث الارتفاع في المردودية المالية بوحدة واحدة يزيد من اللجوء إلى الديون الأخرى بـ 0,037507 التي تضم كل من الحسابات الجارية للشركاء و القروض الأخرى التي قد يكون مصدرها العائلة أو الأصدقاء أو المقرضين غير الرسميين، و بالتالي ارتفاع المردودية المالية يدل على وجود فرص مربحة في هذه المؤسسات، و التي يتطلع لها أصحاب هذه الأموال باعتبارهم مستثمرون ويهدفون للحفاظ على الاستقلالية و السيطرة العائلية، و يدل كذلك على أن هذه المؤسسات قادرة على تحقيق الأرباح و دفع التزاماتها و فوائد ديونها، الأمر الذي يزيد من درجة أمان هؤلاء المستثمرين سواء كانوا شركاء أو مقرضين آخرين، مما يؤدي إلى زيادة استثماراتهم في هذه المؤسسات بوضع تحت تصرفها مدخراتهم و أرباحهم التي لم يسحبوها وبالتالي زيادة الديون الأخرى. كما كشفت النتائج عدم تأثير عجز التمويل الداخلي السابق و متغيرة ملكية المسير على الديون الأخرى، و هذا ما يتعارض مع نتائج دراسة BELLETRE سنة 2010.

كما يمكن تفسير التأثير السلبي لسنة 2013 بالأحداث الأليمة التي مست القطاع الخاص بولاية غرداية. أظهرت النتائج تأثير إيجابي لعجز التمويل الداخلي الحالي على التغير في الديون المالية طويلة الأجل، و الذي يمكن تفسيره بالاحتياج للتمويل الخارجي الناتج عن الفرق بين فرص الاستثمار ذات المردودية وقدرات التمويل الداخلي، فارتفاع عجز التمويل الداخلي الحالي بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة اعتماد المؤسسات الخاصة بولاية غرداية على الديون المالية طويلة الأجل بـ 0,285947 لتغطية الاحتياجات المالية لدورة الاستثمار. و بخصوص العلاقة بين اللجوء إلى الديون الأخرى و اللجوء إلى الديون المالية طويلة الأجل فقد أظهرت نتائج تقدير النظام التاسع S₉ عدم وجود هذه العلاقة بين هذين التمويلين، و هذا ما يتعارض مع نتائج دراسة BELLETTRE سنة 2010.

المطلب الثالث : اختبار الفرضيات

اعتمدت مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية في تمويلها بشكل كبير على أموالها الخاصة التي تضم كل من التمويل الذاتي الذي يُشكل المصدر الأساسي لتمويل احتياجاتها المالية و في حالة عدم تمكن هذه المؤسسات من تمويل احتياجاتها المالية بواسطة هذا المصدر، تلجأ إلى الرفع في رأس مالها نقداً لصالح المساهمين الحاليين لتمويل كل احتياجات الاستثمار و الاستغلال، لذلك مثَّلت الأموال الخاصة النسبة العُظمى من مصادر التمويل¹.

ويعود ذلك إلى كون المؤسسات الخاصة في ولاية غرداية تأخذ في الغالب شكل مؤسسات عائلية تتميز بارتفاع نسبة تسييرها من قبل مالكيها، حيث بلغت هذه النسبة 84% من إجمالي المؤسسات محل الدراسة، إذ تعتمد على تحويل الذمة المالية الشخصية للمالك-المسير إلى الذمة المالية المهنية -أي للمؤسسة- و ذلك حفاظاً على السيطرة العائلية، أما في المرتبة الثانية فتعتمد هذه المؤسسات في تمويلها على الديون الأخرى، و ذلك خلال فترة الدراسة ماعدا سنة 2012 و يعود ذلك إلى وضع الشركاء لمبالغ معتبرة تحت تصرف المؤسسة في شكل حسابات جارية للشركاء و التي تكون إما ناتجة عن الأرباح التي لم يتم سحبها أو ناتجة عن اقراضات الشركاء أو مقرضين آخرين من العائلة أو الأصدقاء أو مقرضين غير رسميين.

أما في المرتبة الثالثة فقد اعتمدت المؤسسات الخاصة بولاية غرداية على الديون التجارية في كل السنوات ماعدا سنة 2012 التي احتلت فيها ديون الموردين المرتبة الثانية ضمن مصادر المؤسسات الخاصة. و أخيراً يتم اعتماد

¹ - أنظر الفصل الرابع، مميزات القطاع الخاص بولاية غرداية.

هذه المؤسسات على الديون البنكية سواء كانت ديون مالية قصيرة الأجل أو طويلة الأجل. و بالتالي نقبل الفرضيتين 1-1 و 2-1.

أظهرت نتائج تقدير نماذج المعادلات الآتية S_1, S_2, S_3, S_4 وجود تأثير سلبي لعجز التمويل الداخلي السابق على التغير في رأس المال نقداً و بضم الاحتياطات وذلك لكون الرفع في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات لصالح المساهمين الحاليين -الذين يملكون حصص سابقة في المؤسسة- يُشكّل مصدر تمويل داخلي، فارتفاع هذا العجز يُحوّل دون تدبير الأموال من هذا المصدر لعدم إمكانية تحويل الذمة المالية الشخصية إلى الذمة المالية المهنية للملاك- المسيرين في المؤسسات محل الدراسة و ذلك بسبب استنفاد ثروة المساهمين الخاصة، مما يستدعي رفض الفرضية 2 التي تنص على وجود تأثير إيجابي لعجز التمويل الداخلي على قرارات تمويل مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية.

كشفت نتائج تقدير نموذج المعادلتين الآتيتين S_1 عن تأثير إيجابي لعجز التمويل الداخلي السابق على التغير في الديون المالية قصيرة الأجل و الذي يُفسّر بالاحتياج للتمويل الخارجي الناتج عن الفرق بين فرص الاستثمار ذات المدودية و قدرات التمويل الداخلي، فارتفاع عجز التمويل الداخلي السابق بوحدة واحدة في مؤسسات القطاع الخاص العاملة بولاية غرداية يؤدي إلى ارتفاع الديون المالية قصيرة الأجل بـ 0,900592 و بالتالي نقبل الفرضية 2.

أظهرت نتائج تقدير نماذج المعادلات الآتية S_3, S_6, S_7, S_9 وجود تأثير إيجابي لعجز التمويل الداخلي الحالي على التغير في الديون المالية طويلة الأجل و عليه نقبل الفرضية 2.

كما كشفت نتائج تقدير نماذج المعادلات الآتية S_2, S_8, S_9 عن عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لعجز التمويل الداخلي السابق على التغير في الديون الأخرى ومن خلال نتائج تقدير النماذج S_4, S_5, S_6, S_8 لم يظهر كذلك تأثير لمتغيرة عجز التمويل الداخلي لا الحالي ولا السابق على التغير في ديون الموردين و هذا ما يتنافى مع الفرضية 2.

أشارت نتائج تقدير النموذج الأول S_1 إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين التغير في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات والتغير في الديون المالية قصيرة الأجل، والتي تدل على أن استخدام الرفع في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات يُعد تمويل مطلوب مسبقاً للجوء إلى الديون المالية قصيرة الأجل، و بالتالي فهذه القرارات التمويلية يُتخذان معاً، فهما مُكملان لبعضهما و ليسا بديلين، بحيث تستخدم المؤسسات الخاصة بولاية غرداية الرفع في رأس المال نقداً و بضم الاحتياطات ثم الديون المالية قصيرة الأجل لتغطية الاحتياجات المالية وهذا ما يثبت صحة الفرضية 3 التي تنص على ارتباط قرارات تمويل مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية فيما بينها خلال فترة الدراسة.

أظهرت نتائج تقدير النموذج الثالث S_3 وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين التغير في رأس المال نقداً وبضمم الاحتياطات والتغير في الديون المالية طويلة الأجل فهذين القرارين التمويلين يُتخذان معاً، و بالتالي فهُما مُكملان لبعضهما و ليسا بديلين أيضاً، أي تستخدم مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية الرفع في رأس المال نقداً وبضمم الاحتياطات ثم الديون المالية طويلة الأجل لتغطية الإحتياجات المالية باعتبار هذا الرفع في رأس المال يكون في صالح المساهمين الموجودين أو الحاليين - المالكين لحصص سابقة في المؤسسة- و لا يؤدي إلى مشاكل عدم التماثل في المعلومات و الإختيار المعاكس وضياع السيطرة، كما أنه يرفع من حظوظ المؤسسة في جلب مصادر تمويلية خارجية بنكية و يُحسِّن من صورة المؤسسة أمام المقرضين، وبالتالي نقبل الفرضية 3.

كشفت نتائج تقدير النموذج الثاني S_2 عن وجود تأثير سلبي للتغير السابق في رأس المال نقداً وبضمم الاحتياطات على التغير الحالي في رأس المال نقداً وبضمم الاحتياطات، وهذا ما يثبت صحة الفرضية 3.

توصلنا من خلال تقدير نموذجي المعادلات الآتية S_4, S_2 إلى عدم وجود تأثير ذو دلالة للتغير في رأس المال نقداً و بضمم الاحتياطات على التغير في الديون الأخرى وعلى التغير في ديون الموردين، وهذا ما يدعو إلى رفض الفرضية 3.

أشارت نتائج تقدير النموذج الخامس S_5 إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة بين التغير في ديون الموردين والتغير في الديون المالية قصيرة الأجل، وهذا ما يتنافى مع الفرضية 3.

كما أظهرت نتائج تقدير النموذج السادس S_6 إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة بين التغير في الديون المالية طويلة الأجل والتغير في ديون الموردين ومن خلال هذه النتيجة يُمكننا نفي الفرضية 3. كشفت نتائج تقدير النموذج السابع S_7 عن عدم وجود علاقة ذات دلالة بين التغير في الديون المالية طويلة الأجل والتغير في الديون المالية قصيرة الأجل وهذا ما يقودنا إلى نفي الفرضية 3.

كما أشارت نتائج تقدير النموذج الثامن S_8 إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة بين التغير في الديون الأخرى والتغير في ديون الموردين، مما يستدعي كذلك رفض الفرضية 3.

أظهرت نتائج تقدير النموذج التاسع S_9 عدم وجود علاقة ذات دلالة بين التغير في الديون الأخرى والتغير في الديون المالية طويلة الأجل وبالتالي نرفض الفرضية 3.

أما عن محددات قرارات تمويل مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية، فقد خلصت الدراسة إلى النتائج التالية: كشفت نتائج تقدير نماذج المعادلات الآنية S_4, S_3, S_1 عن وجود تأثير سلمي للمردودية المالية على التغير في رأس المال نقداً و بضم الاحتياطات وتأثير إيجابي لها على كل من التغير في الديون المالية قصيرة الأجل، وذلك عند تقدير نماذج المعادلات الآنية S_7, S_5, S_1 وعلى التغير في الديون المالية طويلة الأجل عند تقدير النموذج الثالث S_3 وتأثير إيجابي كذلك للمردودية المالية على التغير في الديون الأخرى وذلك عند تقدير نماذج المعادلات الآنية S_2, S_9, S_8 وهذا ما يُثبت صحة الفرضية 4-1 التي تنص على أن المردودية المالية تؤثر على القرارات التمويلية في مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية.

كما كشفت النتائج عدم تأثير المردودية المالية على التغير في ديون الموردين عند تقدير نماذج المعادلات الآنية S_4, S_5, S_6, S_8 ، وهذا ما يستدعي نفي الفرضية 4-1.

أظهرت نتائج تقدير نموذجي المعادلات الآنية S_3, S_1 تأثير إيجابي للنمو على التغير في رأس مال نقداً وبضم الاحتياطات وتأثير سلمي له على التغير في الديون المالية قصيرة الأجل، مما يدل على اعتماد المؤسسات الخاصة بولاية غرداية على الرفع في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات من قبل العائلة في تمويل نمو رقم أعمالها، أما عند انخفاض النمو الناجم عن تراجع إيرادات الاستغلال، فتلجأ إلى الديون المالية قصيرة الأجل وهذا ما يثبت صحة الفرضية 4-2 التي تنص على أن النمو يؤثر على القرارات التمويلية في مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية.

كشفت نتائج تقدير النموذج الرابع S_4 عن وجود تأثير إيجابي للنمو على التغير في ديون الموردين، فارتفاع رقم الأعمال في المؤسسات محل الدراسة ينشئ عنه احتياجات مالية يتم تغطيتها باللجوء إلى قرض الموردين، وذلك لكونه يُعد وسيلة لشراء المواد والمعدات بتأجيل موعد سداد أثمانها وهذا ما يُثبت صحة الفرضية 4-2.

كما لم تظهر نتائج تقدير نماذج المعادلات الآنية $S_2, S_3, S_6, S_7, S_8, S_9$ تأثير للنمو على التغير في الديون الأخرى وعلى التغير في الديون المالية طويلة الأجل، مما يستدعي رفض الفرضية 4-2.

أشارت نتائج تقدير نماذج المعادلات الآنية S_1, S_2, S_3 إلى وجود تأثير إيجابي للشكل القانوني لشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL و الشكل القانوني لشركات التضامن SNC على التغير في رأس مال نقداً و بضم الاحتياطات، وتأثير سلمي لهذا الشكل القانوني الأخير -SNC- على التغير في الديون المالية قصيرة الأجل وهذا ما يثبت صحة الفرضية 4-3 التي تنص على أن الشكل القانوني يؤثر على القرارات التمويلية في مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية.

كشفت نتائج تقدير نماذج المعادلات الآنية $S_2, S_4, S_5, S_6, S_7, S_8, S_9$ عن عدم تأثير كل من الشكل القانوني للشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL، الشكل القانوني لشركات التضامن SNC و الشكل القانوني

للمؤسسة ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة EURL على كل من التغيير في الديون الأخرى وعلى التغيير في الديون المالية طويلة الأجل وعلى التغيير في ديون الموردين، مما يستدعي رفض الفرضية 4-3.

كما أظهرت نتائج تقدير النموذج السابع S_7 وجود تأثير إيجابي للحجم على التغيير في الديون المالية قصيرة الأجل، فالزيادة في الحجم بوحدة واحدة تزيد من اعتماد المؤسسات الخاصة بولاية غرداية على الديون المالية قصيرة الأجل بـ 0,0384889 وهذا ما يُثبت صحة الفرضية 4-4 التي تنص على أن الحجم يؤثر على القرارات التمويلية في مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية، في حين لم تظهر نتائج تقدير نماذج المعادلات الآتية S_1 ، S_2 ، S_3 ، S_4 ، S_5 ، S_6 ، S_7 ، S_8 ، S_9 تأثير الحجم على لجوء هذه المؤسسات إلى الرفع في رأس مال نقداً وبضم الاحتياطات و تمويلها بالديون الأخرى، والديون المالية طويلة الأجل وديون الموردين، مما يستدعي رفض الفرضية 4-4.

كشفت نتائج تقدير نماذج المعادلات الآتية S_3 ، S_6 ، S_7 عن وجود تأثير سلبي لعمر المؤسسة على التغيير في الديون المالية طويلة الأجل، وهذا ما يُثبت صحة الفرضية 4-5 التي تنص على أن عمر مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية يؤثر على قرارات تمويلها. في حين لم يظهر تأثيره على التغيير في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات، وبالتالي يمكننا نفي الفرضية 4-5 عند دراسة العلاقة بين عمر المؤسسة واللجوء إلى الرفع في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات.

وفيما يتعلق بتأثيره على كل من التغيير في ديون الموردين و التغيير في الديون المالية قصيرة الأجل، والتغيير في الديون الأخرى، فقد أشارت نتائج تقدير نماذج المعادلات الآتية S_4 ، S_5 ، S_6 ، S_7 ، S_8 ، S_9 إلى عدم وجود أي تأثير له، وهذا ما يدعو إلى رفض الفرضية 4-5 عند دراسة العلاقة بين عمر المؤسسة و هذه القرارات.

كما أظهرت نتائج تقدير نموذجي المعادلات الآتية S_3 و S_7 وجود تأثير سلبي للملكية المسيير على التغيير في الديون المالية طويلة الأجل، أما النماذج S_5 ، S_6 ، S_8 فقد كشفت عن وجود تأثير إيجابي للملكية المسيير على التغيير في ديون الموردين ويفسر ذلك بتفضيل مُسيري مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية اللجوء إلى قرض المورد، وهنا تتجسد إرادة المسيرين في اختيار ذلك، كونه يُعد أكثر جاذبية من الديون البنكية، ولا يتطلب تدخُّل المورد في تسيير المؤسسة مقارنة بما يضعه البنك من شروط خاصة، و بالتالي لا يتعرض هؤلاء الملاك-المسيرين لفقدان سيطرتهم العائلية و هذا ما يثبت صحة الفرضية 4-6 التي تنص على أن ملكية المسيير تؤثر على قرارات تمويل المؤسسات الخاصة في ولاية غرداية، وذلك عند دراسة العلاقة بين ملكية المسيير واللجوء إلى الديون المالية طويلة الأجل و ديون الموردين.

في حين لم تُظهر نتائج تقدير نماذج المعادلات الآنية $S_9, S_8, S_7, S_5, S_4, S_2, S_1$ تأثير ملكية المسير على كل من التغير في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات وعلى التغير في الديون المالية قصيرة الأجل وعلى التغير في الديون الأخرى، مما يستدعي رفض الفرضية 4-6 عند دراسة تأثير ملكية المسير على اللجوء إلى الرفع في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات، و اللجوء إلى الديون المالية قصيرة الأجل و اللجوء إلى الديون الأخرى.

وفيما يتعلق بقطاع النشاط، فقد كشفت نتائج تقدير نماذج المعادلات الآنية S_8, S_6, S_5, S_4, S_2 عن وجود تأثير إيجابي لقطاع خدمات الصيانة على كل من التغير في الديون الأخرى وعلى التغير في ديون الموردين ووجود تأثير إيجابي لقطاع التجارة و قطاع الصناعة الكيماوية والبلاستيك وقطاع البناء والأشغال العمومية وقطاع صناعة الورق على التغير في ديون الموردين وهذا ما يُثبت صحة الفرضية 4-7 التي تنص على أن قطاع النشاط يؤثر على قرارات تمويل المؤسسات الخاصة في ولاية غرداية.

كما أظهرت نتائج تقدير نماذج المعادلات الآنية $S_9, S_7, S_6, S_5, S_4, S_3, S_2, S_1$ عدم وجود تأثير لقطاعات النشاط على كل من التغير في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات، التغير في الديون المالية قصيرة الأجل وعلى التغير في الديون المالية طويلة الأجل وهذا ما يستدعي رفض الفرضية 4-7 عند دراسة تأثير قطاع النشاط على اللجوء إلى الرفع في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات و اللجوء إلى الديون المالية قصيرة الأجل، و اللجوء إلى الديون المالية طويلة الأجل.

خلاصة الفصل :

بعد إجراء الدراسة التطبيقية للموضوع على مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية خلال الفترة الممتدة ما بين 2008-2014 وبالاعتماد على نماذج المعادلات الآنية، توصلنا إلى وجود تأثير لعجز التمويل الداخلي على كل من الرفع في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات، اللجوء إلى الديون المالية قصيرة الأجل واللجوء إلى الديون المالية طويلة الأجل، في حين لم يكن له تأثير على اللجوء إلى الديون الأخرى و اللجوء إلى ديون الموردين، أما عن علاقة القرارات التمويلية فيما بينها، فقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات واللجوء إلى الديون المالية قصيرة الأجل هذا من جهة وبين الرفع في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات واللجوء إلى الديون المالية طويلة الأجل من جهة أخرى، بحيث تمثلت في كونها علاقة مُكملة إذ تبدأ المؤسسات الخاصة بولاية غرداية بالرفع في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات ثم تكمل بالديون البنكية.

كما أشارت النتائج إلى أن اللجوء إلى الديون الأخرى التي تضم الحسابات الجارية للشركاء و اقراضات أخرى سواءً من الشركاء أو العائلة أو الأصدقاء أو غيرهم من المقرضين غير الرسميين تتحدد بالمردودية المالية، علماً أن قطاع خدمات الصيانة هو المعتمد على هذا المصدر التمويلي، وأن اللجوء إلى ديون الموردين يحدده النمو وطبيعة قطاع النشاط و ملكية المسير التي تجسد ارادة الملاك - المسيرين لهذه المؤسسات في اللجوء إلى الديون التجارية وعدم تفضيلهم اللجوء إلى الديون المالية طويلة الأجل.

وخلصنا كذلك إلى تأثير الحجم على اللجوء إلى الديون المالية قصيرة الأجل، وعمر المؤسسة على اللجوء إلى الديون المالية طويلة الأجل، بالإضافة إلى تأثير الشكل القانوني لشركات التضامن على كل من اللجوء إلى الديون المالية قصيرة الأجل والرفع في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات وتأثير الشكل القانوني للشركات ذات المسؤولية المحدودة فقط على هذا الأخير.

الخاتمة

حاولنا في هذا البحث بناء نموذج مُفسّر للقرارات التمويلية بالمؤسسات الاقتصادية العاملة في القطاع الخاص بولاية غرداية، حيث تمثلت الاشكالية المطروحة في التساؤل الرئيس التالي :

ما هي محددات القرارات التمويلية في مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية في ظل اختلاف مصادرها؟ وهل توجد علاقة بين هذه القرارات خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى سنة 2014؟

وللإجابة على هذا التساؤل قمنا بصياغة فرضيات تتضمن كل منها المتغيرات الأساسية للدراسة، لتتفرع عنها فرضيات جزئية و لإثبات أو نفي هذه الفرضيات، قمنا باختيار 50 مؤسسة خاصة كعينة للدراسة، وباستخدام التحليل الاحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة ودراسة الارتباط بين المتغيرات الخارجية وبالاعتماد على نماذج المعادلات الآنية، خلصنا إلى جملة من النتائج التطبيقية.

I- النتائج التطبيقية :

قصد اختبار فرضيات الدراسة اعتمدنا على خمسة متغيرات داخلية تُعبر عن قرارات تمويل مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية، والمتمثلة في التغيير في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات، التغيير في الديون المالية قصيرة الأجل، التغيير في الديون الأخرى، التغيير في الديون المالية طويلة الأجل، التغيير في ديون الموردين؛ كما قمنا بتحديد المتغيرات الخارجية بناءً على مراجعة النماذج النظرية و الدراسات الميدانية السابقة، وباستخدام مجموعة برامج احصائية، قمنا بتقدير تسعة نماذج للمعادلات الآنية يدرس كل نموذج قرارين تمويلين وعلاقتهم ببعضها، حيث كانت النتائج كما يلي :

- احتلت ولاية غرداية المرتبة الأولى في ولايات الجنوب والجنوب الكبير من حيث عدد المؤسسات الخاصة خلال الفترة الممتدة ما بين 2009-2015 ؛
- يغلب على المؤسسات الخاصة الطابع العائلي، أين تعود ملكية المؤسسة لرب العائلة ثم الأبناء ثم الأقارب وبالتالي تبقى الملكية محدودة في الإطار العائلي؛
- من خلال دراستنا الوصفية للمتغيرات، تبين لنا أن أغلب المؤسسات الخاصة بولاية غرداية لديها احتياج للتمويل الخارجي و أن قيم المتغيرات سواء كانت الداخلية أو الخارجية كلها تميزت بوجود تشتت في قيمها ما عدا حجم المؤسسة الذي كان متجانس في توزيع قيمه، و الذي يدل على ميزة أخرى للمؤسسات محل الدراسة، تتمثل في كون غالبية مؤسسات القطاع الخاص هي عبارة عن مؤسسات صغيرة ومتوسطة؛

- تُشكّل المؤسسات الخاصة الصناعية نسبة 64% من اجمالي المؤسسات الخاصة العاملة في ولاية غرداية، حيث يضم هذا القطاع ست صناعات فرعية متمثلة في الصناعة الكيماوية والبلاستيك Ichip، صناعة الآلات الثقيلة IMach، البناء والأشغال العمومية TPB، الصناعة الغذائية IAGRO، الصناعة النسيجية Itex،

صناعة الورق IPAP. أما المؤسسات الخاصة الخدمائية فتتمثل نسبة 36% من المؤسسات محل الدراسة، حيث يشمل القطاع الخدماتي كل من خدمات الصيانة Servm، النقل Trans، الصحة Sant، السياحة Tour، التجارة Com.

- أخذ الشكل القانوني للشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL أهمية خاصة، كونه يعرف انتشاراً واسعاً، إذ أن 70% من المؤسسات الخاصة العاملة بولاية غرداية اختارت هذا الشكل، تلاه الشكل القانوني للشركات الشخصية ذات المسؤولية المحدودة EURL بنسبة 18% من مجموع المؤسسات الخاصة، أما الشكل القانوني لشركات التضامن SNC فبلغت نسبته 10% من مجموع المؤسسات الخاصة، في حين شكلت الشركات ذات الأسهم SPA نسبة 2%. و يفسر لجوء المؤسسات الخاصة إلى الشكل القانوني للمؤسسة ذات المسؤولية المحدودة والذي يهيمن على عينة الدراسة، بكونها سهلة الإنشاء وتسمح باشتراك رؤوس الأموال من مصادر مختلفة أو عائلية بالدرجة الأولى بالنسبة للمؤسسات الجزائرية، بينما يقل اللجوء إلى شكل المؤسسات ذات الأسهم نظراً لكثرة المؤسسين والذين يُقدِّرون بسبعة مساهمين على الأقل، حيث لا تسمح المؤسسات الخاصة ذات الطابع العائلي بقبول إشراك رؤوس الأموال قادمة من خارج المؤسسة؛

- من خلال دراستنا للارتباط بين المتغيرات الخارجية فيما بينها، خلصنا إلى وجود ارتباط ضعيف عموماً بين هذه المتغيرات، ماعدا الارتباط العكسي الذي سُجِّل بين الشكل القانوني للشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL والشكل القانوني للمؤسسة ذات الشخص الوحيد و ذات المسؤولية المحدودة EURL والذي بلغ معاملته 74% و قد يعود ذلك إلى تغيير مؤسسة ضمن العينة لشكلها القانوني من SARL إلى الشكل القانوني EURL سنة 2014.

- اعتمدت مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية في تمويلها بشكل كبير على أموالها الخاصة التي تضم كل من التمويل الذاتي الذي يُشكل المصدر الأساسي لتمويل احتياجاتها المالية و في حالة عدم تمكن هذه المؤسسات من تمويل احتياجاتها المالية بواسطة هذا المصدر، تلجأ إلى الرفع في رأس مالها نقداً لصالح المساهمين الحاليين لتمويل كل احتياجات الاستثمار و الاستغلال، لذلك مَثَلت الأموال الخاصة النسبة العظمى من مصادر التمويل؛ ويعود ذلك إلى كون المؤسسات الخاصة في ولاية غرداية، تأخذ في الغالب شكل مؤسسات عائلية وتتميز بارتفاع نسبة تسييرها من قبل مالكيها، حيث بلغت هذه النسبة 84% من إجمالي المؤسسات محل الدراسة، إذ تعتمد على تحويل الذمة المالية الشخصية للمالك-المسير إلى الذمة المالية المهنية -أي للمؤسسة- و ذلك حفاظاً على السيطرة العائلية، أما في المرتبة الثانية فتعتمد هذه المؤسسات في تمويلها على الديون الأخرى، و ذلك خلال فترة الدراسة ماعدا سنة 2012 و يعود ذلك إلى وضع الشركاء لمبالغ معتبرة تحت

تصرف المؤسسة في شكل حسابات جارية للشركاء و التي تكون إما ناتجة عن الأرباح التي لم يتم سحبها أو ناتجة عن اقرضات الشركاء أو مقرضين آخرين من العائلة أو الأصدقاء أو مقرضين غير رسميين. أما في المرتبة الثالثة فقد اعتمدت المؤسسات الخاصة بولاية غرداية على الديون التجارية في كل السنوات ماعداً سنة 2012 التي احتلت فيها ديون الموردين المرتبة الثانية ضمن مصادر تمويل المؤسسات الخاصة. و أخيراً يتم اعتماد هذه المؤسسات على الديون البنكية سواء كانت ديون مالية قصيرة الأجل أو طويلة الأجل.

- أظهرت نتائج تقدير نماذج المعادلات الآتية S_1, S_2, S_3, S_4 وجود تأثير سلمي لعجز التمويل الداخلي السابق على التغير في رأس المال نقداً و بضم الاحتياطات، وذلك لكون الرفع في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات لصالح المساهمين الحاليين -الذين يملكون حصص سابقة في المؤسسة- يُشكّل مصدر تمويل داخلي، فارتفاع هذا العجز يُحوّل دون تدبير الأموال من هذا المصدر، لعدم إمكانية تحويل الذمة المالية الشخصية إلى الذمة المالية المهنية للملاك- المسيرين في المؤسسات محل الدراسة و ذلك بسبب استنفاد ثروة المساهمين الخاصة.

- كشفت نتائج تقدير نموذج المعادلتين الآتيتين S_1 عن تأثير إيجابي لعجز التمويل الداخلي السابق على التغير في الديون المالية قصيرة الأجل و الذي يُفسّر بالاحتياج للتمويل الخارجي الناتج عن الفرق بين فرص الاستثمار ذات المردودية و قدرات التمويل الداخلي، فارتفاع عجز التمويل الداخلي السابق بوحدة واحدة في مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية يؤدي إلى ارتفاع الديون المالية قصيرة الأجل بـ 0,900592.

- أظهرت نتائج تقدير نماذج المعادلات الآتية S_3, S_6, S_7, S_9 وجود تأثير إيجابي لعجز التمويل الداخلي الحالي على التغير في الديون المالية طويلة الأجل.

- كما كشفت نتائج تقدير نماذج المعادلات الآتية S_2, S_8, S_9 عن عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لعجز التمويل الداخلي السابق على التغير في الديون الأخرى ومن خلال نتائج تقدير النماذج S_4, S_5, S_6, S_8 لم يظهر كذلك تأثيراً لمتغيرة عجز التمويل الداخلي لا الحالي ولا السابق على التغير في ديون الموردين.

- أشارت نتائج تقدير النموذج الأول S_1 إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين التغير في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات والتغير في الديون المالية قصيرة الأجل، والتي تدل على أن استخدام الرفع في رأس مال نقداً وبضم الاحتياطات يُعد تمويل مطلوب مسبقاً للحواء إلى الديون المالية قصيرة الأجل، و بالتالي فهذين القرارين التمويلين يُتخذان معاً، فهما مُكملان لبعضهما و ليسا بديلين، بحيث تستخدم المؤسسات الخاصة بولاية غرداية الرفع في رأس المال نقداً و بضم الاحتياطات ثم الديون المالية قصيرة الأجل لتغطية الاحتياجات المالية.

- أظهرت نتائج تقدير النموذج الثالث S_3 وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين التغير في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات والتغير في الديون المالية طويلة الأجل فهذين القرارين التمويلين أيضاً يُتخذان معاً، وبالتالي فهما مُكملان لبعضهما و ليسا بديلين أيضاً، أي تستخدم مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية الرفع في

- رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات ثم الديون المالية طويلة الأجل لتغطية الإحتياجات المالية باعتبار هذا الرفع في رأس المال يكون في صالح المساهمين الموجودين أو الحاليين - المالكين لخصص سابقة في المؤسسة- و لا يؤدي إلى مشاكل عدم التماثل في المعلومات و الإختيار المعاكس وضياع السيطرة، كما أنه يرفع من حظوظ المؤسسة في جلب مصادر تمويلية خارجية بنكية و يُحسِّن من صورة المؤسسة أمام المقرضين.
- كشفت نتائج تقدير النموذج الثاني S_2 عن وجود تأثير سلبي للتغير السابق في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات على التغير الحالي في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات.
 - توصلنا من خلال تقدير نموذجي المعادلات الآنية S_2, S_4 إلى عدم وجود تأثير ذو دلالة للتغير في رأس المال نقداً و بضم الاحتياطات على التغير في الديون الأخرى وعلى التغير في ديون الموردين.
 - أشارت نتائج تقدير النموذج الخامس S_5 إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة بين التغير في ديون الموردين والتغير في الديون المالية قصيرة الأجل.
 - كما أظهرت نتائج تقدير النموذج السادس S_6 إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة بين التغير في الديون المالية طويلة الأجل والتغير في ديون الموردين.
 - كشفت نتائج تقدير النموذج السابع S_7 عن عدم وجود علاقة ذات دلالة بين التغير في الديون المالية طويلة الأجل والتغير في الديون المالية قصيرة الأجل.
 - كما أشارت نتائج تقدير النموذج الثامن S_8 إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة بين التغير في الديون الأخرى والتغير في ديون الموردين.
 - أظهرت نتائج تقدير النموذج التاسع S_9 عدم وجود علاقة ذات دلالة بين التغير في الديون الأخرى والتغير في الديون المالية طويلة الأجل.

أما عن محددات القرارات التمويلية في مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية، فقد:

- كشفت نتائج تقدير نماذج المعادلات الآنية S_1, S_3, S_4 عن وجود تأثير سلبي للمردودية المالية على التغير في رأس المال نقداً و بضم الاحتياطات وتأثير إيجابي لها على كل من التغير في الديون المالية قصيرة الأجل عند تقدير نماذج المعادلات الآنية S_1, S_5, S_7 وعلى التغير في الديون المالية طويلة الأجل عند تقدير النموذج الثالث S_3 وتأثير إيجابي كذلك للمردودية المالية على التغير في الديون الأخرى وذلك عند تقدير نماذج المعادلات الآنية S_2, S_8, S_9 في حين لم تظهر دلالة المردودية المالية على التغير في ديون الموردين عند تقدير نماذج المعادلات الآنية S_4, S_5, S_6, S_8 .
- كما أظهرت نتائج تقدير نموذجي المعادلات الآنية S_1, S_3 تأثير إيجابي للنمو على التغير في رأس مال نقداً وبضم الاحتياطات وتأثير سلبي له على التغير في الديون المالية قصيرة الأجل، مما يدل على اعتماد المؤسسات

- الخاصة بولاية غرداية على الرفع في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات من قبل العائلة في تمويل نمو رقم أعمالها، أما عند انخفاض النمو الناجم عن تراجع إيرادات الاستغلال، فتلجأ إلى الديون المالية قصيرة الأجل.
- كشفت نتائج تقدير النموذج الرابع S_4 عن وجود تأثير إيجابي للنمو على التغيير في ديون الموردين، فارتفع رقم الأعمال في المؤسسات محل الدراسة ينشئ عنه احتياجات مالية يتم تغطيتها باللجوء إلى قرض الموردين، وذلك لكونه يُعد وسيلة لشراء المواد والسلع والمعدات بتأجيل موعد سداد أثمانها.
- كما لم تظهر نتائج تقدير نماذج المعادلات الآتية $S_2, S_3, S_6, S_7, S_8, S_9$ دلالة النمو على التغيير في الديون الأخرى وعلى التغيير في الديون المالية طويلة الأجل.
- أشارت نتائج تقدير نماذج المعادلات الآتية S_1, S_2, S_3 إلى وجود تأثير إيجابي للشكل القانوني لشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL و الشكل القانوني لشركات التضامن SNC على التغيير في رأس مال نقداً و بضم الاحتياطات وتأثير سلبي لهذا الشكل القانوني الأخير - SNC - على التغيير في الديون المالية قصيرة الأجل.
- كشفت نتائج تقدير نماذج المعادلات الآتية $S_2, S_4, S_5, S_6, S_7, S_8, S_9$ عن عدم تأثير كل من الشكل القانوني للشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL، الشكل القانوني لشركات التضامن SNC و الشكل القانوني للمؤسسة ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة EURL على كل من التغيير في الديون الأخرى وعلى التغيير في الديون المالية طويلة الأجل وعلى التغيير في ديون الموردين.
- كما أظهرت نتائج تقدير النموذج السابع S_7 وجود تأثير إيجابي للحجم على التغيير في الديون المالية قصيرة الأجل، فالزيادة في الحجم بوحدة واحدة تزيد من اعتماد المؤسسات الخاصة بولاية غرداية على الديون المالية قصيرة الأجل بـ 0,0384889، في حين لم تظهر نتائج تقدير نماذج المعادلات الآتية $S_1, S_2, S_3, S_4, S_5, S_6, S_7, S_8, S_9$ تأثير الحجم على بقية مصادر تمويل هذه المؤسسات.
- كشفت نتائج تقدير نماذج المعادلات الآتية S_3, S_6, S_7 عن وجود تأثير سلبي لعمر المؤسسة على التغيير في الديون المالية طويلة الأجل، في حين لم يظهر تأثيره على التغيير في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات، كما تشير نتائج تقدير نماذج المعادلات الآتية $S_4, S_5, S_6, S_7, S_8, S_9$ إلى عدم وجود تأثير لعمر المؤسسة على التغيير في ديون الموردين وعلى التغيير في الديون المالية قصيرة الأجل وعلى التغيير في الديون الأخرى.
- كما أظهرت نتائج تقدير نموذجي المعادلات الآتية S_3 و S_7 وجود تأثير سلبي للملكية المسير على التغيير في الديون المالية طويلة الأجل، أما النماذج S_5, S_6, S_8 فقد كشفت عن وجود تأثير إيجابي للملكية المسير على التغيير في ديون الموردين ويفسّر ذلك بتفضيل مُسيري مؤسسات القطاع الخاص بولاية غرداية اللجوء إلى قرض المورد، وهنا تتجسد إرادة المسيرين في اختيار ذلك، كونه يُعد أكثر جاذبية من الديون البنكية، ولا يتطلب تدخّل المورد في تسيير المؤسسة مقارنة بما يضعه البنك من شروط خاصة، و بالتالي لا يتعرض هؤلاء الملاك-المسيرين لفقدان سيطرتهم العائلية؛ في حين لم تُظهر نتائج تقدير نماذج المعادلات

الآنية $S_1, S_2, S_4, S_5, S_7, S_8, S_9$ تأثير ملكية المسير على كل من التغيير في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات وعلى التغيير في الديون المالية قصيرة الأجل وعلى التغيير في الديون الأخرى.

- وفيما يتعلق بقطاع النشاط، فقد كشفت نتائج تقدير نماذج المعادلات الآنية S_2, S_4, S_5, S_6, S_8 عن وجود تأثير إيجابي لقطاع خدمات الصيانة على كل من التغيير في الديون الأخرى وعلى التغيير في ديون الموردين ووجود تأثير إيجابي لقطاع التجارة و قطاع الصناعة الكيماوية والبلاستيك وقطاع البناء والأشغال العمومية وقطاع صناعة الورق على التغيير في ديون الموردين؛ كما أظهرت نتائج تقدير نماذج المعادلات الآنية $S_1, S_2, S_3, S_4, S_5, S_6, S_7, S_9$ عدم وجود تأثير لقطاعات النشاط على كل من التغيير في رأس المال نقداً وبضم الاحتياطات، التغيير في الديون المالية قصيرة الأجل وعلى التغيير في الديون المالية طويلة الأجل.

II- التوصيات:

من خلال نتائج دراستنا و الصعوبات التي واجهتنا، يمكننا اقتراح التوصيات التالية:

- اعتماد متغيرة عجز التمويل الداخلي من قبل مسيري المؤسسات الخاصة بولاية غرداية عند اتخاذ قراراتهم التمويلية والاستفادة من النماذج التي توصلت إليها نتائج الدراسة لترشيد تلك القرارات؛

- إلزام المؤسسات بضرورة إيداع حساباتها الاجتماعية من ميزانيات وجداول حساب النتيجة بشكل منتظم، مع ارفاقها بتقرير محافظ الحسابات وذلك لضمان تصحيح الأخطاء المحاسبية الواردة في القوائم المالية. نظراً لوجود أخطاء في عدد كبير منها، مما استدعى استبعاد عدد معتبر من المؤسسات الأمر الذي حال دون اسقاط الدراسة على عينة أكبر؛

- إلزام المؤسسات بإيداع محاضر الجمعية العامة، نظراً لما تتضمنه من معلومات وقرارات مالية، ليتسنى للباحثين دراستها بشكل دقيق؛

III- آفاق الدراسة :

تجدر الإشارة إلى أنه يمكن التوصل إلى نتائج أفضل لو توفرت البيانات المالية السليمة من الأخطاء لتزيد من حجم العينة خلال سنوات الدراسة، لذا فالنتائج المتوصل إليها كانت في الحدود الزمنية والمكانية وحدود المتغيرات والأدوات المستخدمة، الأمر الذي يفتح الآفاق التالية:

- يمكن اجراء دراسة مماثلة على عينة كبيرة من مؤسسات القطاع الخاص عاملة في مختلف ولايات الوطن لتزيد من تمثيل المؤسسات في الجزائر؛

- يمكن اجراء دراسة مماثلة على عينة من مؤسسات مدرجة في سوق الأوراق المالية وباستخدام نماذج المعادلات الآنية؛

- ربط نسبة ملكية المسير- المساهم بقرارات تمويل المؤسسات الخاصة غير الفردية؛

المراجع

أولاً : باللغة العربية :

I- الكتب :

- 1- أبو موسى رسمية أحمد، الأسواق المالية و النقدية، دار المعزز للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2005.
- 2- آل شبيب دريد كامل، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، ط2، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2009.
- 3- الحناوي محمد ، مصطفى نihal فريد، إسماعيل السيدة عبد الفتاح، الصيفي السيد، الاستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 4- الحناوي محمد صالح، نihal فريد مصطفى، رسمية زكي قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.
- 5- الحناوي محمد صالح، الصحن محمد فريد، سلطان محمد سعيد، مقدمة في الأعمال و المال، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 1999.
- 6- الداغر محمود محمد، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان الأردن، 2005.
- 7- الزدري عبد النافع، فرح غازي، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001.
- 8- الشديفات خلدون إبراهيم، إدارة وتحليل مالي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001.
- 9- الشاورة فيصل محمود، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الأسس النظرية والعملية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 10- الصياح عبد الستار مصطفى، العامري سعود جايد، الإدارة المالية، أطر نظرية و حالات عملية، ط3، دار وائل، عمان، الأردن، 2007.
- 11- الصيرفي محمد، تعلّم كيفية تحديد هيكلك وقراءة قوائمك المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر 2007.
- 12- العامري سعود جايد مشكور، الإدارة المالية في الشركات متعددة الجنسيات، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- 13- النعيمي عدنان تايه، الساقى سعدون مهدي ، سلام أسامة عزمي، موسى شقيري نوري، الإدارة المالية النظرية و التطبيق، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2008.

- 14- النعيمي عدنان تايه، الساقى سعدون مهدي، سلام أسامة عزمي، شقيري نوري موسى، الإدارة المالية النظرية و التطبيق، ط5، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2014.
- 15- النعيمي عدنان تايه، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- 16- أندراوس عاطف وليم، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008.
- 17- بن ساسي إلياس، الخيارات الاستراتيجية لنمو المؤسسة الأسس النظرية لعملية المفاضلة بين البدائل الاستراتيجية للنمو، ط1، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011.
- 18- بن ساسي إلياس، يوسف قريشي، التسيير المالي، ج1، ط2، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011.
- 19- حماد طارق عبد العال، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006.
- 20- حماد طارق عبد العال، حوكمة الشركات، المفاهيم، المبادئ، التجارب، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.
- 21- حنفي عبد الغفار، رسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
- 22- حنفي عبد الغفار، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003-2004.
- 23- حنفي عبد الغفار، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية الجديدة، إسكندرية، مصر، 2002.
- 24- رزق عادل محمد، الاستثمارات في البنوك و المؤسسات المالية من منظور إداري و محاسبي، دار طيبة للنشر والتوزيع و التجهيزات العلمية، القاهرة، مصر، 2004.
- 25- شاكر منير، إسماعيل إسماعيل، عبد الناصر نور، التحليل المالي مدخل اتخاذ القرارات، ط2، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005.

- 26- شيخي محمد، طرق الاقتصاد القياسي، محاضرات وتطبيقات، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع عمان، الأردن، 2012.
- 27- طيب محمد شفيق حسين، عبيدات محمد ابراهيم، أساسيات الادارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997.
- 28- عبد الرحيم محمد إبراهيم، اقتصاديات الاستثمار و التمويل و التحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، مصر، 2008.
- 29- عبد المطلب عبد المجيد، اقتصاديات النقود و البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 30- عثمان سعيد عبد العزيز، دراسات جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2002.
- 31- عطية عبد الرحمان، المحاسبة المعمقة وفق النظام المحاسبي المالي، ط2، مطبعة محمد مولاها، برج بوغريج الجزائر، 2014.
- 32- عفانه جهاد عبد الله، أو عبيد قاسم موسى، ادارة المشاريع الصغيرة، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2004.
- 33- عقل مفلح محمد، مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 34- فاخر عبد الستار، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية 2002.
- 35- مرسي جمال الدين، أحمد عبد الله اللحج، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006.
- 36- مطر محمد، إدارة الاستثمارات الإطار النظري و التطبيقات العملية، ط6، دار وائل، عمان، الأردن، 2013.
- 37- مياسي إكرام، الاندماج في الاقتصاد العالمي و انعكاساته على القطاع الخاص في الجزائر، دار هومه للطباعة و النشر و التوزيع، الجزائر، 2012.
- 38- هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003.

- 39-هندي منير إبراهيم، حوكمة الشركات مدخل في التحليل المالي وتقييم الأداء، دار المعرفة الجامعية، مصر، 2011.
- 40-هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ط2، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 41- هندي منير إبراهيم، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، ط5، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003.

II- البحوث الجامعية :

- 42- الأغا بسام محمد، أثر الرافعة المالية و تكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، أوت، 2005.
- 43-السلفيتي عبد الرحمان عقلة علي، تأثير ضريبة الدخل في تمويل الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، جامعة النجاح الوطنية نابلس، فلسطين، 2005.
- 44-العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، 2010-2011.
- 45-براق محمد، بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 1999.
- 46-بن الضب علي، دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009.
- 47-بن ساسي إلياس، تمويل احتياجات النمو الداخلي للمؤسسة، حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب ENAFOR، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2003.
- 48-دادن عبد الغني، قياس و تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، حالة بورصتي الجزائر و باريس، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2006-2007.

- 49-دادن عبد الوهاب، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية- نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008.
- 50-زغود تبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعات العام والخاص في الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009.
- 51-سويسي هواري، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2008/2007.
- 52-صاطوري الجودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006/2005.
- 53-قريشي يوسف، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005.
- 54-هنانده موفق رفاعي عبد الرحمن، أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن(1996-2006)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، الأردن، 2007.

III-المقالات المنشورة :

- 55- المومني غازي فلاح، حسن علي محمود، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، دراسات، العلوم الإدارية، الأردن، المجلد 38، العدد 2، 2011.
- 56- بربيش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل ا لمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة حالة شركة SOFINANCE، مجلة الباحث، العدد 05، جامعة ورقلة، 2007.
- 57- دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، الإسهامات النظرية، مجلة الباحث، العدد 04، جامعة ورقلة، 2006.
- 58- دادن عبد الغني، قرار التمويل تحت تأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، عدد 06، جامعة ورقلة، 2008.
- 59- دادن عبد الوهاب، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة ورقلة، 2010/2009.

- 60- مزاحم محمد يحيى، محمود حمدون عبد الله، استخدام طريقتي (2SLS) و (3SLS) في تقدير منظومة المعادلات الآتية للأسعار العالمية للحبوب للمدة 1961-2002، تنمية الرافدين، العدد 93، مجلد 31، كلية الإدارة والاقتصاد-جامعة الموصل، العراق، 2009
- 61- مفتاح صالح ، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع الأسواق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2010/2009.
- 62- يجاوي مفيدة، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد 3، أكتوبر، 2002.

IV-المؤتمرات و الملتقيات و الأيام الدراسية :

- 63-زغيب مليكة، غلاب نعيمة، قمري زينة، دراسة السلوك المالي في المؤسسات الصناعية الجزائرية دراسة حالة، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر العلمي الثالث حول إدارة الأعمال : التحديات العالمية المعاصرة، كلية الاقتصاد و العلوم الإدارية، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، الأردن، أيام 27-29 أبريل 2009.
- 64-قريشي يوسف، بن ساسي إلياس، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف-الجزائر، يومي 17 و 18 أبريل 2006.

ثانيا : باللغة الأجنبية :

I- Ouvrages :

- 65-BOURBONNAIS Régie, **Économétrie**, 8ème édition, Dunod, Paris, 2011.
- 66-Burlaud Alain, Arnaud Tavron, Annaïck Guyvarc'k, **Finance, manuel**, édition Foucher, Paris, 2007/2008.
- 67-Conso Pierre, Farouk Hemici, **gestion financière de l'entreprise**, 9ème édition, Dunod, 1999.
- 68-DAVIDSON, Russell James G. MACKINNON, **econometric theory and methods**, 1999.
- 69-Lehman Paul-Jacque,, **Bourse et marché financier**, 2ème édition, Dunod, Paris, 2005.
- 70-Mishkin Frederic S., **Monnaie, Banque, Marchés financiers**, Pearson éducation, Paris, 2007.
- 71-Rejem Necib, **La gestion financière à court terme**, Dar El-oulom Annaba, Algerie, 2005.

- 72- Sopel Daniel, **contrôle de gestion, Analyse financière, comptabilité des sociétés**, éducation, Paris, 1999.
- 73- Soros George, **l'alchimie de la finance**, Valor éditions, Paris, 1999.
- 74- Barreau Jean , Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye, **Gestion financière cas pratique**, 8ème édition, Dunod, Paris, 2006.
- 75- Beltas Abdel Kader , **Marchés des capitaux et la structure par échéance des taux d'intérêt**, édition Légende, Alger, 2008.
- 76- Boubakri Narjess , Imed Chkir, yoser Gadhoun, Maher Kooli, **les principes de la finance d'entreprise**, Montréal, Québec, 2005.
- 77- Bouri Abdelfattah , **Gestion Financière**, Imprimerie le livre d'art, Tunis, 2007.
- 78- Brealey Richard , Stewart Myers, Franklin Allen, **Principes de gestion financière**, 8ème édition, Pearson, Paris, 2006.
- 79- Bruce E. HANSEN, **Econometrics**, University of Wisconsin, Etats-unis, 2016,11/11/2016,
<http://www.ssc.wisc.edu/~bhansen/econometrics/Econometrics.pdf>
- 80- Burlaud Alain , Annaïck Guyvarc'k, Arnaud Tauvron, **Finance, Applications et cas corrigés**, édition Sup' Foucher, Paris, 2008/2009.
- 81- cabane Pierre , **l'essentiel de la finance à l'usage des managers**, édition d'organisation, 2004.
- 82- Ceddaha Franck , **Fusions Acquisitions évaluation**, Négociation structuration, economica, 2005.
- 83- Chiha Khemissi , **Gestion et stratégie financière**, Dar Houma, Alger, 2005.
- 84- Ciaran Walsh, **les ratios clés du management**, 3ème édition, village Mondial, Paris, 2005.
- 85- Cohen Elie , **Gestion financière de l'entreprise et développement financière**, EDICEF, Paris, 1991.
- 86- de Boissieu Christian , Yver Chaput, **L'endettement richesse de l'entreprise ?**, Litec Nexis, Paris, 2005.
- 87- de la Bruslerie Hubert , **Analyse Financière, information financière et diagnostic**, 3ème édition, Dunod, 2006.
- 88- de la Bruslerie Hubert, **Analyse Financière, information financière et diagnostic et évaluation**, 4ème édition, Dunod, .
- 89- Forget Jack , **Analyse financière**, édition d'organisation, Paris, 2005.
- 90- Forget Jack , **Financement et rentabilité des investissements**, édition d'organisation, Paris, 2004

- 91-GREENE William , **Econométrie**, traduction de Dider SCHLACTHER, théophile Azomaihou, Stéphanie MONJON, Phu Nguyen, 5ème édition, Pearson Education, 2005
- 92-Guillen Thierry , Martin Tables, **Optimiser, Gestion et Qualité pour créer de la valeur**, Dunod, Paris, 2008.
- 93-L.Honoré, **Gestion financière**, Armand colin, Nathan, 2004.
- 94-Legros George , **stratégie financière des groupes**, Ellipses, Paris, 2006.
- 95-léart Michel , **de la finance informelle à la micro finance**, édition des archives contemporaines, France, 2007.
- 96-Marie Henry Gérard, **les marchés financiers**, Arnaud Colin édition Mathan, 1999.
- 97-Meier Olivier , Guillaume Seheir, **Fusion Aquisitions**, 2ème édition, Dunod, Paris, 2006.
- 98-Murphy John , **l'analyse technique des marchés financiers**, Valor édition, Hendaye, 2003.
- 99-Navette Patrick , **Instruments et Marchés financiers**, édition management, Paris, 1992.
- 100- Paucher Pierre , **Mesure de la performance financière de l'entreprise**, OPU, Alger, 1993.
- 101- Paul Amadiou, Véronique Bessière, **Analyse de l'information financière, diagnostic, évaluation, Prévisions et risques**, economica, Paris, 2007.
- 102- Picon Olivier , **La bourse des mécanismes, gérer son portefeuille, réussir ses placements**, Delmas, 14ème édition, Paris, 2000.
- 103- Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, 7ème édition, Dalloz, Paris, 2009.
- 104- Ramage Pierre , **Analyse et diagnostic financier**, éditions d'organisation, Paris, 2001.
- 105- Ramage Pierre , **Finance de marché**, édition d'organisation, Paris, 2002.
- 106- Soufi Ménouar, **Gestion du portefeuille**, OPU, Alger, 2003.
- 107- St-pierre Josée, **La gestion financière des PME Théories et pratiques**, PUQ, Québec, 1999.
- 108- Swanson Zane , Bin Srinidhi, Ananth Seetharaman, **The capital structure paradigm : evolution of debt/equity choices**, Praeger Publishers, LONDON, 2003.
- 109- Veysseyre Renée , **Statistique et probabilités pour l'ingénieur**, 2eme édition, Dunod, Paris, 2006.

- 110- Vizzavona Patrice , **Gestion financière**, 9ème édition, Berti, Alger , 1999.
- 111- Vizzavona Patrice , **Pratique de Gestion**, Analyse financière, Berti édition, Tome 1, Alger, 1991.
- 112- Wooldridge Jeffrey M. , **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, 2002.

II-Thèses :

- 113- BELLETTRE Ingrid, **les choix de financement des très petites entreprises**, thèse de doctorat, université Lillenord de France, 2010.
- 114- Medkouri Boubker, **la gestion des ressources financières de la firme: entre sécurisation Interne Fragilisation externe**, thèse doctorat, université des sciences sociales de Toulouse I, 2000.
- 115- TRABELSI Asma, les déterminants de la structure du capital et les particularités du financement dans les PME : une étude sur données financières, thèse doctorat, université Paris IX, Dauphine EDOG est, 2006.

III-Articles :

- 116- AL- Shubiri Faris, Determinants of Capital Structure Choice: A Case Study of Jordanian Industrial Companies, An-Najah Univ. J. of Res. (**Humanities**), Vol. 24(8), Jordan, 2010.
- 117- Charreaux Gérard, **la théorie financière et la stratégie financière**, IAE, Faculté de Science économique et de gestion, Août, 1992, disponible sur : <http://perso.orange.fr/gerard.charreaux/perso/articles/THFISTG.pdf>.
- 118- Charreaux Gérard, **Structure de propriété, relation d'agence et performance financière**, Actes des journées Strasbourg IAE, septembre, 1989.
- 119- Charreaux Gérard,, **La théorie positive de l'agence: lecture et relecture**, IAE Dijion – CR EGO/LAteg, Bourgogne, Septembre, 1998.
- 120- Charreaux Gérard , Philippe Desbières, Gouvernance des entreprises: valeur partenariale contre valeur actionnariales, **Finance contrôle stratégie**, Vol 1, N=0 2, Juin, 1998.

- 121- Daskalakis Nikolaas, Dimitros Vasiliou, Institutional characteristic and capital structure : Across-national comparision, **Global finance Journal**, Vol 19, Issue3, 2009.
- 122- Faghali Khalil, Le crédit-bail, outil stratégique de financement, Analyse de la situation libanaise, **libanaise science journal**, Vol 8 № 2, 2007, p:183. 02/12/2010, <http://www.cnrs.edu.lb/info/feghali.pdf>
- 123- Hovakimian Armen, Are Observed Capital Structures Determined by Equity Market Timing?, **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Cambridge University, Vol. 41, No. 1, Mar, 2006.
- 124- Srairi Samir Abderrazake, Motivation et valorisation boursière des rachats d'action des entreprises tunisiennes, **Revue libanaise de gestion et d'économie**, N=0 3, 2009.
- 125- Aydin Ozkan , Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long-Run Target: Evidence from UK Panel Data, **Journal of Business Finance and Accounting**, 28 (January/March), 2001.
- 126- BESBES Lobna , BOUJELBENE Youne, Le rôle de la dette à court terme dans la structure du capital ; Cas des entreprises Françaises, 28/04/2017, <https://fr.scribd.com/document/143777093/7-Besbes-boujelbene>
- 127- Carpentier Cécile , choix de financement et ratio cible : le cas français, **l'actualité économique**, vol 76, N=° 3, 2000, 04/02/2012, <http://id.erudit.org/iderudit/602328ar>
- 128- Carpentier Cécile , **la recherche et la finance d'entreprise, des théories peu pratiques**, Université Laval, Canada, 2000, 13/05/2010, http://www.fsa.ulaval.ca/html/fileadmin/pdf/Ecole_comptabilite/Publications/2000-06-3.pdf
- 129- Chee K. Ng, Janet Kiholm Smith, Richard L. Smith, Evidence on the Determinants of Credit Terms Used in Interfirm Trade, **The Journal of Finance**, Vol. 54, No. 3 (Jun., 1999), pp.1109-1129.
- 130- Chen Jian , Chunxia Jiang , Yujia Lin , What determine firms' capital structure in China?, **Managerial Finance**, Vol. 40 Iss 10, King Mongkut University of technology Thonburi, 2014.
- 131- Chirinko.Robert S, Singha. Anuja R, Testing static trade-off against pecking order models of capital structure: a critical comment, **Journal of Financial Economics** 58 (2000) 417-425.

- 132- Constant Djama, **le risque de faillite modifie-t- il la politique comptable?**, IAE de Toulouse, cahier de recherche N° 156 – Mai 2003, http://www.iae-toulouse.fr/files/158_pdf.pdf.
- 133- Corynne Jaffeux, **Signal et efficacité des marchés, Impact d'une notation lors de l'émission de billets de trésorerie sur le marché à règlement mensuel**, 2nd AFIR colloquium, 3, 1991.
- 134- Dreeper Sébastien , Frédéric Romon, **L'utilisation des programmes de rachat d'action en France**, IAE Cedex, Juin, 2003. http://www.univ-valenciennes.fr/IAE/_recherche_gestion/recherche/pdf/Dreeper_Romon%20juin.pdf consulté le 28/06/2010 à 10:45.
- 135- Elion Jani, **les déterminants des liquidités des entreprises suisses**, cahier de recherche N° 17, Université de Genève, Section HEC, Mai 2003, http://www.hec.unige.ch/recherches_publications/cahiers/2003/2003.17.pdf
- 136- FEKI Chiraz , Nouri CHETOUROU, Capital social et croissance économique : analyse empirique sur données de pannel, **International journal of innovation and scientific research**, vol. 2, No.1 Jun 2014
- 137- Ferri Michael G. and Wesley H. Jones, Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach, **The Journal of Finance**, Vol. 34, No. 3, Jun., 1979.
- 138- Franklin Allen, Financial Structure and Financial Crisis, **international Review of Finance**, 2, 2001.
- 139- Gerald R. Jensen, Donald R Solberg, and Thomas S. Zorn, Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 27, No. 2 (Jun., 1992)
- 140- Gharaibeh Hisham and Basil Al-Najja, Determinants of Capital Structure:(Evidence from Jordanian Data), **Jordan Journal of Business Administration**, Volume 3, No. 2, 2007.
- 141- Harris Milton , Artur Raviv, the theory of capital structure, **journal of finance**, Vol 46, N=0 1, Mars, 1991.
- 142- Huyghebaert Nancy , Linda Van de Gucht and Cynthia Van Hulle, The Choice between Bank Debt and Trade Credit in Business Start-Ups, **Small Business Economics**, Vol. 29, No. 4 (Dec., 2007)
- 143- Jh VH de wet, Determining the optimal capital structure a practical contemporary approach, **Meditari Accountancy Research**, Vol 14, N° 2, 2006.

- 144- Jose Lopez-Gracia, Cristina Aybar-Arias, An Empirical Approach to the Financial Behaviour of Small and Medium Sized Companies, **Small Business Economics**, Vol. 14, No. 1, Feb., 2000
- 145- Jude C. EGGOH, Développement financier, Instabilité financière et Croissance économique : un réexamen de la relation, **Région et Développement**, N° 32-2010, 11/11/2016, <http://region-developpement.univ-tln.fr/fr/pdf/R32/%5B1%5D%20Eggoh.pdf>.
- 146- Mehmet Şen, Eda ORuç, Testing of pecking order theory in Istanbul Stock Exchange Market, **International Research Journal of finance and Economics**, ISSN 1450-2887-Issue 21,2002.
- 147- Modigliani Franco , Milton Miller, Corporate income taxes and cost of capital: a correction, **American Economic Review**, vol,53, Juin 1963.
- 148- Mr.Ashiqur Rahman et S.M.Arifuzzaman, Testing the trade off and pecking order models of capital structure, **Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF)**, Volume 5, Issue 6. Ver. I (Nov.-Dec. 2014), PP08-14.
- 149- Myers Stewart C. , Capital Structure, **the Journal of economic perspectives**, vol 15, N=0 2, 2001.
- 150- Nam Sang Cheng , Richard Pike, The Trade Credit Decision: Evidence of UK Firms, **Managerial and Decision Economics**, Vol. 24, No. 6/7, (Sep. - Nov., 2003), pp. 419-438
- 151- Petersen,Mitchell A.,Rajan, Raghuram.G, Trade Credit: Theories and Evidence, **Review of Financial Studies**, v10 N°3, 1997, pp.661-691.
- 152- Rajan, Raghuram.G, Luigi Zingales, What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **Journal of Finance, American Finance Association**, Vol 50, No.5, 1995.
- 153- Rebel .A. Cole, **what do we know about the capital structure of privately held firms ? Evidence from the surveys of smal business finances**, SBA, office of advocaly, May, 2008, 13/05/2010, <http://www.sba.gov/advo/research/rs324tot.pdf>
- 154- Shyam-Sunder Lakshmi et Stewart C.Myers , Testing static trade off against pecking order models of capital structure: a critical comment, **Journal of Financial Economics** 51 (1999) 219—244.
- 155- Simon Pariente, Rendement boursier, création de valeur et données comptables : une étude sur le marché français, **finance contrôle stratégie**, Vol 3 Septembre, 2000.

- 156- Sogorb Francisco -Mira y José López-Gracia, **Pecking order versus trade-off: An empirical approach to the small and medium enterprise capital structure**, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A, Edición Junio, 2003.
- 157- Thibierge Christophe , Philippe Thomas, L'effet de levier relecture opérationnel à destination des décideurs financiers d'entreprise, **Cahier de recherche ESCP**, № 97-135, Ecole Supérieure de Commerce, Paris.
- 158- Ukaegbu Ben , Isaiah Oino, The determinants of capital structure, A comparison of financial and non-financial firms in a regulated developing country – Nigeria, **African Journal of Economic and Management Studies**, Deakin University, Vol. 5 Iss 3, 2014.
- 159- Wilson Nicholas , Barbara Summers, Trade Credit Terms Offered by Small Firms: Survey Evidence and Empirical Analysis, **Journal of Business Finance & Accounting**, 29(3) & (4), April/May 2002, pp 317-351.

IV-Séminaires :

- 160- De Medeiros Otavio R – , Cecilio E.Daher, Testing static in Brazilian against Pecking order Models of capital structure in Brazilian firms, the 4thUSP congress of **Management control and Accounting held in Sao Paulo Brazil**, October7-8, 2004.
- 161- Elsas Ralf , David Florysiak, Empirical Capital structure Research: New Ideas, Recent Evidence and Methodological Issues, **Discussion paper, School of management, University Munich, Germany**, July, 2008, https://epub.ub.uni-muenchen.de/4743/2/elsas_florysiak_cs.pdf .
- 162- Et-Taoufik Fathi, Benoit Gailly, la structure financière des PME de la haute technologie, **XIIème conférence de l'association Internationale de mangement stratégique**, les cotes de Carthage, 3-4-5, Juin, 2003.
- 163- Hol Suzan , Nico Vander wijst, The financing structure of non listed firms, **Discussion papers, N=0 468, Statistics Nor way**, Research department, Norweg, August, 2006.
- 164- Kammon Radouane , Sabrina Khemiri, La hiérarchisation d'endettement permet – elle d'atténuer la sous – évaluation lors d'une introduction en bourse?, **Congrès international de l'AFFI**, Juin, 2006.
- 165- Ydriss Ziane, la structure d'endettement des petites et Moyennes entreprises Française: une étude sur données de Panel, **MODEM**, Université

Paris X Nanterre, **Conférence Internationale de L'Association Française de Finance (A.F.F.I), Paris**, Décembre, 2000, 14/08/2017,
http://www.affi.asso.fr/uploads/Externe/05/CTR_FICHER_48_1226070895.pdf

V- Internet :

- 166- Be de Joing, Patrick Verwijmeren, To have a target debt ratio or not : What difference does it make? Applied Financial Economics, RSM Erasmus University, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1023581.
- 167- BOUSSAA NAJET, Dénaturation de la PME et apport de la théorie financière moderne: une application économétrique sur données de panel, 4ème Congrès international Francophone PME, Metz Nancy, France, 1998, 26/04/2017,
<http://www.airepme.org/index.php?action=section&id=253&mois=1&annee=2018>
- 168- Cole Rebel.A. , what do we know about the capital structure of privately held firms? Evidence from the surveys of small business finances, SBA, office of advocacy, May, 2008,
<http://www.sba.gov/advo/research/rs324tot.pdf>
- 169- Colot olivier, Brughin Christiane, Croquet Mélanie, Ratio cible d'endettement et comportement financier de grandes entreprises non cotées, une étude empirique belge <http://affi2007.u-bordeaux4.fr/Actes/113.pdf>
- 170- De waelheyns Nico, Cynthia Van Hulle, Capital structure Dynamics in private business groups, August, 2009, Disponible sur : http://www.mbs.ac.uk/research/accountingfinance/documents/Capitalstructure_dynamics_in_private_business_groups.pdf consulté le 13/05/2010 à 10 : 04.
- 171- Dirk Brounen, Abe de Jong, Kees Koedijk, Corporate Finance in Europe confronting theory with practice, Erasmus Research Institute of management, Rotterdam, the Netherlands,
<http://publishing.eur.nl/ir/repub/asset/1111/ERS%202004%20002%20F&A.pdf>
- 172- Fakhfakh Hamadi, Ben Jedidia Lotfi, Ben Atitallah Rihab, L'investigation empirique gouvernance d'entreprise – politique de financement: quelle difficultés pour les pays émergents ?, <http://affi2007.u-bordeaux4.fr/Actes/186.pdf>
- 173- Gaud Philippe , Choix de financement des firmes Européennes, cahier de recherche, N° 09-2003 Université de Genève, Section HEC, Suisse, Mars,

2003.

http://www.hec.unige.ch/recherches_publications/cahiers/2003/2003.09.pdf

- 174- Gaud Philippe , Elion Jani, Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses: une étude empirique, Université de Genève, http://www.hec.unige.ch/recherches_publications/cahiers/2002/2002.12.pdf
- 175- Gillet Roland , Hubert de la Bruslerie, les conséquences de l'émission d'obligations convertibles: dilution et/ou restructuration financière?, Article, Universitaire, Paris1 –Pantehéon – Sorbonne, Version 29/03/04, consulté le 24/05/2010, http://www.u-cergy.fr/AFFI_2004/IMG/pdf/GILLET.pdf
- 176- Molay Eric , la structure financière du capital, Tests empiriques sur le marché français, université de Nice Sophia Antipolis, IAE Nice cedex, mars, 2004,13/05/2010 http://www.u-cergy.fr/AFFI_2004/IMG/pdf/MOLAY.pdf
- 177- Molay Eric, Un test de la théorie du financement hiérarchise sur données de panel françaises, Université de Nice Sophia Antipolis (CRIFP – IAE Nice), 2006. 19/04/2017, <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00515707/document>
- 178- Paraque Bernard , Stratégie financière des PME,UFR 12, Paris I, Panthéon, Sorbonne, 2003-2004, <http://www.librecours.org/documents/7/767.pdf>
- 179- Psillaki Maria, Nikolaos Daskialakis, Are the determinants of capital structure country of firm specific? Evidence from SMEs, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1341860.
- 180- Saulpic Olivier , Hervé Tanguy, l'impact de la structure financier sur les décisions stratégiques: le cas du Négoce de vin bourguignon, http://www.afc-cca.com/archives/docs_congres/congres2000/Angers/Fichiers/SAULPIC.pdf
- 181- Schauten Marc , Jeap Spronk, Optimal Capital structure: Reflection on Economic and other values, Eramus University, Rotterdam, the netherlands, December, 2006, Disponible sur : <http://publishing.eur.nl/ir/repub/asset/8992/ERS-2006-074-F&A.pdf>
- 182- 16/09/2016 موقع: وزارة الصناعة و المناجم، تاريخ الاطلاع <http://www.mipi.dz/?bulletin-de-veille-statistique>,
- 183- 2016/09/20 ،ALGERIA GLOBAL MARKETS: موقع <https://www.agm.net/companies>

الملاحق

الملحق رقم (1) : نتائج تقدير علاقة الرفع في رأس المال بالديون قصيرة الأجل

sortie de gretl pour acer 2016-12-28 21:33, page 1

Système d'équations, Doubles moindres carrés

Equation 1: OLS, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: AUC

Instruments: const AUC1 DEPTAI RF TAILLE TCA LNAGE SARL SNC EURL
COM ICHIP IMACH TFB IAGRO ITEX IPAP SERVM TRANS SANT DETENTION AN11
AN12 AN13 AN14 deltaDFCTAI DRIS ETR GAR

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	0,290904	0,416019	0,6993	0,4844
deltaDFCTAI	0,691503	0,599498	1,153	0,2487
AUC1	0,248479	0,422047	0,5887	0,5560
DEPTAI	-0,342535	0,111617	-3,069	0,0021 ***
RF	-0,125786	0,0331887	-3,790	0,0002 ***
TAILLE	-0,0191507	0,0242333	-0,7903	0,4294
TCA	0,0418986	0,0224163	1,869	0,0616 *
LNAGE	-0,000472428	0,0152891	-0,03090	0,9753
SARL	0,0954052	0,0604127	1,579	0,1143
SNC	0,142521	0,0735374	1,938	0,0526 *
EURL	0,0443970	0,0641407	0,6922	0,4888
COM	0,0382897	0,0410996	0,9316	0,3515
ICHIP	-0,00258145	0,0387908	-0,06655	0,9469
IMACH	0,0176084	0,0395240	0,4455	0,6559
TFB	0,0277913	0,0417420	0,6658	0,5055
IAGRO	-0,0171445	0,0453565	-0,3780	0,7054
ITEX	0,00936948	0,0418066	0,2241	0,8227
IPAP	0,0192567	0,0593130	0,3247	0,7454
SERVM	0,0468428	0,0424627	1,103	0,2700
TRANS	-0,0335926	0,0565290	-0,5943	0,5523
SANT	0,0380935	0,0622164	0,6123	0,5404
DETENTION	-0,0186897	0,0255532	-0,7314	0,4645
AN11	0,00485101	0,0209437	0,2316	0,8168
AN12	0,0164901	0,0217128	0,7595	0,4476
AN13	-0,0325092	0,0214011	-1,585	0,1123
AN14	-0,0190922	0,0222444	-0,8583	0,3907

Moy. var. dép. 0,005656 Ec. type var. dép. 0,098151
Somme carrés résidus 2,390528 Ec. type de régression 0,103305
R2 0,081519 R2 ajusté -0,020990

Equation 2: OLS, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: deltaDFCTAI

Instruments: const AUC1 DEPTAI RF TAILLE TCA LNAGE SARL SNC EURL
COM ICHIP IMACH TFB IAGRO ITEX IPAP SERVM TRANS SANT DETENTION AN11
AN12 AN13 AN14 deltaDFCTAI DRIS ETR GAR

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	0,290904	0,393793	0,7387	0,4601
deltaDFCTAI	0,691503	0,567469	1,219	0,2230
AUC1	0,248479	0,398498	0,6220	0,5340
DEPTAI	-0,342535	0,105533	-3,242	0,0012 ***
RF	-0,125786	0,0314135	-4,004	6,23e-05 ***
TAILLE	-0,0191507	0,0239386	-0,8349	0,4038
TCA	0,0418986	0,0212187	1,975	0,0483 **
LNAGE	-0,000472428	0,0144723	-0,03264	0,9740
SARL	0,0954052	0,0571850	1,668	0,0952 *
SNC	0,142521	0,0696085	2,047	0,0405 **
EURL	0,0443970	0,0607138	0,7313	0,4646
COM	0,0382897	0,0389038	0,9842	0,3250
ICHIP	-0,00258145	0,0367184	-0,07030	0,9440
IMACH	0,0176084	0,0374123	0,4707	0,6379
TFB	0,0277913	0,0395118	0,7034	0,4818
IAGRO	-0,0171445	0,0429333	-0,3993	0,6897
ITEX	0,00936948	0,0395730	0,2368	0,8128
IPAP	0,0192567	0,0561441	0,3430	0,7316
SERVM	0,0468428	0,0401940	1,165	0,2439
TRANS	-0,0335926	0,0535088	-0,6278	0,5301
SANT	0,0380935	0,0588924	0,6468	0,5177
DETENTION	-0,0186897	0,0241880	-0,7727	0,4397
AN11	0,00485101	0,0198247	0,2447	0,8067
AN12	0,0164901	0,0205527	0,8023	0,4224
AN13	-0,0325092	0,0204470	-1,590	0,1119
AN14	-0,0190922	0,0210559	-0,9067	0,3645

Moy. var. dép. 0,005656 Ec. type var. dép. 0,098151
Somme carrés résidus 2,390528 Ec. type de régression 0,097786
R2 0,081519 R2 ajusté -0,020990

Equation 2: 3SLS, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: deltaDFCTAI

Instruments: const AUC1 DEPTAI RF TAILLE TCA LNAGE SARL SNC EURL
COM ICHIP IMACH TFB IAGRO ITEX IPAP SERVM TRANS SANT DETENTION AN11
AN12 AN13 AN14 deltaDFCTAI DRIS ETR GAR

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	0,290904	0,393793	0,7387	0,4601
deltaDFCTAI	0,691503	0,567469	1,219	0,2230
AUC1	0,248479	0,398498	0,6220	0,5340
DEPTAI	-0,342535	0,105533	-3,242	0,0012 ***
RF	-0,125786	0,0314135	-4,004	6,23e-05 ***
TAILLE	-0,0191507	0,0239386	-0,8349	0,4038
TCA	0,0418986	0,0212187	1,975	0,0483 **
LNAGE	-0,000472428	0,0144723	-0,03264	0,9740
SARL	0,0954052	0,0571850	1,668	0,0952 *
SNC	0,142521	0,0696085	2,047	0,0405 **
EURL	0,0443970	0,0607138	0,7313	0,4646
COM	0,0382897	0,0389038	0,9842	0,3250
ICHIP	-0,00258145	0,0367184	-0,07030	0,9440
IMACH	0,0176084	0,0374123	0,4707	0,6379
TFB	0,0277913	0,0395118	0,7034	0,4818
IAGRO	-0,0171445	0,0429333	-0,3993	0,6897
ITEX	0,00936948	0,0395730	0,2368	0,8128
IPAP	0,0192567	0,0561441	0,3430	0,7316
SERVM	0,0468428	0,0401940	1,165	0,2439
TRANS	-0,0335926	0,0535088	-0,6278	0,5301
SANT	0,0380935	0,0588924	0,6468	0,5177
DETENTION	-0,0186897	0,0241880	-0,7727	0,4397
AN11	0,00485101	0,0198247	0,2447	0,8067
AN12	0,0164901	0,0205527	0,8023	0,4224
AN13	-0,0325092	0,0204470	-1,590	0,1119
AN14	-0,0190922	0,0210559	-0,9067	0,3645

Moy. var. dép. 0,005656 Ec. type var. dép. 0,098151
Somme carrés résidus 2,390528 Ec. type de régression 0,097786
R2 0,081519 R2 ajusté -0,020990

Equation 2: 3SLS, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: deltaDFCTAI

Instruments: const AUC1 DEPTAI RF TAILLE TCA LNAGE SARL SNC EURL
COM ICHIP IMACH TFB IAGRO ITEX IPAP SERVM TRANS SANT DETENTION AN11
AN12 AN13 AN14 deltaDFCTAI DRIS ETR GAR

sortie de gretl pour acer 2016-12-28 21:33, page 2

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	-0,355800	0,837270	-0,4250	0,6709
AUC	2,89607	0,784532	3,691	0,0002 ***
deltaDFCTAI	-0,0279059	0,654050	-0,04267	0,9660
DEPTAI	0,890255	0,337554	2,637	0,0084 ***
RF	0,321983	0,104950	3,068	0,0022 ***
DRIS	-0,853268	0,890372	-0,9583	0,3379
ETR	-0,00222819	0,168909	-0,01319	0,9895
TAILLE	0,0250730	0,0482656	0,5195	0,6034
TCA	-0,112491	0,0665502	-1,690	0,0910 *
GAR	-0,0574375	0,0915987	-0,6271	0,5306
LNAGE	0,00323794	0,0418272	0,07741	0,9383
SARL	-0,222621	0,173599	-1,282	0,1997
SNC	-0,344448	0,211534	-1,628	0,1035
EURL	-0,0898609	0,179837	-0,4997	0,6173
COM	-0,0893214	0,113102	-0,7897	0,4297
ICHIP	0,0456269	0,113030	0,4037	0,6865
IMACH	-0,0300709	0,109402	-0,2749	0,7834
TFB	-0,0411723	0,116208	-0,3543	0,7231
IAGRO	0,0531159	0,123485	0,4301	0,6671
ITEX	-0,0161632	0,113010	-0,1430	0,8863
IPAP	-0,0561384	0,159010	-0,3530	0,7241
SERVM	-0,117131	0,122287	-0,9578	0,3381
TRANS	0,0830426	0,138566	0,5993	0,5490
SANT	-0,0736143	0,176686	-0,4166	0,6769
DETENTION	0,0613182	0,0705987	0,8685	0,3851
AN11	-0,00699787	0,0572457	-0,1222	0,9027
AN12	-0,0361830	0,0593733	-0,6094	0,5422
AN13	0,0844411	0,0643771	1,467	0,1424
AN14	0,0512004	0,0650004	0,8463	0,3974

Moy. var. dép. 0,006284 Ec. type var. dép. 0,086968
Somme carrés résidus 17,33227 Ec. type de régression 0,280047
R2 0,021754 R2 ajusté -0,102187

Equation croisée VCV pour les résidus
(Corrélation au dessus de la diagonale)

0,0095621	(-0,986)
-0,025397	0,069329

logarithme du déterminant = -10,9019

Test Breusch-Pagan pour la matrice de covariance diagonale:

Chi-deux(1) = 243,052 [0,0000]

sortie de gretl pour acer 2016-12-28 21:27, page 2

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	-0,259333	0,753678	-0,3441	0,7308
AUC	2,96944	0,733005	4,051	5,10e-05 ***
deltaDFCTAI	0,0821080	0,170433	0,4818	0,6300
DEPTAI	0,900592	0,316802	2,843	0,0045 ***
RF	0,339842	0,0968189	3,510	0,0004 ***
DRIS	-0,480170	0,698157	-0,6878	0,4916
ETR	0,0477109	0,0814497	0,5898	0,5580
TAILLE	0,0195885	0,0429673	0,4559	0,6485
TCA	-0,116622	0,0623264	-1,871	0,0613 *
GAR	0,00730937	0,0283693	0,2577	0,7967
LNAGE	0,00473914	0,0385443	0,1230	0,9021
SARL	-0,247908	0,159329	-1,556	0,1197
SNC	-0,364034	0,194317	-1,871	0,0613 *
EURL	-0,107422	0,165026	-0,6509	0,5151
COM	-0,0989233	0,105011	-0,9420	0,3462
ICHIP	0,0118619	0,097380	0,1189	0,9053
IMACH	-0,0633942	0,0971588	-0,6525	0,5141
TFB	-0,0622169	0,107015	-0,5815	0,5609
IAGRO	0,0379678	0,114603	0,3313	0,7404
ITEX	-0,0426291	0,102438	-0,4161	0,6772
IPAP	-0,0861345	0,146411	-0,5883	0,5563
SERVM	-0,142545	0,111137	-1,283	0,1996
TRANS	0,0550949	0,126554	0,4353	0,6633
SANT	-0,115424	0,160126	-0,7208	0,4710
DETENTION	0,0537763	0,0658801	0,8163	0,4143
AN11	-0,0121990	0,0531794	-0,2294	0,8186
AN12	-0,0432845	0,0550940	-0,7856	0,4321
AN13	0,0941399	0,0604893	1,556	0,1196
AN14	0,0496242	0,0566644	0,8758	0,3812

Moy. var. dép. 0,006284 Ec. type var. dép. 0,086968
Somme carrés résidus 18,23404 Ec. type de régression 0,270067
R2 0,020065 R2 ajusté -0,104090

Equation croisée VCV pour les résidus
(Corrélation au dessus de la diagonale)

0,0095621	(-0,987)
-0,026075	0,072936

logarithme du déterminant = -10,9521

Test Breusch-Pagan pour la matrice de covariance diagonale:

Chi-deux(1) = 243,719 [0,0000]

Test de sur-identification de Hansen-Sargan: Chi-deux(3) = 0,98549 [0,8048]

الملحق رقم (2) : نتائج تقدير علاقة الرفع في رأس المال بالديون الأخرى

sortie de gretl pour acer 2016-12-22 10:27, page 1

Système d'équations, Doubles moindres carrés

Equation 1: DMC, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: AUC

Instruments: const AUC1 DEPTAL RF TAILLE TCA LNAGE SARL SNC EURL

COM ICHIP IMACH TFB IAGRO ITEX IPAF SERVM TRANS SANT DETENTION AN11 AN12 AN13 AN14 DRIS DAMTA

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	-0,131247	0,492945	-0,2663	0,7900
deltaAUDTA	0,538511	2,83971	0,1896	0,8496
AUC1	-0,235808	0,0688102	-3,427	0,0006
DEPTAL	-0,298600	0,180426	-1,655	0,0979
RF	-0,126639	0,110448	-1,147	0,2516
TAILLE	0,00597526	0,0284472	0,2100	0,8336
TCA	0,0345887	0,0307234	1,126	0,2602
LNAGE	-0,00698832	0,0255826	-0,2732	0,7847
SARL	0,0895553	0,0652766	1,372	0,1701
SNC	0,115983	0,0685352	1,692	0,0906
EURL	0,0456009	0,0716447	0,6365	0,5245
COM	0,0173916	0,0821007	0,2118	0,8322
ICHIP	-0,0150022	0,0817403	-0,1835	0,8544
IMACH	0,0193134	0,0685948	0,2815	0,7783
TFB	0,0193390	0,0432680	0,4470	0,6549
IAGRO	-0,0159275	0,0560008	-0,2844	0,7761
ITEX	0,0159946	0,0523053	0,3058	0,7598
IPAF	0,0585902	0,121894	0,4807	0,6308
SERVM	0,0345871	0,100421	0,3444	0,7305
TRANS	-0,00506417	0,0490204	-0,1033	0,9177
SANT	0,0437524	0,0689458	0,6346	0,5257
DETENTION	-0,0176879	0,0241226	-0,7332	0,4634
AN11	0,0195268	0,0945087	0,2066	0,8363
AN12	0,0240813	0,0663782	0,3628	0,7168
AN13	-0,0160862	0,0845811	-0,1902	0,8492
AN14	-0,0110240	0,0331889	-0,3322	0,7398

Moy. var. dép.	0,005656	Ec. type var. dép.	0,098151
Somme carrés résidus	2,126351	Ec. type de régression	0,097430
R2	0,139055	R2 ajusté	0,042967

Equation 2: DMC, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: deltaAUDTA

Instruments: const AUC1 DEPTAL RF TAILLE TCA LNAGE SARL SNC EURL

COM ICHIP IMACH TFB IAGRO ITEX IPAF SERVM TRANS SANT DETENTION AN11 AN12 AN13 AN14 DRIS DAMTA

sortie de gretl pour acer 2016-12-22 10:28, page 1

Système d'équations, Triples moindres carrés

Equation 1: 3SLS, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: AUC

Instruments: const AUC1 DEPTAL RF TAILLE TCA LNAGE SARL SNC EURL

COM ICHIP IMACH TFB IAGRO ITEX IPAF SERVM TRANS SANT DETENTION AN11 AN12 AN13 AN14 DRIS DAMTA

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	-0,131247	0,466608	-0,2813	0,7785
deltaAUDTA	0,538511	2,68799	0,2003	0,8412
AUC1	-0,235808	0,0651338	-3,620	0,0003
DEPTAL	-0,298600	0,170786	-1,748	0,0804
RF	-0,126639	0,104547	-1,211	0,2258
TAILLE	0,00597526	0,0269273	0,2219	0,8244
TCA	0,0345887	0,0290819	1,189	0,2343
LNAGE	-0,00698832	0,0242158	-0,2886	0,7729
SARL	0,0895553	0,0617890	1,449	0,1472
SNC	0,115983	0,0648735	1,788	0,0738
EURL	0,0456009	0,0678169	0,6724	0,5013
COM	0,0173916	0,0777143	0,2238	0,8229
ICHIP	-0,0150022	0,073731	-0,1939	0,8463
IMACH	0,0193134	0,0649300	0,2975	0,7661
TFB	0,0193390	0,0409563	0,4722	0,6368
IAGRO	-0,0159275	0,0530088	-0,3005	0,7638
ITEX	0,0159946	0,0495107	0,3231	0,7467
IPAF	0,0585902	0,115382	0,5078	0,6116
SERVM	0,0345871	0,0950557	0,3639	0,7160
TRANS	-0,00506417	0,0464013	-0,1091	0,9131
SANT	0,0437524	0,0652622	0,6704	0,5026
DETENTION	-0,0176879	0,0228338	-0,7746	0,4386
AN11	0,0195268	0,0894594	0,2183	0,8272
AN12	0,0240813	0,0628318	0,3833	0,7015
AN13	-0,0160862	0,0800621	-0,2009	0,8408
AN14	-0,0110240	0,0314157	-0,3509	0,7257

Moy. var. dép.	0,005656	Ec. type var. dép.	0,098151
Somme carrés résidus	2,126351	Ec. type de régression	0,092225
R2	0,139055	R2 ajusté	0,042967

Equation 2: 3SLS, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: deltaAUDTA

Instruments: const AUC1 DEPTAL RF TAILLE TCA LNAGE SARL SNC EURL

COM ICHIP IMACH TFB IAGRO ITEX IPAF SERVM TRANS SANT DETENTION AN11 AN12 AN13 AN14 DRIS DAMTA

sortie de gretl pour acer 2016-12-22 10:27, page 2

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	0,131972	0,151890	0,8689	0,3849
AUC	-0,0292117	0,150037	-0,1947	0,8456
DEPTAL	0,0538196	0,0648172	0,8303	0,4064
RF	0,0364896	0,0200585	1,819	0,0689
TAILLE	-0,00795874	0,00854678	-0,9312	0,3518
TCA	0,00895809	0,0127315	0,7036	0,4817
DRIS	0,0131657	0,0170089	0,07740	0,9383
DAMTA	-0,0594044	0,0809960	-0,7328	0,4539
LNAGE	0,00805752	0,00795875	1,012	0,3113
SARL	-0,00747228	0,0329340	-0,2269	0,8205
SNC	0,0100300	0,0398461	0,2517	0,8013
EURL	-0,0110536	0,0337193	-0,3278	0,7430
COM	0,0261848	0,0214942	1,218	0,2231
ICHIP	0,0283284	0,0207826	1,363	0,1729
IMACH	0,0220654	0,0203373	1,085	0,2779
TFB	0,00842934	0,0221109	0,3812	0,7020
IAGRO	0,0166497	0,0240509	0,6923	0,4888
ITEX	0,0131477	0,0210708	0,6240	0,5326
IPAF	-0,0350630	0,0301709	-1,162	0,2452
SERVM	0,0396773	0,0246752	1,608	0,1078
TRANS	0,0139622	0,0291353	0,4792	0,6318
SANT	-0,000150982	0,0372564	-0,004050	0,9968
DETENTION	0,00041034	0,0134066	0,3066	0,7555
AN11	-0,0321305	0,0108169	-2,970	0,0030
AN12	-0,0211054	0,0113064	-1,867	0,0619
AN13	-0,0291328	0,0123334	-2,362	0,0182
AN14	-0,00929642	0,0115310	-0,8062	0,4201

Moy. var. dép.	0,019264	Ec. type var. dép.	0,055741
Somme carrés résidus	0,641673	Ec. type de régression	0,053642
R2	0,170603	R2 ajusté	0,073902

Equation croisée VCV pour les résidus
(Corrélation au dessus de la diagonale)

	0,0085054	(-0,277)
	-0,0012927	0,0025667

logarithme du déterminant = -10,8118

Test Breusch-Pagan pour la matrice de covariance diagonale:
Chi-deux(1) = 19,1373 [0,0000]

sortie de gretl pour acer 2016-12-22 10:28, page 2

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	0,130147	0,143449	0,9073	0,3643
AUC	-0,0236350	0,141662	-0,1668	0,8675
DEPTAL	0,0556569	0,0612066	0,9093	0,3632
RF	0,0381003	0,0189181	2,014	0,0440
TAILLE	-0,00779987	0,00807147	-0,9663	0,3339
TCA	0,00838588	0,0120191	0,6977	0,4854
DRIS	0,0790871	0,155369	0,5090	0,6107
DAMTA	-0,0649170	0,0858740	-0,7560	0,4497
LNAGE	0,00842398	0,00751328	1,121	0,2622
SARL	-0,00933142	0,0310834	-0,3002	0,7640
SNC	0,00783415	0,0376083	0,2083	0,8350
EURL	-0,0121911	0,0318349	-0,3829	0,7018
COM	0,0250366	0,0202879	1,234	0,2172
ICHIP	0,0272653	0,0196172	1,390	0,1646
IMACH	0,0200909	0,0191688	1,048	0,2946
TFB	0,00672111	0,0208560	0,3223	0,7473
IAGRO	0,0168909	0,0227146	0,7436	0,4571
ITEX	0,0118740	0,0198849	0,5971	0,5504
IPAF	-0,0358385	0,0284910	-1,258	0,2084
SERVM	0,0391874	0,0233027	1,682	0,0926
TRANS	0,0139480	0,0275170	0,5069	0,6122
SANT	0,000247071	0,0351862	0,007022	0,9944
DETENTION	0,000264546	0,0126617	0,2089	0,8433
AN11	-0,0321969	0,0102160	-3,152	0,0016
AN12	-0,0213107	0,0106776	-1,996	0,0460
AN13	-0,0289135	0,0116475	-2,482	0,0131
AN14	-0,00917523	0,0108903	-0,8425	0,3995

Moy. var. dép.	0,019264	Ec. type var. dép.	0,055741
Somme carrés résidus	0,641999	Ec. type de régression	0,050675
R2	0,170184	R2 ajusté	0,073434

Equation croisée VCV pour les résidus
(Corrélation au dessus de la diagonale)

	0,0085054	(-0,289)
	-0,0013486	0,0025680

logarithme du déterminant = -10,8186

Test Breusch-Pagan pour la matrice de covariance diagonale:
Chi-deux(1) = 20,8169 [0,0000]

Test de sur-identification de Hansen-Sargan:
Chi-deux(1) = 2,50807 [0,1063]

الملحق رقم (3) : نتائج تقدير علاقة الرفع في رأس المال بالديون المالية طويلة الأجل

sortie de gretl pour acer 2016-12-23 18:36, page 1

Système d'équations, Doubles moindres carrés

Équation 1: DMC, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: AUC

Instruments: const DEPTAL RF TAILLE TCA LNAGE DETENTION SARL SNC
EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX IPAP SERVM TRANS SANT AN11 AN12
AN13 AN14 DeltaDLTAL DEPTA ETR DRIS GAR

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	-0,0451582	0,270256	-0,1671	0,8673
DeltaDLTA	0,153214	0,274932	0,5573	0,5773
DEPTAL	-0,274474	0,0901439	-3,045	0,0023 ***
RF	-0,0953261	0,0263340	-3,620	0,0003 ***
TAILLE	0,000221164	0,0153781	0,01438	0,9885
TCA	0,0354463	0,0207762	1,706	0,0880 *
LNAGE	0,00372955	0,0155219	0,2403	0,8101
DETENTION	-0,00787368	0,0247715	-0,3179	0,7506
SARL	0,0719273	0,0555808	1,294	0,1956
SNC	0,106464	0,0653191	1,630	0,1031
EURL	0,0326055	0,0595648	0,5474	0,5841
COM	0,0257399	0,0376981	0,6828	0,4947
ICHIP	-8,61126e-05	0,0358928	-0,002399	0,9981
IMACH	0,0211085	0,0353028	0,5979	0,5499
TPB	0,0205640	0,0383874	0,5357	0,5922
IAGRO	-0,00437736	0,0417293	-0,1049	0,9165
ITEX	0,0119582	0,0378119	0,3163	0,7518
IPAP	0,0295013	0,0527144	0,5596	0,5757
SERVM	0,0452293	0,0391427	1,155	0,2479
TRANS	-0,00438467	0,0475482	-0,09222	0,9265
SANT	0,0295674	0,0578430	0,5112	0,6092
AN11	-0,00182609	0,0201281	-0,09072	0,9277
AN12	0,00885508	0,0204393	0,4332	0,6648
AN13	-0,0372893	0,0207939	-1,793	0,0729 *
AN14	-0,0148088	0,0219399	-0,6750	0,4997

Moy. var. dép.	0,005656	Éc. type var. dép.	0,098151
Somme carrés résidus	2,050717	Éc. type de régression	0,095469
R2	0,145963	R2 ajusté	0,054866

Équation 2: DMC, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: DeltaDLTA

Instruments: const DEPTAL RF TAILLE TCA LNAGE DETENTION SARL SNC
EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX IPAP SERVM TRANS SANT AN11 AN12
AN13 AN14 DeltaDLTAL DEPTA ETR DRIS GAR

coefficient erreur std. z p. critique

sortie de gretl pour acer 2016-12-23 18:26, page 1

Système d'équations, Triples moindres carrés

Équation 1: 3SLS, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: AUC

Instruments: const DEPTAL RF TAILLE TCA LNAGE DETENTION SARL SNC
EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX IPAP SERVM TRANS SANT AN11 AN12
AN13 AN14 DeltaDLTAL DEPTA ETR DRIS GAR

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	-0,0451582	0,256387	-0,1761	0,8602
DeltaDLTA	0,153214	0,260823	0,5874	0,5569
DEPTAL	-0,274474	0,0855181	-3,210	0,0013 ***
RF	-0,0953261	0,0249827	-3,816	0,0001 ***
TAILLE	0,000221164	0,0145889	0,01516	0,9879
TCA	0,0354463	0,0197101	1,798	0,0721 *
LNAGE	0,00372955	0,0147253	0,2533	0,8001
DETENTION	-0,00787368	0,0235003	-0,3350	0,7376
SARL	0,0719273	0,0527285	1,364	0,1725
SNC	0,106464	0,0619671	1,718	0,0858 *
EURL	0,0326055	0,0565082	0,5770	0,5639
COM	0,0257399	0,0357636	0,7197	0,4717
ICHIP	-8,61126e-05	0,0340509	-0,002529	0,9980
IMACH	0,0211085	0,0334912	0,6303	0,5285
TPB	0,0205640	0,0364175	0,5647	0,5723
IAGRO	-0,00437736	0,0395879	-0,1106	0,9120
ITEX	0,0119582	0,0358715	0,3334	0,7389
IPAP	0,0295013	0,0500093	0,5899	0,5552
SERVM	0,0452293	0,0371340	1,218	0,2232
TRANS	-0,00438467	0,0451081	-0,09720	0,9226
SANT	0,0295674	0,0548746	0,5388	0,5900
AN11	-0,00182609	0,0190952	-0,09563	0,9238
AN12	0,00885508	0,0193905	0,4567	0,6479
AN13	-0,0372893	0,0197269	-1,890	0,0587 *
AN14	-0,0148088	0,0208140	-0,7115	0,4768

Moy. var. dép.	0,005656	Éc. type var. dép.	0,098151
Somme carrés résidus	2,050717	Éc. type de régression	0,090570
R2	0,145963	R2 ajusté	0,054866

Équation 2: 3SLS, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: DeltaDLTA

Instruments: const DEPTAL RF TAILLE TCA LNAGE DETENTION SARL SNC
EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX IPAP SERVM TRANS SANT AN11 AN12
AN13 AN14 DeltaDLTAL DEPTA ETR DRIS GAR

coefficient erreur std. z p. critique

sortie de gretl pour acer 2016-12-23 18:36, page 2

const	-0,0656267	0,235734	-0,2784	0,7807
AUC	0,385555	0,245673	1,569	0,1166
DeltaDLTAL	0,0301854	0,0731911	0,4124	0,6800
DEPTA	0,301692	0,0837906	3,601	0,0003 ***
RF	0,0564462	0,0315363	1,790	0,0735 *
ETR	0,0245775	0,0501984	0,4896	0,6244
TAILLE	0,00907467	0,0135608	0,6692	0,5034
TCA	-0,00234132	0,0198650	-0,1179	0,9062
DRIS	0,226532	0,264997	0,8548	0,3926
GAR	0,0274406	0,0272109	1,008	0,3132
LNAGE	-0,0300079	0,0125133	-2,398	0,0165 **
DETENTION	-0,0368617	0,0212527	-1,734	0,0828 *
SARL	-0,0353893	0,0496655	-0,7126	0,4761
SNC	-0,0588164	0,0605459	-0,9714	0,3313
EURL	-0,0105639	0,0527393	-0,2003	0,8412
COM	-0,00937231	0,0335797	-0,2791	0,7802
ICHIP	-0,0214379	0,0334583	-0,6407	0,5217
IMACH	-0,00313426	0,0323827	-0,09679	0,9229
TPB	-0,0298485	0,0344644	-0,8661	0,3865
IAGRO	-0,0276969	0,0367053	-0,7546	0,4505
ITEX	0,0135170	0,0335390	0,4030	0,6869
IPAP	-0,0208904	0,0473400	-0,4413	0,6590
SERVM	-0,0262029	0,0353801	-0,7406	0,4589
TRANS	0,0223361	0,0411685	0,5426	0,5874
SANT	-0,00126106	0,0523403	-0,02409	0,9808
AN11	0,0155246	0,0168470	0,9215	0,3568
AN12	0,0174047	0,0174589	0,9969	0,3188
AN13	0,0381942	0,0191486	1,995	0,0461 **
AN14	0,0349039	0,0179145	1,948	0,0514 *

Moy. var. dép.	0,006956	Éc. type var. dép.	0,077831
Somme carrés résidus	1,522868	Éc. type de régression	0,083011
R2	0,091766	R2 ajusté	-0,023304

Équation croisée VCV pour les résidus

(Corrélation au dessus de la diagonale)

0,0082029	(-0,544)
-0,0038463	0,0060915

logarithme du déterminant = -10,2552

Test Breusch-Pagan pour la matrice de covariance diagonale:

Chi-deux(1) = 74,0184 [0,0000]

sortie de gretl pour acer 2016-12-23 18:26, page 2

const	-0,0819753	0,220356	-0,3720	0,7099
AUC	0,425550	0,226229	1,881	0,0600 *
DeltaDLTAL	0,0580315	0,0588159	0,9867	0,3238
DEPTA	0,277886	0,0755852	3,676	0,0002 ***
RF	0,0613165	0,0292734	2,095	0,0362 **
ETR	0,0152153	0,0397188	0,3831	0,7017
TAILLE	0,0100695	0,0126267	0,7975	0,4252
TCA	-0,00477130	0,0185883	-0,2567	0,7974
DRIS	0,338700	0,216477	1,565	0,1177
GAR	0,0296328	0,0218362	1,357	0,1748
LNAGE	-0,0288217	0,0116710	-2,470	0,0135 **
DETENTION	-0,0354776	0,0199159	-1,781	0,0749 *
SARL	-0,0401481	0,0464454	-0,8644	0,3874
SNC	-0,0659074	0,0564697	-1,167	0,2432
EURL	-0,0141152	0,0492473	-0,2866	0,7744
COM	-0,0115202	0,0314394	-0,3664	0,7140
ICHIP	-0,0246320	0,0309319	-0,7963	0,4258
IMACH	-0,00783688	0,0299875	-0,2613	0,7938
TPB	-0,0339105	0,0322156	-1,053	0,2925
IAGRO	-0,0270722	0,0343730	-0,7876	0,4309
ITEX	0,00945804	0,0312180	0,3030	0,7619
IPAP	-0,0233426	0,0442631	-0,5274	0,5979
SERVM	-0,0288960	0,0330398	-0,8746	0,3818
TRANS	0,0210336	0,0384806	0,5466	0,5847
SANT	-0,00505432	0,0485928	-0,1040	0,9172
AN11	0,0159009	0,0158135	1,006	0,3146
AN12	0,0159834	0,0163204	0,9794	0,3274
AN13	0,0387992	0,0179723	2,159	0,0309 **
AN14	0,0349638	0,0168131	2,080	0,0376 **

Moy. var. dép.	0,006956	Éc. type var. dép.	0,077831
Somme carrés résidus	1,592004	Éc. type de régression	0,079800
R2	0,082006	R2 ajusté	-0,034301

Équation croisée VCV pour les résidus

(Corrélation au dessus de la diagonale)

0,0082029	(-0,581)
-0,0042011	0,0063680

logarithme du déterminant = -10,272

Test Breusch-Pagan pour la matrice de covariance diagonale:

Chi-deux(1) = 84,4696 [0,0000]

Test de sur-identification de Hansen-Sargan:

Chi-deux(4) = 2,22975 [0,6936]

الملحق رقم (4) : نتائج تقدير علاقة الرفع في رأس المال بديون المورد

sortie de gretl pour acer 2016-12-27 10:00, page 1

Système d'équations, Doubles moindres carrés

Équation 1: DMC, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)
Variable dépendante: AUC
Instruments: const AUC1 RF DEPTAI TAILLE TCA LNAGE DETENTION SARL
SNC EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX IPAP SERVM TRANS SANT AN11
AN12 AN13 AN14 DeltaFORTAI DRIS

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	0,441636	0,721309	0,6123	0,5404
DeltaFORTAI	-2,42812	2,71930	-0,8929	0,3719
AUC1	-0,173327	0,128287	-1,351	0,1767
RF	-0,106580	0,0455138	-2,342	0,0192
DEPTAI	-0,344301	0,168386	-2,045	0,0409
TAILLE	-0,0288341	0,0427851	-0,6739	0,5004
TCA	0,0812278	0,0592415	1,371	0,1703
LNAGE	-0,0121675	0,0262143	-0,4642	0,6425
DETENTION	0,0373972	0,0736183	0,5080	0,6115
SARL	0,124027	0,105165	1,179	0,2383
SNC	0,229449	0,167197	1,372	0,1700
EURL	0,0606051	0,104816	0,5782	0,5631
COM	0,139147	0,137156	1,015	0,3103
ICHIP	0,136558	0,166109	0,8221	0,4110
IMACH	0,0311468	0,0604097	0,5156	0,6061
TPB	0,109163	0,117131	0,9320	0,3513
IAGRO	0,00641823	0,0733838	0,08746	0,9303
ITEX	0,0463172	0,0691193	0,6701	0,5028
IPAP	0,192519	0,195615	0,9842	0,3250
SERVM	0,121457	0,102755	1,182	0,2372
TRANS	0,0465167	0,0960182	0,4845	0,6281
SANT	0,0949993	0,118526	0,8015	0,4228
AN11	-0,0322667	0,0506849	-0,6366	0,5244
AN12	-0,0141539	0,0449690	-0,3147	0,7530
AN13	-0,111209	0,0954969	-1,165	0,2442
AN14	-0,0784327	0,0783326	-1,001	0,3167

Moy. var. dép. 0,005656 Éc. type var. dép. 0,098151
Somme carrés résidus 6,061601 Éc. type de régression 0,164501
R2 0,026421 R2 ajusté -0,082237

Équation 2: DMC, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)
Variable dépendante: DeltaFORTAI
Instruments: const AUC1 RF DEPTAI TAILLE TCA LNAGE DETENTION SARL
SNC EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX IPAP SERVM TRANS SANT AN11
AN12 AN13 AN14 DeltaFORTAI DRIS

sortie de gretl pour acer 2016-12-27 09:45, page 1

Système d'équations, Triples moindres carrés

Équation 1: 3SLS, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)
Variable dépendante: AUC
Instruments: const AUC1 RF DEPTAI TAILLE TCA LNAGE DETENTION SARL
SNC EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX IPAP SERVM TRANS SANT AN11
AN12 AN13 AN14 DeltaFORTAI DRIS

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	0,441636	0,682771	0,6468	0,5177
DeltaFORTAI	-2,42812	2,57401	-0,9433	0,3455
AUC1	-0,173327	0,121433	-1,427	0,1535
RF	-0,106580	0,0430821	-2,474	0,0134
DEPTAI	-0,344301	0,159390	-2,160	0,0308
TAILLE	-0,0288341	0,0404992	-0,7120	0,4765
TCA	0,0812278	0,0560764	1,449	0,1475
LNAGE	-0,0121675	0,0248138	-0,4904	0,6239
DETENTION	0,0373972	0,0696850	0,5367	0,5915
SARL	0,124027	0,0995464	1,246	0,2128
SNC	0,229449	0,158264	1,450	0,1471
EURL	0,0606051	0,0992156	0,6108	0,5413
COM	0,139147	0,129828	1,072	0,2838
ICHIP	0,136558	0,157234	0,8685	0,3851
IMACH	0,0311468	0,0571822	0,5447	0,5860
TPB	0,109163	0,110873	0,9846	0,3248
IAGRO	0,00641823	0,0694631	0,09240	0,9264
ITEX	0,0463172	0,0654265	0,7079	0,4790
IPAP	0,192519	0,185164	1,040	0,2985
SERVM	0,121457	0,0972647	1,249	0,2118
TRANS	0,0465167	0,0908882	0,5118	0,6088
SANT	0,0949993	0,112193	0,8467	0,3971
AN11	-0,0322667	0,0479770	-0,6725	0,5012
AN12	-0,0141539	0,0425664	-0,3325	0,7395
AN13	-0,111209	0,0903947	-1,230	0,2186
AN14	-0,0784327	0,0741475	-1,058	0,2901

Moy. var. dép. 0,005656 Éc. type var. dép. 0,098151
Somme carrés résidus 6,061601 Éc. type de régression 0,155713
R2 0,026421 R2 ajusté -0,082237

Équation 2: 3SLS, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)
Variable dépendante: DeltaFORTAI
Instruments: const AUC1 RF DEPTAI TAILLE TCA LNAGE DETENTION SARL
SNC EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX IPAP SERVM TRANS SANT AN11
AN12 AN13 AN14 DeltaFORTAI DRIS

sortie de gretl pour acer 2016-12-27 10:00, page 2

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	0,200238	0,162239	1,234	0,2171
AUC	-0,115287	0,161518	-0,7138	0,4754
DeltaFORTAI	0,00716385	0,0487650	0,1469	0,8832
DEPTAI	-0,0625611	0,0696872	-0,8977	0,3693
RF	-0,0140541	0,0215030	-0,6536	0,5134
DRIS	-0,127738	0,180371	-0,7082	0,4788
TAILLE	-0,0125909	0,00916583	-1,374	0,1695
TCA	0,0226749	0,0136979	1,655	0,0979
LNAGE	-0,00458755	0,00851186	-0,5390	0,5899
DETENTION	0,0210562	0,0144147	1,461	0,1441
SARL	0,0294404	0,0352342	0,8356	0,4034
SNC	0,0623395	0,0427996	1,457	0,1452
EURL	0,0157989	0,0361594	0,4369	0,6622
COM	0,0495214	0,0232957	2,126	0,0335
ICHIP	0,0587853	0,0221169	2,658	0,0079
IMACH	0,00739903	0,0218573	0,3385	0,7350
TPB	0,0410740	0,0239029	1,718	0,0857
IAGRO	0,00542764	0,0250950	0,2163	0,8288
ITEX	0,0144049	0,0226702	0,6354	0,5252
IPAP	0,0689809	0,0324776	2,124	0,0337
SERVM	0,0357529	0,0247285	1,446	0,1482
TRANS	0,0214789	0,0277608	0,7737	0,4391
SANT	0,0288812	0,0351423	0,8218	0,4112
AN11	-0,0137664	0,0116238	-1,184	0,2363
AN12	-0,00891212	0,0120820	-0,7376	0,4607
AN13	-0,0362579	0,0132862	-2,729	0,0064
AN14	-0,0273499	0,0125068	-2,187	0,0288

Moy. var. dép. 0,026188 Éc. type var. dép. 0,059942
Somme carrés résidus 0,742010 Éc. type de régression 0,057684
R2 0,173696 R2 ajusté 0,077356

Équation croisée VCV pour les résidus
(Corrélation au dessus de la diagonale)

0,024246 (0,919)
0,0077918 0,0029680

logarithme du déterminant = -11,395

Test Breusch-Pagan pour la matrice de covariance diagonale:
Chi-deux(1) = 210,913 [0,0000]

sortie de gretl pour acer 2016-12-27 09:45, page 2

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	0,200232	0,153224	1,307	0,1913
AUC	-0,115264	0,152493	-0,7559	0,4497
DeltaFORTAI	0,00693445	0,0200889	0,3452	0,7300
DEPTAI	-0,0625291	0,0655612	-0,9538	0,3402
RF	-0,0140530	0,0203077	-0,6920	0,4889
DRIS	-0,127903	0,167723	-0,7626	0,4457
TAILLE	-0,0125902	0,00865585	-1,455	0,1458
TCA	0,0226732	0,0129336	1,753	0,0796
LNAGE	-0,00459184	0,00800154	-0,5739	0,5661
DETENTION	0,0210593	0,0136028	1,548	0,1216
SARL	0,0294442	0,0332702	0,8850	0,3762
SNC	0,0623427	0,0404182	1,542	0,1230
EURL	0,0157978	0,0341504	0,4626	0,6437
COM	0,0495363	0,0218347	2,269	0,0233
ICHIP	0,0588010	0,0206961	2,841	0,0045
IMACH	0,00740555	0,0206096	0,3593	0,7194
TPB	0,0410929	0,0223162	1,841	0,0656
IAGRO	0,00543537	0,0236600	0,2297	0,8183
ITEX	0,0144111	0,0213820	0,6740	0,5003
IPAP	0,0690021	0,0304343	2,267	0,0234
SERVM	0,0357620	0,0232967	1,535	0,1248
TRANS	0,0214820	0,0262129	0,8195	0,4125
SANT	0,0288887	0,0331623	0,8711	0,3837
AN11	-0,0137642	0,0109711	-1,255	0,2096
AN12	-0,00891443	0,0114033	-0,7817	0,4344
AN13	-0,0362607	0,0125380	-2,892	0,0038
AN14	-0,0273573	0,0117350	-2,331	0,0197

Moy. var. dép. 0,026188 Éc. type var. dép. 0,059942
Somme carrés résidus 0,742001 Éc. type de régression 0,054479
R2 0,173704 R2 ajusté 0,077365

Équation croisée VCV pour les résidus
(Corrélation au dessus de la diagonale)

0,024246 (0,918)
0,0077917 0,0029680

logarithme du déterminant = -11,3949

Test Breusch-Pagan pour la matrice de covariance diagonale:
Chi-deux(1) = 210,906 [0,0000]

Test de sur-identification de Hansen-Sargan:
Chi-deux(1) = 3,06362e-005 [0,9956]

الملحق رقم (5) : نتائج تقدير علاقة ديون الموردين بالديون المالية قصيرة الأجل

sortie de gretl pour acer 2016-12-30 18:38, page 1

Systeme d'equations, Doubles moindres carres

Equation 1: OLS, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)
Variable dependante: deltaDFCTA

Instruments: const deltaDFCTAI DEFTAI RF DRIS TAILLE TCA GAR DAMTA
ETR LNAGE DETENTION SARL SNC EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX
IPAP SERVM TRANS SANT AN11 AN12 AN13 AN14 DeltaFORTAI

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	-1,01445	1,69474	-0,5986	0,5494
DeltaFORTA	1,57456	7,47669	0,2106	0,8332
deltaDFCTAI	-0,450422	1,08938	-0,4135	0,6793
DEFTAI	0,0593487	0,151188	0,3925	0,6947
RF	0,0602386	0,0361399	1,667	0,0956
DRIS	0,239427	0,759494	0,3152	0,7526
TAILLE	0,0617273	0,107487	0,5743	0,5658
TCA	-0,0386960	0,135426	-0,2857	0,7751
GAR	-0,0477617	0,0665785	-0,7174	0,4731
DAMTA	0,284276	1,09834	0,2588	0,7958
ETR	-0,0420137	0,112026	-0,3750	0,7076
LNAGE	0,00862442	0,0306611	0,2813	0,7785
DETECTION	-0,0158201	0,178386	-0,08868	0,9293
SARL	-0,0810892	0,201773	-0,4118	0,6805
SNC	-0,161720	0,395876	-0,4085	0,6829
EURL	-0,0404305	0,127763	-0,3164	0,7517
COM	-0,0949849	0,361264	-0,2629	0,7926
ICHIP	-0,0869439	0,472610	-0,1840	0,8540
IMACH	0,00184204	0,0585285	0,03147	0,9749
TPB	-0,0814942	0,313054	-0,2603	0,7946
IAGRO	0,000313257	0,116373	0,002692	0,9979
ITEX	-0,00507563	0,0850705	-0,05966	0,9524
IPAP	-0,0949511	0,531240	-0,1787	0,8581
SERVM	-0,0703726	0,316888	-0,2221	0,8243
TRANS	-0,00222891	0,317079	-0,007030	0,9944
SANT	-0,0822089	0,391302	-0,2101	0,8336
AN11	0,0214738	0,108363	0,1982	0,8429
AN12	0,0112866	0,0739556	0,1526	0,8787
AN13	0,0443775	0,232108	0,1912	0,8484
AN14	0,0648463	0,193340	0,3354	0,7373

Moy. var. dep. 0,006284 Ec. type var. dep. 0,086968
Somme carrés résidus 3,407297 Ec. type de régression 0,124450
R2 0,017171 R2 ajusté -0,112384

Equation 2: OLS, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)
Variable dependante: DeltaFORTAI

sortie de gretl pour acer 2016-12-30 18:46, page 1

Systeme d'equations, Triples moindres carres

Equation 1: 3SLS, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)
Variable dependante: deltaDFCTA

Instruments: const deltaDFCTAI DEFTAI RF DRIS TAILLE TCA GAR DAMTA
ETR LNAGE DETENTION SARL SNC EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX
IPAP SERVM TRANS SANT AN11 AN12 AN13 AN14 DeltaFORTAI

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	-1,00931	1,58980	-0,6342	0,5259
DeltaFORTA	1,53918	7,81334	0,2118	0,8283
deltaDFCTAI	-0,429563	1,02133	-0,4206	0,6741
DEFTAI	0,0430316	0,141794	0,4445	0,6567
RF	0,0615818	0,0338691	1,818	0,0690
DRIS	0,250408	0,712354	0,3515	0,7252
TAILLE	0,0610756	0,100831	0,6057	0,5447
TCA	-0,0381548	0,127033	-0,3004	0,7639
GAR	-0,0510061	0,0621988	-0,8201	0,4122
DAMTA	0,235300	1,02912	0,2286	0,8191
ETR	-0,0401272	0,105071	-0,3819	0,7025
LNAGE	0,00929183	0,0287558	0,3231	0,7466
DETECTION	-0,0144097	0,167332	-0,08611	0,9314
SARL	-0,0793288	0,189256	-0,4192	0,6751
SNC	-0,157502	0,371345	-0,4241	0,6715
EURL	-0,0372874	0,119825	-0,3112	0,7557
COM	-0,0937294	0,338878	-0,2766	0,7821
ICHIP	-0,0814995	0,443310	-0,1838	0,8541
IMACH	0,00297937	0,0548963	0,05427	0,9567
TPB	-0,0784875	0,293649	-0,2673	0,7893
IAGRO	0,0041892	0,109107	0,04050	0,9677
ITEX	-0,00416837	0,0797994	-0,05224	0,9583
IPAP	-0,0900483	0,498309	-0,1807	0,8566
SERVM	-0,0637009	0,297197	-0,2143	0,8303
TRANS	0,0069526	0,297325	0,02353	0,9812
SANT	-0,0703343	0,366914	-0,1917	0,8480
AN11	0,0210832	0,101651	0,2074	0,8357
AN12	0,0114758	0,0693761	0,1654	0,8686
AN13	0,0438029	0,217727	0,2012	0,8406
AN14	0,0640458	0,181361	0,3531	0,7240

Moy. var. dep. 0,006284 Ec. type var. dep. 0,086968
Somme carrés résidus 3,329096 Ec. type de régression 0,115397
R2 0,017913 R2 ajusté -0,111544

Equation 2: 3SLS, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)
Variable dependante: DeltaFORTAI

sortie de gretl pour acer 2016-12-30 18:38, page 2

Instruments: const deltaDFCTAI DEFTAI RF DRIS TAILLE TCA GAR DAMTA
ETR LNAGE DETENTION SARL SNC EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX
IPAP SERVM TRANS SANT AN11 AN12 AN13 AN14 DeltaFORTAI

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	-0,0755015	0,336411	-0,2244	0,8224
deltaDFCTA	-0,455659	0,467640	-0,9744	0,3299
DeltaFORTAI	0,0257005	0,0600298	0,4281	0,6686
DEFTAI	-0,0102106	0,0630961	-0,1618	0,8714
RF	0,0251200	0,0360076	0,6976	0,4854
ETR	-0,0456951	0,0490029	-0,9325	0,3511
DRIS	-0,0773169	0,220741	-0,3503	0,7261
TAILLE	0,00418860	0,0196607	0,2120	0,8321
TCA	0,0132457	0,0156840	0,8445	0,3984
LNAGE	-0,00338148	0,0103796	-0,3258	0,7446
DETECTION	0,0313567	0,0189301	1,656	0,0976
SARL	-0,00280837	0,0459232	-0,06115	0,9512
SNC	0,00810770	0,0619320	0,1309	0,8958
EURL	-0,00254681	0,0445832	-0,05712	0,9544
COM	0,0387513	0,0290570	1,334	0,1823
ICHIP	0,0581150	0,0262152	2,217	0,0266
IMACH	0,00542585	0,0259215	0,2093	0,8342
TPB	0,0278434	0,0305224	0,9122	0,3616
IAGRO	0,0128679	0,0305091	0,4218	0,6732
ITEX	0,0113183	0,0268641	0,4213	0,6735
IPAP	0,0689760	0,383161	1,800	0,0718
SERVM	0,0245308	0,0287018	0,8547	0,3927
TRANS	0,0490736	0,0430442	1,140	0,2543
SANT	0,0223012	0,0416373	0,5356	0,5922
AN11	-0,0149488	0,0139794	-1,069	0,2849
AN12	-0,0118605	0,0144773	-0,8192	0,4126
AN13	-0,0337242	0,0144702	-2,331	0,0194
AN14	-0,0138343	0,0189084	-0,7317	0,4648

Moy. var. dep. 0,026188 Ec. type var. dep. 0,059942
Somme carrés résidus 1,037640 Ec. type de régression 0,068367
R2 0,074227 R2 ajusté -0,038367

Equation croisée VCV pour les résidus
(Corrélation au dessus de la diagonale)

0,013629 (-0,207)
-0,0015988 0,0041506

logarithme du déterminant = -9,82396

Test Breusch-Pagan pour la matrice de covariance diagonale:

Chi-deux(1) = 10,7388 [0,0010]

sortie de gretl pour acer 2016-12-30 18:46, page 2

Instruments: const deltaDFCTAI DEFTAI RF DRIS TAILLE TCA GAR DAMTA
ETR LNAGE DETENTION SARL SNC EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX
IPAP SERVM TRANS SANT AN11 AN12 AN13 AN14 DeltaFORTAI

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	-0,0755015	0,317013	-0,2382	0,8118
deltaDFCTA	-0,455659	0,440674	-1,034	0,3011
DeltaFORTAI	0,0257005	0,0565683	0,4543	0,6496
DEFTAI	-0,0102106	0,0594579	-0,1717	0,8637
RF	0,0251200	0,0339313	0,7403	0,4591
ETR	-0,0456951	0,0461772	-0,9896	0,3224
DRIS	-0,0773169	0,208012	-0,3717	0,7101
TAILLE	0,00418860	0,0185271	0,2250	0,8220
TCA	0,0132457	0,0147796	0,8962	0,3701
LNAGE	-0,00338148	0,00978108	-0,3457	0,7296
DETECTION	0,0313567	0,0178385	1,758	0,0788
SARL	-0,00280837	0,0432752	-0,06490	0,9483
SNC	0,00810770	0,0583608	0,1389	0,8895
EURL	-0,00254681	0,0420124	-0,06062	0,9517
COM	0,0387513	0,0273815	1,415	0,1570
ICHIP	0,0581150	0,0247035	2,352	0,0186
IMACH	0,00542585	0,0244268	0,2221	0,8242
TPB	0,0278434	0,0287624	0,9681	0,3330
IAGRO	0,0128679	0,0287499	0,4476	0,6545
ITEX	0,0113183	0,0253150	0,4471	0,6548
IPAP	0,0689760	0,0361067	1,910	0,0561
SERVM	0,0245308	0,0270468	0,9070	0,3644
TRANS	0,0490736	0,0405621	1,210	0,2263
SANT	0,0223012	0,0392364	0,5684	0,5698
AN11	-0,0149488	0,0131733	-1,135	0,2568
AN12	-0,0118605	0,0136423	-0,8694	0,3846
AN13	-0,0337242	0,0136358	-2,473	0,0134
AN14	-0,0138343	0,0178181	-0,7764	0,4375

Moy. var. dep. 0,026188 Ec. type var. dep. 0,059942
Somme carrés résidus 1,037640 Ec. type de régression 0,064425
R2 0,074227 R2 ajusté -0,038367

Equation croisée VCV pour les résidus
(Corrélation au dessus de la diagonale)

0,013316 (-0,198)
-0,0014692 0,0041506

logarithme du déterminant = -9,84311

Test Breusch-Pagan pour la matrice de covariance diagonale:

Chi-deux(1) = 9,76345 [0,0018]

Test de sur-identification de Hansen-Sargan:

Chi-deux(2) = 1,59789 [0,4498]

الملحق رقم (6) : نتائج تقدير العلاقة بين الديون المالية طويلة الأجل و ديون الموردين

sortie de gretl pour acer 2016-12-31 20:03, page 1

Système d'équations, Doubles moindres carrés

Equation 1: DMC, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: DeltaDLTA

Instruments: const DeltaDLTA DEPTA RF TAILLE TCA GAR ETR LNAGE
DETENTION SARL SNC EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX IPAP SERVM
TRANS SANT AN11 AN12 AN13 AN14 DEPTAL DRIS DAMTA

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	0,118377	0,342969	0,3452	0,7300
DeltaDLTA	-0,786433	1,08938	-0,7219	0,4704
DeltaDLTA	-0,0260059	0,109431	-0,2376	0,8122
DEPTA	0,360471	0,113933	3,164	0,0016 ***
RF	0,0165355	0,0250976	0,6588	0,5100
TAILLE	-0,00130696	0,0194554	-0,06718	0,9464
TCA	0,0271496	0,0275628	0,9850	0,3246
GAR	0,0279506	0,0295911	0,9446	0,3449
ETR	0,00222188	0,0584627	0,03801	0,9697
LNAGE	-0,0387390	0,0158543	-2,443	0,0145 **
DETENTION	-0,0267796	0,0309785	-0,8645	0,3873
SARL	-0,00674885	0,0537263	-0,1256	0,9000
SNC	0,00369997	0,0739191	0,05005	0,9601
EURL	-0,00184078	0,0571698	-0,03220	0,9743
COM	0,0407943	0,0624342	0,6534	0,5135
ICHIP	0,0283890	0,0723567	0,3923	0,6948
IMACH	0,0148366	0,0345377	0,4296	0,6675
TPB	0,0100826	0,0528137	0,1909	0,8486
IAGRO	-0,0293679	0,0398938	-0,7362	0,4616
ITEX	0,0345354	0,0386440	0,8937	0,3715
IPAP	0,0478782	0,0885966	0,5404	0,5889
SERVM	0,00769644	0,0468042	0,1644	0,8694
TRANS	0,0377592	0,0489273	0,7717	0,4403
SANT	0,0324603	0,0655264	0,4954	0,6203
AN11	0,00436971	0,0238075	0,1835	0,8544
AN12	0,0145631	0,0206970	0,7036	0,4817
AN13	0,00234581	0,0376818	0,06225	0,9504
AN14	0,0132494	0,0321605	0,4120	0,6804

Moy. var. dép.	0,006956	Éc. type var. dép.	0,077831
Somme carrés résidus	1,811246	Éc. type de régression	0,090326
R2	0,036542	R2 ajusté	-0,080635

Equation 2: DMC, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: DeltaFORA

Instruments: const DeltaDLTA DEPTA RF TAILLE TCA GAR ETR LNAGE
DETENTION SARL SNC EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX IPAP SERVM
TRANS SANT AN11 AN12 AN13 AN14 DEPTAL DRIS DAMTA

sortie de gretl pour acer 2016-12-31 20:05, page 1

Système d'équations, Triples moindres carrés

Equation 1: 3SLS, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: DeltaDLTA

Instruments: const DeltaDLTA DEPTA RF TAILLE TCA GAR ETR LNAGE
DETENTION SARL SNC EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX IPAP SERVM
TRANS SANT AN11 AN12 AN13 AN14 DEPTAL DRIS DAMTA

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	0,0897532	0,322565	0,2782	0,7808
DeltaFORA	-0,675870	1,02303	-0,6607	0,5088
DeltaDLTA	0,0181230	0,0989986	0,1831	0,8547
DEPTA	0,347662	0,106284	3,271	0,0011 ***
RF	0,0170812	0,0236429	0,7225	0,4700
TAILLE	0,000239181	0,0183008	0,01307	0,9896
TCA	0,0250447	0,0259229	0,9661	0,3340
GAR	0,0293043	0,0262401	1,117	0,2641
ETR	0,00299736	0,0550878	0,05441	0,9566
LNAGE	-0,0373224	0,0149107	-2,503	0,0123 **
DETENTION	-0,0283093	0,0291404	-0,9715	0,3313
SARL	-0,00831884	0,0505631	-0,1645	0,8693
SNC	-0,000435075	0,0695199	-0,006258	0,9950
EURL	-0,00253472	0,0538187	-0,04710	0,9624
COM	0,0349100	0,0588658	0,5949	0,5519
ICHIP	0,0215084	0,0677375	0,3175	0,7508
IMACH	0,0136758	0,0324219	0,4218	0,6732
TPB	0,00572844	0,0495986	0,1155	0,9081
IAGRO	-0,0291275	0,0375330	-0,7761	0,4377
ITEX	0,0321485	0,0362390	0,8871	0,3750
IPAP	0,0404422	0,0831583	0,4863	0,6267
SERVM	0,00461801	0,0439146	0,1052	0,9162
TRANS	0,0351553	0,0459226	0,7655	0,4440
SANT	0,0268035	0,0613311	0,4370	0,6621
AN11	0,00585652	0,0224072	0,2614	0,7938
AN12	0,0145131	0,0195030	0,7441	0,4568
AN13	0,00503327	0,0354508	0,1420	0,8871
AN14	0,0151870	0,0302628	0,5018	0,6158

Moy. var. dép.	0,006956	Éc. type var. dép.	0,077831
Somme carrés résidus	1,681664	Éc. type de régression	0,082016
R2	0,046863	R2 ajusté	-0,069059

Equation 2: 3SLS, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: DeltaFORA

Instruments: const DeltaDLTA DEPTA RF TAILLE TCA GAR ETR LNAGE
DETENTION SARL SNC EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX IPAP SERVM
TRANS SANT AN11 AN12 AN13 AN14 DEPTAL DRIS DAMTA

sortie de gretl pour acer 2016-12-31 20:03, page 2

TRANS SANT AN11 AN12 AN13 AN14 DEPTAL DRIS DAMTA

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	0,190126	0,164555	1,155	0,2479
DeltaDLTA	0,169782	0,179689	0,9449	0,3447
DEPTAL	0,00789100	0,0556265	0,1419	0,8872
RF	-0,00258621	0,0165021	-0,1567	0,8755
ETR	-0,0181720	0,0345525	-0,5259	0,5989
DRIS	-0,189956	0,185779	-1,022	0,3066
DAMTA	-0,140486	0,0968330	-1,451	0,1468
TAILLE	-0,0124464	0,00946165	-1,315	0,1884
TCA	0,0165971	0,0124184	1,336	0,1814
LNAGE	-1,40171e-06	0,00939896	-0,0001491	0,9999
DETENTION	0,0291237	0,0151085	1,928	0,0539 *
SARL	0,0200953	0,0337244	0,5959	0,5513
SNC	0,0482150	0,0400526	1,204	0,2287
EURL	0,00869284	0,0362461	0,2398	0,8105
COM	0,0467301	0,0227057	2,058	0,0396 **
ICHIP	0,0688859	0,0222669	3,099	0,0019 ***
IMACH	0,00720907	0,0215658	0,3343	0,7382
TPB	0,0452453	0,0235895	1,918	0,0551 *
IAGRO	0,0192421	0,0257838	0,7463	0,4555
ITEX	0,00915759	0,0226094	0,4050	0,6855
IPAP	0,0738589	0,0318346	2,320	0,0203 **
SERVM	0,0424867	0,0252035	1,686	0,0918 *
TRANS	0,0359249	0,0318011	1,130	0,2586
SANT	0,0508146	0,0391958	1,296	0,1948
AN11	-0,0158694	0,0121056	-1,311	0,1899
AN12	-0,0106952	0,0122956	-0,8698	0,3844
AN13	-0,0340119	0,0125278	-2,715	0,0066 ***
AN14	-0,0301308	0,0132871	-2,268	0,0233 **

Moy. var. dép.	0,026188	Éc. type var. dép.	0,059942
Somme carrés résidus	0,719875	Éc. type de régression	0,056945
R2	0,197829	R2 ajusté	0,100268

Equation croisée VCV pour les résidus
(Corrélation au dessus de la diagonale)

	0,0072450	(0,361)
	0,0016492	0,0028795

logarithme du déterminant = -10,9173

Test Breusch-Pagan pour la matrice de covariance diagonale:
Chi-deux(1) = 32,5933 [0,0000]

sortie de gretl pour acer 2016-12-31 20:05, page 2

TRANS SANT AN11 AN12 AN13 AN14 DEPTAL DRIS DAMTA

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	0,205262	0,154897	1,325	0,1851
DeltaDLTA	0,171145	0,169319	1,011	0,3121
DEPTAL	0,0341085	0,0498749	0,6839	0,4940
RF	-0,00383152	0,0154968	-0,2472	0,8047
ETR	-0,0192961	0,0325519	-0,5928	0,5533
DRIS	-0,253756	0,166764	-1,522	0,1281
DAMTA	-0,120466	0,0894840	-1,346	0,1782
TAILLE	-0,0131002	0,00891019	-1,470	0,1415
TCA	0,0168909	0,0116989	1,444	0,1488
LNAGE	-0,000818533	0,00884600	-0,09253	0,9263
DETENTION	0,0290078	0,0142361	2,038	0,0416 **
SARL	0,0178941	0,0317274	0,5640	0,5728
SNC	0,0465732	0,0376934	1,236	0,2166
EURL	0,00685435	0,0341294	0,2008	0,8408
COM	0,0475122	0,0213813	2,222	0,0263 ***
ICHIP	0,0694047	0,0209436	3,314	0,0009 ***
IMACH	0,00848196	0,0202838	0,4182	0,6758
TPB	0,0462311	0,0222094	2,082	0,0374 **
IAGRO	0,0177094	0,0242744	0,7296	0,4657
ITEX	0,0104669	0,0212857	0,4917	0,6229
IPAP	0,0743427	0,0299969	2,478	0,0132 **
SERVM	0,0397121	0,0237083	1,675	0,0939 *
TRANS	0,0330337	0,0298916	1,105	0,2691
SANT	0,0462639	0,0367989	1,257	0,2087
AN11	-0,0161900	0,0114065	-1,419	0,1558
AN12	-0,0113698	0,0115818	-0,9817	0,3263
AN13	-0,0341320	0,0118031	-2,892	0,0038 ***
AN14	-0,0301098	0,0125191	-2,405	0,0162 **

Moy. var. dép.	0,026188	Éc. type var. dép.	0,059942
Somme carrés résidus	0,721732	Éc. type de régression	0,053730
R2	0,196005	R2 ajusté	0,098222

Equation croisée VCV pour les résidus
(Corrélation au dessus de la diagonale)

	0,0067267	(0,312)
	0,0013737	0,0028869

logarithme du déterminant = -10,9515

Test Breusch-Pagan pour la matrice de covariance diagonale:
Chi-deux(1) = 24,2948 [0,0000]

Test de sur-identification de Hansen-Sargan:
Chi-deux(4) = 6,10716 [0,1913]

الملحق رقم (7) : نتائج تقدير العلاقة بين الديون المالية طويلة الأجل و الديون المالية قصيرة الأجل

sortie de gretl pour acer 2017-01-01 16:09, page 1

Système d'équations, Doubles moindres carrés

Equation 1: DMC, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: DeltaDLTA

Instruments: const DeltaDLTA1 DEFTA RF TAILLE TCA GAR ETR LNAGE
DETENTION SARL SNC EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX IPAP SERVM
TRANS SANT AN11 AN12 AN13 AN14 deltaDFCTAL DEPTAL DRIS

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	-0,0995005	0,405809	-0,2452	0,8063
deltaDFCTA	-0,0895498	0,574179	-0,1542	0,8774
DeltaDLTA1	0,0318616	0,0671104	0,4748	0,6350
DEFTA	0,319330	0,0925631	3,450	0,0006 ***
RF	0,0237342	0,0413044	0,5746	0,5656
TAILLE	0,0109095	0,037110	0,4639	0,6427
TCA	0,0122087	0,0170574	0,7159	0,4741
GAR	0,0254366	0,0317094	0,8022	0,4224
ETR	0,0141868	0,0530419	0,2675	0,7891
LNAGE	-0,0324793	0,0113762	-2,855	0,0043 ***
DETENTION	-0,0402693	0,0219506	-1,835	0,0666 *
SARL	-0,0167996	0,0484556	-0,3467	0,7288
SNC	-0,0302452	0,0662395	-0,4566	0,6480
EURL	-0,00400266	0,0478427	-0,08366	0,9333
COM	0,00217605	0,0317127	0,06862	0,9453
ICHIP	-0,0155142	0,0311412	-0,4982	0,6184
IMACH	0,0126924	0,0292524	0,4339	0,6644
TPB	-0,0184887	0,0313464	-0,5898	0,5553
IAGRO	-0,0297717	0,0355921	-0,8365	0,4029
ITEX	0,0253369	0,0303397	0,8351	0,4037
IPAP	-0,00301822	0,0431257	-0,06999	0,9442
SERVM	-0,0121732	0,0312510	-0,3895	0,6969
TRANS	0,0295746	0,0551897	0,5359	0,5920
SANT	0,00976878	0,0473662	0,2062	0,8366
AN11	0,0150241	0,0152945	0,9823	0,3259
AN12	0,0204613	0,0156806	1,305	0,1919
AN13	0,0255809	0,0158018	1,619	0,1055
AN14	0,0338699	0,0210869	1,606	0,1082

Moy. var. dép. 0,006956 Ec. type var. dép. 0,077831
Somme carrés résidus 1,238820 Ec. type de régression 0,07401
R2 0,178709 R2 ajusté 0,078823

Equation 2: DMC, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: deltaDFCTA

Instruments: const DeltaDLTA1 DEFTA RF TAILLE TCA GAR ETR LNAGE
DETENTION SARL SNC EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX IPAP SERVM

sortie de gretl pour acer 2017-01-01 16:12, page 1

Système d'équations, Triples moindres carrés

Equation 1: 3SLS, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: DeltaDLTA

Instruments: const DeltaDLTA1 DEFTA RF TAILLE TCA GAR ETR LNAGE
DETENTION SARL SNC EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX IPAP SERVM
TRANS SANT AN11 AN12 AN13 AN14 deltaDFCTAL DEPTAL DRIS

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	-0,0947784	0,381295	-0,2486	0,8037
deltaDFCTA	-0,0813495	0,539239	-0,1509	0,8801
DeltaDLTA1	0,0291156	0,0609237	0,4779	0,6327
DEFTA	0,319061	0,0872100	3,659	0,0003 ***
RF	0,0232645	0,0388144	0,5994	0,5489
TAILLE	0,0107266	0,0222801	0,4814	0,6302
TCA	0,0122878	0,0160664	0,7648	0,4444
GAR	0,0256055	0,0298628	0,8574	0,3912
ETR	0,0146538	0,0499000	0,2937	0,7690
LNAGE	-0,0325448	0,0107126	-3,038	0,0024 ***
DETENTION	-0,0404558	0,0206528	-1,959	0,0501 *
SARL	-0,0164970	0,0456233	-0,3616	0,7177
SNC	-0,0297191	0,0623354	-0,4768	0,6335
EURL	-0,00387281	0,0450769	-0,08592	0,9315
COM	0,00236517	0,0298612	0,07921	0,9369
ICHIP	-0,0155989	0,0293409	-0,5316	0,5950
IMACH	0,0126479	0,0275643	0,4589	0,6463
TPB	-0,0183580	0,0295279	-0,6217	0,5341
IAGRO	-0,0299851	0,0335139	-0,8947	0,3709
ITEX	0,0253319	0,0285903	0,8860	0,3756
IPAP	-0,00313996	0,0406320	-0,07728	0,9384
SERVM	-0,0121612	0,0294489	-0,4130	0,6796
TRANS	0,0290975	0,0519238	0,5604	0,5752
SANT	0,00984166	0,0446327	0,2205	0,8255
AN11	0,0150534	0,0144115	1,045	0,2962
AN12	0,0205373	0,0147689	1,391	0,1644
AN13	0,0256443	0,0148854	1,723	0,0849 *
AN14	0,0337446	0,0198559	1,699	0,0892 *

Moy. var. dép. 0,006956 Ec. type var. dép. 0,077831
Somme carrés résidus 1,239228 Ec. type de régression 0,070405
R2 0,178447 R2 ajusté 0,078528

Equation 2: 3SLS, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: deltaDFCTA

Instruments: const DeltaDLTA1 DEFTA RF TAILLE TCA GAR ETR LNAGE
DETENTION SARL SNC EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX IPAP SERVM

sortie de gretl pour acer 2017-01-01 16:09, page 2

TRANS SANT AN11 AN12 AN13 AN14 deltaDFCTAL DEPTAL DRIS

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	-0,647909	0,273123	-2,372	0,0177 **
DeltaDLTA	0,338978	0,307605	1,102	0,2705
deltaDFCTAL	-0,260460	0,214445	-1,215	0,2245
DEPTAL	0,0853333	0,0894517	0,9540	0,3401
RF	0,0571963	0,0261950	2,183	0,0290 **
DRIS	-0,0266270	0,306406	-0,08690	0,9308
ETR	-0,0660516	0,0554760	-1,191	0,2338
TAILLE	0,0375060	0,0158525	2,366	0,0180 **
TCA	-0,0137531	0,0199953	-0,6888	0,4909
GAR	-0,0463665	0,0316279	-1,466	0,1426
LNAGE	0,0118913	0,0153518	0,7746	0,4386
DETENTION	0,0325859	0,0249644	1,305	0,1918
SARL	-0,0474313	0,0546045	-0,8686	0,3850
SNC	-0,0800773	0,0649946	-1,232	0,2179
EURL	-0,0239168	0,0586127	-0,4080	0,6832
COM	-0,0219820	0,0364667	-0,6028	0,5466
ICHIP	0,0239153	0,0379489	0,6302	0,5286
IMACH	0,0108252	0,0356207	0,3039	0,7612
TPB	-0,00835521	0,0384489	-0,2173	0,8280
IAGRO	0,0347350	0,0411708	0,8437	0,3988
ITEX	0,00520729	0,0369698	0,1409	0,8880
IPAP	0,0221746	0,0516987	0,4289	0,6680
SERVM	0,000900069	0,0385661	0,02334	0,9814
TRANS	0,0608854	0,0461275	1,320	0,1869
SANT	0,00767372	0,0572489	0,1340	0,8934
AN11	-0,00674507	0,0195387	-0,3452	0,7299
AN12	-0,00768818	0,0197049	-0,3902	0,6964
AN13	-0,0103349	0,0201024	-0,5141	0,6072
AN14	0,0149526	0,0215292	0,6945	0,4874

Moy. var. dép. 0,006284 Ec. type var. dép. 0,086968
Somme carrés résidus 1,848593 Ec. type de régression 0,091459
R2 0,066223 R2 ajusté -0,052084

Equation croisée VCV pour les résidus
(Corrélation au dessus de la diagonale)

0,0049553 (-0,286)
-0,0017304 0,0073944

logarithme du déterminant = -10,2996

Test Breusch-Pagan pour la matrice de covariance diagonale:
Chi-deux(1) = 20,4291 [0,0000]

sortie de gretl pour acer 2017-01-01 16:12, page 2

TRANS SANT AN11 AN12 AN13 AN14 deltaDFCTAL DEPTAL DRIS

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	-0,666551	0,256303	-2,601	0,0093 ***
DeltaDLTA	0,331002	0,289124	1,145	0,2523
deltaDFCTAL	-0,260913	0,198899	-1,312	0,1896
DEPTAL	0,0466910	0,0819859	0,5695	0,5690
RF	0,0587907	0,0246081	2,389	0,0169 **
DRIS	0,107327	0,278153	0,3859	0,6996
ETR	-0,0663546	0,0521576	-1,272	0,2033
TAILLE	0,0384889	0,0148826	2,586	0,0097 ***
TCA	-0,0143658	0,0187678	-0,7654	0,4440
GAR	-0,0454786	0,0297334	-1,530	0,1261
LNAGE	0,0126839	0,0144305	0,8790	0,3794
DETENTION	0,0321376	0,0234669	1,369	0,1708
SARL	-0,0469234	0,0513126	-0,9145	0,3605
SNC	-0,0802452	0,0610875	-1,314	0,1890
EURL	-0,0233993	0,0550955	-0,4247	0,6711
COM	-0,0234645	0,0342767	-0,6846	0,4936
ICHIP	0,0205487	0,0356363	0,5766	0,5642
IMACH	0,00728144	0,0334173	0,2179	0,8275
TPB	-0,0119186	0,0360948	-0,3302	0,7412
IAGRO	0,0345275	0,0387031	0,8921	0,3723
ITEX	0,00252762	0,0347297	0,07278	0,9420
IPAP	0,0197211	0,0485945	0,4058	0,6849
SERVM	0,00119434	0,0362362	0,03296	0,9737
TRANS	0,0600854	0,0433656	1,386	0,1659
SANT	0,00802600	0,0538206	0,1491	0,8815
AN11	-0,00637083	0,0183662	-0,3469	0,7287
AN12	-0,00717534	0,0185177	-0,3875	0,6984
AN13	-0,0103635	0,0189002	-0,5483	0,5835
AN14	0,0150773	0,0202407	0,7449	0,4563

Moy. var. dép. 0,006284 Ec. type var. dép. 0,086968
Somme carrés résidus 1,843147 Ec. type de régression 0,085864
R2 0,067495 R2 ajusté -0,050650

Equation croisée VCV pour les résidus
(Corrélation au dessus de la diagonale)

0,0049569 (-0,295)
-0,0017820 0,0073726

logarithme du déterminant = -10,3079

Test Breusch-Pagan pour la matrice de covariance diagonale:
Chi-deux(1) = 21,7228 [0,0000]

Test de sur-identification de Hansen-Sargan:
Chi-deux(3) = 6,39196 [0,0940]

الملحق رقم (8) : نتائج تقدير العلاقة بين الديون الأخرى و ديون الموردين

sortie de gretl pour acer 2017-01-03 19:31, page 1

Système d'équations, Doubles moindres carrés

Équation 1: DMC, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: deltaAUDTA

Instruments: const deltaAUDTA1 DEPTAL RF DRIS DAMTA TAILLE TCA LNAGE
DETENTION SARL SNC EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX IPAP SERVM
TRANS SANT AN11 AN12 AN13 AN14 DEPTA ETR

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	0,319051	0,320569	0,9953	0,3196
DeltaFORTA	-1,01365	1,26982	-0,7983	0,4247
deltaAUDTA1	-0,0663069	0,140967	-0,4704	0,6381
DEPTAL	0,0494567	0,0721390	0,6856	0,4930
RF	0,0424515	0,0230206	1,844	0,0652
DRIS	-0,146078	0,305626	-0,4780	0,6327
DAMTA	-0,208073	0,230862	-0,9013	0,3674
TAILLE	-0,0199844	0,0194863	-1,026	0,3051
TCA	0,0250448	0,0271138	0,9237	0,3556
LNAGE	0,00494438	0,0122368	0,4041	0,6862
DETENTION	0,0249359	0,0359656	0,6933	0,4881
SARL	0,0153411	0,0551265	0,2783	0,7808
SNC	0,0598114	0,0851241	0,7026	0,4823
EURL	0,00258422	0,0520481	0,04965	0,9604
COM	0,0737434	0,0682005	1,081	0,2796
ICHIP	0,0969898	0,0913361	1,062	0,2883
IMACH	0,0310608	0,0322735	0,9624	0,3358
TPB	0,0520851	0,0639029	0,8151	0,4150
IAGRO	0,0341134	0,0414638	0,8227	0,4107
ITEX	0,0266896	0,0354726	0,7524	0,4518
IPAP	0,0356523	0,0993249	0,3589	0,7196
SERVM	0,0863893	0,0702114	1,230	0,2185
TRANS	0,0578362	0,0697500	0,8292	0,4070
SANT	0,0526129	0,0862837	0,6098	0,5420
AN11	-0,0448932	0,0223952	-2,005	0,0450
AN12	-0,0317584	0,0213787	-1,486	0,1374
AN13	-0,0603207	0,0438127	-1,377	0,1686
AN14	-0,0368750	0,0392397	-0,9397	0,3474

Moy. var. dép.	0,019264	Éc. type var. dép.	0,055741
Somme carrés résidus	1,367926	Éc. type de régression	0,078497
R2	0,026844	R2 ajusté	-0,091513

Équation 2: DMC, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: DeltaFORTA

Instruments: const deltaAUDTA1 DEPTAL RF DRIS DAMTA TAILLE TCA LNAGE
DETENTION SARL SNC EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX IPAP SERVM
TRANS SANT AN11 AN12 AN13 AN14 DEPTA ETR

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	0,295749	0,301356	0,9814	0,3264
DeltaFORTA	-0,915253	1,19190	-0,7679	0,4425
deltaAUDTA1	0,0163357	0,104006	0,1571	0,8752
DEPTAL	0,0507433	0,0678936	0,7474	0,4548
RF	0,0416739	0,0212546	1,961	0,0499
DRIS	0,0264359	0,223629	0,1182	0,9059
DAMTA	-0,201870	0,215946	-0,9348	0,3499
TAILLE	-0,0185293	0,0183197	-1,011	0,3118
TCA	0,0243060	0,0255368	0,9518	0,3412
LNAGE	0,00578358	0,0114916	0,5033	0,6148
DETENTION	0,0219734	0,0337842	0,6504	0,5154
SARL	0,0115215	0,0517957	0,2224	0,8240
SNC	0,0523518	0,0799954	0,6544	0,5128
EURL	0,000533608	0,0489802	0,01089	0,9913
COM	0,0657377	0,0639231	1,028	0,3038
ICHIP	0,0867693	0,0856183	1,013	0,3108
IMACH	0,0237053	0,0297959	0,7956	0,4263
TPB	0,0443134	0,0599018	0,7398	0,4594
IAGRO	0,0319272	0,0389684	0,8193	0,4126
ITEX	0,0217208	0,0331832	0,6546	0,5127
IPAP	0,0294081	0,0934281	0,3148	0,7529
SERVM	0,0781619	0,0656705	1,190	0,2340
TRANS	0,0534019	0,0655474	0,8147	0,4152
SANT	0,0491276	0,0811131	0,6057	0,5447
AN11	-0,0442340	0,0210830	-2,098	0,0359
AN12	-0,0288209	0,0198643	-1,451	0,1468
AN13	-0,0559694	0,0410409	-1,364	0,1726
AN14	-0,0319657	0,0366451	-0,8723	0,3830

Moy. var. dép.	0,019264	Éc. type var. dép.	0,055741
Somme carrés résidus	1,239069	Éc. type de régression	0,070401
R2	0,031793	R2 ajusté	-0,085962

Équation 2: 3SLS, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: DeltaFORTA

Instruments: const deltaAUDTA1 DEPTAL RF DRIS DAMTA TAILLE TCA LNAGE
DETENTION SARL SNC EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX IPAP SERVM
DETENTION SARL SNC EURL COM ICHIP IMACH TPB IAGRO ITEX IPAP SERVM

Moy. var. dép.	0,019264	Éc. type var. dép.	0,055741
Somme carrés résidus	1,239069	Éc. type de régression	0,070401
R2	0,031793	R2 ajusté	-0,085962

sortie de gretl pour acer 2017-01-03 19:31, page 2

TRANS SANT AN11 AN12 AN13 AN14 DEPTA ETR

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	0,192729	0,214624	0,8980	0,3692
deltaAUDTA	-0,130892	0,912895	-0,1434	0,8860
DEPTA	0,0582269	0,0707375	0,8231	0,4104
RF	0,00825771	0,0402232	0,2053	0,8373
ETR	-0,0102614	0,0588731	-0,1743	0,8616
DAMTA	-0,154477	0,109614	-1,409	0,1588
TAILLE	-0,0117621	0,0134967	-0,8715	0,3835
TCA	0,0189237	0,0144769	1,307	0,1912
LNAGE	-0,00323900	0,0136068	-0,2380	0,8118
DETENTION	0,0216188	0,0142766	1,514	0,1300
SARL	0,0152616	0,0337078	0,4528	0,6507
SNC	0,0436847	0,0470516	0,9284	0,3532
EURL	0,00682119	0,0359679	0,1896	0,8496
COM	0,0476014	0,0306831	1,551	0,1208
ICHIP	0,0680163	0,0334446	2,040	0,0414
IMACH	0,00782576	0,0257186	0,2929	0,7696
TPB	0,0394699	0,0250398	1,576	0,1150
IAGRO	0,0170850	0,0308721	0,5534	0,5800
ITEX	0,0129392	0,0245248	0,5276	0,5978
IPAP	0,0669358	0,0492939	1,358	0,1745
SERVM	0,0460509	0,0479125	0,9611	0,3365
TRANS	0,0420319	0,0341493	1,231	0,2184
SANT	0,0549874	0,0391772	1,404	0,1605
AN11	-0,0176464	0,0323105	-0,5461	0,5850
AN12	-0,00996648	0,0241738	-0,4123	0,6801
AN13	-0,0332178	0,0300908	-1,104	0,2696
AN14	-0,0258927	0,0162747	-1,591	0,1116

Moy. var. dép.	0,026188	Éc. type var. dép.	0,059942
Somme carrés résidus	0,723164	Éc. type de régression	0,056946
R2	0,192399	R2 ajusté	0,098239

Équation croisée VCV pour les résidus
(Corrélation au dessus de la diagonale)

0,0054717	(0,806)
0,0032073	0,0028927

logarithme du déterminant = -12,1033

Test Breusch-Pagan pour la matrice de covariance diagonale:
Chi-deux(1) = 162,476 [0,0000]

sortie de gretl pour acer 2017-01-03 19:40, page 2

TRANS SANT AN11 AN12 AN13 AN14 DEPTA ETR

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	0,173079	0,201276	0,8599	0,3898
deltaAUDTA	-0,117654	0,862039	-0,1365	0,8914
DEPTA	0,0481973	0,0656751	0,7339	0,4630
RF	0,00643649	0,0379239	0,1697	0,8652
ETR	-0,0309946	0,0494975	-0,6262	0,5312
DAMTA	-0,147965	0,103220	-1,433	0,1517
TAILLE	-0,0103653	0,0126323	-0,8205	0,4119
TCA	0,0184711	0,0136617	1,352	0,1764
LNAGE	-0,00392756	0,0128235	-0,3063	0,7594
DETENTION	0,0224693	0,0134435	1,671	0,0946
SARL	0,0137946	0,0317851	0,4340	0,6643
SNC	0,0395900	0,0441557	0,8966	0,3699
EURL	0,00396052	0,0337899	0,1172	0,9067
COM	0,0491427	0,0289176	1,699	0,0892
ICHIP	0,0674991	0,0314862	2,144	0,0321
IMACH	0,00873326	0,0252102	0,3464	0,7290
TPB	0,0389885	0,0236417	1,649	0,0991
IAGRO	0,0165093	0,0291489	0,5664	0,5711
ITEX	0,0127147	0,0231610	0,5490	0,5830
IPAP	0,0690345	0,0464854	1,485	0,1375
SERVM	0,0447926	0,0452252	0,9904	0,3220
TRANS	0,0418360	0,0322517	1,297	0,1946
SANT	0,0555085	0,0369958	1,500	0,1335
AN11	-0,0163299	0,0304734	-0,5359	0,5920
AN12	-0,00919508	0,0228116	-0,4031	0,6869
AN13	-0,0326420	0,0284108	-1,149	0,2506
AN14	-0,0250620	0,0153372	-1,634	0,1022

Moy. var. dép.	0,026188	Éc. type var. dép.	0,059942
Somme carrés résidus	0,722287	Éc. type de régression	0,053751
R2	0,193300	R2 ajusté	0,099245

Équation croisée VCV pour les résidus
(Corrélation au dessus de la diagonale)

0,0049563	(0,773)
0,0029252	0,0028891

logarithme du déterminant = -12,0641

Test Breusch-Pagan pour la matrice de covariance diagonale:
Chi-deux(1) = 149,388 [0,0000]

Test de sur-identification de Hansen-Sargan:

Chi-deux(3) = 2,41079 [0,4916]

الملحق رقم (9) : نتائج تقدير العلاقة بين الديون الأخرى و الديون المالية طويلة الأجل

sortie de gretl pour acer 2017-01-04 19:21, page 1

Système d'équations, Doubles moindres carrés

Equation 1: DMC, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: deltaAUDTA

Instruments: const DEPTAL RF TAILLE TCA LNAGE DETENTION SARL SNC
EURL COM ICHIF IMACH TPB IAGRO ITEX IPAP SERVM TRANS SANT AN11 AN12
AN13 AN14 DEFTA DRIS ETR GAR DAMTA

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	0,142258	0,151644	0,9381	0,3482
DeltaDLTA	-0,0195613	0,156819	-0,1247	0,9007
DEPTAL	0,0543100	0,0506753	1,072	0,2838
RF	0,0375070	0,0147745	2,539	0,0111 **
TAILLE	-0,00822842	0,00863061	-0,9534	0,3404
TCA	0,00816693	0,0116581	0,7005	0,4836
LNAGE	0,00689851	0,00873493	0,7898	0,4297
DETENTION	-0,000197206	0,0139179	-0,01417	0,9887
SARL	-0,0109380	0,0311894	-0,3507	0,7258
SNC	0,00622596	0,0366414	0,1699	0,8651
EURL	-0,0130425	0,0334214	-0,3902	0,6964
COM	0,0259301	0,0211493	1,226	0,2202
ICHIF	0,0255969	0,0201347	1,271	0,2036
IMACH	0,0211559	0,0198082	1,068	0,2855
TPB	0,00647957	0,0215334	0,3009	0,7635
IAGRO	0,0125158	0,0234139	0,5345	0,5930
ITEX	0,0134639	0,0212244	0,6344	0,5258
IPAP	-0,0381891	0,0295695	-1,292	0,1965
SERVM	0,0328684	0,0219593	1,497	0,1344
TRANS	0,00592428	0,0267041	0,2218	0,8244
SANT	-0,0121705	0,0324531	-0,3750	0,7076
AN11	-0,0321150	0,0113075	-2,840	0,0045 ***
AN12	-0,0218873	0,0114780	-1,907	0,0565 **
AN13	-0,0284129	0,0116800	-2,433	0,0150 **
AN14	-0,00870302	0,0123362	-0,7055	0,4805

Moy. var. dép.	0,019264	Éc. type var. dép.	0,055741
Somme carrés résidus	0,645254	Éc. type de régression	0,053552
R2	0,165985	R2 ajusté	0,077024

Equation 2: DMC, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: DeltaDLTA

Instruments: const DEPTAL RF TAILLE TCA LNAGE DETENTION SARL SNC
EURL COM ICHIF IMACH TPB IAGRO ITEX IPAP SERVM TRANS SANT AN11 AN12
AN13 AN14 DEFTA DRIS ETR GAR DAMTA

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	0,142258	0,143862	0,9889	0,3227
DeltaDLTA	-0,0195613	0,148772	-0,1315	0,8954
DEPTAL	0,0543100	0,0480748	1,130	0,2586
RF	0,0375070	0,0140164	2,676	0,0075 ***
TAILLE	-0,00822842	0,00818772	-1,005	0,3149
TCA	0,00816693	0,0110599	0,7384	0,4603
LNAGE	0,00689851	0,00828668	0,8325	0,4051
DETENTION	-0,000197206	0,0132037	-0,01494	0,9881
SARL	-0,0109380	0,0295888	-0,3697	0,7116
SNC	0,00622596	0,0347611	0,1791	0,8579
EURL	-0,0130425	0,0317063	-0,4114	0,6808
COM	0,0259301	0,0200640	1,292	0,1962
ICHIF	0,0255969	0,0191015	1,340	0,1802
IMACH	0,0211559	0,0187917	1,126	0,2602
TPB	0,00647957	0,0204283	0,3172	0,7511
IAGRO	0,0125158	0,0221222	0,5635	0,5731
ITEX	0,0134639	0,0201352	0,6687	0,5037
IPAP	-0,0381891	0,0280521	-1,361	0,1734
SERVM	0,0328684	0,0209325	1,578	0,1146
TRANS	0,00592428	0,0233338	0,2338	0,8151
SANT	-0,0121705	0,0307877	-0,3953	0,6926
AN11	-0,0321150	0,0107273	-2,994	0,0028 ***
AN12	-0,0218873	0,0108890	-2,010	0,0444 **
AN13	-0,0284129	0,0110806	-2,564	0,0103 **
AN14	-0,00870302	0,0117032	-0,7436	0,4571

Moy. var. dép.	0,019264	Éc. type var. dép.	0,055741
Somme carrés résidus	0,645254	Éc. type de régression	0,050804
R2	0,165985	R2 ajusté	0,077024

Equation 2: 3SLS, utilisant les observations 1:1-50:5 (T = 250)

Variable dépendante: DeltaDLTA

Instruments: const DEPTAL RF TAILLE TCA LNAGE DETENTION SARL SNC
EURL COM ICHIF IMACH TPB IAGRO ITEX IPAP SERVM TRANS SANT AN11 AN12
AN13 AN14 DEFTA DRIS ETR GAR DAMTA

	coefficient	erreur std.	z	p. critique
const	0,142258	0,143862	0,9889	0,3227
DeltaDLTA	-0,0195613	0,148772	-0,1315	0,8954
DEPTAL	0,0543100	0,0480748	1,130	0,2586
RF	0,0375070	0,0140164	2,676	0,0075 ***
TAILLE	-0,00822842	0,00818772	-1,005	0,3149
TCA	0,00816693	0,0110599	0,7384	0,4603
LNAGE	0,00689851	0,00828668	0,8325	0,4051
DETENTION	-0,000197206	0,0132037	-0,01494	0,9881
SARL	-0,0109380	0,0295888	-0,3697	0,7116
SNC	0,00622596	0,0347611	0,1791	0,8579
EURL	-0,0130425	0,0317063	-0,4114	0,6808
COM	0,0259301	0,0200640	1,292	0,1962
ICHIF	0,0255969	0,0191015	1,340	0,1802
IMACH	0,0211559	0,0187917	1,126	0,2602
TPB	0,00647957	0,0204283	0,3172	0,7511
IAGRO	0,0125158	0,0221222	0,5635	0,5731
ITEX	0,0134639	0,0201352	0,6687	0,5037
IPAP	-0,0381891	0,0280521	-1,361	0,1734
SERVM	0,0328684	0,0209325	1,578	0,1146
TRANS	0,00592428	0,0233338	0,2338	0,8151
SANT	-0,0121705	0,0307877	-0,3953	0,6926
AN11	-0,0321150	0,0107273	-2,994	0,0028 ***
AN12	-0,0218873	0,0108890	-2,010	0,0444 **
AN13	-0,0284129	0,0110806	-2,564	0,0103 **
AN14	-0,00870302	0,0117032	-0,7436	0,4571

Moy. var. dép.	0,019264	Éc. type var. dép.	0,055741
Somme carrés résidus	0,645254	Éc. type de régression	0,050804
R2	0,165985	R2 ajusté	0,077024

sortie de gretl pour acer 2017-01-04 19:21, page 2

const	0,222968	0,470554	0,4738	0,6356
deltaAUDTA	-1,81710	1,98410	-0,9158	0,3598
DEFTA	0,211926	0,160173	1,323	0,1858
RF	0,101045	0,0915785	1,103	0,2699
DRIS	0,378848	0,377431	1,004	0,3155
ETR	0,108159	0,126666	0,8539	0,3932
GAR	0,0765689	0,0658217	1,163	0,2447
DAMTA	-0,178998	0,269724	-0,6636	0,5069
TAILLE	-0,0105528	0,0294400	-0,3585	0,7200
TCA	0,0261984	0,0317371	0,8255	0,4091
LNAGE	-0,0113561	0,0287754	-0,3946	0,6931
DETENTION	-0,0443682	0,0313497	-1,415	0,1570
SARL	-0,0219202	0,0740878	-0,2959	0,7673
SNC	0,00573315	0,0981175	0,05843	0,9534
EURL	-0,0144851	0,0797650	-0,1816	0,8559
COM	0,0420086	0,0680546	0,6173	0,5371
ICHIF	0,00962491	0,0623538	0,1544	0,8773
IMACH	0,0221946	0,0537162	0,4132	0,6795
TPB	-0,0140090	0,0535812	-0,2615	0,7937
IAGRO	-0,00484380	0,0636374	-0,07612	0,9393
ITEX	0,0258416	0,0511248	0,5055	0,6132
IPAP	-0,0947622	0,117753	-0,8048	0,4210
SERVM	0,0577579	0,0963127	0,5897	0,5487
TRANS	0,0416126	0,0715200	0,5818	0,5607
SANT	-0,0106826	0,0901114	-0,1185	0,9056
AN11	-0,0454017	0,0709956	-0,6395	0,5225
AN12	-0,0226742	0,0537951	-0,4215	0,6734
AN13	-0,0292667	0,0661116	-0,4427	0,6580
AN14	0,0113019	0,0355505	0,3179	0,7506

Moy. var. dép.	0,006956	Éc. type var. dép.	0,077831
Somme carrés résidus	3,441797	Éc. type de régression	0,124795
R2	0,012363	R2 ajusté	-0,112768

Equation croisée VCV pour les résidus

(Corrélation au dessus de la diagonale)

0,0025810	(0,808)
0,0048188	0,013767

logarithme du déterminant = -11,3049

Test Breusch-Pagan pour la matrice de covariance diagonale:

Chi-deux(1) = 163,371 [0,0000]

sortie de gretl pour acer 2017-01-04 19:22, page 2

const	0,171754	0,431449	0,3981	0,6906
deltaAUDTA	-1,82632	1,84197	-0,9915	0,3214
DEFTA	0,285947	0,140220	2,039	0,0414 **
RF	0,0891773	0,0853477	1,045	0,2961
DRIS	0,359885	0,232201	1,543	0,1228
ETR	0,156133	0,101258	0,1542	0,8775
GAR	0,0272748	0,0532597	0,5121	0,6086
DAMTA	0,00980474	0,212016	0,04625	0,9631
TAILLE	-0,00523760	0,0269487	-0,1944	0,8459
TCA	0,0255673	0,0296658	0,8618	0,3888
LNAGE	-0,0165643	0,0266843	-0,6208	0,5348
DETENTION	-0,0412451	0,0293906	-1,403	0,1605
SARL	-0,0308437	0,0686168	-0,4495	0,6531
SNC	-0,0115877	0,0906001	-0,1279	0,8982
EURL	-0,0248313	0,0736893	-0,3370	0,7361
COM	0,0479377	0,0635001	0,7549	0,4503
ICHIF	0,0220338	0,0574753	0,3834	0,7015
IMACH	0,0405564	0,0493308	0,8221	0,4110
TPB	-0,0135762	0,0498204	-0,2725	0,7852
IAGRO	-0,00851277	0,0592311	-0,1437	0,8857
ITEX	0,0413501	0,0470020	0,8798	0,3790
IPAP	-0,0804025	0,108411	-0,7416	0,4583
SERVM	0,0488617	0,0900043	0,5429	0,5872
TRANS	0,0302087	0,0637675	0,4737	0,6357
SANT	-0,0130068	0,0768874	-0,1692	0,8657
AN11	-0,0430252	0,0657473	-0,6544	0,5129
AN12	-0,0188572	0,0495054	-0,3809	0,7033
AN13	-0,0273757	0,0611403	-0,4478	0,6543
AN14	0,0148666	0,0330221	0,4502	0,6526

Moy. var. dép.	0,006956	Éc. type var. dép.	0,077831
Somme carrés résidus	3,518684	Éc. type de régression	0,118637
R2	0,011934	R2 ajusté	-0,113251

Equation croisée VCV pour les résidus

(Corrélation au dessus de la diagonale)

0,0025810	(0,823)
0,0049600	0,014075

logarithme du déterminant = -11,3537

Test Breusch-Pagan pour la matrice de covariance diagonale:

Chi-deux(1) = 169,303 [0,0000]

Test de sur-identification de Hansen-Sargan:

Chi-deux(4) = 6,12276 [0,1902]

الملحق رقم (10) : نتائج الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة

DeltaAUDTAI	DELTAFORTAI	DELTAFORTA	DELTADLTAI	DEFTA	DELTADLTA	DAMTA	DELTAAUDTA	LNAGE	GAR	TCA	TAILLE	ETR	DRIS	RF	DEFTAI	DELTADFCTAI	AUCI	DELTADFCTA	AUC		
0.019080	0.033088	0.026188	0.002960	0.017152	0.006956	0.055656	0.019264	2.553530	0.549375	0.114656	17.29985	0.107240	0.012716	0.284900	0.026872	0.001352	0.006145	0.006284	0.005656	Mean	
0.002500	0.017500	0.020000	0.000000	0.012000	0.000000	0.035000	0.001000	2.564949	0.569100	0.101000	17.30000	0.000000	0.000000	0.174000	0.019000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	Median	
0.211000	0.318000	0.272000	0.474000	0.229000	0.474000	0.273000	0.211000	3.828641	0.999099	1.417000	20.64100	0.760000	0.101000	1.386000	0.308000	0.248000	0.396675	1.294000	0.396675	Maximum	
-0.110000	-0.117000	-0.071000	-0.307000	-0.224000	-0.307000	0.000000	-0.098000	0.693147	0.003621	-0.405000	16.51600	-0.060000	-0.070000	-0.229000	-0.156000	-0.255000	-1.306382	-0.255000	-1.306382	Minimum	
0.056175	0.082029	0.059942	0.075748	0.066715	0.077831	0.060084	0.055741	0.686701	0.248319	0.305639	0.455915	0.126137	0.023906	0.286021	0.075068	0.029717	0.098491	0.086968	0.098151	Std. Dev.	
1.065732	1.342092	1.728343	1.777089	-0.100245	2.375436	1.586179	1.132496	-0.272797	-0.388608	1.233980	2.790972	1.014730	1.657950	1.250402	1.053814	0.207812	-8.692320	13.05143	-8.779204	Skewness	
4.769733	5.271892	7.121298	16.25404	4.775883	17.16616	5.159173	4.492003	2.684493	2.280684	5.906260	22.43482	4.929039	6.225779	4.153909	5.873329	45.24764	129.8338	194.4278	131.4464	Kurtosis	
79.94891	128.8160	301.3935	1961.477	33.27036	2325.531	153.3946	76.62775	4.137673	11.68210	151.4289	4259.066	81.66563	222.9255	79.01593	132.2720	18594.12	170719.2	388812.0	175070.6	Jarque-Bera	
0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.126333	0.002906	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	Probability	
4.770000	8.272000	6.547000	0.740000	4.288000	1.739000	13.91400	4.816000	638.3826	137.3437	28.66400	4324.963	26.81000	3.179000	71.22500	6.718000	0.338000	1.536220	1.571000	1.413932	Sum	
0.785750	1.675442	0.894660	1.428706	1.108260	1.508365	0.898910	0.773659	117.4182	15.35389	23.26037	51.75672	3.961732	0.142299	20.37024	1.403168	0.219887	2.415420	1.883307	2.398782	Sum Sq. Dev.	
250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	Observations

المصدر : مخرجات برنامج Eviews v. 9

الملحق رقم (11) : الربيعي الأول والثالث من مخرجات برنامج Gretl V.3

```

Nombre d'itérations : 20
? loop foreach j listofvar
> print Q$j_1, Q$j_2, Q$j_3
> endloop
? print QGAR_1, QGAR_2, QGAR_3
QGAR_1 = 0,38093892
QGAR_2 = 0,56910011
QGAR_3 = 0,74247611
? print QLNAGE_1, QLNAGE_2, QLNAGE_3
QLNAGE_1 = 2,0794415
QLNAGE_2 = 2,5649494
QLNAGE_3 = 3,1021554
sortie de gretl pour acer 2017-01-09 10:29, page 3
? print QDRIS_1, QDRIS_2, QDRIS_3
QDRIS_1 = 0,0000000
QDRIS_2 = 0,0000000
QDRIS_3 = 0,018000000
? print QDAMTA_1, QDAMTA_2, QDAMTA_3
QDAMTA_1 = 0,012000000
QDAMTA_2 = 0,035000000
QDAMTA_3 = 0,078250000
? print QETR_1, QETR_2, QETR_3
QETR_1 = 0,0000000
QETR_2 = 0,0000000
QETR_3 = 0,19925000
? print QRF_1, QRF_2, QRF_3
QRF_1 = 0,092500000
QRF_2 = 0,17400000
QRF_3 = 0,41850000
? print QAUC_1, QAUC_2, QAUC_3
QAUC_1 = 0,0000000
QAUC_2 = 0,0000000
QAUC_3 = 0,0000000
? print QAUC1_1, QAUC1_2, QAUC1_3
QAUC1_1 = 0,0000000
QAUC1_2 = 0,0000000
QAUC1_3 = 0,0000000
? print QDeltaDLTA_1, QDeltaDLTA_2, QDeltaDLTA_3
QDeltaDLTA_1 = 0,0000000
QDeltaDLTA_2 = 0,0000000
sortie de gretl pour acer 2017-01-09 10:29, page 4
QDeltaDLTA_3 = 0,0000000
? print QdeltaDFCTA_1, QdeltaDFCTA_2, QdeltaDFCTA_3
QdeltaDFCTA_1 = 0,0000000
QdeltaDFCTA_2 = 0,0000000
QdeltaDFCTA_3 = 0,0000000
? print QDEFTA_1, QDEFTA_2, QDEFTA_3
QDEFTA_1 = -0,012000000

```



```
QDEFTA_2 = 0,012000000
QDEFTA_3 = 0,047750000
? print QDEFTA1_1, QDEFTA1_2, QDEFTA1_3
QDEFTA1_1 = -0,0090000000
QDEFTA1_2 = 0,019000000
QDEFTA1_3 = 0,047750000
? print QTCA_1, QTCA_2, QTCA_3
QTCA_1 = -0,046250000
QTCA_2 = 0,10100000
QTCA_3 = 0,21775000
? print QDeltaFORTA_1, QDeltaFORTA_2, QDeltaFORTA_3
QDeltaFORTA_1 = -0,0042500000
QDeltaFORTA_2 = 0,020000000
QDeltaFORTA_3 = 0,034000000
? print QdeltaAUDTA_1, QdeltaAUDTA_2, QdeltaAUDTA_3
QdeltaAUDTA_1 = -0,0090000000
QdeltaAUDTA_2 = 0,0010000000
QdeltaAUDTA_3 = 0,037000000
? print QTAILLE_1, QTAILLE_2, QTAILLE_3
QTAILLE_1 = 17,262000
sortie de gretl pour acer 2017-01-09 10:29, page 5
QTAILLE_2 = 17,300000
QTAILLE_3 = 17,300000
? print QDeltaFORTA1_1, QDeltaFORTA1_2, QDeltaFORTA1_3
QDeltaFORTA1_1 = -0,012250000
QDeltaFORTA1_2 = 0,017500000
QDeltaFORTA1_3 = 0,058500000
? print QdeltaAUDTA1_1, QdeltaAUDTA1_2, QdeltaAUDTA1_3
QdeltaAUDTA1_1 = -0,0082500000
QdeltaAUDTA1_2 = 0,0025000000
QdeltaAUDTA1_3 = 0,038000000
? print QDeltaDLTA1_1, QDeltaDLTA1_2, QDeltaDLTA1_3
QDeltaDLTA1_1 = 0,0000000
QDeltaDLTA1_2 = 0,0000000
QDeltaDLTA1_3 = 0,0000000
? print QdeltaDFCTA1_1, QdeltaDFCTA1_2, QdeltaDFCTA1_3
QdeltaDFCTA1_1 = 0,0000000
QdeltaDFCTA1_2 = 0,0000000
QdeltaDFCTA1_3 = 0,0000000
Nombre d'itérations : 20
```

الملحق رقم (12) : معاميل الاختلاف CV من مخرجات برنامج Gretl V.3

sortie de gretl pour acer 2017-01-17 11:47, page 1

	Moyenne	Médiane	Minimum	Maximum
AUC	0,0056557	0,0000	-1,3064	0,39667
deltaDFCTA	0,0062840	0,0000	-0,25500	1,2940
AUC1	0,0061449	0,0000	-1,3064	0,39667
deltaDFCTA1	0,0013520	0,0000	-0,25500	0,24800
DEFTA1	0,026872	0,019000	-0,15600	0,30800
RF	0,28490	0,17400	-0,22900	1,3860
DRIS	0,012716	0,0000	-0,070000	0,10100
ETR	0,10724	0,0000	-0,060000	0,76000
TAILLE	17,300	17,300	16,516	20,641
TCA	0,11466	0,10100	-0,40500	1,4170
GAR	0,54937	0,56910	0,0036212	0,99910
LNAGE	2,5535	2,5649	0,69315	3,8286
deltaAUDTA	0,019264	0,0010000	-0,098000	0,21100
DAMTA	0,055656	0,035000	0,0000	0,27300
DeltaDLTA	0,0069560	0,0000	-0,30700	0,47400
DEFTA	0,017152	0,012000	-0,22400	0,22900
DeltaDLTA1	0,0029600	0,0000	-0,30700	0,47400
DeltaFORTA	0,026188	0,020000	-0,071000	0,27200
DeltaFORTA1	0,033088	0,017500	-0,11700	0,31800

	Écart type	C.V.	Asymétrie	Ex. aplatissement
AUC	0,098151	17,354	-8,7792	128,45
deltaDFCTA	0,086968	13,840	13,051	191,43
AUC1	0,098491	16,028	-8,6923	126,83
deltaDFCTA1	0,029717	21,980	0,20781	42,248
DEFTA1	0,075068	2,7935	1,0538	2,8733
RF	0,28602	1,0039	1,2504	1,1539
DRIS	0,023906	1,8800	1,6579	3,2258
ETR	0,12614	1,1762	1,0147	1,9290
TAILLE	0,45591	0,026354	2,7910	19,435
TCA	0,30564	2,6657	1,2340	2,9063
GAR	0,24832	0,45200	-0,38861	-0,71932
LNAGE	0,68670	0,26892	-0,27280	-0,31551
deltaAUDTA	0,055741	2,8935	1,1325	1,4920
DAMTA	0,060084	1,0796	1,5862	2,1592
DeltaDLTA	0,077831	11,189	2,3754	14,166
DEFTA	0,066715	3,8896	-0,10024	1,7759
DeltaDLTA1	0,075748	25,591	1,7771	13,254
DeltaFORTA	0,059942	2,2889	1,7283	4,1213
DeltaFORTA1	0,082029	2,4791	1,3421	2,2719

	perc. 5%	perc. 95%	Intervalle	IQObs. manquantes
AUC	0,0000	0,057281	0,0000	0
deltaDFCTA	-0,012900	0,028350	0,0000	0
AUC1	0,0000	0,078708	0,0000	0
deltaDFCTA1	-0,0099000	0,028350	0,0000	0

sortie de gretl pour acer 2017-01-17 11:47, page 2

DEFTA1	-0,097450	0,17735	0,056750	0
RF	0,0060000	0,92535	0,32600	0
DRIS	0,0000	0,070000	0,018000	0
ETR	0,0000	0,27100	0,19925	0
TAILLE	16,578	17,936	0,038000	0
TCA	-0,34835	0,71340	0,26400	0
GAR	0,074881	0,90737	0,36154	0
LNAGE	1,3863	3,6750	1,0227	0
deltaAUDTA	-0,055800	0,13890	0,046000	0
DAMTA	0,0000	0,20045	0,066250	0
DeltaDLTA	-0,083300	0,12545	0,0000	0
DEFTA	-0,10560	0,12300	0,059750	0
DeltaDLTA1	-0,10150	0,12545	0,0000	0
DeltaFORTA	-0,057350	0,15360	0,038250	0
DeltaFORTA1	-0,074150	0,22425	0,070750	0

الفهرس

الفهرس

الصفحة

IV	الإهداء.....
V	الشكر.....
VI	الملخص.....
VII	قائمة المحتويات.....
X	قائمة الجداول.....
XII	قائمة الأشكال البيانية.....
XIII	قائمة الملاحق.....
XIV	قائمة الاختصارات و الرموز.....
أ	المقدمة.....

الفصل الأول : مصادر تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة الاقتصادية

001

ومعايير اختيارها

002	تمهيد.....
002	المبحث الأول : مصادر تمويل المؤسسة.....
002	المطلب الأول : التمويل الداخلي.....
002	الفرع الأول : التمويل الذاتي.....
006	الفرع الثاني : الرفع في رأس المال.....
013	المطلب الثاني : التمويل الخارجي.....
013	الفرع الأول : الرفع في رأس المال نقداً لصالح المساهمين الجدد.....
015	الفرع الثاني : التمويل عن طريق الاستدانة.....
032	المطلب الثالث : الديون الأخرى بين التمويل الداخلي والخارجي.....
032	الفرع الأول : مفهوم الحسابات الجارية للشركاء.....
033	الفرع الثاني : مزايا الحسابات الجارية للشركاء.....
034	الفرع الثالث : حدود الحسابات الجارية للشركاء.....
034	المبحث الثاني : معايير الاختيار بين المصادر التمويلية.....
034	المطلب الأول : مفاهيم أساسية متعلقة بقرار التمويل.....
034	الفرع الأول : تعريف القرار ومرتكزاته.....

035	.....	الفرع الثاني : تعريف قرار التمويل
036	.....	الفرع الثالث : مفهوم الهيكل المالي
036	.....	المطلب الثاني : تكلفة المصادر التمويلية
036	.....	الفرع الأول : تكلفة الأموال الخاصة
041	.....	الفرع الثاني : تكلفة الاستدانة
045	.....	الفرع الثالث : تكلفة رأس المال
047	.....	المطلب الثالث : معايير أخرى لاختيار مصادر التمويل
048	.....	الفرع الأول: العوامل الخارجية المحددة لقرارات التمويل
052	.....	الفرع الثاني : العوامل الداخلية المحددة لقرارات التمويل
058	.....	خلاصة الفصل الأول
059	.....	الفصل الثاني : الاسهامات النظرية المفسرة لقرارات التمويل
060	.....	تمهيد
060	.....	المبحث الأول : المفاهيم الأساسية التي يقوم عليها الطرح النظري للهيكل المالي
061	.....	المطلب الأول : أثر الرافعة و المخاطرة المالية
061	.....	الفرع الأول : أثر الرافعة المالية
063	.....	الفرع الثاني : أثر الرافعة على المخاطرة المالية
066	.....	المطلب الثاني : كفاءة سوق رأس المال
067	.....	الفرع الأول : مفهوم كفاءة سوق رأس المال
068	.....	الفرع الثاني : جوانب كفاءة السوق
073	.....	المبحث الثاني : النظريات المفسرة للهيكل المالي في ظل فرضيات الكفاءة التامة للسوق
074	.....	المطلب الأول : التيار المؤيد لوجود هيكل مالي أمثل
074	.....	الفرع الأول : مدخل صافي الربح
075	.....	الفرع الثاني : المدخل التقليدي
077	.....	المطلب الثاني : التيار المعارض لوجود فكرة هيكل مالي أمثل
077	.....	الفرع الأول : مدخل ربح الاستغلال
077	.....	الفرع الثاني : مدخل النظرية الحديثة لـ Modigliani et Miller
083	.....	المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي في ظل فرضيات الكفاءة الاقتصادية للسوق
083	.....	المطلب الأول : التيار المؤيد و المعترف بوجود هيكل مالي أمثل
083	.....	الفرع الأول : المدخل التقليدي في ظل وجود الضرائب

084	..... نظرية Modigliani et Miller سنة 1963
087	.....la théorie des compromis (trade – off) نظرية التوازن
103	.....المطلب الثاني : التيار المعارض لفكرة وجود هيكل مالي أمثل
103	..... نظرية الإشارة
106	..... نظرية التمويل الرتبي
110	.....تفسيرات الهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة ومتوسطة الحجم
114	..... خلاصة الفصل الثاني
115	..... الفصل الثالث : الدراسات السابقة
116	..... تمهيد
116	..... المبحث الأول : دراسات في عجز التمويل الداخلي وعلاقة القرارات التمويلية فيما بينها
116	..... المطلب الأول : دراسات في عجز التمويل الداخلي
124	..... المطلب الثاني : دراسات في علاقة القرارات التمويلية فيما بينها
128	..... المبحث الثاني : دراسات في محددات القرارات التمويلية
128	..... المطلب الأول : دراسات في محددات الاستدانة
135	..... المطلب الثاني : دراسات في الائتمان التجاري
140	..... المبحث الثالث : تأصيل الدراسة
140	..... المطلب الأول : تحليل الدراسات السابقة
142	..... المطلب الثاني : مميزات الدراسة
143	..... خلاصة الفصل الثالث
144	..... الفصل الرابع : الطريقة و الأدوات المستخدمة
145	..... تمهيد
145	..... المبحث الأول : تقديم المجتمع و عينة الدراسة
145	..... المطلب الأول : عينة الدراسة
145	..... الفرع الأول : دوافع إختيار العينة
147	..... الفرع الثاني : معايير تحديد عينة الدراسة
148	..... المطلب الثاني : مميزات القطاع الخاص بولاية غرداية
151	..... المبحث الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة
151	..... المطلب الأول : تعريف نماذج المعادلات الآنية
152	..... الفرع الأول : عرض نموذج المعادلات الآنية

157	.....	الفرع الثاني : نماذج المعادلات الآنية المستخدمة.
161	.....	المطلب الثاني : قياس متغيرات الدراسة.
161	.....	الفرع الأول : المتغيرات الداخلية.
162	.....	الفرع الثاني : المتغيرات الخارجية.
173	.....	المبحث الثالث : الدراسة الوصفية و الارتباط بين متغيرات الدراسة.
174	.....	المطلب الأول : التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة.
174	.....	الفرع الأول : التحليل الإحصائي الوصفي للمتغيرات الداخلية.
176	.....	الفرع الثاني : التحليل الإحصائي الوصفي للمتغيرات الخارجية.
179	.....	المطلب الثاني : دراسة الارتباط بين المتغيرات الخارجية.
181	.....	الفرع الأول : دراسة الارتباط بين المتغيرات الخارجية لنظام المعادلات الآنية الأول.
186	.....	الفرع الثاني : دراسة الارتباط بين المتغيرات الخارجية لأنظمة المعادلات الآنية الأخرى.
189	.....	خلاصة الفصل الرابع.
190	.....	الفصل الخامس : عرض النتائج و مناقشتها
191	.....	تمهيد.
191	.....	المبحث الأول : نتائج تقدير النماذج المفسرة لعلاقة الرفع في رأس المال بمختلف الديون
191	.....	المطلب الأول : نتائج تقدير النموذج المفسر لعلاقة الرفع في رأس المال بالديون المالية قصيرة الأجل
192	.....	الفرع الأول : دراسة شروط التمييز.
194	.....	الفرع الثاني : اختبار Breusch-Pagan لتجانس التباين.
195	.....	الفرع الثالث : اختبار Sargan-Hansen.
196	.....	المطلب الثاني : نتائج تقدير النموذج المفسر لعلاقة الرفع في رأس المال بالديون الأخرى.
196	.....	الفرع الأول : دراسة شروط التمييز.
198	.....	الفرع الثاني : اختبار Breusch-Pagan لتجانس التباين.
199	.....	الفرع الثالث : اختبار Sargan-Hansen.
200	.....	المطلب الثالث : نتائج تقدير النموذج المفسر لعلاقة الرفع في رأس المال بالديون المالية طويلة الأجل.
200	.....	الفرع الأول : دراسة شروط التمييز.
202	.....	الفرع الثاني : اختبار Breusch-Pagan لتجانس التباين.
203	.....	الفرع الثالث : اختبار Sargan-Hansen.
204	.....	المطلب الرابع : نتائج تقدير النموذج المفسر لعلاقة الرفع في رأس المال بديون الموردين.

204	.....	الفرع الأول : دراسة شروط التمييز.
206	.....	الفرع الثاني : اختبار Breusch-Pagan لتجانس التباين
207	.....	الفرع الثالث : اختبار Sargan-Hansen
208	.....	المبحث الثاني : نتائج تقدير النماذج المفسّرة لعلاقة الديون فيما بينها.
208	.....	المطلب الأول : نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة ديون الموردين بالديون المالية قصيرة الأجل....
208	.....	الفرع الأول : دراسة شروط التمييز.
210	.....	الفرع الثاني : اختبار Breusch-Pagan لتجانس التباين
211	.....	الفرع الثالث : اختبار Sargan-Hansen
212	.....	المطلب الثاني : نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة الديون المالية طويلة الأجل بديون الموردين....
212	.....	الفرع الأول : دراسة شروط التمييز.
214	.....	الفرع الثاني : اختبار Breusch-Pagan لتجانس التباين
215	.....	الفرع الثالث : اختبار Sargan-Hansen
216	.....	المطلب الثالث: نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة الديون المالية الطويلة بالديون المالية قصيرة الأجل.....
216	.....	الفرع الأول : دراسة شروط التمييز.
218	.....	الفرع الثاني : اختبار Breusch-Pagan لتجانس التباين
219	.....	الفرع الثالث : اختبار Sargan-Hansen
220	.....	المطلب الرابع : نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة الديون الأخرى بديون الموردين.....
220	.....	الفرع الأول : دراسة شروط التمييز.
222	.....	الفرع الثاني : اختبار Breusch-Pagan لتجانس التباين
223	.....	الفرع الثالث : اختبار Sargan-Hansen
224	.....	المطلب الخامس : نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة الديون الأخرى بالديون المالية طويلة الأجل
224	.....	الفرع الأول : دراسة شروط التمييز.
226	.....	الفرع الثاني : اختبار Breusch-Pagan لتجانس التباين
227	.....	الفرع الثالث : اختبار Sargan-Hansen
227	.....	المبحث الثالث : تحليل نتائج الدراسة و مناقشتها.
227	.....	المطلب الأول : تحليل نتائج تقدير النماذج المفسّرة لعلاقة الرفع في رأس المال بمختلف الديون....
227	.....	الفرع الأول: تحليل نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة الرفع في رأس المال بالديون المالية قصيرة الأجل.....

229	الفرع الثاني : تحليل نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة الرفع في رأس المال بالديون الأخرى
231	الفرع الثالث : تحليل نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة الرفع في رأس المال بالديون المالية طويلة الأجل.....
233	الفرع الرابع: تحليل نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة الرفع في رأس المال بديون الموردين.....
235	المطلب الثاني : تحليل نتائج تقدير النماذج المفسّرة لعلاقة الديون فيما بينها.....
235	الفرع الأول : تحليل نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة ديون الموردين بالديون المالية قصيرة الأجل
236	الفرع الثاني : تحليل نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة الديون المالية طويلة الأجل بديون الموردين
237	الفرع الثالث: تحليل نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة الديون المالية الطويلة بالديون المالية قصيرة الأجل.....
239	الفرع الرابع : تحليل نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة الديون الأخرى بديون الموردين.....
240	الفرع الخامس: تحليل نتائج تقدير النموذج المفسّر لعلاقة الديون الأخرى بالديون المالية طويلة الأجل.....
241	المطلب الثالث : اختبار الفرضيات.....
247	خلاصة الفصل الخامس.....
249	الخاتمة.....
255	المراجع.....
271	الملاحق.....
285	الفهرس.....