

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد بوضياف – المسيلة -

ميدان: العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
فرع: العلوم التجارية
تخصص: بنوك



كلية: العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم: العلوم التجارية
رقم:

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر أكاديمي

إعداد الطالبين: - عادل علال شريف

- صدام حسين مناصري

تحت عنوان

سلوك المؤسسة الاقتصادية اتجاه الاستدانة البنكية

دراسة حالة الجزائر

لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة المسيلة	اسم ولقب الأستاذ (ة): د بدروني عيسى
مشرفا ومقررا	جامعة المسيلة	اسم ولقب الأستاذ (ة): د غربي حمزة
مناقشا	جامعة المسيلة	اسم ولقب الأستاذ (ة): د بوبعاية حسان

السنة الجامعية: 2017/2016

الإهداء

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على
رسوله الكريم، خاتم النبيين والمرسلين
محمد □

أبتدأ باكورة إهدائي إلى روح أبي
الطاهرة

والذي أسأل الله عز وجل أن يرحمه رحمة
تُنزله منزلة الصديقين والشهداء وحسن
أولئك رفيقا في الفردوس الأعلى
آمين

إلى بلسمي وكنزي وجوهر حياتي، أغلى ما
أملك، رمز المحبة

أعظم نعمة بعد إيماني

أمي الغالية

أطال الله عمرها في طاعته

إلى إخوتي وأخواتي

إلى كل العائلة والأهل

إلى من كان لي أخا، رفيقا، صديقا، زميلا،
...

أسأل الله أن تكون لنا رفقة في الجنة كما
كانت في الدنيا

علال شريف عادل 2A

الإهداء

أهدي هذا العمل:

إلى والدي ووالدتي أطال الله في عمرهما وحفظهما

إلى أخوتي وأخواتي

إلى كافة أفراد عائلتي فردا فردا

إلى كافة زملاء وأصدقاء الدراسة

مناصري صدام حسين

الشكر

قال الله تعالى: وَإِذْ تَأَذَّنَ رَبُّكُمْ لَئِنْ شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ وَلَئِنْ كَفَرْتُمْ إِنَّ عَذَابِي لَشَدِيدٌ (9)

سورة إبراهيم الآية: 9

نشكر الله ونحمده الذي لولا هداه لما
اهتدينا لهذا حمدا كثيرا طيبا مباركا
فيه ونشكره على نعمه علينا ومعونته لنا
في إتمام هذا المشوار الطويل

أما بعد

نقدم بالشكر لمن قدم لنا يد المساعدة
والمساهمة في إنجاز هذا العمل المتواضع

ونخص أستاذنا الدكتور غربي حمزة

فله منا كل التقدير والاحترام

وإلى كل من شجعنا ولو بكلمة طيبة
واستعجل بالسؤال شوقا ليرى هذا العمل
يكتمل

فجزاهم عنا كل خير

الفهرس

	شكر
	إهداء
i	قائمة المحتويات
iv	قائمة الجداول
iv	قائمة الأشكال البيانية
iv	قائمة المختصرات الأساسية
v	المخلص
أ	المقدمة العامة
03	المبحث الأول: مفهوم الهيكل المالية للمؤسسة
03	المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالية للمؤسسات
03	المطلب الثاني: مصادر التمويل
04	الفرع الأول: التمويل الذاتي
05	الفرع الثاني: رفع رأس المال
05	الفرع الثالث: الاستدانة البنكية
06	الفرع الرابع: أهمية الاستدانة كمصدر للتمويل
07	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على قرار تركيبة الهيكل المالية
09	المبحث الثاني: نظريات الهيكل المالية للمؤسسات
10	المطلب الأول: النظريات الكلاسيكية لتفسير الهيكل المالية
10	الفرع الأول: نظرية صافي الربح
11	الفرع الثاني: النظرية التقليدية
12	الفرع الثالث: نظرية صافي ربح العمليات
13	الفرع الرابع: نظرية (M & M) -1958-MILLER & MODIGLIANI
16	المطلب الثاني: النظريات الحديثة المفسرة للهيكل المالية
16	الفرع الأول: نظرية الوكالة
18	الفرع الثاني: نظرية الترتيب السلمي The Pecking Order Theory
20	الفرع الثالث: نظرية الإشارة
21	المبحث الثالث: المساهمات النظرية للهيكل المالية للمؤسسات الاقتصادية
22	المطلب الأول: خصائص قرار التمويل في المؤسسات الاقتصادية
23	المطلب الثاني: إسقاط النظريات الكلاسيكية على المؤسسات الاقتصادية
24	المطلب الثالث: إسقاط النظريات الحديثة على المؤسسات الاقتصادية
29	المبحث الأول: محددات الهيكل المالية في الدراسات التجريبية السابقة
29	المطلب الأول: الضمانات

30	المطلب الثاني: المردودية
32	المطلب الثالث: حجم المؤسسة
34	المطلب الرابع: الشكل القانوني
34	المبحث الثاني: منهجية الدراسة الإحصائية
34	المطلب الأول: تقديم العينة وتحديد المتغيرات التابعة والمستقلة
37	المطلب الثاني: تقديم النموذج
39	المطلب الثالث: تقدير الإحصائيات
40	المطلب الرابع: تقدير النموذج
44	المبحث الثالث: تحليل النتائج
44	المطلب الأول: تحليل المتغيرات المفسرة
44	1- المردودية
46	2- الحجم
48	المطلب الثاني: تحليل المتغيرات غير المفسرة
48	1- الضمانات
49	2- الشكل القانوني
53	الخاتمة العامة
58	قائمة المراجع

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1 - 2	الوصف الاحصائي للمتغيرات	39
2 - 2	جدول تحليل التباين	41
3 - 2	جدول تحليل التباين ANOVA لنموذج الانحدار الخطي المتعدد	41
4 - 2	المتغيرات المفسرة لمستوى الاستدانة البنكية	42

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1 - 1	تأثير الضرائب، تكلفة الافلاس وتكاليف الوكالة.	18

قائمة المختصرات الأساسية

المصطلح	بيان الاختصار
ANOVA	تحليل التباين
EURL	المؤسسة ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة
EB	الاستدانة البنكية
GA	الضمانات
RE	المردودية
SARL	الشركة ذات المسؤولية المحدودة
SNC	شركة التضامن
	Société à responsabilité limitée
	Société en Nom Collectif

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى التعريف بأهم محددات الهيكل المالية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية من خلال تتبع أهم النظريات المفسرة لها، إذ تعتبر الهيكل المالية الصورة التي تعكس مصادر التمويل وإشكالياته، وتم التركيز على عدد معين من المتغيرات التي تحدد الهيكل المالية ومدى علاقتها بمستوى الاستدانة البنكية، وتم عرض أهم الدراسات التجريبية السابقة.

ولتحقيق هذا الغرض قمنا بإجراء الدراسة على عدد معين من المؤسسات الاقتصادية، باستخدام المنهج الوصفي التحليلي للإلمام بالجانب النظري والتطبيقي اعتمادا على الأسلوب الاحصائي ممثلا في نموذج الانحدار المتعدد.

وقد خلصت هذه الدراسة إلى أنه رغم الأهمية التي تكتسبها المؤسسات الاقتصادية إلا أنها تعاني من إشكالية التمويل، ولخصوصية الاستدانة البنكية عن باقي مصادر التمويل الأخرى، في تحديد الهيكل المالي للمؤسسة، وجدنا على أن محددات الهيكل المالية التي لها علاقة بمستوى الاستدانة البنكية، تمثلت هذه المحددات في كل من المردودية وحجم المؤسسة.

SUMMARY

This study aims to introduce the most important determinants of the financial structure of Algerian economic enterprises by following some most prominent theories that deal with that. This financial structure is the showcase that reflects the sources of funding and problems associated with them. The focus is on a certain number of variables that determine the financial structure and the extent of their relationship to the level of bank borrowing, in addition to the presentation of the most previous experimental studies in this field.

To achieve this purpose, we conduct a study on a certain number of economic enterprises, using the analytical descriptive approach to reach a general overview of the theoretical and applied aspects based on the statistical method represented in the multi regression model.

The result obtained through this study is the fact that in spite of the importance of economic enterprises-sized enterprises (SMEs), they still suffering the problem of financing. For the specificity of bank borrowing, as an important source of finance in determining the financial structure of the institution, we found that the most prominent determinants of financial structure related to the level of bank borrowing are both the cost and the size of the institution.

المقدمة العامة

المقدمة العامة

تعتبر المؤسسة الاقتصادية النواة الرئيسية داخل النشاط الاقتصادي والأداة المفضلة لإحداث الثروة في المجتمع، حيث تمارس وظائف عديدة ومتنوعة منها على سبيل المثال وظيفة الإنتاج، وظيفة الموارد البشرية، والوظيفة المالية، ورغم أهمية هذه الوظائف المختلفة في المؤسسة إلا أن هذه الأخيرة تعتبر من أبرز وأهم هذه الوظائف، إذ هي التي تحدد مستقبل المؤسسة ومدى استمراريته وهيكلها المالي، وغيرها من المهام، فهي تلعب دورا حاسما في نجاح المؤسسة فلا يمكن لأي مؤسسة أن تقوم بنشاطها من إنتاج أو تسويق وغيرها من الوظائف دون توافر الأموال لتمويل أوجه النشاط المختلفة.

ظهرت إشكالية التمويل في الجزائر كمشكلة تحتاج إلى دراسة بعدما أشار العديد من الباحثين الجزائريين إلى أن تعثر المؤسسة الاقتصادية العمومية الجزائرية يرجع إلى الاختلال في الهياكل المالية وانخفاض الكفاءة التسييرية والتسويقية، وكذلك نتيجة التوسع الشديد في الاقتراض بسبب قصور الموارد الذاتية، وما يترتب عليه من عدم قدرة هذه المؤسسة على سداد أقساط القروض وفوائدها. ورغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية واختلاف أشكالها، لازال الاهتمام منصبا على الطريقة التي يتم بها تشكيل الهيكل التمويلي بين أموال الملكية وأموال الاستدانة.

إشكالية البحث:

تعتبر سياسة الاستدانة البنكية من أهم سياسات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، ولدراسة سلوك المؤسسات الاقتصادية تجاهها يمكن طرح الإشكالية التالية:

ما هي محددات الاستدانة البنكية في المؤسسات الاقتصادية بصفة عامة والمؤسسات الاقتصادية الجزائرية بصفة خاصة؟

هذا التساؤل يقودنا إلى التساؤلات الفرعية التالية:

- ما هو الهيكل المالي وفيما تتمثل مصادر التمويل؟
- ماهي مختلف النظريات المفسرة للهيكل المالي؟
- ما هي محددات الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية من خلال تلك النظريات؟

فرضيات البحث:

ومن أجل الوصول إلى حل للإشكالية يمكن صياغة الفرضيات الموالية:

- قد يكون الشكل القانوني وحجم المؤسسة لهما أثر على مستوى المديونية في المؤسسة.

- كون المؤسسة الجزائرية تنشط في اقتصاد يسوده النظام البنكي فإن محددات الاستدانة قد تختلف عما توصلت إليه الدراسات في البلدان التي لها أسواق مالية متطورة.

أسباب اختيار الموضوع:

- الرغبة في التعمق أكثر في دراسة مصادر التمويل الخارجية للمؤسسة؛
- الرغبة الذاتية في البحث في مواضيع التسيير المالي.

أهداف الدراسة:

تكمن أهداف الدراسة في:

- معرفة مختلف مصادر التمويل للمؤسسة وتكاليفها، وتحديد تكلفة رأس المال؛
- تلخيص أهم ما توصلت إليه نظريات الهيكل المالية بشكل يسمح للمؤسسة بفهمها، ومعرفة أهم محددات الهيكل المالية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

أهمية الدراسة:

تبرز أهمية هذا الموضوع في كونه يوضح الاتجاهات التسييرية الحديثة التي غابت عن المؤسسة الاقتصادية في المراحل السابقة وتطبيق أساليب العلمية على أرض الواقع، ومنه الوقوف على أسباب تحسن أو تدهور مردودية المؤسسة ومعرفة ما إذا كانت المؤسسة تتخذ سياسة الاستدانة كمصدر للتمويل دون التمويل الذاتي.

منهج الدراسة وأدواته:

من أجل معالجة الموضوع والوصول إلى النتائج المرجوة، اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي وهو المنهج الموافق للدراسة النظرية، الذي يستدعي جمع المعلومات وعرضها، حيث تم التطرق لوصف مصادر التمويل، الهيكل المالي ومختلف النظريات المفسرة له وتم استخدام المنهج التحليلي في الجانب التطبيقي من خلال تحليل استبيان على 100 مؤسسة اقتصادية.

صعوبات الدراسة:

من بين الصعوبات التي واجهت إعداد هذا البحث:

- ضيق الوقت الممنوح لإعداد البحث؛
- صعوبة الحصول على المعلومات اللازمة؛

- صعوبة اقتناء الكتب والمذكرات من المكتبة؛

تقسيمات البحث:

وسعيا للإحاطة بجميع جوانب وأساسيات البحث وللإجابة على الإشكالية تم تقسيم البحث كما يلي:

الفصل الأول: الهيكل المالي للمؤسسة ومصادر التمويل ويندرج تحته ثلاثة مباحث، الأول مفهوم الهيكل المالية ومصادر التمويل، و تم التطرق فيه أولا إلى مفهوم الهيكل المالي، ثانيا مصادر التمويل (الذاتي - عن طريق الاستدانة)، ثالثا العوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي، أما المبحث الثاني تم الطرق إلى النظريات المفسرة للهيكل المالية في المؤسسات، من خلال مطلبين، النظريات الكلاسيكية، والنظريات الحديثة، والمبحث الثالث تم التكلم عن المساهمات النظرية للهيكل المالية للمؤسسات، من خلال ثلاثة مطالب، خصائص قرار التمويل، النظريات الكلاسيكية، والنظريات الحديثة.

وفي **الفصل الثاني** تم الطرق إلى الجانب التطبيقي من خلال البحث عن محددات الهيكل المالية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، في مباحث ثلاث، الأول محددات الهيكل المالية في الدراسات التجريبية السابقة، المتمثلة في الضمانات، المردودية، حجم المؤسسة، والشكل القانوني، المبحث الثاني منهجية الدراسة الإحصائية، في أربعة مطالب، تقديم العينة وتحديد المتغيرات، تقديم النموذج، تقدير الإحصائيات، وتقدير النموذج، أما المبحث الثالث تم الطرق إلى تحليل النتائج، أولا تحليل المتغيرات المفسرة، ثانيا تحليل النتائج الغير مفسرة.

الفصل الأول:

الهيكل المالي ومصادر التمويل

تمهيد

رغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية واختلاف أشكالها، لا زال الاهتمام منصبا على التوليفة التي يتم بها تشكيل الهيكل التمويلي بين أموال الملكية وأموال الاستدانة ويعد قرار التمويل من بين أهم القرارات التي تهتم بها المؤسسة وتعيبرها أهمية بالغة لما له من تأثير على مختلف نشاطاتها.

ورغم ظهور عدة نظريات حاولت ولا زالت تحاول تفسير مشكلة اختيار الهيكل المالي، واختلاف وجهات نظرها بين مؤيد ومعارض، وإمكانية تحقيق هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، إلا أنه لا يزال هناك جدل كبير بين الباحثين والمختصين في مجال الإدارة المالية، وعدم حيازة أي نظرية على الإجماع.

حيث تم التطرق في هذا الفصل إلى ماهية الهيكل المالي وأهم مصادر التمويل، وكذا النظريات المالية الحديثة المفسرة له والمساهمات النظرية للهيكل المالية للمؤسسات الاقتصادية.

المبحث الأول: مفهوم الهيكلية المالية للمؤسسة

يعتبر قرار تحديد الهيكلية المالية من أهم القرارات الرئيسية للمؤسسة، فهي تحدد مصادر التمويل الخاصة رغم ذلك، فإن عدة عوامل تؤثر على تحديد الهيكلية المالية المناسبة للمؤسسة.

المطلب الأول: مفهوم الهيكلية المالية للمؤسسات

تمثل الهيكلية المالية مجموعة الاموال التي يتم بواسطتها تمويل مجهودات المؤسسة، وهي تتضمن التمويل بالديون وتمويل بالأموال الذاتية، وهما يشكلان جانب خصوم الميزانية المحاسبية للمؤسسة أي أن الهيكلية المالية تتكون من نوعين من التمويل، وهما التمويل بالديون والذي يتضمن بدوره التمويل القصير الاجل وتمويل المتوسط وطويل الأجل، أما النوع الثاني فهو التمويل بالأموال الذاتية والذي يتضمن رأس وكذا الأرباح المحتجزة.

مما سبق، فإن الهيكلية المالية تتضمن التمويل قصير الأجل وتمويل المتوسط وطويل الأجل وهو ما يسمى التمويل الدائم، ويطلق على الجزء من الهيكلية المالية المتمثل بالتمويل الدائم هيكل رأس المال الذي يتضمن التمويل بالديون المتوسطة وطويلة الأجل وتمويل بالأموال الذاتية.

من المهام الرئيسية للوظيفة المالية في المؤسسة هو تعظيم العائد على حقوق الملكية، فقد يترتب على تحديد الهيكلية المالية المثلى تدنية معدل تكلفة التمويل، مما يؤدي على تعظيم العائد على حقوق الملكية، وهذا يتطلب بدوره تحديد النسبة الملائمة لكل من التمويل بالديون والتمويل بالأموال الخاصة، نظرا لاختلاف درجة المخاطرة التي تتعرض لها المؤسسة باختلاف نسبة كل منهما في هيكلتها المالية، ومن بين العقبات التي تواجه المؤسسة في تحديد هيكلتها المالية المثلى التي تؤدي إلى تدنية تكلفة التمويل إلى أدنى حد ممكن، وقياس الرافعة المالية في تحديد هيكلتها المالية المثلى، وكذلك وضع سياسة مالية سليمة للمؤسسة.¹

المطلب الثاني: مصادر التمويل

في هذا الجزء سيتم معالجة المصادر المختلفة التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل مشروعاتها، والمتمثلة في المصادر الذاتية والخارجية، وقبل ذلك يجب ذكر أنه توجد بعض القواعد العامة المتفق عليها في هذا المجال وهي:

¹ - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار النشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2010، ص: 160.

- 1- لا بد من تمويل الأصول الثابتة عن طريق المصادر الدائمة.
- 2- ينبغي الاعتماد على المصادر الدائمة لتوفير مبلغ يعادل على الأقل الحد للأصول المتداول.
- 3- يجب الاقتصار على المصادر المؤقتة لتمويل الحاجيات الموسمية الحاجيات قصيرة الأجل.

الفرع الأول: التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الداخلي "الذاتي" المصدر الوحيد الناتج عن العمليات الإنتاجية للمؤسسة الاقتصادية، وبذلك فهو يساهم بشكل كبير في نمو المؤسسة الاقتصادية، لأنه يضمن تجديد وسائل الإنتاج من جهة، ويضمن التمويل الكلي أو الجزئي لتوسعات المؤسسة الاقتصادية من جهة أخرى، وبذلك فهو يحافظ على وجود المؤسسة الاقتصادية. وللتمويل الداخلي عدة مفاهيم أو عدة تعاريف نذكر منها:

يقصد بالتمويل الداخلي الأموال المتولدة من العمليات الجارية للمؤسسة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية¹.

التمويل الذاتي كما يتبين من تسميته هو مصدر لرؤوس الأموال الخاصة بالمؤسسة والتي تستعملها لنشاطها الخاص، فهذا المصدر متكون من مصادر دائمة هي الاهتلاكات، المؤنات، والأرباح الغير موزعة دون اللجوء إلى الاقتراض كذلك هو عبارة عن مجموع مصادر التمويل الداخلية التي أحدثتها المؤسسة لنفسها² ومن هذه التعاريف يُستخلص أن التمويل الداخلي هو عبارة عن مصدر تمويلي متولد من نشاط جاري للمؤسسة الاقتصادية، ولها حرية التصرف في استخدامه، دون شرط أو قيد وذلك بتوجيهه لتمويل الاستثمارات المستقبلية أو تمويل رأس المال العامل، ويمكن أن يعرف التمويل الداخلي على أنه هو الضمان الوحيد على وجود المؤسسة الاقتصادية واستمرارها.

1. إيجابيات وسلبيات التمويل الذاتي:

1.1 الإيجابيات:

- يحافظ على الاستقلالية المالية للمؤسسة إذ لا يوجد رقابة للدائنين عليه.
- يجنب التمويل الذاتي المؤسسة تحمل أعباء تعاقدية مثل دفع الفوائد وتسديد الديون عند اللجوء إلى الاستدانة كمصدر تمويل.

¹ عاطف وليم أندوراس، "التمويل والإدارة المالية للمؤسسة"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص: 406.

² شعبان محمد، "نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، سنة 2010،

- يفتح المجال للاستدانة إذ يعتبر التمويل الذاتي الركيزة الأساسية لإعداد مخطط التمويل وذلك لأن الوسطاء الماليين لا يمنحون اعتمادات مالية إلا عند مستوى تمويل ذاتي يضمن قدرة المؤسسة على السداد ويحقق الفعالية الاقتصادية للنشاط.

2.1 السلبات:

- قد يؤدي إلى فقدان اهتمام المساهمين بالمؤسسة نتيجة لتراجع الأرباح الموزعة.
- يكون التمويل الذاتي في بعض الأحيان غير كاف لتمويل كل الاحتياجات التمويلية للمؤسسة بالتالي فالاعتماد الكلي عليه قصد تحقيق عملية النمو المستقبلي تكون بشكل بطيء، ومن ثم عدم التمكن من الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة والمربحة بسبب هذا النوع من التمويل.

الفرع الثاني: رفع رأس المال

- يعتبر فتح رأس المال للمساهمة مصدر تمويل خارجي تلجأ إليه المؤسسة عند استحالة تغطية الاحتياجات المالية كلية عن طريق الموارد المالية الداخلية كالتمويل الذاتي. وهو عملية مالية تؤدي إلى زيادة مستوى رأس المال بواسطة المساهمة الخارجية التي يختلف حجمها باختلاف الشكل القانوني للمؤسسة.
- توجد عدة وسائل لزيادة رأس المال حسب الأهداف المحددة من طرف مسيري المؤسسة، غير أن زيادة رأس المال نقداً يعتبر الوسيلة الوحيدة التي تجلب للمؤسسة فعلاً موارد مالية جديدة¹.

1. إيجابيات وسلبيات رفع رأس المال:

1.1 الإيجابيات

- طاقة الاستدانة تبقى على حالها.
- الأموال المتحصل عليها لا تسدد.
- يتوقف عائد الأموال المتحصل عليها على نتيجة المؤسسة.

2.1 السلبات

- ذوبان رأس المال: تسمح زيادة رأس المال للمساهمين الجدد حق مقاسمة الاحتياطات مع المساهمين القدامى وهو الأمر الذي يخفض القيمة الدفترية للسهم.
- ذوبان الربح: يؤدي ارتفاع عدد الأسهم بعد زيادة رأس المال إلى انخفاض صافي ربح السهم الواحد.

¹ - إلياس بن ساسي، "تمويل احتياجات النمو الداخلي للمؤسسة"، مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2003 ص: 17.

- ذوبان السلطة: عند ارتفاع عدد أسهم المؤسسة تنقلص نسبة الرقابة الممنوحة لكل مساهم.

الفرع الثالث: الاستدانة البنكية

تتعدد تصنيفات الاستدانة وأنواعها باختلاف المصادر وطبيعة القروض وآجال الاستحقاق وأهمها:

1- الدعوى العامة للادخار

تعد الاستدانة بواسطة الدعوى العامة للادخار وسيلة من وسائل التمويل خاصة بالنسبة للمؤسسات الكبرى والهيئات العامة، حيث تلجأ المؤسسة إلى الجمهور من أجل الاكتتاب وإيداع أموالهم لديها، وهناك عدة أشكال للتمويل بواسطة الادخار من أهمها²:

• إصدار أوراق مالية قصيرة الأجل

هي عملية مالية بموجبها تطرح المؤسسة ورقة مالية (أذونات، سندات الخزينة، شهادات الإيداع) يدفع بموجبها المقرض مبالغ مالية ويتعهد المصدر بتسديد مبلغها والفوائد عند تاريخ الاستحقاق.

• إصدار سندات

تعتبر الشكل الممتاز للاستدانة بواسطة الادخار العام، وهي عملية بموجبها يتم تجزئة القرض إلى عدة أقساط حيث يسمح بزيادة فعالية الاستدانة وتركيزها الناتج عن تعدد المساهمات المالية لمبلغ محدد.

2- الاقتراض من البنوك والوسطاء الماليين

ليس باستطاعة كل المؤسسات اللجوء في تمويلها إلى السوق المالية فهو مخصص لأهم المؤسسات وأكبرها حجماً، كما يمكن أن تفضل هذه الأخيرة اللجوء إلى البنوك لتمويل احتياجاتها، حيث تقسم القروض حسب الاستخدامات إلى:

• قروض الاستثمار

عادة ما تمثل الجزء الأكبر من حجم الديون، تقدم من طرف البنك أو الوسطاء الماليين بآجال متوسطة وطويلة بهدف تمويل الاستثمارات المادية والمعنوية.

• قروض الاستغلال

تهدف قروض الاستغلال إلى تمويل دورة الاستغلال وهي قروض قصيرة الأجل تنتج أساساً عن التباين الزمني بين عمليات البيع وآجال التحصيل، حيث لهذه القروض ارتباط مباشر بالتوازن المالي على المدى القصير. هي قروض قصيرة الأجل تخصص لدعم التوازن المالي بتوفير السيولة النقدية للخزينة خاصة

² - نفس المرجع السابق، ص: 25.

عند معدل نمو مرتفع، حيث يزداد معدل استهلاك السيولة النقدية بمستويات مرتفعة وتسمى كذلك بالاعتمادات البنكية الجارية فمصدرها البنك والذي يفرض على المؤسسة دفع عمولات معينة مقابل الاستفادة من تغطية مالية آنية.

الفرع الرابع: أهمية الاستدانة كمصدر للتمويل

تكمن أهمية الاستدانة في الدور الذي تلعبه في توفير الموارد الضرورية لاستمرار النشاط وتبرز ضرورة الاستدانة بوضوح عند عدم تمكن قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي في إحداث النمو المطلوب في رأس المال. تعتبر الاستدانة عاملاً مهماً في مراحل نمو المؤسسة فهي متغير استراتيجي هام يسهم في تحقيق نمو الأصول الاقتصادية وبالخصوص الرفع من القدرات الإنتاجية، وهنا يستعين المسير المالي بتقنية أثر الرافعة وأثرها على المردودية وأرباح الأسهم لتقدير حجم الاستدانة الضرورية لتمويل الاحتياجات المالية قرار الاستدانة يساهم في التوفيق بين النمو والمخاطر المالية، أي إيجاد التوازن بين النمو والاستقلالية المالية تحقق الاستدانة مزايا ضريبية تتمثل في خصم المصاريف المالية من النتيجة الخاضعة للضريبة مثلما للاستدانة مردودية تتحقق من خلال اتجاه المؤسسة الاقتصادية لهذا النوع من مصادر التمويل بالمقابل نجد أن لها تكلفة تؤثر على قيمة المؤسسة الاقتصادية إيجاباً وسلباً فقد نجد أن بعض المؤسسات تفضل القروض كمصدر من مصادر التمويل بدلاً من الأسهم للاستفادة من الموفورات الضريبية، والتي تترك أثراً إيجابياً على قيمة المؤسسة، والآخر سلبي والذي قد يؤدي بالمؤسسة لمخاطر مالية تؤدي بها إلى الإفلاس¹.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على قرار تركيبة الهيكل المالية

يتأثر قرار المؤسسة في تحديث تركيبة المناسبة لرأس المال بعوامل متعددة، منها المخاطر التشغيلية والمالية، المرونة التمويلية، هيكل الأصول وغيرها.

1- المخاطر التشغيلية والتكميلية:

يمكن تعريف المخاطر التشغيلية أو مخاطر الأعمال بأنها حالة عدم التأكد المتعلقة بقيم معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية في حال استعمال المؤسسة تمويل بحقوق الملكية فقط، وذلك بسبب عوامل عديدة منها المنافسين وابتكاراتهم الجديدة، إضرابات العمال، الازدهار والكساد الاقتصادي².

¹ - ياسين العايب، "إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية"، أطروحة دكتورا في العلوم الاقتصادية جامعة منتوري، قسنطينة، 2011، ص: 256.

² - عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2008، ص 439.

أما المخاطر المالية فهي تلك المخاطر التي يتحملها ملاك المؤسسة (حملة الاسهم) نتيجة استخدام الديون لتمويل عملياتهم التشغيلية، فمن المعروف أن المساهمين يواجهون مقدارا محددا من المخاطر المتعلقة بعمل المؤسسة وهي المخاطر التشغيلية، أي مخاطر عدم التأكد حول الدخل التشغيلي، لكن إذا قامت المؤسسة باستخدام الديون أو الرافعة المالية لتمويل عملياتها، فهذا يعني أن المؤسسة تركز مخاطرها التشغيلية على المساهمين.

2- الموقف الضريبي للمؤسسة

من بين الاسباب التي تدفع المؤسسة للتمويل بالقروض هي أن مدفوعات فوائد هذه القروض تعتبر من التكاليف واجبت الخصم وصولا للدخل الخاضع للضريبة، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض العبء الضريبي على المؤسسة.

غير أنه في بعض الأحيان قد تعفى المؤسسة من الضريبة أو قد تعطى لها بعض الحوافز الضريبية، وهو الأمر الذي يؤدي بالمؤسسة إلى فقدان أهم ميزة تتمتع بها لما تمول نفسها بالقروض.

3- المرونة المالية أو التمويلية

تشير المرونة المالية إلى قدرة المؤسسة على تجميع الأموال بشروط معقولة في ظل الظروف المعاكسة، ويدرك المدير المالي للمؤسسة خاصة الكبيرة منها أهمية وضرورة التمويل المستقر ضمانا لاستقرار عمليات المؤسسة ومن ثما نجاحها، كما يدرك المدير المالي أيضا صعوبة الحصول على التمويل في الأوقات التي تواجه فيها المؤسسة صعوبات تشغيلية، حيث يفضل المقرضون في هذه الحالة إقراض المؤسسات التي تتميز بمتانة مركزها المالي.¹ يمكن القول بأن كل من احتياجات المؤسسة المتوقعة من التمويل والنتائج المترتبة على القصور في الموارد المالية المتاحة يؤثران بشكل كبير على الهيكل المالية المستهدفة.

4- درجة التحفظ أو جرأة الإدارة

¹ عاطف وليم اندوراس، مرجع سابق، 2008، ص 403.

باعتبار أن الإدارة ما هي إلا مجموعة من البشر الذين تحكمهم عوامل سلوكية، فمنهم من يتصف بالخوف والتحفز عليها، وباعتبار أن الدين يعمل على زيادة المخاطرة في المؤسسة، فقد تميل تركيبة الهيكل المالية للمؤسسة على استخدام الديون بدرجة قليلة رغم ملائمة العوامل الأخرى بسبب تحفظ الإدارة.

5- هيكل الأصول

تلجأ المؤسسات التي تتميز أصولها بتوفير عنصر الأمان للمقرض إلى استخدام الاقتراض بشكل كبير لتمويل أنشطتها، وتمثل الأصول ذات الاستخدامات الخاصة ضمانا جديدا. وعلى ذلك، فإن مؤسسات العقارات تمتاز بنسب عالية من الرفع المالي والعكس في مؤسسات الأبحاث التكنولوجية.

6- معدل النمو

تعتمد المؤسسات التي تمتاز بمعدلات نمو عالية في هيكلتها المالية على الديون بشكل كبير، كما أن ارتفاع تكاليف التمويل بالأسهم مقارنة بتكاليف التمويل بالدين يشجع المؤسسات على زيادة الاعتماد على الاقتراض، غير أنه في الوقت نفسه تواجه المؤسسة ذات النمو السريع في اعتمادها المتزايد على الاقتراض مخاطر كبيرة من رغبتها في اللجوء إلى الاقتراض.

7- التحكم والسيطرة

يمكن أن يؤثر التمويل بالاقتراض بالمقارنة بتأثير التمويل بالأسهم على مركز وقدرة المؤسسة في الرقابة على الهيكل المالي، فإذا كانت للإدارة سيطرة تصويتية في المؤسسة ولكنها ليست في مركز يسمح لها بشراء أي أسهم إضافية، فسوف تفضل استخدام القروض على الأسهم العادية في تمويل الاستثمارات الجديدة، فإن ذلك قد يفقدها السيطرة على المؤسسة، ومن ناحية أخرى، قد تقرر إدارة المؤسسة استخدام التمويل عن طريق أموال الملكية إذا كان مركزها المالي يتسم بالضعف، فإذا لجأت المؤسسة في هذه الحالة إلى التمويل عن طريق الاقتراض، فإنها تتعرض إلى مخاطر عدم القدرة على السداد لديونها ومن ثم مخاطر التعرض إلى الإفلاس، في المقابل إذا اعتمدت المؤسسة بشكل كبير على التمويل الذاتي فإنها تكون عرضة لمخاطر الاستحواذ والاستلاء عليها من طرف مستخدمين آخرين.

8- أحوال وظروف سوق رأس المال

تخضع ظروف سوق الأسهم والسندات لتغيرات طويلة، متوسطة وقصيرة الأجل بشكل يؤثر على الهيكلية المالية المقترحة للمؤسسة، إذ إن ارتفاع أسعار الفائدة السوقية وانخفاض الأسعار السوقية للأسهم والسندات قد لا يشجع على اللجوء إلى سوق الأوراق المالية للحصول على احتياجاتها التمويلية.

المبحث الثاني: نظريات الهيكلية المالية للمؤسسات

حاولت عدة نظريات إعطاء الهيكلية المالية المثلى للمؤسسة، والتي يمكن تقسيمها إلى النظريات الكلاسيكية والحديثة.

المطلب الأول: النظريات الكلاسيكية لتفسير الهيكلية المالية

تتميز النظريات الكلاسيكية لتفسير الهيكلية المالية بانطلاقها من فرضيات غير واقعية في مجالها، وتتمثل في كل من نظرية صافي الربح، النظرية التقليدية، نظرية صافي ربح العمليات، نظرية موديلاني وميلر سواء التي أشرت سنة 1958 في حالة عدم وجود الضرائب وتكاليف الافلاس، أو نظريتها التي نشرت سنة 1963 والتي قاما فيها بإدخال أثر الضرائب وتكاليف الافلاس على الهيكلية المالية، ونظرية التوازن.

الفرع الأول: نظرية صافي الربح

يرى مؤيدي نظرية صافي الربح NET INCOME THEORY NI أن الاختلاف في تكلفة مصادر الاموال التي تشكل الهيكلية المالية سوف تتيح الفرص للمؤسسة من خلال تغيير نسبة الرفع المالي إلى زيادة مساهمة التمويل بالديون ذات الفائدة الأقل على حساب مساهمة التمويل بالأموال ذات التكلفة الأكبر، أي أن مؤيدي هذه النظرية يؤكدون على إمكانية التأثير في القيمة السوقية للمؤسسة وهي تكلفة رأس المال من خلال التغيير في نسبة الرفع المالي. فزيادة نسبة الرفع المالي سوف تضمن انخفاضاً في تكلفة الأموال مما يؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة¹.

تقوم فرضية صافي الربح على الفرضيات الموالية:

¹ - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوارث للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2008. ص: 85.

- لا تغير الزيادة في استخدام القروض من إدراك المستثمرين للمخاطر، ونتيجة لذلك، فمعدل العائد المطلوب من قبل المساهمين ومعدل العائد على السندات والقروض تظل ثابتة ولن تتغير بتغير نسب الرفع المالي.
- نظرا لأن المساهمين يجمعون باقي الفائض أي صافي الربح بعد الفائدة، فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر التي يتعرضون لها أكثر من تلك التي يتعرض لها المقرضون. ونتيجة لذلك، فإن معدل العائد الذي يطلبه المساهمون يكون أكبر من معدل العائد الذي يطلبه المقرضون.
- لا يتغير حجم الاستثمار، فهو ثابت، وهذا ما يعني ضمنا أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال تبقى ثابت، ونظرا لذلك، فإن صافي ربح العمليات يبقى ثابتا ولا يتغير.

حسب نظرية الربح، فإن تكلفة الاستدانة k_d وتكلفة الأموال الخاصة k_e لا يتغير عند تغير نسبة الاستدانة D/V داخل الهيكل المالي للمؤسسة، وطالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة الأموال الخاصة، فإن الاعتماد على الاقتراض في التمويل بنسبة أكبر يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال، وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك طبقا للمعادلة الموالية $V=NOI/K$ ، حيث تمثل NOI صافي ربح العمليات¹.

ما يعاب على هذه النظرية، هو افتراض ثابت كل من تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة، وهذا الثابت يعني أن المقرضين لا يوجد لهم أي رد فعل عند تغير الهيكل المالي للمؤسسة ولا يغيرون في مطالبهم تبعا لهذه التغيرات.

الفرع الثاني: النظرية التقليدية

يؤكد أصحاب النظرية التقليدية Traditionnel Theory وجود هيكله مالية مثلى عند مستوى معين من الديون²، والتي تتحقق عند تشكيلة معينة من القروض والأموال الذاتية، هذه التشكيلة تجعل تكلفة رأس المال عند حدها الأدنى، وتعطي أكبر قيمة سوقية للمؤسسة.

نفترض هذه النظرية أن تكلفة التمويل الذاتي سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي، وذلك بسبب زيادة درجات الخطر التي يتعرض لها الملاك في المؤسسة، ويفترض أصحاب هذه النظرية ضمن إطار تحليلها أن معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين، والذي يمثل تكلفة التمويل الذاتي، يبدأ بالارتفاع منذ

¹ - Elie cohen, *Gestion financière de l'entreprise et développement financier*, Edition UREF, Paris, 1991, p 225.

² - Roch Simard, *Structure du capital et management stratégique*, mémoire présenté pour l'obtention du grade de maitrise Msc (PMO), université de QUEBEC à Chicoutimi, 1991, p 21.

بداية التمويل المقترض في المساهمة في تشكيلة هيكل التمويل بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها عائد الملاك.

كما يفترض مؤيدو هذه النظرية أن تكلفة التمويل بالديون تظل ثابتة لمستويات عالية من الرفع المالي، إلى أن هذه التكلفة سوف تبدأ بالارتفاع التدريجي إذا ما تجاوزت المؤسسة الحدود المقبولة من الرفع المالي.

ونظرا لارتفاع تكلفة التمويل الذاتي مع تناقص قيمه في تشكيلة الهيكل المالية وأيضا تزايد مقدار القروض، وبسبب انخفاض تكلفة القروض مقارنة بتكلفة التمويل الذاتي، فإن تكلفة رأس المال سوف تبدأ في الانخفاض، حتى تصل إلى أدنى حد لها عند مستوى معين من الرفع المالي الذي يسمى بنقطة الاقتراض المثلى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة عند حدها الأعلى.

حسب النظرية التقليدية، تتحدد نسبة الديون المثلى التي تجعل من القيمة السوقية للمؤسسة في أعلى حد لها في ثلاث مراحل¹. تتصف المرحلة الأولى بظهور تغيرات بطيئة في تكلفة الأموال الذاتية مع كل زيادة في مقدار الاقتراض، إلا أن الزيادة في تكلفة الأموال الذاتية ضمن هذه المرحلة تكون أقل من المزايا الناتجة عن الاقتراض، يضاف إلى ذلك أن تكلفة الاقتراض في هذه المرحلة تبقى ثابتة.

وبسبب ذلك، فإن القيمة السوقية للمؤسسة تبدأ بالزيادة كلما زادت نسبة الارتفاع المالي في الهيكل المالية بسبب التغيرات التي تحصل في تكلفة رأس المال واتجاهها نحو الانخفاض.

أما المرحلة الثانية، فهي تتصف بأن المؤسسة تستعمل نسبة من الديون في هيكلتها المالية، بحيث لا تؤثر تلك النسبة على قيمتها السوقية، نظرا لأن المزايا الناتجة عن الاعتماد على القروض، والمتمثلة في انخفاض تكلفته سوف يقابلها ارتفاع بنفس المقدار في تكلفة التمويل الذاتي، وهنا تتشكل نقطة الاقتراض المثلى.

وفي المرحلة الثالثة الأخيرة، تتجاوز المؤسسة نقطة الاقتراض المثلى وهو ما يؤدي إلى ضياع مزايا الاعتماد على القرض كمصدر منخفض للتكلفة، ذلك لأن المساهمين يطالبون بزيادة في معدل العائد المطلوب من قبلهم بسبب الزيادة في المخاطر المترتبة على الاعتماد على القروض، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع في تكلفة رأس المال، وبسببها تنخفض القيمة السوقية للمؤسسة

¹ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2008، ص 548.

الفرع الثالث: نظرية صافي ربح العمليات

يستند أصحاب نظرية صافي ربح العمليات Net Income Theory NOI على افتراض مؤداه أن تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة كلاهما مستقل وليس لهما علاقة بمدى تأثير الهيكل المالية فهم يفترضوا أن التكلفة الكلية للأموال تكون ثابتة مهما كانت نسبة الديون في المؤسسة¹.

يشير المضمون العام لهذه النظرية إلى أن زيادة الديون في المؤسسة يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها المساهمون. وبسبب هذه الزيادة في المخاطر، فإن المساهمين يطالبون بعائد أكبر تعويضا عن هذه المخاطر. وباعتبار أن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يمثل تكلفة الأموال الذاتية، فإن تكلفة الأموال الذاتية ترتفع. إن هذا الارتفاع في تكلفة الأموال الذاتية يقابله الانخفاض في تكاليف الديون، هذا الأمر الذي يجعل تكلفة رأس المال ثابتة، ومنه ثبات القيمة السوقية للمؤسسة.

فالمنهج العام لنظرية صافي ربح العمليات في صياغة الهيكل المالية للمؤسسة يؤكد فكرة استقلالية مخاطر الأعمال عن تكلفة رأس المال وأيضا عن تشكيلة الهيكل المالية، وهو ما يعني أن القيمة السوقية تبقى ثابتة رغم التغيرات التي ستطرأ في مستويات الرفع المالي، مما يعني أن التغيرات في الهيكل المالية لا تأثير لها سواء على القيمة السوقية للمؤسسة وأيضا لا تأثير لها على تكلفة رأس المال، الأمر الذي يجعل فكرة وجود هيكل مالية مثلى غير مقبولة.

تتضمن تكلفة الديون متغيرتين أساسيتين هما:

- تكلفة صريحة، ممثلة بسعر الفائدة.
- تكلفة ضمنية، تنشأ عن الزيادة في تكلفة الأموال الذاتية بسبب الزيادة في الديون.

تقوم هذه النظرية على فرضيات، وهي:¹

- لا توجد أهمية لتقسيم القيمة السوقية للمؤسسة بين الاقتراض والملكية.
- المزايا الناتجة عن الامتلاك على القروض تضع نتيجة مطالبة المساهمين بمعدل عائد أكبر لتعويضهم عن المخاطر المالية الإضافية.

¹ - عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، *مدخل معاصر في الإدارة المالية*، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص 198.

¹ - حمزة محمود الزبيدي، *مراجع سابق*، ص 770_771.

- ثبات معدل الفائدة على القروض.
- لا توجد ضريبة على دخل المؤسسة.

تحدد القيمة السوقية للمؤسسة حسب نظرية صافي ربح العمليات بخضم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي تكلفة رأس المال، وبما أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا مجموع القيمة السوقية للأموال الذاتية إضافة إلى للقيمة السوقية للقروض (السندات) أي $V = E + D$ وكذا القيمة السوقية لحق الملكية تحسب عن طريق خصم صافي ربح العمليات بمعدل العائد المطلوب.

الفرع الرابع: نظرية MODIGLIANI & MILLER-1958 (M & M)

تتضمن نظرية M & M بشأن صياغة هيكل التمويل في ظل غياب الضرائب اتفاق مع نظرية صافي ربح العمليات، إذ أكد أن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتغير بتغير هيكل التمويل، أي ينفيان وجود هيكل مالي أمثل، وكانت نظرية M & M مبنية على أساس الفرضيات الموالية:

1. مختلف المؤسسات تعمل في ظل سوق المنافسة الكاملة، أي أنها تستطيع شراء وبيع ما ترغب به من أوراق مالية بشكل لا يؤثر على أسعارها وبدون تكلفة للمعاملات.
2. يمكن للمتعامل ان يقترض بنفس الشروط التي تقترض بها المؤسسة.
3. رشاد المتعاملين -المستثمرون- في السوق.
4. تقسم المؤسسات إلى مجموعات خطر متجانسة، بحيث أن كل مؤسسة في نفس المجموعة الواحدة تتعرض لنفس درجة المخاطرة.
5. يمكن للمتعاملين أن يحصلوا على كافة المعلومات عن السوق، بدون تكلفة.
6. المؤسسات توزع جميع أرباحها، أي لا وجود لأرباح محتجزة.

كما تعرضت هذه الافكار إلى انتقادات:

- الاختلاف بين اقتراض الافراد واقتراض الشركات.
- حالة التوازن في سوق المنافسة لا تستمر طويلا.
- توفر معلومات غير تامة.

- توزيع الشركات على أساس شرائح الخطر العملي لا يؤدي إلى أن لها نفس الخطر المالي، فتغير الديون في الهيكل المالي قد يؤدي إلى ارتفاع تكاليفها.

الاقتراح الاول: حيث يشير فيه M & M إلى أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن هيكلها التمويلي، وهي تحدد من خصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يتمثل في معدل العائد المطلوب على الاستثمار المناسب مع خصائص خطر الشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة. فالقيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا انعكاسات لقرار الاستثمار وليس هيكلها التمويلي.

$$V = NOI / K_0$$

V: القيمة السوقية للمؤسسة،

NOI: صافي ربح العمليات وهو العائد قبل الفوائد و الضرائب،

K₀: الخصم.

وعليه فإن WACC مستقل كذلك عن هيكل التمويل ومنه:

$$V_U = V_L$$

حيث:

V_L: تمثل القيمة السوقية للمؤسسة المرفوعة ماليا - المقترضة -

V_U: القيمة السوقية للمؤسسة غير المرفوعة - غير المقترضة -.

وفقا لتحليل M & M إذا كانت مؤسستين تنتميان لنفس الشريحة من الخطر، أي متماثلتين تماما عدا هيكلهما المالي، فإن قيمتهما السوقية لا بد وأن تتساوى.

لكن ماذا سيحدث إذا ما ارتفعت القيمة السوقية لإحدى المؤسستين؟

أشار M & M إلى أن هذه الوضعية لا تستمر، حيث سيعود الوضع مرة أخرى إلى حالة التوازن، أي تساوي القيمة السوقية للمؤسستين ويرجع السبب في ذلك إلى عملية الراجحة (Arbitrage) والمتمثلة فيما يلي:

1- عندما تكون القيمة السوقية للمؤسسة المرفوعة - المقترضة - عالية:

يقوم المستثمر ببيع حصص من ممتلكاته في المؤسسة المقترضة، ويقترض أموالاً تتناسب مع استثماراته في نفس المؤسسة - المقترضة -، ثم يقوم بشراء حصة من المؤسسة غير المقترضة تتناسب والحصة التي باعها في المؤسسة المقترضة، وإذا تحققت الراجحة يتحصل المستثمر على عائد استثماراته في المؤسسة المقترضة يساوي نفس العائد الذي كان يتحصل عليه المؤسسة المقترضة لكن باستثمار أقل عما كان يستثمر سابقاً.

2- عندما تكون القيمة السوقية للمؤسسة غير المرفوعة مرتفعة:

يقوم المستثمر ببيع حصص من ممتلكاته في المؤسسة غير المقترضة، ثم يشتري حصص من المؤسسة المقترضة تتساوى نفس الحصة التي باعها من المؤسسة غير المقترضة، وإذا تحققت الراجحة يتحصل على عائد في المؤسسة المقترضة مساوياً للعائد في المؤسسة غير المقترضة لكن باستثمار أقل، أو أنه يحقق عائداً أكبر على نفس الاستثمارات.

وهذه العملية يقوم بها كل مستثمر (الفرضية الثالثة).

يؤكد M & M في تفسيرهم هذا أن المستثمر سوف يتعرض لنفس درجة المخاطرة في المؤسستين (عند شراء وبيع نفس الحصص) ذلك أنه في المؤسسة المقترضة يتحمل خطر القرض وعندما ينتقل إلى المؤسسة غير المقترضة فهو يتحمل نفس المخاطرة لأنه قام باقتراض شخصي.

الاقتراح الثاني: تكلفة الأموال الذاتية والرافعة المالية.

يبين M & M في الاقتراح الثاني ما سيحصل للمؤسسة إذا ما تم تمويلها بالديون والأموال الذاتية حيث أن نسبة الديون إلى الأموال الذاتية تتغير، (نتجاهل دائماً الضرائب على أرباح المؤسسة)

$$WACC = K_e \cdot (E/E+D) + k_d \cdot (D/E+D)$$

$$K_e = WACC + (WACC - K_d) \cdot D/E$$

ومنه فإن معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين - الملاك - K_e يتحدد بثلاث متغيرات أساسية وهي: **معدل العائد المطلوب من قبل المؤسسة** وهو ممثل بتكلفة التمويل المرجحة WACC **تكلفة التمويل عن طريق الديون** k_d **ونسبة القروض إلى الأموال الذاتية** D/E .

المطلب الثاني: النظريات الحديثة المفسرة للهيكل المالية

الفرع الأول: نظرية الوكالة

لقد ظهر الاهتمام بتأثير تكلفة الوكالة على قرار الاقتراض وعلى هيكل رأس المال في المؤسسة في منتصف السبعينيات، عندما قدم الباحثان (1976) Jensen et Mecking نظرية المؤسسة.

تعتبر تكاليف الوكالة عن المصاريف الادارية والقانونية وكذا التكاليف الناجمة عن انخفاض الكفاءة في إدارة عمليات المؤسسة، حيث يوجد مصدرين أساسيين لتكاليف الوكالة. ينشأ المصدر الأول كنتيجة للتعارض بين مصالح المساهمين (حملة الأسهم العادية) ومصالح المدراء، أما المصدر الثاني فينشأ نتيجة التعارض بين المساهمين والمقرضين (حملة السندات).

وتشير نظرية المؤسسة إلى أن هناك تكلفة للوكالة تنشأ من مجرد انفصال الملكية عن التسيير (الإدارة)، بغض النظر عن الهيكل المالية للمؤسسة، ويتوقع أن يكون هناك أثر سلبي وعكسي على ثروة المساهمين. فلو أن المؤسسة مملوكة لشخص واحد فإن جميع القرارات التي يتخذها ستكون بالشكل الذي يحقق تعظيماً للقيمة السوقية للمؤسسة التي يملكها، والتي هي بالضرورة تعظيم لثروته الشخصية. لكن في حالة ما إذا دخل معه شركاء في رأس المال دون أن يشتركوا في التسيير، حينئذ قد يميل المسير المالك إلى تخفيض جهوده، طالما أن تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة لن يعود عليه وحده.

وفي ظل وجود مشكلة الوكالة التي ترجع إلى تضارب المصالح بين المالكين والمسيرين، يتوقع أن يتصرف الملاك بشكل يحقق الحماية لأنفسهم، وهو ما يحملهم بعض التكاليف التي يطلق عليها بتكلفة الوكالة لحقوق الملكية، مثل تكلفة مراقبة تصرفات المسير.

لا يشك (1980) Fama في وجود هذه التكاليف إذا كان هناك سوق عمل كفاء، إذ أنه في ظلّه تتحدد مرتبات المدراء ومكافآتهم على ضوء قدرهم على تحقيق هدف الملاك والمتمثل في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة. وإذا لم يتصرف المدراء على تحقيق ذلك الهدف، يتوقع Fama أن ينخفض الطلب على مهاراتهم في السوق، وينخفض بالتالي حجم المرتب الذي تقبل المؤسسات بدفعة للمدراء.

وفقاً لنظرية Jensen et Mecking فإن المسيرين - خاصة الملاك منهم - يسعون إلى تغيير مستوى مخاطرة المؤسسة لصالح المساهمين - الملاك - ، وهذا ما يؤدي إلى الإضرار بمصالح المقرضين - حاملي

السندات - . كمثال على ذلك، إذا كانت للمؤسسة استثمارات قائمة وقررت الإدارة تنفيذ استثمارات جديدة لكن بمخاطر تفوق مخاطر الاستثمارات القائمة، ثم حاولت تمويل هذه الاستثمارات من خلال اصدار سندات، فإن محاولتها قد تفشل ما لم يكن لتلك السندات معدلات فائدة أكبر من سابقتها. وإذا ما تحقق ذلك يصبح من المتوقع هبوط القيمة السوقية للسندات القائمة وما يحقق بالفعل ضرر بالدائنين القدامى. ولكن إذا ما حقق تنفيذ المشروع أرباح أكثر من المتوقع فإن المستفيد الوحيد هو المساهم، ذلك لأن نصيب الدائنين محدد سابقا بنسب الفوائد. أما إذا ما صادف تحقيق المشروع فشلا أدى إلى تصفية المؤسسة، فإن جانبا من الخسائر الناجمة عن ذلك قد يتحملها الدائنون القدامى والجدد على السواء.¹

أثبت Hart (1993) و Hart et Moore (1995) أن تكلفة الوكالة تنشأ عن ادخال الديون في الهيكلة المالية، وأضاف Laporta et Al (2000) أن القانون الأساسي للمؤسسة وتنظيم الرقابة لها أثر على تكلفة الوكالة.¹

إن الإدارة تحاول استغلال الدائنين لصالح الملاك، وذلك عن طريق إعادة تشكيل هيكل الأصول بالتخلص من الاستثمارات التي لها مخاطر منخفضة وعائد منخفض، وإحلالها باستثمارات لها مخاطر أكبر وعائد أكبر، في جميع الحالات فإن الملاك ينجحون، بينما قد يشارك الدائنون في الخسارة إذا ما تعرضت المؤسسة للإفلاس.

لقد أشار Diamond (1989) إلى أن تكوين السمعة الجيدة للمؤسسة في نظر المقرضين يؤدي إلى تقليل تكاليف الوكالة الراجعة إلى تضارب المصالح بين المساهمين والمدينين وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة، وبصفة عامة فإن المؤسسات ذات أقدمية تتمتع بسمعة جيدة وبالتالي تتجه نسب الاستدانة فيها للارتفاع أكثر.

بإضافة تكلفة الوكالة لحقوق الملكية وتكلفة الوكالة للقروض إلى تكلفة الافلاس والموفورات الضريبية يمكن مقارنة قيمة مؤسسة مقترضة نسبة إلى مؤسسة غير مقترضة كما يلي:

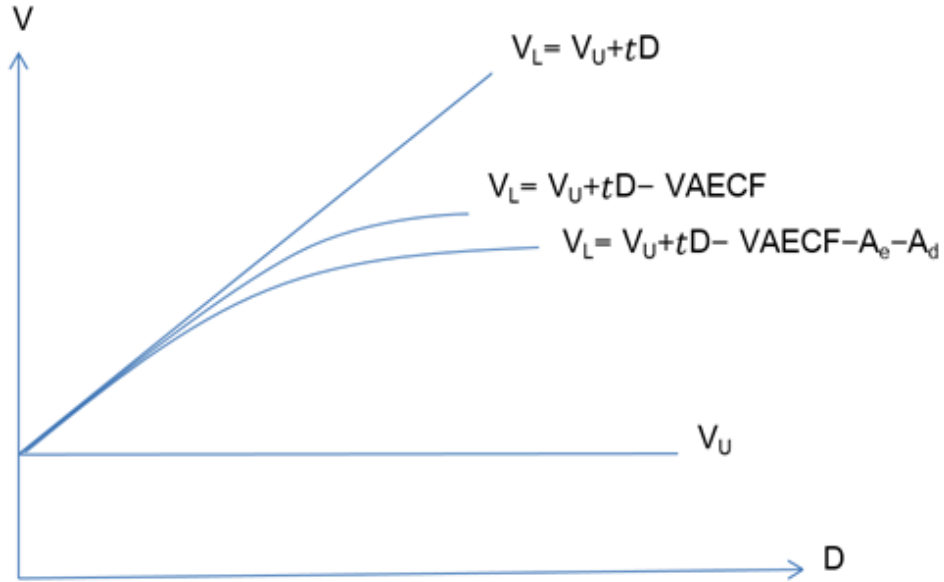
$$V_L = V_U + \tau D - VAECF - A_e - A_d$$

¹ - Zane Swanson et Bin Srinidhi et Ananth Seethraman, *the Capital Structure Paradigm: Evolution of Debt /Equity Choices*, PRAEGER, LONDON 2003, P99.

حيث: A_e : تكلفة الوكالة لحقوق الملكية.

A_d : تكلفة الوكالة للقروض.

الشكل (1-1): تأثير الضرائب، تكلفة الإفلاس وتكاليف الوكالة



المصدر: Zane Swanson et Bin Srinidhi et Ananth Seethraman, **The Capital Structure**

Paradigm : Evolution of Debt /Equity Choices, PRAEGER, LONDON 2003, p : 100

الفرع الثاني: نظرية الترتيب السلمي The Pecking Order Theory

لقد جاء Majluf et Myers (1984) بنظرية الترتيب السلمي التي تعتمد على مفهوم عدم تماثل المعلومات، ونقصد بعدم تماثل المعلومات في المؤسسة أن للمديرين معلومات خاصة بالزبائن، المخاطرة، قيمة المؤسسة وغيرها أكثر مما لدى المستثمرين الخارجيين، فعندما تقوم المؤسسة بالإعلان عن زيادة في توزيع الأرباح، فإن القيمة السوقية للسهم ترتفع لأن المستثمرون يترجمون هذه الزيادة على أنها دليل لثقة المديرين في حصول المؤسسة على أرباح مستقبلية، بصيغة أخرى فإن زيادة الأرباح ماهي إلا تحويل للمعلومة المتوفرة من المديرين إلى المستثمرين، هذا التحويل لا يكون إلا إذا كان للمستثمرين معلومات أكثر وأوفر.

عدم التماثل في المعلومات يؤثر على الاختيار بين التمويل الداخلي والخارجي، وبين الاصدارات الجديدة للسندات والأسهم، هذا ما يقودنا إلى وضع ترتيب سلمي لطرق التمويل، فالاستثمارات تمول أولاً عن

طريق الأموال الداخلية، بصفة خاصة عن طريق إعادة استثمار الأرباح، ثم عن طريق إصدارات جديدة للسندات، وأخيرا عن طريق إعادة إصدارات للأسهم التي تأتي في آخر السلم.

عدة دراسات أثبتت أنه عند الإعلان عن جديدة للأسهم فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض سريع لقيمة السهم، ومنها الدراسة التي قام بها كل من Mallins&Asquish حيث لاحظا أن متوسط الانخفاض قدر بـ 3% من سعر الإصدار.¹ هذا الانخفاض في الأسعار لا يمكن اعتباره كتكلفة للصفقات أو أي تكلفة أخرى من تكاليف إصدار الأسهم، فهذا يعتبر خبرا جيدا للمستثمرين إذا كان يشير إلى إمكانية نمو المؤسسة وتحقيق قيمة حالية صافية ($VAN > 0$)، ويكون خبرا سيئا إذا كان المسيريون يعتقدون أن الأسهم المفرطة التقييم - overvalunde - من طرف المستثمرين فيقررون إصدارها بأسعار مرتفعة وهذا ما يؤدي إلى احتمال رفضها في السوق، وبالتالي سيتم التمويل بطريقة أخرى.

نظرية الترتيب السلمي تفترض أن المؤسسة بإمكانها إصدار ديون (سندات) أو أموال خاصة (أسهم)، وهذا لتمويل إصدار جديد. إن الإعلان عن إصدار سندات يجب أن يسبق الإعلان عن إصدار الأسهم باعتبار أن إصدار السندات تعمل على تقليل تأثير ميزة توفر المعلومات لدى المسيرين. وحيث أن المسيرين متفائلين أو متشائمين²، فإن المتفائلين يعتقدون أن إصدار الأسهم ستكون متدنية التقييم لذا فإنهم يتجهون إلى إصدار السندات، أما المتشائمون فإنهم يتجهون إلى إصدار الأسهم. إذا كانت السندات هي الخيار المفتوح فإن أي محاولة لإصدار الأسهم تعني أنها إصدارات غير جيدة وبالتالي سيرفض المستثمرون هذه الأسهم.

إن هذا لا يعني عدم إمكانية إصدار الأسهم فإن كان إصدار السندات مكلفا تلجأ المؤسسة إلى إصدار الأسهم ويرجع ذلك إلى نسبة الديون المرتفعة في المؤسسة، فإن الإفلاس أو أي صعوبة مالية تواجهها تكلف هذه المؤسسات الكثير والطريقة الوحيدة للاحتفاظ بنسبة ديون عادية هي إصدار الأسهم، وفي هذه الحالة حتى المسيرين المتفائلين يمكن أن يتوجهوا للسوق المالي للتمويل، أي إصدار أسهم.

يمكن تمثيل نظرية الترتيب السلمي في النقاط التالية:

- المؤسسات تفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي.
- إذا كانت الأموال الخارجية مفروضة على المستثمرين فعلى المؤسسة إصدار علاوة المخاطرة.

¹ – Journal of economic perspectives, volume 15, number 2, spring 2001, p93.

² – Brealy et Myers (1988), Principales of Corporate Finance, 3rd Edition, p114.

- إذا كانت طاقة التمويل الذاتي تزيد رأس المال المستثمر (مبلغ الاستثمار)، فالفائض يستعمل لدفع الديون أو بتوظيفها، أما إذا كانت بحاجة إلى الأموال فإنها تقوم أولاً بتخفيض الاحتياطات.
- إذا كانت المؤسسة بحاجة إلى تمويل خارجي فسوف تعمل وفق ترتيب سلمي ابتداء من الديون الأقل مخاطرة إلى الديون الأكثر مخاطرة، ثم الأصول القابلة للتحويل إلى الأسهم الممتازة، وأخيراً في نهاية الترتيب الأسهم العادية.
- لكل مؤسسة نسبة من الديون تعكس احتياجاتها المتراكمة للتمويل الخارجي، أي أنه لا توجد نسبة استدانة معرفة بدقة ومحددة كهدف يجب الوصول إليه.

إن نظرية الترتيب السلمي تشرح أيضاً العلاقة العكسية الموجودة بين المردودية والرافعة المالية للمؤسسات من نفس القطاع، فالمؤسسات عادة ما تستثمر لمسايرة النمو في القطاع، فالتالي لها مردودية أقل لها أموال داخلية أقل وينتهي بها الأمر إلى الانقراض، ويكون معدل الديون ضعيفاً في المؤسسات ذات التكنولوجيا العالية والصناعات ذات النمو المتزايد حتى إذا كان احتياجها لرأس المال الخارجي معتبراً، أما القطاعات الأخرى والتي تعرف نوعاً من الاستقرار والنضج مثل قطاع الكهرباء فلا تستعمل تدفقات نقدية معتبرة ولكن تعيد دفع سيولتها لتسديد ديونها.

الفرع الثالث: نظرية الإشارة

تقوم نظرية الإشارة Signal Theory حسب المقال الذي نشره كل من مايرز وماجلاف Myers et Majluf (1964) على قاعدة أساسية وهي عدم تماثل المعلومات الذي تتصف به الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليس بالضرورة حقيقية وصادقة. ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من إمكانية المسيرين في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أداء أقل، وخاصية هذه الإشارات هو صعوبة تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة. تتعدد هذه الإشارات، من بينها الهيكل المالية، سياسة مكافآت رأس المال، اللجوء إلى أوراق مالية معقدة أو إلى شروط خاصة في مختلف السياسات المالية وغيرها.

تستند نظرية الإشارة إلى فكرتين وهما أن نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات، فإمكان المسير في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمر، أما الفكرة الثانية فهي حتى وإن كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنه لا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة¹.

تقترح هذه النظرية نمودجا يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلتها المالية. فالمستثمرون يقسمون كل المؤسسات الموجودة في السوق إلى صنفين A و B، بحيث أن المؤسسات من الصنف A أحسن أداء من المؤسسات من الصنف B. من أجل تصنيف المؤسسات في المجموعتين A أو B، يحدد المستثمرون في السوق مستوى من المديونية D^* تسمى بالمديونية الحرجة. فالمؤسسات ذات النوعية الرفيعة A لها القدرة على الاستدانة أعلى من D^* وهكذا.

للمسيرين معلومات أفضل حول الظروف الحالية للمؤسسة والفرص المستقبلية المتاحة مقارنة بالمستثمرين الخارجيين، هذا التباين في المعلومات له أثر مهم في تحديد التركيبة المثلى للهيكل المالية للمؤسسة، حيث أنه من المعروف أن المؤسسة تلجأ إلى التمويل بالديون عندما تتوقع ظروفًا مستقبلية مشجعة، وذلك رغبة منها في عدم وجود من يشاركها النمو المحتمل. أما عندما تتوقع المؤسسة ظروفًا سيئة، فإنها تفضل اللجوء إلى التمويل عن طريق إصدار أسهم جديدة. غير أن ذلك لا يعني أن كل إصدار جديد للأسهم العادية يعني وجود توقع عن الظروف السيئة. فالمؤسسة ترغب في كثير من الأحيان المحافظة على طاقتها الافتراضية. فالهيكل المالية للمؤسسة ترتبط بالإشارات الصادرة عنها والتي يمكن أن تحمل توقعات عن الظروف المستقبلية التي قد تواجهها.¹ كما يمكن لبعض المؤسسات أن تتخذ إجراءات مكلفة كثيرًا مقارنة بالمؤسسات الأخرى من أجل إعطاء إشارات جيدة للمؤسسة.

المبحث الثالث: المساهمات النظرية للهيكل المالية للمؤسسات الاقتصادية

تتفرد المؤسسات الاقتصادية بمجموعة من الخصوصيات التي تميزها عن المؤسسات الأخرى، وهو ما أدى بالمهتمين بالإدارة المالية بإعطائها مجالًا خاصًا بأبحاثهم، وذلك عن طريق إسقاط النظريات الكلاسيكية والحديثة على هذه المؤسسات.

¹ - عبد الوهاب دادن، "تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي - المساهمات النظرية الأساسية -"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة العدد 4، 2006، ص: 112.

¹ - عدنان تايه النعيمي، الإدارة المالية بين النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الثالثة 2009، ص ص: 432-433.

المطلب الأول: خصائص قرار التمويل في المؤسسات الاقتصادية

يتطلب تحليل قرار التمويل في المؤسسات الاقتصادية الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من العوامل تفرزها وتمليها خصوصيات هذا النوع من المؤسسات. لم تتوقف الأبحاث المتعلقة بالمؤسسات الاقتصادية عن التطور، فقد تزايد شيئاً فشيئاً عدد الندوات والمجلات وأطروحات الدكتوراه التي اهتمت بهذا الصنف من المؤسسات، الأمر الذي قاد العديد من الباحثين عن الكلام عن وحدة معرفية للمؤسسات الاقتصادية. يمكن هذا الانفراد في البحث للمؤسسات الاقتصادية بعاملين أساسيين، هما:¹

- العامل الأول ذو الطبيعة الميدانية، فهو ناتج عن الظروف الاقتصادية المتسمة بالتباطؤ في النمو الاقتصادي وارتفاع درجات عدم التأكد في السوق في ظل العولمة.
- العامل الثاني ذو طبيعة نظرية، ففي واقع الأمر تمثل المؤسسات الاقتصادية حالة خاصة بالنسبة للنظرية المالية، كما انها تمثل حقلاً خاصاً لتبادل المعلومات.
- اعتبر الباحثون بأن المؤسسات الاقتصادية ضعيفة الرسملة، أو أنها ذات انفرط في الاستدانة، لذلك فهي معرضة لخطر أكبر، وهو ما أشار إليه أنق (1992) Ang إلى مبررات لجوء وعدم لجوء المؤسسات الاقتصادية إلى الاستدانة كمصدر للتمويل، فمن بين هذه المبررات ما يلي:
- أ- وجود علاقات متينة بين المقاول والجهات المقرضة وخاصة البنوك، وهذا ما يؤدي في الكثير من الأحيان الى التمويل بالتكاليف ضعيفة بسبب انخفاض تكاليف الوكالة والمراقبة.
- ب- الغياب الكلي أو الجزئي لفكرة المسؤولية المحدودة للديون المضمونة.
- ت- عدم كثرة الدائنين بسبب احتمال وجود نزاعات عند تصفية المؤسسة.

كما تتمثل أهم مبررات ضعف الاستدانة في المؤسسات الاقتصادية فيما يلي²:

- أ- وجود اختلافات في المعاملة الضريبية بين المقاولين والمؤسسات الاقتصادية.
- ب- الرغبة في تجنب التمويل الخارجي للبقاء بعيداً عن شروط مراقبة الجهات المقرضة.
- ت- تكاليف الوكالة المرتبطة بوجود أطراف خارجية مقرضة.

¹ - محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الرابعة، 2006. ص: 175.

² - عبد الوهاب ددان، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 7، 2009، ص: 315-316.

ث- ارتفاع تكاليف التمويل بسبب مشاكل المراقبة بالنسبة للأطراف الممولة

المطلب الثاني: إسقاط النظريات الكلاسيكية على المؤسسات الاقتصادية

انطلاق من نموذج موديلياني وميلر (1958)، فإن من بين الفرضيات الأساسية غير المنسجمة مع المؤسسات الاقتصادية هو وجود السوق المالي في حالة منافسة تامة. فهذه النظرية لا تأخذ بعين الاعتبار أثر الحجم أو التطور على الهيكل المالية للمؤسسة.

إن لارتفاع نسبة الديون في المؤسسة أثران، أثر إيجابي يتمثل في الاقتصاد الضريبي، وأثر سلبي يتمثل تكاليف الإفلاس. بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية، فإن معدل الهامش للضريبة يكون صغيرا مقارنة بالمؤسسات الكبيرة، وهذا ما يقلل من الميزة الضريبة للديون، ويؤدي إلى اختلاف الهيكل المالية للمؤسسات الاقتصادية مقارنة بالمؤسسات الأخرى الكبيرة.

لاحظ باكلاند وآخرون (1989) أن المؤسسات الاقتصادية تستهدف نسبة استدانة معينة. لذلك، فإن أي نسبة استدانة أخرى تعتبر غير محددة حسب خصائص المؤسسة وبعبارة عن الاعتبارات النظرية المألوفة، ولقد قام كولي وإدوارد (1983) باستجواب 97 مسيرا لمؤسسة اقتصادية حول العوامل التي تدفعهم إلى الاستدانة كمصدر للتمويل، وبينت هذه الدراسة أن عدم التأكد المتعلق بالمردودية المستقبلية من بين أهم العوامل، في حين أن القيود المفروضة على المؤسسة من قبل الجهات المقرضة تعتبر العامل الأقل أهمية، وتبين أن المؤسسات ذات نسبة الاستدانة الأقل ارتفاعا هي مؤسسات التي تمثل فيها بالمردودية عنصرا دالا ومعبرا، بينما المؤسسات ذات نسبة الاستدانة المرتفعة هي المؤسسات التي لها مستوى مهم لرقم الأعمال.

كما أن تكاليف الإفلاس تكون مرتفعة في هذه المؤسسات (المؤسسات الاقتصادية)، فقد تم تأكيد ذلك تجريبيا. ففي دراسة تجريبية قام بها ديبشاند وجورج (1977) Dipchand et George على عينة مكونة من 48 مؤسسة اقتصادية: وجدا بأن تكاليف الإفلاس المباشرة مرتفعة بنسبة 40.6%. أما بالنسبة للمؤسسات الكبيرة، فلم يجد وارنر (1977) Warner علاقة ذات دلالة بين القيمة السوقية للمؤسسات الكبيرة وتكاليف الإفلاس المباشرة.¹

¹ - Roch Simard, Op-cit, 1991, pp : 92-93.

مما سبق، وحسب ماك كونال وبوتيت McConnel et Pettit، فإن أثر كل من الضرائب وتكاليف الإفلاس يؤديان إلى أن نسبة الديون في الهيكل المالية المثلى للمؤسسات الاقتصادية تكون أقل مقارنة بنسبة الديون في الهيكل المالية المثلى للمؤسسات الكبيرة.

المطلب الثالث: إسقاط النظريات الحديثة على المؤسسات الاقتصادية

بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية ونظرية الوكالة، فقد توصل كولوت وميشال (1996) Colot et Michel إلى أن هذه المؤسسات لا تعتبر أحسن أداة لتفسير الهيكل المالية لها وهو ما وصل إليه أيضا كل من شارو (1984) Charreaux وأنق (1991) Ang.

يكون مشكل عدم تماثل المعلومات في المؤسسات الاقتصادية بحجم أكبر مقارنة بالمؤسسات الكبيرة، وهذا راجع لعدم الشفافية المالية وبهيكلة الملكية، وهو ما يولد ترددا بالنسبة للمقرضين فيما يتعلق بالقروض طويلة الأجل بدل استعمال السيولة المتوفرة لديها، وتقلل من تكاليف الوكالة بواسطة تقديم الضمانات.

حسب سيريت (1984) Suret، فإن تكاليف الوكالة تؤدي بالمؤسسات الاقتصادية إلى التمويل بالديون بدلا من الأسهم، باعتبار أن تكاليف المراقبة تكون كبيرة في هذه المؤسسات، فإن دخول مساهمين جدد يؤدي إلى الزيادة في هذه التكاليف. ولتفاديها، فإن المؤسسات الاقتصادية تلجأ إلى التمويل عن طريق القروض بدلا من التمويل عن طريق إصدار الأسهم. وهذا ما توصل إليه أيضا رول (1983) Roll.

كما حاول لوندستوم (1993) Londstom اختبار قابلية تطبيق نظرية الوكالة في المؤسسات الاقتصادية، من خلال عينة مكونة من 207 مؤسسة سويدية، ووجد بأن نظرية الوكالة غير قادرة على إعطاء تفسير لطبيعة العلاقات بين المستثمرين والمالك المسير. وبالتالي، فهي لا تسمح بتفسير الهيكل المالية المختارة من قبل المؤسسات الاقتصادية، ويعتبر لوندستوم بأن كمية ونوعية العلاقات بين المستثمرين والمؤسسة عاملا لتخفيض تكاليف الوكالة.¹

فيما يتعلق بنظرية الترتيب السلمي التي تفترض أن المؤسسة تعتمد على ترتيب معين لتمويلها، انطلاقا من التمويل الداخلي إلى التمويل الخارجي، فإن المؤسسة تفضل التمويل بالديون ثم الأصول القابلة للتحويل وأخيرا التمويل بإصدار الأسهم. فقد أكد ماير وماجلوف (1984) Myers et Majluf بأن الترتيب الذي يجب

¹ Hans Landstom, «Agency Theory and its Applications to small Firms : Evidence From the Swedish Venture Capital Markets », The Journal of Small Business Finance, Research Bible, Vol.3, No.2, 1993, pp : 167-170.

أن تعتمد المؤسسات الاقتصادية لتمويل نفسها لا يتعلق بتفضيلات المسيرين، بل يجب الأخذ بعين الاعتبار إمكانيات الوصول إلى الأسواق المالية والشكوك التي تعترض البنوك في إقراضها نتيجة تعاظم مخاطر الافلاس.² رغم ذلك، فإن المؤسسات التي تولد أرباحاً أكثر تلجأ إلى التمويل بالقروض بنسب أقل.

حاولت العديد من الأعمال التأكد من صحة مجمل هذه النظريات المالية في حالة المؤسسات الاقتصادية، فقد قام نورتون (1991) Norton بالتحقيق أكثر من 100 مسير مؤسسة اقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية، وخلص إلى أن العناصر المرتبطة بتكلفة الافلاس، الوكالة وعدم تماثل المعلومات لا تفسر الهيكلية المالية لهذه المؤسسات، في أن معظم قرارات المسؤولين الماليين تبدو متطابقة مع نتائج نموذج التمويل على أساس الترتيب السلمي، أي أن التمويل يكون بداية بمصادر التمويل الداخلية ثم مصادر التمويل الخارجية.¹

وفي دراسة تجريبية قام بها غربي حمزة سنة 2010 لعينة مكونة من 438 مؤسسة صغيرة ومتوسطة جزائرية وذلك بهدف معرفة إشكالية التمويل التي تعاني منها هذه المؤسسات على هيكلتها المالية، وجد بأن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تتفق في تمويلها مع نظرية الترتيب السلمي، كما تتفق المؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة مع نظرية الوكالة، وتفسر نظرية التوازن في شركات التضامن.²

² يوسف قريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم التدبير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التدبير، جامعة الجزائر، 2005، ص: 179.

¹ - نفس المرجع السابق، ص: 180.

² - حمزة غربي، محددات الهيكلية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية والمالية، فرع مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2011، ص: 115.

خلاصة الفصل:

تم التطرق في هذا الفصل للجانب النظري للهيكل المالي من حيث المفهوم وكذا مصادر التمويل حيث أنه من خلال التطرق لهذا الفصل تم استخلاص العديد من النقاط، ففيما يخص الاستدانة يتبين أن لها عدة مصادر كما أنها تقسم إلى عدة أنواع، منها ديون طويلة الأجل ومتوسطة الأجل كما نجد ديون قصيرة الأجل. كما يُلاحظ أن هناك سلوك تمويلي تتبعه المؤسسة ما يسمى بالهيكل المالي، حيث يكون هذا الأخير أمثل عند التوليفة التي تحقق أدنى تكلفة رأس المال وتعظيم قيمة المؤسسة، كذلك فإن لتكلفة الاستدانة أثران الأول إيجابي ويتمثل في الوفورات الضريبية والآخر سلبي والذي قد يؤدي بالمؤسسة لمخاطر تؤدي بها إلى الإفلاس.

الفصل الثاني:

محددات الهيكل المالية

للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية

تمهيد

تعتبر عمليات دراسة الهيكلة المالية إجراء للتصويب اللازم للهيكل الفنية والاقتصادية والمالية للمؤسسات على النحو الذي يمكنها من البقاء في دنيا الأعمال بل والاستمرار بنجاح وتحقيق عائد مناسب ويتم ذلك من خلال دراسة عملية للمشكلات التي تواجه المؤسسة سواء أكانت مشكلات فنية وتكنولوجية أو مشكلات اقتصادية وتمويلية أو مشكلات تسويقية أو متعلقة بأداء العمالة ومدى تقبل المجتمع والدولة للمؤسسة من أجل التصدي لأي مشكلات قانونية قد تعترضها.

بعد التخصص في الدراسة بالتطرق في الفصل السابق إلى المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي للمؤسسة والنظريات المفسرة له ومصادر التمويل، سنحاول في هذا الفصل إسقاط الجانب النظري على الواقع، ومعرفة أهم محددات الهيكلة المالية، وعلاقتها بمستوى الاستدانة البنكية، بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، وذلك بإجراء دراسة ميدانية على عينة من المؤسسات الاقتصادية.

ولكي يكون هناك إلمام أكثر بموضوع الدراسة تطبيقياً، تم أخذ عينة من هذه المؤسسات، مكون من 100 مؤسسة اقتصادية جزائرية، قمنا بتجمع وتلخيص المعطيات والتعريف بمتغيرات الدراسة، وكيفية قياسها والأدوات الإحصائية والقياسية، وبرامج الدراسة المستخدمة ومعالجة المعطيات المجمعة، كما يتم عرض تحليل تفسير ومناقشة النتائج، ومعرفة النظريات المتعلقة بالهيكل المالية الموافقة للنتائج المحصل عليها. ومعرفة أثر إشكالية التمويل التي تعاني منها هذه المؤسسات في الجزائر على محددات الهيكلة المالية لها.

ولقد جاءت هذه الدراسة لمعرفة محددات الهيكلة المالية للمؤسسات الاقتصادية على النحو التالي:

- عرض أهم الدراسات التجريبية التي أجريت في مجال الهيكلة المالية للمؤسسات؛
- تقديم العينة محل الدراسة، وتحديد المتغيرات التابعة والمستقلة، وكذلك عرض النماذج الإحصائية التي سيتم استعمالها في التحليل؛
- تحديد النموذج المتعلق بالاستدانة البنكية؛
- عرض النتائج المتوصل إليها وتحليلها، مع إسقاطها على النظريات المتعلقة بالهيكل المالية.

المبحث الأول: محددات الهيكل المالية في الدراسات التجريبية السابقة

قصد الإحاطة أكثر بموضوع بحثنا، وبعد الاطلاع على مجموعة من الدراسات التجريبية السابقة التي اهتمت بتحديد أهم العوامل المؤثرة على الهيكل المالية، مثل الضمانات، المردودية، الحجم، والشكل القانوني للمؤسسة، والنتائج المُحصل عليها؛ تم تخصيص هذا المبحث.

المطلب الأول: الضمانات

طبيعة موجودات المؤسسة (الضمانات) يؤثر بأشكال مختلفة على قرار اختيار المؤسسة لمصادر تمويلها، أي أن نوع الأصول التي تمتلكها المؤسسة الاقتصادية يتدخل في تحديد بنية هيكلها التمويلي، والذي تعتبر الاستدانة البنكية أهم أعمدة الهيكل التمويلية، حيث أن العديد من الدراسات التجريبية السابقة كشفت على أن الضمانات تمثل أحد العوامل المحددة لنسبة الاستدانة بالهيكل المالية للمؤسسات، حيث أشارت بعض الدراسات إلى وجود علاقة طردية بين مستوى الاستدانة والضمانات وأشار البعض الآخر إلى وجود علاقة عكسية، بينما نفت دراسات أخرى تأثير الضمانات على الهيكل المالية.

فقد أثبتت الدراسات التي قام بها كل من راجان وزينقلاس (1995) Rajan&Zingales، بارجر وآخرون (1997) Berger et al، أوفاك ويرماك (1997) Ofek&Yermack، وكذلك دراسة هوفاكيمييان وآخرون (2001) Hovakimian et al، عن وجود علاقة طردية بين الضمانات ومستوى الاستدانة في المؤسسة. كما أظهرت الدراسة التجريبية لكل من بورديو وكولين سيديلوت (1993) Bourdieu&Colin للمؤسسات الفرنسية وجود علاقة طردية بين الضمانات ومستوى الاستدانة في هذه المؤسسات.

بين قابتا (1969) Gupta في دراسة له عن وجود علاقة طردية بين الضمانات ومستوى الاستدانة طويلة الأجل، وأوضح ذلك بأن المؤسسات التي يتضمن هيكل أصولها نسبة مرتفعة من الأصول الثابتة تلجأ إلى استخدام قدر كبير من القروض طويلة الأجل في هيكلها المالية، وذلك وفقا لمبدأ التغطية في التمويل الذي يقضي بتمويل الأصول الثابتة بمصادر تمويل دائمة سواء بأموال خاصة أو ديون متوسطة وطويلة الأجل.¹

1 –Manak Gupta, “the effect of size growth and industry on financial structure of manufacturing companies”, The Journal of Finance, The American Finance Association, 24, 1969, p : 528.

في الجهة المقابلة، توجد عدة دراسات أثبتت العكس، وأكدت بأن العلاقة بين الضمانات ومستوى الاستدانة في المؤسسات هي علاقة عكسية، مثل دراسة مارش March الذي يرى أن تمويل الدائنين للأصول الثابتة يعرضهم إلى مخاطر أكبر بسبب الانخفاض الشديد الذي تتعرض له قيمة تلك الأصول في حالة التصفية.⁽¹⁾

كما أكدت الدراسة التجريبية - لكل من بالاكريشان وفوكس (1993) Balakrishnan&Fox،⁽²⁾ باديري (2002) Bhaduri،⁽³⁾ والد (1999) Wald، تيتمان ووياس (1988) Titman&Wessels، هاريس ورافيف (1991) Harris&Raviv،⁽⁴⁾ والدراسة التجريبية التي قام بها والد (1999) Wald⁽⁵⁾ - وجود علاقة عكسية بين الضمانات والاستدانة، وأرجعوا ذلك إلى نظرية تكاليف الصفقات، حيث إن الاستدانة تؤدي إلى ارتفاع تكاليف الصفقات، وهذه التكاليف التي تضاف إلى تكاليف الإفلاس جراء الاستدانة.

كما يمكن تفسير العلاقة العكسية بين الضمانات ومستوى الاستدانة بنظرية الترتيب السلمي، لأن المؤسسات التي تمتلك أصولاً بدرجة أقل تكون أكثر حساسية لظاهرة عدم تماثل المعلومات، لذلك تمول نفسها بالديون، لكونه أقل حساسية لعدم تماثل المعلومات مقارنة بالأسهم.⁽⁶⁾

أما فيما يخص الدراسات المتعلقة بالمؤسسات الاقتصادية، فقد أكدت في مجملها عن تأثير الضمانات على مستوى الاستدانة لكنها اختلفت في نوع العلاقة بينهما، فقد وجدت نجاة بوصعا Najet Boussaa علاقة عكسية بين الضمانات وكل من مستوى الاستدانة الإجمالية ومستوى الاستدانة قصيرة الأجل وعلاقة طردية بين الضمانات ومستوى الاستدانة طويلة الأجل، بينما وجد يوسف قريشي (2005) علاقة طردية بين الضمانات ومستوى الاستدانة قصيرة الأجل.⁽⁷⁾

المطلب الثاني: المردودية

(1) - إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي - الإدارة المالية دروس وتطبيقات - دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2006، ص: 410.

(2) - Balakrishnan, S and Fox I, "Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure", strategic management journal, strategic management society (sms), Vol.14 No.1, 1993, pp :3-16.

(3) - Bhaduri S N, "Determinants of capital structure choice: a study of the Indian corporate sector", Applied financial Economics, taylor & francis group, new york, Vol.12, No.9, 2002, pp : 655-665.

(4) - Harris M and Raviv A, "Capital structure and the information role of debt", the journal of finance, the american finance association, Vol.45, No.2, 1991, pp : 321-349.

(5) - Wald, J K, "How firm characteristics affect capital structure : an international comparison", journal of financial research, wiley online library, Vol.22, No.2, 1999, pp : 161-187.

(6) - إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، 2006، ص : 410.

(7) - قريشي يوسف، مرجع سابق، 2005، ص : 259.

إن تأثير معدل مردودية المؤسسة على نسبة الاستدانة بالهيكل المالي كان محل اهتمام العديد من النظريات المفسرة للسلوك التمويلي، فارتفاع مستوى المردودية يعطي المؤسسة قدر أكبر من المرونة في تغطية التزاماتها المالية،¹ لذا نجد أن الكثير من الدراسات التجريبية أثبتت دور المردودية في تحديد الهيكل المالية للمؤسسات، حيث إن أغلب هذه الدراسات وجدت علاقة عكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة، وهو ما يؤكد نظرية الترتيب السلمي.

ولقد أثبتت وجود علاقة عكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة في المؤسسة الدراسة التجريبية لراجان وزينقلاس (1995) Rajan&Zingalas ودراسة بوث وآخرون (2001) Booth et la. كما أكدت هذه العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة عدة دراسات تجريبية، منها ما قام به راجان وزينقلاس (1995) Rajan&Zingalas في دراسة تجريبية للدول السبع العظمى (الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، المملكة المتحدة البريطانية، ألمانيا، فرنسا، كندا، إيطاليا)،² والدراسة التي قام بها هاريس ورافيف (1991) Harris&Raviv. وتم تبرير ذلك بأن زيادة مردودية المؤسسة عادة ما يرتبط بزيادة المخاطر العملية، وهو ما يجعل المؤسسة تتجنب الاعتماد على القروض، أو إن زيادة مستوى المردودية قد يرتبط بزيادة الأرباح المحتجزة وبالتالي اعتماد المؤسسة على الاستدانة بدرجة أقل.³

ولقد أثبتت كذلك هذه العلاقة العكسية، دراسة ديوبا (1985) Dubois على عينة مكونة من 118 مؤسسة في سنة 1979، وكذا دراسة بوديو وسيدويوت (1993) Bourdieu&Sedillot على عينة مكونة من 1309 مؤسسة في الفترة الممتدة بين 1986 و1990، ودراسة نخيلي (1994) Nekhili على عينة مكونة من 84 مؤسسة في الفترة الممتدة بين 1979 و1987، ودراسة بيايس هيليون وماليكوت (1995) Biais, Hillion&Malecot على عينة مكونة من 2718 في الفترة الممتدة من 1987 و1989، ودراسة بيديي (1995) Bédue على عينة مكونة من 1387 في الفترة الممتدة من 1989 و1993، ودراسة كرامب وستوس (2001) Kremp&Stoss على 2900 مؤسسة في الفترة 1987 و1995 ودراسة كار بنتي وسيرات (2000) Carpentier&suret على عينة مكونة من 243 مؤسسة في الفترة 1987 و1996.

1 - سهام عيساوي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة المؤسسة الوطنية سونطراك، المديرية الجهوية حوض الحمراء، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، ميدان علوم اقتصادية، شعبة علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي

مرياح، ورقلة، 2015، ص: 5.

2 - Rajan and Zingales, "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", Journal of finance, American Economic Association, Vol.50, 1995, pp: 14-60.

3 - إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، 2006، ص: 409.

وفي حالة وجود علاقة طردية بين المردودية ومستوى الاستدانة، فإنه يمكن إرجاع ذلك إلى وجود نظرية التوازن، لأن نظرية التوازن حسب موديقلياني وميلر سنة 1963 تبرز أن العلاقة بين الاستدانة والمردودية علاقة موجبة، لأن المؤسسات الأكثر مردودية تستدين أكثر، كما أن ذلك يمنحها اقتصادا ضريبيا¹. بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية، توجد دراسة زيان Ydriss Ziane التي أظهرت العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة في المؤسسات الفرنسية، نفس النتائج أكدتها نجاة بوصعا Najet Boussaa على المؤسسات الاقتصادية الفرنسية²، إضافة إلى دراسة ميلكاي وساسينو (1995) Mulkey&Sassenou³ على عينة مكونة من 5898 مشاهدة للمؤسسات الاقتصادية الفرنسية. كما أن دراسة يوسف قريشي (2005) على عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية وجدت علاقة طردية بين المردودية ومستوى الاستدانة طويلة الأجل⁴، وهو ما يوافق نظرية موديقلياني وميلر بإدخال تكاليف الإفلاس.

المطلب الثالث: حجم المؤسسة

يعتبر حجم المؤسسة من بين أهم العوامل المؤثرة على تحديد الهيكل المالية للمؤسسات عن طريق تأثيره على مستوى الاستدانة، وذلك حسب عدة دراسات تجريبية، فمن الدراسات التجريبية من خلصت إلى وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة والاستدانة، ومنها ما خلصت إلى وجود علاقة عكسية، بينما القليل من الدراسات لم تؤكد تأثير الحجم على الاستدانة وبالتالي على الهيكل المالية.

وقد أثبتت عدة دراسات تجريبية على وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة ومستوى الاستدانة، مثل دراسة قوردين (1962) Gordon⁵، مارتين وسكوت (1974) Martin&Scott⁶، بيدوي (1997) Bédouié⁷، فيري وجونس (1979) Ferri&Jones⁸، بوث آخرون (2011) Booth et al⁹، راجان وزينقلاس (1995)

1 - حمزة غربي، محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة حالة الجزائر -، أطروحة دكتوراه، علوم تجارية ومالية، فرع مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2015، ص: 181.

2 - Najet Boussaa, *denaruralisation de la PME et apport de la theorie financiere moderne : une application econometrique sur données panel*. Édition universitaire de Paris-x-Nanterre, 2000, p :11 .

3 - Mulkay B et Sassenou M, "La hiérarchie des financements des investissements des PME", Revue économique, Ecole des hautes études, des facultés de droit et de lettres, Paris, Vol.46, No.2, 1995, pp. 345-363.

4 - يوسف قرشي، مرجع سابق، 2005، ص: 255.

5 - Donaldson Gordon, "New Framework For Corporate Debt Policy", Harvard Business Review, Harvard Business School, 1962, p : 130.

6 - Martin Dietrich and Scott Fitzgerald, "A discriminant Analysis of Corporate Debt- Equity Decision", Financial Management, Financial Management Association International, University of South Florida, 1974, p : 47.

7 - Bedue A, "Les déterminants de la structure financière des entreprises françaises", thèse de doctorat, Université de Paris X, Nanterre, 1997.

8 - Roch Simard, Op-cit, 1991, p : 81.

9 - Booth L, Aivazian V, Demirguc-Kunt and Maksimovic V, "Capital structure in developing countries", The Journal of Finance, The American Finance Association, Vol.56, 2001, p. 87-130.

Rajan&Zingales¹، إضافة إلى الدراسة التي قام بها سليمان شلاش وآخرون (2006) على شركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي من 1997 إلى 2001.²

يمكن إرجاع هذه العلاقة الطردية إلى أن المؤسسات كبيرة الحجم يكون لديها قدرة أكبر على خدمة الدين مما يجعلها تميل للاعتماد على القروض بدرجة أكبر، إضافة إلى أنها تستطيع الاقتراض بمعدل فائدة أقل، مما يكون سببا في اعتمادها على الاستدانة بدرجة أكبر من المؤسسات صغيرة الحجم.³

كما أن المؤسسات الكبيرة عادة ما يتسم نشاطها بقدر من التنوع أي أن تعرضها لمخاطر الإفلاس يكون بدرجة أقل، ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة في هيكلتها المالية، إضافة إلى توافق العلاقة الطردية بين الحجم والاستدانة مع نظرية التوازن، التي تبرز أن المؤسسة تقوم بالترجيح بين المزايا المكتسبة من الاستدانة والتي تتمثل في الاقتصاد الضريبي وخطر الإفلاس، وكذلك مع نظرية الإشارة.

في المقابل، فقد وجد كل من بورديو وسيدويوت (1993) Bourdieu&Sedillot⁴، جونسون (1997) Johnson⁵، كاربونتي وسيرات (1999) Carpentier&Suret⁶، وتيتمان وويسالس (1988) Titman&Wessels علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ومستوى الاستدانة في المؤسسة.

أرجع تيتمان وويسالس العلاقة العكسية بين الحجم والاستدانة قصيرة الأجل إلى أن المؤسسات صغيرة الحجم تتحمل تكاليف معاملات كبيرة عند إصدارها لأوراق مالية طويلة الأجل، عكس المؤسسات الكبيرة التي تكون فيها هذه التكاليف منخفضة مقارنة بحجمها.⁷ كما تفسر نظرية الترتيب السلمي العلاقة العكسية بين الاستدانة والحجم.

1 - Philippe Gaud et Elion Jani, "Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : une étude empirique", 2002, p : 11. (site de téléchargement est www.hec.unige.ch, date de téléchargement est 13/12/2013).

2 - سليمان شلاش، علي البقوم وسالم العون، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال - حالة تطبيقية في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة 2001-1997، مجلة المنارة، جامعة آل البيت، الأردن، المجلد 14، العدد 1، 2008، ص ص: 45-81.

3 - إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، 2006، ص: 408.

4 - Bourdieu J et Colin-Sedillot B, "Structure du capital et coûts d'information : le cas des entreprises françaises à la fin des années 80", Économie et Statistique, Institut national de la statistique et des études économiques, France, 1993, p. 87-100.

5 - Johnson S A, "An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure", European Economic Review, Elsevier, Amsterdam, No.44, 1997, p. 281-304.

6 - Carpentier C and Suret J M, "Stratégies de financement des entreprises françaises : une analyse empirique", Série Scientifique (CIRANO), No.09, 1999, pp. 1-33.

7 - Sheridan Titman and Roberto Wessels, "The Determinants of Capital Structure Choice", The Journal of Finance, American Economic Association, Vol. 43, No. 1, 1988, p : 17.

كما تعتبر العلاقة العكسية بين حجم المؤسسة ومستوى الاستدانة من مميزات البيئة الألمانية، ويرجع ذلك إلى أهمية التمويل البنكي للمؤسسات صغيرة الحجم وكذا قانون الإفلاس ونظام البنك المركزي الألماني.¹

في حين أن ريمارس وآخرون (1974) Remmers et la لم يجدوا علاقة بين الحجم ومستوى الاستدانة، وهي نفس نتيجة الدراسة التجريبية التي قام بها كل من برومفار وشابيرو (1980) Pompfer&Shapiro، كما رفض توي وآخرون (1974) Toy et la عامل تأثير حجم المؤسسة على الاستدانة وبالتالي على الهيكل المالية للمؤسسات.

أما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فقد وجدت نجاة بوصعا Najet Boussaa علاقة طردية موجبة بين حجم المؤسسة ومستوى الاستدانة في الهيكل المالية،² نفس العلاقة التي وجدها جين بلين وآخرون (2004) Jean Belin et autres على 15951 مؤسسات صغيرة ومتوسطة صناعية فرنسية من 1994 إلى 2004، بينما وجد يوسف قريشي (2005) علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ومستوى الاستدانة المتوسطة وطويلة الأجل.³

المطلب الرابع: الشكل القانوني

يجدر الإشارة هنا إلى أنه لا توجد دراسات واضحة قامت بمعرفة أثر الشكل القانوني على الهيكل المالية، وبما أن لكل مؤسسة لها خصائصها القانونية، فهناك المؤسسات ذات أسهم والتي من المتوقع أن تكون العلاقة بينها وبين الاستدانة الكلية علاقة طردية، لأن الشركات ذات أسهم تمتلك مدخرات كافية مقارنة بالمؤسسات من الأشكال القانونية الأخرى، كما يمكن أن كل من الشركات ذات المسؤولية المحدودة من بين المتغيرات الغير مؤثرة على مستوى الاستدانة البنكية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، بينما لا يوجد أي تأثير للمؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة وشركات التضامن على مستوى الاستدانة البنكية في هيكلتها المالية، وربما يعود ذلك لخصوصية صاحب المؤسسة ومنفعته اتجاه الاستدانة من عدمها والطبيعة

1 - إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، 2006، ص: 408.

2 Najet Boussaa, Op-cit, 2000, p p : 1-10.

3 - يوسف قريشي، مرجع سابق، 2005، ص: 256.

القانونية لشركة التضامن، كما أثبتت دراسة على مجمع سونلغاز التي بينت أن التطور في الشكل القانوني للمجمع ترك أثرا كبيرا على سياسته العامة وخاصة سياسته التمويلية¹.

المبحث الثاني: منهجية الدراسة الإحصائية

تتمثل منهجية الدراسة الإحصائية في تحديد العينة ومصدرها، وكذلك المتغيرات المستقلة والتابعة وطريقة الانحدار المتعدد.

المطلب الأول: تقديم العينة وتحديد المتغيرات التابعة والمستقلة

سيتم التطرق في هذا المطلب على عينة الدراسة وكذا المتغيرات التابعة منها والمستقلة.

1- تقديم العينة²

يصدر المركز الوطني للسجل التجاري – CNRC – centre national du registre du commerce الكائن بالمحمدية بالجزائر العاصمة، نشرات رسمية دورية، تسمى بالنشرة الرسمية للإعلانات القانونية Bulletin Officiel des Annonces Légales – BOAL -.

يلزم القانون الشركات ذات المسؤولية المحدودة - SARL - Société à responsabilité limitée، ومؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة Entreprise Unipersonnelle à responsabilité limitée - EURL، شركات ذات أسهم - SPA - Société par action، وشركات التضامن Société en Nom Collectif - SNC على إيداع ملفها على مستوى المركز الوطني عبر فروع الوطنية، والتي على أساسها يتم إجراء الإحصاءات الوطنية على الشركات والمؤسسات الاقتصادية تُنشر في نشرات رسمية متوفرة ومتاحة،

من خلال النشرات السابقة، تم اختيار 100 مؤسسة اقتصادية لتكون عينة الدراسة.

1 - بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، دراسة حالة مؤسسة، الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2012، ص 159.

2 - غربي حمزة، مرجع سابق، 2015، ص: 113.

2- تحديد المتغيرات التابعة والمستقلة

يتم تحديد المتغيرات التابعة والمستقلة انطلاقاً من هدف الدراسة وكذلك المعلومات التي تتوفر عليها العينة.

1-2 تحديد المتغيرات التابعة

باعتبار أن هذا الفصل يتمحور حول محددات الهيكلية المالية للمؤسسات الاقتصادية، فإن المتغير التابع سيضم أحد مكونات هذه الهيكلية، وباعتبار أن كل الدراسات التجريبية ركزت في تحديدها للهيكلية المالية أو السلوك التمويلي للمؤسسة على عنصر الديون.

قدم ماجيمدار وشايبير (1999) Majumdar&Chhibber، سيمارلي (2000) Simerly&Li وإيريوتيز وآخرون (2002) Eriotis مؤشر نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة، بينما قدم بوم وآخرون (2006) Baum et al مؤشر نسبة الديون قصيرة الأجل على الاستدانة البنكية. في حين يرى نقوبو وكابيز (2004) Ngobo&Capiez ثلاثة مؤشرات للهيكلية المالية، وهي كل من نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الديون البنكية، نسبة الديون طويلة الأجل على الاستدانة البنكية ونسبة الاستدانة البنكية إلى مجموع الأصول. بينما رأى راو وآخرون (2007) Rao et al ووايل (2008) Weill مؤشر نسبة الاستدانة البنكية إلى مجموع الميزانية.

أما كاريانتي وسيرات (1999) Carpentier&Suret، بيدو (1997) Bédue، يوسف قريشي (2005)¹ والعاب (2011)² فقد اختاروا مؤشرين تابعين، وهما معدل الاستدانة البنكية والتي يتم حسابها بقسمة إجمالي الديون على مجموع الميزانية، ومعدل الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، والتي يتم حسابها بقسمة الديون الطويلة ومتوسطة الأجل على مجموع الميزانية.

وبالتالي، سيتم اختيار نسبة الاستدانة البنكية في هيكل الأصول كمتغير تابع لقياس الهيكلية المالية في المؤسسة، وتكون عن طريق قسمة مستوى الاستدانة البنكية على مجموع الميزانية، ويرمز لمستوى الاستدانة البنكية بالرمز EB.

1 - يوسف قريشي، مرجع سابق، 2005، ص ص: 213 - 214.

2 - ياسين العاب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، فرع الاقتصاد المالي، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011، ص ص: 353-354.

2-2 المتغيرات المستقلة

توجد عدة متغيرات مستقلة حسب ما تتوفر عليه العينة من معلومات.

1-2-2 المردودية

استعملت عدة دراسات المردودية الاقتصادية للتعبير عن متغير المردودية، والتي يتم حسابها عن طريق قسمة النتيجة الاقتصادية والتي هي النتيجة قبل الفوائد والضرائب على صافي الأصول، فقد اعتمدت نجاة بوصعا Najet Boussaa في حساب المردودية الاقتصادية بنسبة النتيجة قبل الضريبة على رقم الأعمال،¹ بينما اعتمد إدريس زيان (2001) Ydriss Ziane في قياس مردودية الأموال المستثمرة على نسبة النتيجة الصافية للأصول.

أما في هذه الدراسة، سيتم التعبير عن المردودية بواسطة قسمة النتيجة الصافية على مجموع الميزانية، ويرمز لها بالرمز RE، وهو ما استعمله يوسف قريشي (2005).

2-2-2 الضمانات

استعملت عدة مؤشرات للتعبير عن الضمانات كمحدد للهيكلة المالية في الدراسات التجريبية، معظم هذه الدراسات استعملت نسبة صافي الأصول الثابتة إلى صافي الأصول الإجمالية.²

حيث استعمل زيان (2001) Ziane معدل مجموع الاستثمارات المادية الصافية مُضافاً إليها المخزونات على مجموع الأصول، كما اعتمد يوسف قريشي (2005) في حساب الضمانات على قسمة الضمانات على قسمة الاستثمارات غير المنقولة والمتمثلة في العقارات والمباني على إجمالي الأصول.³

وسيتيم اعتماد الضمانات بقسمة مجموع الأصول الملموسة والمخزونات على مجموع الميزانية ويرمز للضمانات بالرمز GAR.

1 - إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، 2006، ص: 419 - 420.

2 - إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، 2006، ص: 420.

3 - يوسف قريشي، مرجع سابق، 2005، ص: 218.

3-2-2 الحجم

استخدمت عدة مؤشرات لقياس حجم المؤسسة في الدراسات التجريبية منها صافي الأصول وحجم المبيعات ومنها عدد العمال، فقد استخدمت نجاة بوصعا في دراستها مقياس متوسط عدد العمال للحجم، بينما استخدم يوسف قريشي متوسط إجمالي الأصول، واستخدم قودار وآخرون (2005) Goddard مقياس لوغاريتم مجموع الميزانية. كما توجد عدة دراسات أخرى استعملت مقياس لوغاريتم رقم الأعمال.¹

وفي هذه الدراسة سيكون مقياس حجم المؤسسة هو لوغاريتم رقم الأعمال، ويرمز له بالرمز TA.

4-2-2 الشكل القانوني

بما أن لكل مؤسسة من العينة لها شكلها القانوني الخاص بها، وبالتالي يمكن إدراج أربعة متغيرات مستقلة ثنائية البعد، كل متغيرة مستقلة تأخذ شكلا قانونيا:

- الشركة ذات المسؤولية المحدودة SARL.
- المؤسسة ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة EURL.
- الشركة ذات أسهم SPA.
- شركة التضامن SNC.

المطلب الثاني: تقديم النموذج

سيتم في هذا المطلب التعرف على النموذج الإحصائي المستعمل من بين النماذج الأخرى، بعدها تعريف وتحديد النموذج.

1- النماذج الإحصائية المستعملة في التحليل

بما أنه سيتم دراسة تفسير الاستدانة البنكية، لن يتم التركيز على المؤسسات التي تحتوي هيكلتها المالية على الديون طويلة الأجل، لذا فإنه يمكن استعمال نموذج واحد فقط لتفسير مستوى الاستدانة في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة، وهو نموذج الانحدار الخطي المتعدد لتفسير الاستدانة البنكية.

1 - Philippe Gaud et Elion Jani, "Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : une étude empirique", Rapport, 2002, p : 11.

2- تحديد النموذج

وكما قلنا آنفا أنه سيتم استعمال بنموذج الانحدار الخطي المتعدد Multiple Linear Regression والذي هو عبارة عن انحدار للمتغير التابع (Y) على العديد من المتغيرات المستقلة $X_1, X_2, \dots, X_K$. باعتبار أن المتغيرة التابعة هي نسبة الاستدانة البنكية في الهيكلية المالية للمؤسسة EB، وباعتبار أن المتغيرات المستقلة تتمثل في كل من المردودية RE، الحجم TA، الضمانات GA، الشكل القانوني الذي يتمثل في: EURL, SPA, SNC SARL، وباعتبار أن النموذج خطي متعدد، فإن الصياغة التي يتم تحديدها تكتب على الشكل:

$$EB = b + a_1SARL + a_2EURL + a_3SPA + a_4SNC + a_5GA + a_6RE + a_7TA$$

حيث:

EB: نسبة الاستدانة البنكية

GA: الضمانات

TA: الحجم

RE: المردودية

SARL: الشركة ذات المسؤولية المحدودة

EUR: المؤسسة ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة

SPA: الشركة ذات أسهم

SNC: شركة التضامن

$a_{i/i \in [1,7]}$: المعاملات

b: ثابتة.

المطلب الثالث: تقدير الإحصائيات

بعد تقديم كل ما يتعلق بالمتغيرات والنماذج الإحصائية المعمول بها، نأتي هنا إلى تطبيقها على العينة محل الدراسة، بتحديد محددات الاستدانة البنكية باستعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد،

يوضح الجدول رقم: (1-2) الوصف الإحصائي للمتغيرات، فهو يعطي أدنى وأعلى قيمة لكل متغيرة، وكذلك المتوسط الحسابي والانحراف المعياري، أي يعطي نظرة أولية حول البيانات التي سيتم استعمالها لتحديد نموذج الانحدار الخطي.

الجدول رقم: (1-2) الوصف الإحصائي للمتغيرات						
التباين	الانحراف المعياري	المتوسط	أعلى قيمة	أدنى قيمة	العدد	
0,248	0,498	0,57	1	0	100	SARL
0,208	0,456	0,29	1	0	100	EURL
0,066	0,256	0,07	1	0	100	SPA
0,066	0,256	0,07	1	0	100	SNC
0,190	0,4357982	0,737038	3,1812	0,0338	100	EB
0,077	0,2769836	0,443443	1,0000	0,0000	100	GA
0,287	0,5354534	0,009929	0,6359	-4,9551	100	RE
4,125	2,0311199	16,895203	21,0669	12,4636	100	TA
					100	N valide (listwise)

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على برنامج SPSS.

من الملاحظ في الجدول السابق أن متوسط نسبة الاستدانة البنكية EB في الهيكلية المالية للمؤسسات الاقتصادية في العينة يساوي 73.70% بانحراف معياري يساوي 0.43، كما أن نسبة الضمانات تمثل 44.34% بانحراف معياري قدره 0.27، أما متوسط حجم المؤسسات فهي 16.89 بانحراف معياري قدره 2.03.

كما يوضح الجدول نسبة كل شكل قانوني من العينة، حيث إن:

- نسبة شركات التضامن SNC هي: 7%
- نسبة الشركات ذات الأسهم SPA هي: 7%
- نسبة الشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL هي: 57%
- نسبة الشركات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة EURL هي: 29%

المطلب الرابع: تقدير النموذج

اختبار إحصائية F ، Statistics-F

يهدف هذا الاختبار لمعرفة مدى معنوية العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة ، SPA ، SARL ، TA ، RE ، GA ، SNC على المتغير التابع EB ، وكما هو الحال في الانحدار البسيط فإنه يعتمد على نوعين من الفروض :

- فرضية العدم H0:

وتتص على انعدام العلاقة بين كل متغير من المتغيرات المستقلة ، GA ، SNC ، SPA ، SARL ، TA ، RE وبين المتغير التابع EB ، أي: المعاملات معدومة.

- الفرضية البديلة H1:

وتتص على وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، أي: معاملات المتغيرات غير معدومة.

والصيغة الرياضية لهذا الاختبار هي:

$$F = \frac{\hat{B}'x'ylk}{e'e \ln - k - 1}$$

or

$$F = \frac{R^2 lk}{1 - R^2 \ln - k - 1}$$

وبعد احتساب قيمة F تقارن مع قيمتها الجدولية بدرجة حرية (k) و (n-k-1) للبسط والمقام ولمستوى معنوية معين.

فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية ترفض H0 وتقبل H1 أي أن العلاقة المدروسة معنوية، وهناك على الأقل متغير مستقل واحد من المتغيرات المستقلة ذو تأثير في Y.

أما إذا كانت القيمة المحسوبة أصغر من الجدولية فإن ذلك يعني قبول H0 أي أن العلاقة الخطية المدروسة غير معنوية أي أنه ليس ثمة تأثير من أي متغير من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

1- جدول تحليل التباين ANOVA:

لغرض الوقوف على تأثير كل من المتغيرات المستقلة في المتغير التابع، لابد من عمل جدول تحليل التباين لبيان أثر المتغيرين المستقلين في النموذج.

الجدول رقم: (2-2) جدول تحليل التباين				
اختبار F	متوسط مربعات الخطأ	درجات الحرية	مجموع مربعات الخطأ	مصدر التباين
$F = \frac{\hat{B}'x'ylk}{e'e \ln - k - 1}$	$\hat{B}'x'ylk$	K	$\hat{B}'x'y$	الانحراف الموضح من قبل X_2, X_1
	$e'e \ln - k - 1$	$n - k - 1$	$e'e$	الانحراف غير الموضح
		$n - k$	$y'y$	الانحراف الكلي

المصدر:

[http://www.ssnpstudies.com/wp/wp-content/uploads/2015/02/\(الانحدار-الخطي-المتعدد\).doc](http://www.ssnpstudies.com/wp/wp-content/uploads/2015/02/(الانحدار-الخطي-المتعدد).doc)

يوضح الجدول رقم: (3-2) تحليل التباين ANOVA - Analyse de variance - لنموذج الاستدانة البنكية، ويبين أن إحصائية فيشر تساوي 17,923 ومستوى الدلالة يؤول إلى الصفر.

الجدول رقم (3-2): جدول تحليل التباين - ANOVA - لنموذج الانحدار الخطي المتعدد					
مجموع المربعات	درجة الحرية	المتوسط التربيعي	إحصائية فيشر	مستوى الدلالة	
10,082	6	1,680	17,923	0.000 ^b	الانحدار
8,720	93	0,094			البواقي ¹
18,802	99				المجموع

الاستدانة البنكية: EB

b. Valeurs prédites : (constantes), TA, SARL, GA, RE, SNC, SPA

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على برنامج SPSS.

يمثل الجدول السابق جدول تحليل التباين والذي يمكن من خلاله معرفة القوة التفسيرية للنموذج ككل عن طريق إحصائية F، وكما يظهر من جدول تحليل التباين؛ المعنوية العالية لاختبار F ($P < 0.0001$). مما يؤكد القوة التفسيرية العالية لنموذج الانحدار الخطي المتعدد من الناحية الإحصائية.

بعد التأكد من قبول النموذج، يتم اختبار كل متغير على حدا، حيث يوضح الجدول رقم: (4-2) المعاملات المفسرة لمستوى الاستدانة البنكية للمؤسسات الاقتصادية، ومستوى دلالة كل متغيرة.

الجدول رقم (4-2): المتغيرات المفسرة لمستوى الاستدانة البنكية			
المتغيرة	المعامل	إحصائية ستودنت	مستوى الدلالة
الثابت	1,570	5,535	0.000
SARL	- 0.093	-1,299	0,197
SPA	- 0.083	- 0.595	0,553
SNC	0.060	0,460	0,646
GA	- 0.014	- 0.122	0,904
RE	- 0.535	-9,178	0,000
TA	- 0.045	-2,748	0,007
الاستدانة البنكية: EB			

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على برنامج SPSS.

يبين الجدول أعلاه المتغيرات المفسرة لمستوى الاستدانة البنكية EB، وتتمثل في المردودية RE، الحجم TA، الضمانات GA، والشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL، والشركات ذات الأسهم SPA، وشركات التضامن SNC.

من خلال الجدول نلاحظ أن مستوى الدلالة لكل من المردودية RE والحجم TA هي تقريبا 1% أي أن المتغيرات المستقلة (المردودية، الحجم) كانت معنوية من الناحية الإحصائية وحسب اختبار إحصائية ستودنت t (عند مستوى معنوية $P \leq 0.05$)، وبالتالي:

يتم رفض الفرضية H_0 التي تنص على **انعدام العلاقة** بين كل متغير من المتغيرات المستقلة المردودية RE والحجم TA وبين المتغير التابع الاستدانة البنكية EB أي:

$$\begin{cases} H_0 : a_6 = 0 \\ H_1 : a_6 \neq 0 \end{cases} \quad \begin{cases} H_0 : a_7 = 0 \\ H_1 : a_7 \neq 0 \end{cases}$$

وقبول الفرضية البديلة H_1 التي تنص على **وجود العلاقة** بين كل متغير من المتغيرات المستقلة المردودية RE والحجم TA وبين المتغير التابع الاستدانة البنكية EB.

أي:

$$\begin{cases} H_1 : a_6 \neq 0 \\ H_1 : a_7 \neq 0 \end{cases}$$

وبما أن معامل المتغير RE (المردودية) هو (-0.535) وهذا مطابق لمنطق النظريات المفسرة للارتباط العكسي، أي أن المردودية لها تأثير **عكسي** على الاستدانة البنكية EB.

مما يعني أن كل زيادة في المردودية بمقدار وحدة واحد سيؤدي إلى انخفاض في مستوى الاستدانة بمقدار (0.535) تقريباً، والعكس.

وبما أن معامل المتغير TA (الحجم) هو (-0.045) وهذا مطابق لمنطق النظريات المفسرة للارتباط العكسي، أي أن الحجم له تأثير **عكسي** على الاستدانة البنكية EB.

وكذلك معناه أن كل زيادة في الحجم بمقدار وحدة واحد سيؤدي إلى انخفاض في مستوى الاستدانة بمقدار (0.045) تقريباً، والعكس.

أما مستوى الدلالة لكل من شركات التضامن SNC، الشركات ذات الأسهم SPA، الشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL، والضمانات GA، هي على الترتيب: 64.60%، 55.30%، 19.70% و 90.40%، وهي قيم أكبر من 5%، ومنه تُرفض الفرضية البديلة H_1 ونقبل الفرضية H_0 .

$$\begin{cases} H_0 : a_1 = 0 \\ H_1 : a_1 \neq 0 \end{cases} \quad \begin{cases} H_0 : a_2 = 0 \\ H_1 : a_2 \neq 0 \end{cases} \quad \begin{cases} H_0 : a_3 = 0 \\ H_1 : a_3 \neq 0 \end{cases} \quad \begin{cases} H_0 : a_4 = 0 \\ H_1 : a_4 \neq 0 \end{cases} \quad \begin{cases} H_0 : a_5 = 0 \\ H_1 : a_5 \neq 0 \end{cases}$$

أي:

$$H_0 : a_1 = 0$$

$$H_0 : a_2 = 0$$

$$H_0 : a_3 = 0$$

$$H_0 : a_4 = 0$$

$$H_0 : a_5 = 0$$

أي أن العلاقة الخطية المدروسة غير معنوية في نموذج الانحدار المتعدد، ومنه ليس ثمة تأثير من أي متغير من المتغيرات المستقلة (التضامن SNC، الشركات ذات الأسهم SPA، الشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL، والضمانات GA) على المتغير التابع (الاستدانة البنكية).

وبالتالي فإن المتغيرات السابقة ليس لها تأثير على مستوى الاستدانة البنكية، ومنه هي متغيرات غير مفسرة.

من خلال ما سبق يتضح أن معادلة الانحدار أصبحت معادلة ذات متغيرين فقط هما: المردودية RE والحجم TA.

أي:

$$\widehat{EB} = f(RE, TA)$$

وبالتالي يمكن صياغة نموذج الانحدار الخطي المتعدد كما يلي:

$$\widehat{EB} = 1.57 - 0.535 RE - 0.45 TA$$

ومنه فإن المتغيرات المؤثرة على الاستدانة البنكية بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية في العينة هي المردودية والحجم بعلاقة عكسية، حيث أن ارتفاع المردودية يقابله انخفاض في الاستدانة البنكية في المؤسسة والعكس صحيح، كذلك الحال مع الحجم، فكلما كانت المؤسسة كبيرة كلما كانت الاستدانة منخفضة والعكس.

فيما تم استبعاد كل من الضمانات والأشكال القانونية المتمثلة في الشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL، الشركات ذات الأسهم SPA، وشركات التضامن SNC، وذلك بسبب عدم معنوية العلاقة الخطية بمستوى دلالة يفوق 05%.

المبحث الثالث: تحليل النتائج

بعد معرفة أهم العوامل المؤثرة على الاستدانة البنكية، يجب إسقاط هذه العوامل على النظريات المتعلقة بالهيكل المالية وتحليلها مع واقع إشكالية التمويل التي تعاني منها هذه المؤسسات.

المطلب الأول: تحليل المتغيرات المفسرة

1- المردودية

إن الارتباط العكسي بين المردودية ومستوى الاستدانة البنكية يتوافق مع عدة دراسات تجريبية أُجريت على المؤسسات، ومن بين هذه الدراسات دراسة راجان وزينقلاس (1995) Rajan&Zingalas، دراسة بوث وآخرون (2001) Booth et la، راجان وزينقلاس (1995) Rajan&Zingalas، هاريس ورافيف (1991) Harris&Raviv. دييوا (1985) Dubois، بوديو وسيدويوت (1993) Bourdieu&Sedillot، نخيلي (1994) Nekhili، بيايس هيليون وماليكوت (1995) Biais, Hillion&Malecot، بيديي (1995) Bédoué، كرامب وستوس (2001) Kremp&Stoss، ودراسة كار بنتي وسيرات (2000) Carpentier&suret

وبالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، توجد دراسة زيان Ydriss Ziane، نجاة بوصعا Najet Boussaa، وميلكاي وساسينو (1995) Mulkay&Sassenou.

تعتبر نظرية الترتيب السلمي من أهم النظريات تأثيرا في علم مالية المؤسسة، وهي أحد مصادر التمويل الخارجية، حيث أن هذه النظرية تحاول المفاضلة بين هذا النوع من التمويل (الخارجي) والتمويل الداخلي (الذاتي).

ففي حالة عدم كفاية الموارد الداخلية والمتمثلة أساسا في المردودية، فإن المؤسسة تلجأ أولا إلى التمويل الذاتي، ثم بعد ذلك إلى القروض وفي الأخير إلى إصدار الأسهم من أجل تمويل استثماراتها، فالمؤسسات الأكثر مردودية تعتمد بشكل أكبر على التمويل الذاتي، ومن ذاك تكون هناك علاقة عكسية بين المردودية والمديونية¹.

إن الاختبار العكسي يؤدي إلى تفضيل الأرباح المحتجزة، حيث أن المؤسسات ذات المردودية الكبيرة تكتسب تمويل داخلي بنسبة عالية مما يؤدي للجوء إلى الاستدانة الخارجية قليلا، على عكس من المؤسسات

1- سهام عيساوي، مرجع سابق، 2015، ص: 5.

التي تعاني من نقص في المردودية أي تمويل داخلي قليل، فإنها تضطر إلى زيادة التمويل الخارجية بالتوجه إلى المؤسسات المالية وأهما البنوك متمثلاً في الاستدانة.

وبالتالي، فإن العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة تبرر لجوء المؤسسة إلى المصادر الداخلية بدل المصادر الخارجية فقط، ولا تحدد ترتيب مصادر التمويل كما جاء في نظرية الترتيب السلمي، ومنه يمكن القول إن الاتفاق بين محددات الهيكل المالية للمؤسسات الاقتصادية ونظرية الترتيب السلمي هو اتفاق جزئي فقط. ويتمثل في تفضيل المؤسسة للتمويل الداخلي بدل التمويل الخارجي.

حيث أن مبدأ نظرية الترتيب السلمي يقوم على أن أساس تمويل المؤسسات يكون من أموالها الداخلية وفي حالة وجدت عجزاً فإنها تلجأ إلى التمويل الخارجي وفق مبدأ الاستدانة عن طريق الديون الأقل مخاطرة ثم الأكثر مخاطرة، ثم الأصول القابلة للتحويل إلى أسهم، وأخيراً التمويل بواسطة الأسهم العادية.

كما أن العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة البنكية، وذلك في حالة عدم فعالية السوق، حيث يتجنب المسكرون الضغط الناجم عن الاستدانة المتمثل في تكاليف الإفلاس، وتسديد الفوائد والدفعات، وتوفير الأموال اللازمة للتمويل طالما تتوفر الأموال الذاتية في المؤسسة.¹

وهنا يظهر إشكالية التمويل الخارجي الذي يعتبر أهم العوامل المعقدة والشائكة في حياة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، خاصة في ظل وجود علاقة سيئة تربطها بالبنوك الجزائرية،² هذه الأخيرة تعتبرها ضعيفة وينقصها التحكم في أدوات التمويل، وقلة ربحية القروض ذات المبالغ الصغيرة من جهة، ومن جهة أخرى غياب دور البورصة.

كما يجب الإشارة فيما يخص هذا المتغير أن هناك نوعان من المردودية؛ الأول يتعلق بمفهوم المردودية من وجهة نظر المؤسسة (المردودية الاقتصادية)، أي قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح، أما الثاني يتعلق بمفهوم المردودية من وجهة نظر المساهمين (المردودية المالية) أي مدى قدرة المؤسسة على تعويض المساهمين.³

2- حجم المؤسسة

1 - غربي حمزة، مرجع سابق، ص: 286.

2 - صالح سامي، التمويل المصرفي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة مساهمة القرض الشعبي الجزائري - وكالة البويرة -، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة العقيد أكلي محند أولحاج، البويرة، 2015/2014، ص:

110.

3 - سهام عيساوي، مرجع سابق، 2015، ص: 5.

حجم المؤسسة يزيد من قدرتها على التوسع بالاقتراض،¹ ومنه فإن الحجم يُعتبر من أهم المتغيرات التي لها أثر مباشر على الاستدانة، ويظهر هذا التأثير من خلال العلاقة العكسية بينهما حيث كلما كان حجم المؤسسة كبيرا كان التوجه إلى الاستدانة منخفضا والعكس.

ولقد أثبت هذه العلاقة بين حجم المؤسسة والاستدانة عدة دراسات تجريبية نذكر منها، دراسة بورديو وسيديوت (1993) Bourdieu&Sedillot، جونسون (1997) Johnson، كاربونتي وسيرات (1999) Carpentier&Suret، تيتمان وويسالس (1988) Titman&Wessels، ويوسف قريشي (2005).

كما بينت دراسة تيتمان وويسالس العلاقة العكسية بين الحجم والاستدانة قصيرة الأجل، حيث أرجعها إلى أن المؤسسات صغيرة الحجم تتحمل تكاليف معاملات كبيرة عند إصدارها لأوراق مالية طويلة الأجل، عكس المؤسسات الكبيرة التي تكون فيها هذه التكاليف منخفضة مقارنة بحجمها.

ويمكن أيضا أن ترجع هذه العلاقة إلى أن المؤسسات الكبيرة تمول نفسها من مواردها الذاتية مما يجعل اللجوء إلى الاستدانة قليلا، على العكس فإن المؤسسات الصغيرة بمواردها القليلة سوف تولي أهمية للتمويل الخارجي خاصة التمويل البنكي، وهذا ما يوافق نظرية الترتيب السلمي.

إن الصعوبة التي تواجهها المؤسسات الاقتصادية في تمويل نفسها في الجزائر، أدى إلى إيجاد بعض التدابير المتعلقة بتمويل المؤسسات الاقتصادية من طرف البنوك، وعليه عهدت الدولة على وضع بعض التدابير حتى نهاية سنة 2010 المتعلقة بمعدلات الفائدة - التمويل على المدى الطويل - إضافة إلى مختلف الإعفاءات والتدعيمات والمتمثلة في:

(أ) - **تخفيض معدل الفائدة للقروض الممنوحة من طرف البنوك للمؤسسات الاقتصادية**، سواء بالنسبة لاستحداث النشاط أو توسيعه، أو بالنسبة لتأصيل المؤسسات الاقتصادية.

(ب) - **التمويل على المدى الطويل (الاستثمارات)**: حيث تم تخصيص ما يقدر بـ 100 دج كمخصص أول ممنوح لإقرار التمويل طويل الأجل تصنعه الخزينة في متناول البنوك لفائدة المؤسسات، رفع المستوى الأقصى للضمان المالي الممنوح من قبل صندوق ضمان المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من 50 مليون إلى 250 مليون دج، إنشاء صناديق للاستثمار مزودة برأسمال يقدر بـ 150 مليار دج، اعتبار الضمان الممنوح من قبل صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة للبنوك والمؤسسات المالية من أجل تغطية القروض الاستثمارية الممنوحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مماثل لضمان الدولة،

1 - محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 270.

إنشاء شركات مصرفية مشتركة لتسيير الأصول وتحصيل الديون، رفع المخصص المالي لصندوق الضمان للوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب من 20 مليار دج إلى 40 مليار دج، رفع المخصص المالي للقرض المصغر للوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر من 30.000 دج إلى 100.000، إنشاء صناديق للاستثمارات على مستوى ولايات الجمهورية تساهم في رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي ينشؤها الشباب المقاولون.

(ت) **الدعم والإعفاءات:** من خلال إعفاء الحرفيين والمؤسسات المصغرة الخاضعين للقانون الجزائري من كفالة حسن التنفيذ عندما يتدخلان في العمليات العمومية للترميم، إقرار تخفيضات من قبل الخزينة على القروض الممنوحة من طرف البنوك والمؤسسات المالية للمقاولين العقاريين الذين يشاركون في انجاز السكنات، منح قروض بدون فائدة بنسب متفاوتة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشئة في إطار ANSEJ و CNAC و ANGEM، بالإضافة إلى إعفاءات ضريبية وتخفيضات في الرسوم الجمركية والإعانات حتى يتسنى للبنوك استرجاع أموالها وللمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مواصلة نشاطها ونجاحها¹.

المطلب الثاني: تحليل المتغيرات الغير مفسرة

سيتم التطرق إلى تحليل المتغيرات الغير مفسرة ممثلة في كل من الضمانات والشكل القانوني

1- الضمانات

إن اتجاه المؤسسات الاقتصادية إلى البنوك للتمويل الخارجي تصدم بصعوبات في الحصول عليه، إذ أن البنك يعتبر هذا النوع من المؤسسات ضعيفة وقليلة الربحية لأنها ذات قروض صغيرة المبالغ وكذا التخوف من خطر عدم استرجاع قيمة القرض، وكذلك غياب الشفافية في هذه المؤسسات وافتقارها إلى منهج الإدارة الحديثة التي تنطوي على التسويق، نقص التحكم في أدوات التمويل، كما تعاني أيضا من غياب أدوات محاسبية فعالة،² إضافة إلى عدم وجود أصول ملموسة كافية، وكل ما سبق تعتبر ضمانات لمنح القروض وبالتالي نجد أن البنوك تحجب عن منح القروض.

1 - بن حارث حياة، يوسف رشيد، صيغ التمويل المصرفي الموجه للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة القرض الشعبي الجزائري - وكالة مستغانم، - كلية العلوم الاقتصادية، جامعة مستغانم، مستغانم، دون ذكر السنة، ص 55-58.

2 - صالح سامي، مرجع سابق، ص: 107.

إلا أنه يُلاحظ من خلال تقدير النتائج السابقة للنموذج استبعاد الضمانات، مما يطرح تساؤلا حول هذا الإشكال، لكنه يزول الإشكال عندما نجد أنه عندما تزايدت أهمية المؤسسات الاقتصادية في تنمية الاقتصاد الوطني الجزائري، كان الاهتمام كبيرا لمسألة تمويلها وتطويرها، وذلك من خلال تكريس عدة آليات مساعدة في خلق التواصل بين هذه المؤسسات والبنوك منها: صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة FGAR، الذي تم إنشاؤه سنة 2002 بهدف التدخل في منح ضمانات لفائدة مؤسسات معينة بتغطية الصندوق القروض المقدمة من قبل البنوك بواسطة شهادة ضمان يصدرها الصندوق ويوجهها البنك المقرض ويستفيد المعني بالأمر من مدة أقصاها 7 سنوات.¹

كما أنشأت الدولة صندوق ضمان قروض الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة CGCI PME سنة 2004، يهدف إلى ضمان تسديد القروض البنكية التي تستفيد منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتمويل الاستثمارات - التجارة.

بالإضافة إلى الوكالات التي تساهم بنسب معتبرة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومنحها الفرصة للاستفادة من التمويل المصرفي عند قبول ملفاتها ونذكر منها:

- الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ANSEJ
- الوكالة الوطنية للقرض المصغر ANGEM
- الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار ANDI
- الصندوق الوطني للتأمين على البطالة CNAC.

وبالتالي يكون قد زال الإشكال السابق حول استبعاد الضمانات من تفسيرها لمستوى الاستدانة وذلك لتدخل عن طريق الآليات السابقة التي تجعل الضمانات غير مهمة.

2- الشكل القانوني

يعتبر الشكل القانوني المتمثل في المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة والمؤسسات ذات أسهم من بين المتغيرات الغير مؤثرة على مستوى الاستدانة الكلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية. لأنه بعد استعمال

1 - بن حارث حياة، يوسف رشيد، مرجع سابق، ص: 55-56.

نموذج الانحدار الخطي وجدنا أن مستوى دلالة الشكل القانوني TA أكبر من 5% أي لا يؤثر على مستوى الاستدانة البنكية لعدم دلالاته الإحصائية، ولكن له دلالة في تحديد قرار الاستدانة.

كما أنه يجب الإشارة إلى أنه لا توجد دراسات واضحة قامت بمعرفة أثر الشكل القانوني على الهيكلة المالية.

ونظرا لوجود خصائص تختلف عن أخرى بالنسبة لكل شركة فإنه يمكن أن نبين كل شركة على حدا، فالمؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة لا يوجد لها أي تأثير على مستوى الاستدانة البنكية في هيكلتها المالية، وربما يرجع ذلك¹ إلى خصوصية صاحب المؤسسة ومنفعته اتجاه الاستدانة من عدمها، أي يعتمد في اللجوء إلى الاستدانة على الذاتية.

كذلك بالنسبة لمؤسسة التضامن التي ليس لها تأثير على الاستدانة في المؤسسات الاقتصادية، ويرجع ذلك إلى الطبيعة القانونية لمؤسسة التضامن، فمسؤولية الشركاء في مؤسسة التضامن هي مسؤولية غير محدودة، حيث أن كل شريك مسؤول قانونيا على جميع ديون المؤسسة.

وبما أن الهدف من المؤسسات ذات أسهم هو تجميع المدخرات من أجل إنشاء واستغلال المشاريع الكبرى، لذا فإن أموالها الذاتية غير قادرة على توفير التمويل المناسب لإنشاء هذه المشاريع، وهذا راجع لعدة عوامل أهمها تجنب تكاليف الإفلاس التي تتجم من خلال الاعتماد على الاستدانة، وأيضا العراقيل التي تواجهها هذا النوع من المؤسسات عند طلب تمويل بنكي، فإنه من المتوقع أن تكون العلاقة بينها وبين الاستدانة البنكية علاقة طردية.

وأخيرا، فإن انحصار التمويل الخارجي يؤدي بشركات المساهمة إلى الاستعانة بأموالها الذاتية بدل اللجوء إلى التمويل الخارجي.

خلاصة الفصل

بعد متابعة مسار التمويل وفق دائرة المؤسسات الاقتصادية، ودراسة أهم العوامل المفسرة للهيكلة المالية للمؤسسات الاقتصادية، المتمثلة في المردودية، الضمانات، الحجم، والشكل القانوني، ومحاولة معرفة العلاقة بين المحددات والاستدانة البنكية، حيث أنه يجب أن يكون لكل نتيجة لها مبررها وكذا النظرية التي ترتكز عليها.

جاء هذا الفصل لمعرفة محددات الهيكلة المالية وتحديد العلاقة بينها وبين الاستدانة البنكية في المؤسسات الاقتصادية، ولأجل ذلك تم جمع عينة من 100 مؤسسة، وتحديد المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة والنموذج الاحصائي اللازم لتحديد هذه المتغيرات والعلاقة بينها وبين المتغير التابع.

وتمثلت محددات الاستدانة في المؤسسات الاقتصادية الجزائية في كل من المردودية والحجم.

إذ يمكن استنتاج نظرية الترتيب السلمي للتمويل في العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة، حيث ان المؤسسات ذات مردودية كبيرة تلجأ إلى التمويل الداخلي وتجنب التمويل الخارجي، وكذلك يمكن أن نستنتج نظرية الترتيب السلمي من خلال العلاقة العكسية بين الحجم والاستدانة، إذ أن المؤسسات الكبيرة تمتاز بموارد واسعة لذا لا تلجأ إلى الاستدانة على العكس في حالة المؤسسات الصغيرة.

وبالتالي، فإن العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة والحجم ومستوى الاستدانة، تبرر لجوء المؤسسة إلى المصادر الداخلية بدل المصادر الخارجية فقط، وبالتالي يعتبران من محددات للاستدانة البنكية لكن لا تحدد ترتيب مصادر التمويل كما جاء في نظرية الترتيب السلمي، ومنه يمكن القول ان الاتفاق بين محددات الهيكلة المالية للمؤسسات الاقتصادية ونظرية الترتيب السلمي هو اتفاق جزئي فقط. ويتمثل في تفضيل المؤسسة للتمويل الداخلي بدل التمويل الخارجي.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

إن الهدف من هذا البحث هو محاولة الوصول إلى معرفة محددات الاستدانة البنكية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، وذلك من خلال تحديد محددات الهيكلية المالية ومصادر التمويل.

حيث أنه تم التطرق في جانبه النظري إلى الهيكلية المالية للمؤسسات الاقتصادية ومصادر التمويل في شقيها الداخلي أو الذاتي والخارجي المتمثل في الاستدانة البنكية، إضافة إلى أهم النظريات المفسرة للهيكلية المالية للمؤسسات ومساهماتها التقليدية منها والحديثة.

وتكمن أهمية البحث في الجدل حول إشكالية تحديد محددات الاستدانة البنكية للمؤسسات الاقتصادية، ويظهر في الأهمية التي أصبحت تكتسبها المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، باعتبارها أفضل وسائل الإنعاش الاقتصادي، نظرا لسهولة تكيفها ومرونتها التي تجعلها قادرة على الجمع بين التنمية الاقتصادية ووسيلة إيجابية لإحداث الثروة، وبإمكانها رفع تحديات المنافسة وغزو الأسواق الخارجية في ظل اقتصاد السوق.

ولتقوم المؤسسات الاقتصادية بمهامها وجب الاهتمام بمصادر تمويلها من عدة جوانب سواء تمويلها الداخلي من خلال زيادة كفاءتها ومردوديتها وتوسيعها، والجانب التمويل الخارجي من خلال توفير مصادر التمويل، منها المصادر قصيرة الأجل، وكذا مصادر التمويل متوسطة الأجل، ومصادر التمويل طويلة الأجل، مع التلميح إلى أن كل من المصادر السالفة الذكر لا بد لها من تكلفة، وعليه كام من الواجب اختيار كل مصدر بدقة عالية، والتي تعتبر ذات أهمية بالغة في اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة.

لذا جاء هذا البحث ليركز على نوع من هذه القرارات ألا وهو قرار التمويل الذي يعتبر من بين أدوات السياسة المالية في المؤسسة، وهو ما يبرز في الهيكلية المالية لهذه المؤسسات، حيث تؤثر العديد من العوامل على قرار تركيبة الهيكلية المالية في المؤسسة، منها المخاطر التشغيلية والمالية، الموقف الضريبي للمؤسسة، المرونة المالية ودرجة تحفظ الإدارة وغيرها. أهمية تحديد الهيكلية المالية أدى إلى ظهور العديد من النظريات، بداية بنظرية موديقلياني وميلر سنة 1958، إضافة إلى نظرية صافي الربح، النظرية التقليدية ونظرية صافي ربح العمليات، كل نظرية قامت على فرضيات غير واقعية في مجلها.

ثم جاءت نظرية موديقلياني وميلر سنة 1963، والتي رفضت فرضية انعدام وجود الضرائب، وأكدت بأنه في حالة إدخال الضرائب فإنه توجد هيكلية مالية مثلى، وذلك بسبب الاقتصاد الضريبي. ثم جاءت العديد

من النظريات التي قامت بإدخال الضرائب الشخصية، تكاليف الوكالة ونظرية الإشارة على الهيكلة المالية، كما ظهرت نظرية الترتيب السلمي التي توضح ترتيب مصادر التمويل للمؤسسة.

تتمثل إشكالية البحث فيما يلي:

ما هي محددات الاستدانة البنكية في المؤسسات الاقتصادية بصفة عامة والمؤسسات الاقتصادية الجزائرية بصفة خاصة؟

بعد معالجة الإشكالية، تم التوصل إلى عدة نتائج، حيث تتمثل أهم النتائج بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية فيما يلي:

- 1- أن التكلفة الخاصة بمصادر التمويل لها أهمية بالغة خاصة في تحديد واختيار المشاريع وتحديد الهيكلة المالية المناسبة.
- 2- إن إشكالية صعوبة وجود مصادر التمويل الخارجية، وهشاشة العلاقة مع البنوك، وثقل العبء الضريبي، أدى إلى تفاقم إشكالية التمويل. رغم الأهمية الكبيرة التي تحظى بها هذه المؤسسات في الجزائر، في كونها مصدرا لمناصب الشغل، ومصدرا للقيمة المضافة، ودورها الفعال في تنمية التجارة الخارجية.
- 3- قيام الجزائر بإنشاء آليات وهيئات للتمويل المباشر وغير المباشر، مثل الهيئات الحكومية، صندوق ضمان القروض للمؤسسات الاقتصادية.
- 4- محددات الاستدانة البنكية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية تتمثل في كل من المردودية والحجم.
- 5- أن العلاقة العكسية بين المردودية والاستدانة أظهرت لنا نظرية الترتيب السلمي في التمويل، حيث أن المؤسسات ذات المردودية العالية تمول نفسها بالأموال الداخلية، عكس المؤسسات ذات المردودية قليلة، كما ظهرت لنا أيضا هذه النظرية في العلاقة العكسية بين الحجم والاستدانة، بحيث أن المؤسسات الكبيرة تمول نفسها من مواردها الذاتية مما يجعل اللجوء إلى الاستدانة قليلا، على العكس فإن المؤسسات الصغيرة بمواردها القليلة سوف تولي أهمية للتمويل الخارجي خاصة التمويل البنكي.
- 6- ومن بين أهم النتائج هو أن إشكالية التمويل لها دور كبير في تطبيق نظرية الترتيب السلمي، فقلة مصادر التمويل وضيقها في البنوك، تضطر المؤسسات إلى تمويل نفسها ذاتيا بأقصى درجة، مما يجعل الاستدانة آخر حل.

على ضوء النتائج السابقة نقوم باختبار الفرضيات كما يلي:

1- تبين لنا أن الشكل القانوني ليس له أثر على الاستدانة البنكية في المؤسسات الاقتصادية على العكس بالنسبة للحجم الذي تبين أنه له الأثر المباشر على الاستدانة البنكية ويظهر من خلال العلاقة العكسية بينهما.

2- لا تختلف كثيرا محددات الاستدانة البنكية عن غيرها في الدول ذات الأسواق المتطورة، هذا فيما يخص المحددات المفسرة، أما المحددات الغير مفسرة فهي تختلف عنها سواء على المستوى الوطني أو الدولي وهذا راجع بالدرجة الأولى إلى صغر العينة، التي أثرت في باقي المتغيرات.

إلى هنا يمكن أن نقول إننا وصلنا للإجابة على الإشكالية الرئيسية للبحث بأن محددات الاستدانة البنكية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية تتحدد بعامل المردودية، والحجم.

ومنه فإن مشكل التمويل له أثر على محددات الاستدانة البنكية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، وعليه يمكن اقتراح بعض الإجراءات للحد من مشكل التمويل:

- تنمية المؤسسات الاقتصادية وتطويرها يجب أن يكون في إطار عام من خلال تنمية مستديمة للاقتصاد الوطني وإعادة هيكلة بحيث يكون للمؤسسات الاقتصادية عموما دور فعال في تحقيق ذلك، والاعتماد على المؤسسات الاقتصادية بصفة خاصة كعامل للتنمية ورفع مستوى التشغيل وتحقيق الاستقرار للاقتصاد الوطني. ولتحقيق ذلك يجب بذل مجهودات معتبرة لتطوير وتهيئة المحيط الاستثماري الوطني بالاعتماد على:

1- تطوير النظام المصرفي:

حيث يجب أن يتدخل النظام المصرفي أكثر في تمويل المؤسسات الاقتصادية من خلال:

- استحداث آليات تمويل جديدة تتماشى واحتياجات المؤسسات الاقتصادية مع الأخذ بعين الاعتبار عدم كفاية الضمانات التي تقدمها مثل هذه المؤسسات.

- تعاون البنوك على تقديم القروض لهذه المؤسسات حتى لا يتعرض بنك معين فقط للمخاطر عن طريق إقامة محفظة مالية مشتركة لتمويل هذه المؤسسات.

- تكييف أسعار الفائدة المفروضة على المؤسسات الاقتصادية حسب خصوصية كل مؤسسة.

2- إنشاء وكالة للتنسيق والمراقبة تم بالإحاطة بالاحتياجات التمويلية الحقيقية للمؤسسات الاقتصادية والتي يمكن اعتبارها كفضاء وسيط بين الدولة والأعوان الاقتصاديين.

3- تحسين العلاقة بين البنوك والمؤسسة، بما تضمنه العلاقة من أشكال وطرق وأساليب.

ومن خلال بحثنا هذا يمكن الخروج بالتوصيات والآفاق التالية:

- تنويع مصادر التمويل وتقليل اعتمادها على الاستدانة بالدرجة الأولى، رغم أنها تستفيد من أثر الرفع المالي وذلك لضمان استقلاليتها المالية وسلطة اتخاذ القرار.
- تحرير الاقتصاد وبالتالي الاتجاه نحو تحرير الأسواق المالية، مما سيسمح بظهور وسائل جديدة للتمويل، سواء عن طريق الاستدانة البنكية أو غيرها.
- إيجاد بعض صيغ التمويل التي تلائم المؤسسات الاقتصادية، مثل رؤوس الأموال الاستثمارية، والتي لا ينحصر دورها في توفير رؤوس الأموال فقط، ولكن في مشاركة المستثمر للمخاطر جزئياً أو كلياً في حالة فشل المشروع.
- تخلي الدولة عن الاستمرار في دعم المؤسسات العمومية وإصلاح الخلل في هيكلها المالية، وبالتالي التوجه للخصخصة.
- إن البحث في مجال الاستدانة البنكية في المؤسسات الاقتصادية لا يزال واسعاً، كما لا تزال بعض النقاط مجهولة يمكن أن تكون مواضيع لبحوث أخرى وإشكاليات تنتظر المعالجة، يمكن ذكر بعضها فيما يلي:
- دراسة عوامل أخرى لم تدرج في هذا البحث من أجل الحصول على نتيجة أكثر دقة، منها درجة المخاطرة، وضعية المساهمين، عمر المؤسسة، وغيرها؛
- دراسة عملية تأهيل المؤسسات الاقتصادية بنسبة متخصصة في عملية التأهيل.
- دراسة أثر العوامل الدينية والأخلاقية والاجتماعية والعرف على السياسة المالية للمؤسسات، كعامل الوازع الديني في عدم التعامل مع البنوك بسبب معدل الفائدة.

المراجع

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

I. الكتب

- 1- الزبيدي حمزة محمود، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوارث للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2008.
- 2- النعيمي عدنان تايه، الإدارة المالية بين النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الثالثة 2009.
- 3- النعيمي عدنان تايه وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2008.
- 4- الحناوي محمد صالح، الإدارة المالية والتمويل، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- 5- العامري محمد على إبراهيم، الإدارة المالية المتقدمة، دار النشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2010.
- 6- عاطف وليم أندوراس، "التمويل والإدارة المالية للمؤسسة"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- 7- بن ساسي إلياس وفريشي يوسف، التسيير المالي - الإدارة المالية دروس وتطبيقات -، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2006.
- 8- حنفي عبد الغفار ورسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
- 9- مطر محمد، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الرابعة، 2006.

II. المقالات

- 1- بن حارث حياة، رشيد يوسف، صيغ التمويل المصرفي الموجه للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة القرض الشعبي الجزائري - وكالة مستغانم -، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة مستغانم، مستغانم، دون ذكر السنة.

III. المذكرات وأطروحات الدكتوراه

مذكرات الماجستير والماستر

- 1- حمزة غربي، محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية والمالية، فرع مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2011.
- 2- سامي صالح، التمويل المصرفي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة مساهمة القرض الشعبي الجزائري - وكالة البويرة -، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة العقيد آكلي محند أولحاج، البويرة، 2015/2014.
- 3- سهام عيساوي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة المؤسسة الوطنية سونطراك، المديرية الجهوية حوض الحمراء -، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، ميدان علوم اقتصادية، شعبة علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015.
- 4- شعبان محمد، "نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة امحمد بوقرة، بومرداس، سنة 2010.
- 5- غنية بوربيعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، دراسة حالة مؤسسة، الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2012.

أطروحة الدكتوراه

- 1- حمزة غربي، محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة حالة الجزائر -، أطروحة دكتوراه، علوم تجارية ومالية، فرع مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2015.
- 2- قريشي يوسف، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005.
- 3- العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، فرع الاقتصاد المالي، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011.

IV. المجالات

- 1- شلاش سليمان، البقوم علي والعون سالم، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال - حالة تطبيقية في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة 1997-2001، **مجلة المنارة**، جامعة آل البيت، الأردن، المجلد 14، العدد 1، 2008.
- 2- عبد الوهاب دادن، "تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي - الاسهامات النظرية الأساسية"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة العدد 4، 2006
- 3- عبد الوهاب ددان، **الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 7، 2009.

ثانيا: المراجع باللغة الفرنسية

I. Les Ouvrage

- 1- Balakrishnan, S and Fox I, 'Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure', strategic management journal, strategic management society (sms), Vol.14 No.1, 1993.
- 2- Bedue A, **Les déterminants de la structure financière des entreprises françaises**, thèse de doctorat, Université de Paris X, Nanterre, 1997.
- 3- Bhaduri S N, "Determinants of capital structure choice: a study of the Indian corporate sector", Applied financial Economics, taylor & francis group, new york, Vol.12, No.9, 2002.
- 4- Booth L, Aivazian V, Demircug-Kunt and Maksimovic V, "Capital structure in developing countries", The Journal of Finance, The American Finance Association, Vol.56, 2001.
- 5- Bourdieu J et Colin-Sedillot B, "Structure du capital et coûts d'information : le cas des entreprises françaises à la fin des années 80", Économie et Statistique, Institut national de la statistique et des études économiques, France, 1993.
- 6- Carpentier C and Suret J M., "Stratégies de financement des entreprises françaises : une analyse empirique", Série Scientifique (CIRANO), No.09, 1999.
- 7- Donaldson Gordon, "New Framwork For Corporate Debt Policy", Harvard Business Review, Harvard Business School, 1962.
- 8- Elie cohen, **Gestion financière de l'entreprise et développement financier**, Edition UREF, Paris, 1991,
- 9- Harris M and Raviv A, "Capital structure and the information role of debt", the journal of finance, the american finance association, Vol.45, No.2, 1991.
- 10- Johnson S A, "An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure", European Economic Review, Elsevier, Amsterdam, No.44, 1997.
- 11- Manak Gupta, "the effect of size growth and industry on financial structure of manufacturing companies", The Journal of Finance, The American Finance Association, 24, 1969.

- 12- Martin Dietrich and Scott Fitzgerald, “**A discriminant Analysis of Corporate Debt-Equity Decision**”, Financial Management, Financial Management Association International, University of South Florida, 1974.
- 13- Mulkey B et Sassenou M, “**La hiérarchie des financements des investissements des PME**”, Revue économique, Ecole des hautes études, des facultés de droit et de lettres, Paris, Vol.46, No.2, 1995.
- 14- Najet Boussaa, **denaruralistion de la PME et apport de la theorie financiere moderne: une application économétrique sur données panel**. Édition universitaire de Paris-x-Nanterre, 2000.
- 15- Philippe Gaud et Elion Jani, “**Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : une étude empirique**”, Rapport, 2002.
- 16- Roch Simard, **Strcture du capital et management stratégique**, mémoire présenté pour l’obtention du grade de maitrise Msc (PMO), université de QUEBEC à Chicoutimi, 1991
- 17- Rajan and Zingales, “**What do we know about capital structure? Some evidence from international data**”, Journal of finance, American Economic Association, Vol.50, 1995.
- 18- Sheridan Titman and Roberto Wessels, “**The Determinants of Capital Structure Choice**”, The Journal of Finance, American Economic Association, Vol. 43, No. 1, 1988.
- 19- Wald, J K, “**How firm characteristics affect capital structure : an international comparison**”, journal of financial research, wiley online library, Vol.22, No.2, 1999.
- 20- Zane Swanson et Bin Srinidhi et Ananth Seethraman, **the Capital Structure Paradigm : Evolution of Debt /Equity Choices**, PRAEGER, LONDON 2003.