

أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة -دراسة حالة مؤسسة صيدال للفترة 2002-2019.

إمان يوسفى* ، أمال لعقون**

الإرسال: .../.../..

القبول: .../.../..

النشر: .../.../..

ملخص : قرار التمويل هو ذلك القرار الذي يبحث عن الطريقة المناسبة للحصول على المزيج التمويلي الأمثل لتحقيق أهداف المؤسسة، وهو أحد أهم القرارات المالية إلى جانب قرارى الاستثمار وتوزيع الأرباح. بناء على ذلك هدف هذا البحث إلى دراسة أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة بالتطبيق على مؤسسة صيدال، خلال الفترة الممتدة من 2002 إلى 2019، وذلك باستخدام نموذج *ARDL* بالاعتماد على البرنامج الإحصائي *Eviews10*.

توصلت الدراسة إلى أن قرار التمويل يفسر التغيرات الحاصلة في قيمة مؤسسة صيدال، وأن هناك تأثير ذو دلالة إحصائية لهيكل التمويل وحجم مؤسسة صيدال على قيمتها، بينما المردودية الاقتصادية ومردودية الأموال الخاصة وسيولة مؤسسة صيدال متغيرات لا تؤثر على قيمة هذه المؤسسة خلال فترة الدراسة.

الكلمات المفتاحية : قرار التمويل؛ قيمة المؤسسة؛ الهيكل المالي؛ نموذج *ARDL*.

تصنيف *JEL*: G31، G32.

The Impact of Financing Decision on the Corporation's Value - Case Study of Saidal Corporation for the Period 2002-2019.

Abstract: The financing decision is that decision that looks for the appropriate way to obtain the optimal financing mix to achieve an institution's goals and objectives, and this decision is considered one of the most important financial decisions along with investment and dividend distribution decisions, accordingly this study aims to investigate the impact of financing decision on Saidal corporation value, during the period 2002-2019, and using the *ARDL* model based on *Eviews10* statistical software.

*أستاذ محاضر، مخبر تقييم أسواق رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة، جامعة فرحات عباس - سطيف 1، الجزائر، yousfi_imane@yahoo.fr، (المؤلف المرسل).

**دكتورة، مخبر تنمية الموارد البشرية، جامعة فرحات عباس - سطيف 1، الجزائر، amel.laggoun@univ-setif.dz.

The study results reveal that the financing decision explains the changes in Saidal Corporation's value, and that there is a statistically significant impact of the financing structure and the corporation size on its value. However, the following variables: economic returns, the return on equity, and the liquidity of the Saidal Corporation do not affect its value during the study period.

Keywords: financing decision; enterprise value; financial structure; ARDL model.

JEL Classification : G31, G32.

1. مقدمة

أضحى الهدف الأساسي للمؤسسات هو تعظيم قيمتها وقيمة مساهميها، إلا أن هذا الهدف صعب التحقيق لارتباطه بعدة متغيرات مختلفة، مما أدى إلى بروز الحاجة إلى القرارات المالية، حيث تتنوع هذه الأخيرة بين قرار التمويل وقرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح. كما تعد القرارات المالية في المؤسسة من بين أهم وأبرز القرارات المتخذة في هذه الأخيرة نظراً للأثر الذي تحدثه على قيمة المؤسسة في الحاضر والمستقبل.

فتهتم قرارات التمويل بالكيفية التي تحصل بها المؤسسة على الموارد المالية الضرورية من المصادر المتاحة بالشروط والتوقيت المناسبين، ويمكن تصنيف قرارات التمويل إلى قرارات طويلة وقرارات متوسطة وقرارات قصيرة الأجل. بينما تعنى قرارات الاستثمار بتوجيه الموارد المالية للمؤسسة إلى استثمارات سواء طويلة أو قصيرة الأجل بغرض تحقيق أرباح وعوائد وتعظيم قيمة المؤسسة، ولتحقيق الأهداف المرجوة من الاستثمارات يتم اتباع أساليب وتقنيات مختلفة لاختيار الاستثمارات المجدية. بينما يأتي قرار توزيع الأرباح في نهاية الحلقة بعد تحقيق الاستثمارات المختلفة لأهدافها المسطرة من طرف المؤسسة.

من خلال ماسبق يمكن القول أنّ قرار التمويل يعدّ من القرارات الحساسة والحاسمة في المؤسسة، فبدون تمويل لا يمكن للمؤسسة أن تقوم باستثمارات أو أن توزع أرباحاً على مساهميها، فعملية تمويل المؤسسة واختيار المزيح التمويلي الذي يحقق أهداف المؤسسة من أهم مواضيع الإدارة المالية، وفي الواقع يدور جدل بين العلماء والممارسين للإدارة المالية، حول ما إذا كان هناك هيكل مالي أمثل من عدمه وما إذا كان الهيكل المالي يؤثر على قيمة المؤسسة أم لا.

لقد تعددت النظريات الخاصة بالهيكل المالي، فهناك نظريات تقرّ بأثر قرار التمويل ممثلاً في الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، في حين هناك نظريات تنفي مثالية الهيكل المالي. على ضوء ما سبق جاءت هذه الدراسة لتستقصي أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة ويمكن صياغة الإشكالية الرئيسية كما يلي:

ما مدى تأثير قرار التمويل على قيمة المؤسسة؟

فرضيات الدراسة

للإجابة على أسئلة الدراسة تمت صياغة الفرضية الرئيسية التالية:

الفرضية الرئيسية: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لقرار التمويل على قيمة مؤسسة صيدال.

وللإجابة عن هذه الفرضية تم تقسيمها إلى الفرضيات الفرعية التالية:

الفرضية الفرعية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لقرار التمويل المعبر عنه بالرافعة المالية على قيمة مؤسسة صيدال؛

الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لقرار التمويل ممثلاً بمؤشر المردودية على قيمة مؤسسة صيدال.

الفرضية الفرعية الثالثة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لقرار التمويل المعبر عنه بالحجم على قيمة مؤسسة صيدال؛

أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة أساساً إلى تحقيق الأهداف التالية:

- التعريف بقرار التمويل وقيمة المؤسسة وأهم النظريات المرتبطة بهما؛
- تحديد تأثير قرار التمويل على قيمة المؤسسة؛
- التركيز على أهمية اختيار إستراتيجية تمويلية للمؤسسة وترشيد قراراتها التمويلية، لتحقيق توليفة مثلى للهيكل المالي لتعظيم قيمة المؤسسة.

منهج الدراسة

من أجل الإلمام بمختلف جوانب الموضوع والوصول إلى الأهداف المرجوة، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، ومنهج دراسة الحالة وذلك بإسقاط الجانب النظري على الواقع التطبيقي فقد تم الاعتماد على نموذج ARDL، باستعمال برنامج Eviews10.

محاور الدراسة

لغرض تحقيق أهداف البحث وللإجابة عن إشكاليته فقد تم تقسيمه إلى المحاور الرئيسية التالية:

المحور الأول: الإطار النظري لقرارات التمويل وأثرها على قيمة المؤسسة.

المحور الثاني: تقدير أثر قرار التمويل على قيمة مؤسسة صيدال.

2. محتوى الدراسة

1.2 الدراسات السابقة

دراسة (Eugene and Kenneth , 1998) بعنوان "Taxes, Financing Decisions, and Firm Value" والتي استخدم فيها الباحثون أسلوب الانحدار للبيانات المقطعية لدراسة كيفية ارتباط قيمة الشركة الأرباح والديون. مع التحكم الجيد في الربحية، يمكن قياس كيفية تأثير كل من الضرائب على الأرباح والديون على قيمة الشركة.

فرضيات ضريبية بسيطة نقول أن القيمة مرتبطة سلباً بأرباح الأسهم وترتبط ارتباطاً إيجابياً بالديون. في هذه الدراسة تم التوصل إلى عكس هذه الفرضية وتم استخلاص أن أرباح الأسهم والديون تنقل معلومات حول الأرباح (التدفقات النقدية الصافية المتوقعة) من قبل مجموعة كبيرة من المتغيرات هذه المعلومات حول الربحية تحجب أي آثار ضريبية لقرارات التمويل.

دراسة (Chaleeda , Aminul, Tunku Salha, & Ghazalat, 2019) بعنوان "The Effects of Corporate Financing Decisions on Firm Value in Bursa Malaysia" والتي هدفت إلى البحث في تأثير قرارات تمويل الشركات على قيمتها وذلك استخدام أسلوب بيانات السلاسل الزمنية المقطعية لعينة من 256 شركة من 9 قطاعات مدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة 2000-2015. تم قياس تمويل الشركات من خلال الرافعة المالية (الدين قصير الأجل إلى إجمالي الأصول ، والديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول ، وإجمالي الدين إلى إجمالي الأصول وإجمالي الدين إلى إجمالي حقوق الملكية) واستحقاق الديون (الدين طويل الأجل إلى إجمالي الدين). بينت النتائج أن الدين قصير الأجل إلى إجمالي الأصول والدين طويل الأجل إلى إجمالي الأصول له علاقة إيجابية كبيرة مع قيمة الشركة. كما يؤثر إجمالي الدين إلى إجمالي الأصول على قيمة الشركة سلباً. هذا يثبت أنه على الرغم من وجود فوائد للديون ، إلا أن هناك أيضاً تكلفة الديون حيث تنشأ تكلفة تمويل الديون من زيادة احتمالية الإفلاس. وتم التوصل أيضاً إلى أن قيمة الشركة لا تعتمد على مدة استحقاق الدين.

دراسة (حركاتي، 2019) بعنوان "تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية : دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007-2015" والتي هدفت إلى فحص أثر مجموعة من العوامل في إختيار الهيكل التمويلي لعينة من 194 شركة صناعية مدرجة في 13 سوق مالي عربي ومحاولة إختبار أثر هذا الهيكل التمويلي على ربحية و قيمة هذه الشركات. حيث تم استخدام أسلوب بيانات السلاسل الزمنية المقطعية لدراسة العلاقة بين الهيكل التمويلي وبعض العوامل التي تمثل خصائص الشركات و بعض مؤشرات الإقتصاد الكلي و الأسواق المالية للدول العربية. حيث توصلت نتائج الدراسة إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية لمجموعة من العوامل على نسبة إجمالي القروض المالية في الهيكل التمويلي و تتمثل هذه العوامل في العمر الربحية السيولة الحجم نسبة الوفورات الضريبية البديلة معدل نمو عرض النقود و معدل نمو رصمة سوق رأس المال في حين لم يكن لبقية العوامل الأخرى التي تم إدراجها في نموذج الانحدار أي أثر على طريقة تشكيل الهيكل التمويلي لهذه الشركات. و باستخدام نفس الأسلوب الإحصائي تم بناء النموذج الثاني للدراسة الذي يقيس أثر الهيكل التمويلي ممثلاً بنسبة إجمالي القروض المالية إلى إجمالي الأصول على الأداء المالي للشركات محل الدراسة حيث أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية بين الهيكل التمويلي و ربحية الشركات مقاسة بالعائد على الأموال الخاصة ووجود علاقة طردية بين الهيكل التمويلي و قيمة الشركات مقاسة بنسبة سعر السهم إلى قيمته الدفترية.

بناء على ماسبق من عرض للدراسات السابقة حول موضوع أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة، يسعى هذا البحث إلى دراسة أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة في المؤسسات الجزائرية، وذلك بالتطبيق على فترة مختلفة وباستخدام أسلوب

تحليل مختلف وهو نموذج ARDL خاصة في ظل نقص الدراسات التطبيقية من هذا النوع والمطبقة على المؤسسات الجزائرية.

2.2 الإطار النظري لقرارات التمويل وأثرها على قيمة المؤسسة

تتغير المستويات الفعلية لمكونات رأس المال مع الوقت، إلا أن معظم المؤسسات تعمل على بقاء مزيجها التمويلي قريب من الهيكل المستهدف لرأس المال، فالقرارات المتعلقة بهيكل رأس المال تحدد الهيكل المستهدف ومتوسط أجل استحقاق الديون ومصادر التمويل المستخدمة، من المهم أن تتخذ هذه القرارات بشكل يؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة.

1.2.2. ماهية قرار التمويل

يعتبر التمويل وسيلة مهمة لتشجيع الاستقرار الاقتصادي، حيث تكتسب قرارات التمويل أهمية كبيرة في إدارة المؤسسة باعتبارها المزيج الأنسب من مصادر التمويل لتحقيق الهيكل التمويلي الأمثل. حيث أن عملية اتخاذ القرار التمويلي من العمليات المهمة في المؤسسة الاقتصادية لذا تعطى لها أهمية بالغة نظرا لكونها تهدف إلى إشباع حاجة المؤسسة للأموال.

أولاً: تعريف قرار التمويل: تتعلق قرارات التمويل بتحديد وصياغة هيكل التمويل الأمثل Optimal Financial Structure الذي يحقق من خلال المزيج الأمثل لمصادر التمويل للمؤسسة (حمزة ، 2008، صفحة 15).

ويعرف أيضا بأنه القرار الذي يتعلق بأنواع ومصدر الأموال وكيفية الحصول عليها والموازنة بين أنواعها المختلفة في سبيل الوصول إلى الهيكل المالي الأمثل (احمد ، 2008، صفحة 99).

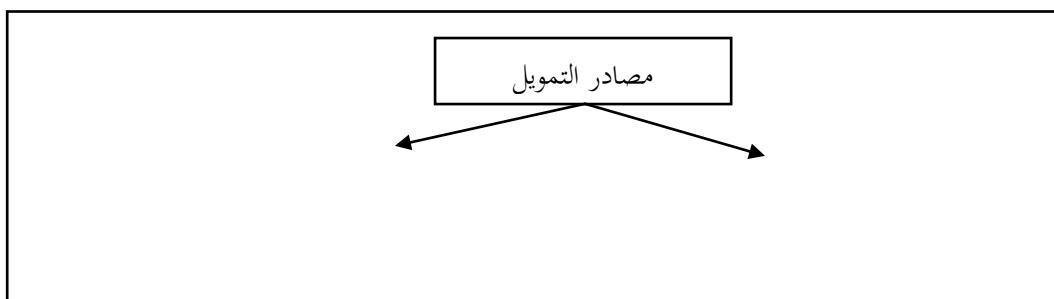
وعليه يمكن تعريف القرار التمويلي بأنه القرار الذي يمكن من خلاله اختيار المزيج التمويلي الأمثل للهيكل المالي للمؤسسة بهدف تعظيم ثروة حملة الأسهم، وذلك من خلال المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة.

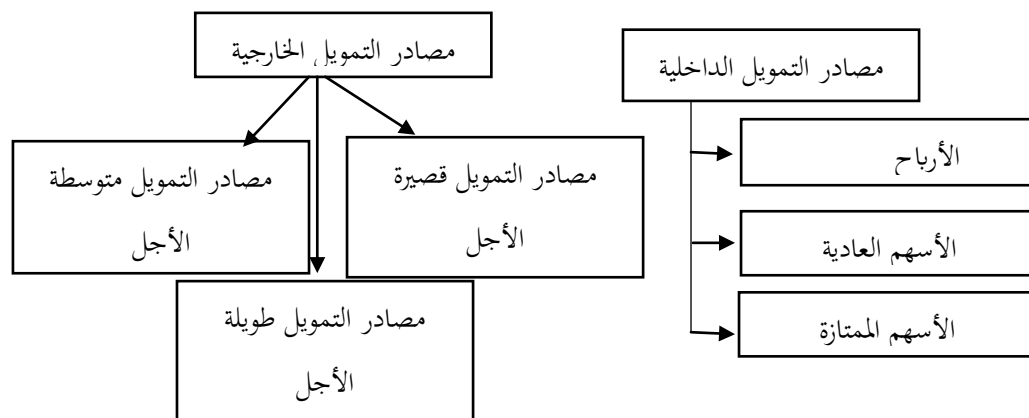
ثانياً: العوامل المؤثرة في قرار التمويل: وتتمثل أهم العوامل في الآتي (عبد الغفار ، 2004، صفحة 17):

- تكلفة المصادر المختلفة للتمويل؛
- عنصر الملائمة، بمعنى أن يكون مصدر التمويل متلائم مع المجال الذي تستخدم فيه الأموال؛
- القيود التي يفرضها المقرض على المؤسسة المقترضة والتي تتعلق عادة بالضمانات المقدمة، أو سياسة توزيع الأرباح أو قيود على مصادر التمويل الأخرى؛
- المزايا الضريبية، فمصادر التمويل الخارجي تحقق وفورات ضريبية تخفف من تكلفة التمويل.

ثالثاً: مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية

يتكون الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية من مصادر تمويلية مختلفة، ويمكن تصنيف مصادر التمويل إلى مصادر داخلية ومصادر خارجية ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:





المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على: (محمود، محمود، و اخرون، 2014، الصفحات 317-344)، بتصرف.

الشكل (1): مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية

2.2.2 مفهوم قيمة المؤسسة

يعد تعظيم القيمة للمؤسسة من بين أهم الأهداف التي تسعى المؤسسة لتحقيقها، وذلك لتحقيق استمراريته، إلا أن مفهوم القيمة غير واضح ومباشر وذلك لكونه يتأثر بالعديد من العوامل والمفاهيم الداخلة في تحديده.

القيمة عبارة عن: "مبلغ يدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من جراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء وبحدوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر" (طارق، 2000، صفحة 06).

وعليه تعرف قيمة المؤسسة بأنها ذلك المبلغ النقدي العادل الذي خلص إليه خبير متخصص، حيث أن ذلك المبلغ يحظى بالقبول العام لدى مختلف الأطراف المعنية بما عند كل مراحله من طلب قياسها الذي يعكس القيمة المعدلة لكافة موارد وإمكانيات المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم، وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط (هوارى، 2008، صفحة 37).

3.2.2 النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة

بدأت الدراسات حول الهيكل المالي بالتبلور بشكل علمي مع بداية الخمسينات عندما ظهرت أول نظرية في هذا المجال التي أصبحت تعرف بالنظرية التقليدية للهيكل المالي، ثم تلتها باقي النظريات، حيث تنصب أغلبها على إمكانية وجود هيكل مالي أمثل، يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.

أولاً: الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق

يفترض هذا المدخل كمال الأسواق، حيث من أهم المقاربات التي درست علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة في ظل كمال الأسواق: نظرية صافي الربح وصافي ربح العمليات، النظرية التقليدية ونظرية مودكلياني وميلر في ظل غياب الضريبة.

أ. نظرية صافي الربح، صافي ربح العمليات

- **نظرية صافي الربح:** تفترض نظرية صافي الربح أن تكلفة كل من الاقتراض وحقوق الملكية ثابت لا يتغير بتغير نسبة الاقتراض، فإرتفاع أو إنخفاض نسبة الاقتراض في هيكل رأس مال المؤسسة لا يترتب عنه إنخفاض أو إرتفاع في معدل العائد على الاستثمار الذي يطلبه المقرضون أو الملاك، وطالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم عادية جديدة، فإن زيادة نسبة الاقتراض يترتب عليها إنخفاض في تكلفة الأموال وإرتفاع في قيمة المؤسسة بالتبعية (منير ، 2003، صفحة 166).

- **نظرية صافي ربح العمليات:** على عكس نظرية صافي الربح وأيضا النظرية التقليدي، تقوم هذه النظرية على افتراض أساسي هو أن التكلفة الكلية للأموال تكون ثابتة أيا كانت نسبة المديونية في المؤسسة، وذلك رغم أنه يفترض أيضا أن تكلفة الاقتراض ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الاقتراض بينما تكلفة الملكية سترتفع مع كل زيادة في نسبة الاقتراض، ويستند هذا المدخل على أن زيادة الاقتراض وما يصاحبها من زيادة المخاطر يؤدي إلى مطالبة أصحاب الأسهم بزيادة معدل العائد المطلوب مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الملكية (نجد و آخرون، 2001، الصفحات 436-437).

ب. **النظرية التقليدية The traditional theory:** تسلم هذه النظرية بوجود هيكل مالي أمثل ينشأ عند نقطة اقتراض مثلى تتحقق عند تشكيلة مميزة من الديون والأموال الخاصة تجعل التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل عند حدها الأدنى، لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى وذلك عند مستويات مميزة من الرفع المالي، إضافة الى ارتفاع تكلفة التمويل الخاصة مع كل زيادة في هذه المستويات وذلك نتيجة زيادة درجة الخطر المالي التي يتعرض لها الملاك (نبيلة و جبار، 2017، صفحة 246).

طبقا لهذه النظرية، فإن الهيكل التمويلي الأمثل يتحقق عندما تكون تكلفة الأموال أقل ما يمكن أي عندما تكون قيمة المؤسسة أكبر ما يمكن.

ج. **نظرية مودكلياني وميلر في ظل غياب الضريبة:** خلافا للنظرية التقليدية التي تعترف بوجود هيكل تمويلي أمثل، أكد مودكلياني وميلر في دراستهم سنة 1958 أن تكلفة رأس المال مستقلة عن الهيكل المالي، مما يؤكد عدم وجود هيكل مالي أمثل، وأن قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي. فجوهر هذه النظرية يقوم على أساس أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها، وهذه بدورها تتوقف على العائد المتوقع من ورائها والتي تتأثر بالمخاطر التي قد يتعرض لها العائد، ومن ثم فمهما كانت التشكيلة التي تكون رأس المال فالقيمة الكلية للمؤسسة لا بد وأن تتساوى مع القيمة الكلية للاستثمارات المكونة لها سواء تم تمويل هذه الاستثمارات من قروض أو من أموال ملكية، وهذا يعني أن قيمة المؤسسة تتوقف على قرارات الاستثمار وليس قرارات التمويل، ومن منطلق الافتراضات التي وضعوها فإن مودكلياني وميلر اعتبروا أنه لو تشابهت شركتان في كل المظاهر فيما عدا هيكل رأسمالها فإن القيمة السوقية لهما تكون واحدة (مولود، 2018، الصفحات 145-147).

ثانيا: نظريات الهيكل التمويلي في ظل عدم كمال السوق

نظرا للانتقادات التي وجهت للنظريات السابقة حول عدم واقعية فرض كمال السوق، تم ادخال بعض التكاليف (كتكلفة الإفلاس والوكالة) لبيان التأثيرات المحتملة عند أخذ هذه المتغيرات في الحسبان على تكلفة الأموال والقيمة السوقية للمؤسسة.

أ. نظرية مودكلياني وميلر: قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب

في إطار الأسواق غير الكاملة قدم مودكلياني وميلر تحليلا متميزا أثبتنا فيه أنه في حالة خضوع دخل المؤسسة للضريبة، فإن القيمة السوقية لمؤسسة مستدينة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد كليا في تمويل استثماراتها على الأموال الخاصة، بالإضافة إلى القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض (مليكة، 2006، صفحة 112).

حيث يؤكد مودكلياني وميلر أنه لا ينبغي أن يزيد أو يقل الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة، والمؤسسة غير المقترضة، عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وإذا حدث العكس، فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين المؤسستين. وعليه فإن الهيكل التمويلي الأمثل هو ذلك الهيكل الذي تكون فيه أكبر نسبة اقتراض ممكنة، وفي هذه الحالة سوف تنخفض تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن (مليكة، 2006، صفحة 113).

ب. الهيكل المالي في ظل وجود تكلفة الإفلاس

كلما زادت قيمة الديون، زادت صعوباتها المالية، لأنها تؤثر بشكل أو بآخر على فرص ديمومة المؤسسة وبقائها، بسبب تحملها لتكاليف باهظة تؤدي إلى تخفيض قيمة المؤسسة، ففي حالة عجز المؤسسة عن سداد التزاماتها في تواريخ استحقاقها. يتخذ الدائنون إجراءات قانونية من شأنها أن تؤدي إلى إعلان إفلاس المؤسسة (منير، 2003، صفحة 246).

مما سبق نجد أن زيادة نسبة الاستدانة تؤدي إلى انخفاض التكلفة الفعلية للأموال المقترضة بسبب الوفر الضريبي، غير أن زيادة هذه النسبة بعد نقطة معينة يؤدي إلى ظهور تكلفة الإفلاس، وبالتالي إرتفاع معدل العائد الذي يطلبه الملاك، مما يؤدي إلى زيادة تكلفة التمويل، ومن ثمة انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

ثالثا: الهيكل المالي في ظل التيارات المالية الجديدة

أ. نظرية الوكالة

تقوم هذه النظرية على العلاقات بين المتدخلين في المؤسسة ممثلة في شكل عقود سواء بين المسيرين والمساهمين أو الدائنين، فهي تقدم خصائص التعاقد الأمثل بين الموكل والوكيل، على أساس المبدأ النيوكلاسيكي الذي مفاده أن كل عون اقتصادي يبحث على تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة (مولود، 2018، صفحة 168).

وفقا لهذه النظرية تتعدد أهداف الأطراف المتداخلة في المؤسسة، وغالبا ما تكون متناقضة وهذا ما ينجر عنه ما يعرف بتكلفة الوكالة.

ب. نظرية الإشارة

تستند هذه النظرية على مفهوم عدم التناظر أو التماثل في المعلومات التي تتميز بها الأسواق المالية إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، فتنتقل هذه النظرية من أنه بإستطاعة مدراء المؤسسات الاحسن أداء إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء (مولود، 2018، صفحة 170).

هذا يجعل المديرين في موقف أفضل لقابليتهم على توقع التدفقات المستقبلية، ويشير (Mark et Sheric)، إلى أن نسبة الدين إلى حق الملكية تنقل المعلومات للمستثمرين لسببين، السبب الأول يتعلق بالأزمات حيث يتجنب المديرون من زيادة نسبة المديونية إذا كانت عندهم معلومات تشير إلى تعرض الشركة إلى صعوبات مالية وبالتالي تؤدي إلى إفلاس الشركة، وبذلك يتعرض مديرو الشركة المفلسة إلى عقوبات إصدار الدين، لهذا يكون للمديرين حافز قوي على إرسال إشارة صحيحة بعد أن يكونوا على قناعة لقابلية الشركة على إعادة الدين، وهذا يعني أن زيادة الدين إشارة إلى المستقبل المالي الجيد للشركة، كالشركات التي ترغب في مستويات عالية من الدين عندما تتوقع أنها تحقق تدفقات نقدية من الوفورات الضريبية، أما السبب الثاني، إذا أصدرت الإدارة الأسهم العادية فهذه معلومة للمستثمرين أن أسهم الشركة مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية، وهذه إشارة سلبية تؤدي إلى انخفاض سعر سهم الشركة في السوق، وأن إصدار الأسهم الجديدة هي لمشاركة المستثمرين الجدد في الخسارة (عادلة و عبد الخالق ، 2014، الصفحات 95-96).

3.2. تقدير أثر قرار التمويل على قيمة مؤسسة صيدال

من خلال هذا الجزء سيتم تقدير أثر قرار التمويل على قيمة مؤسسة صيدال، باستخدام نموذج ARDL وذلك لاختبار فرضيات الدراسة وقياس مدى تفسير أثر المتغير التابع، وذلك بالإستعانة ببرنامج Eviews10.

1.3.2. الاجراءات المنهجية لدراسة حالة

لإجراء القياس الاقتصادي لهذه الدراسة ينبغي تحديد متغيرات الدراسة، ثم إبراز النموذج الملائم لذلك، ليتم التطرق إلى المسارات التي سلكتها كل هذه المتغيرات بداية من سنة 2002 إلى 2019 من خلال دراسة أثر قرار التمويل على قيمة مؤسسة صيدال.

أولاً: التعريف بمتغيرات الدراسة

يمكن تلخيص متغيرات الدراسة والرمز الدال عليها، مصدر البيانات في الجدول التالي:

الجدول (1): التعريف بمتغيرات الدراسة

المتغير	طريقة حسابه	الرمز	مصدر البيانات	الفترة
قيمة المؤسسة	اللوغاريتم النبيري للمتوسط الحسابي للقيمة السوقية للسهم لكل سنة	Vm	بورصة الجزائر	2019-2002
الرافعة المالية	الديون المالية/الأموال الخاصة	DFL	القوائم المالية لمؤسسة صيدال	2019-2002
المردودية الاقتصادية	نتيجة استغلال قبل الفوائد والضريبة/مجموع الأصول	Re	القوائم المالية لمؤسسة صيدال	2019-2002
مردودية الاموال الخاصة	النتيجة الصافية /الأموال الخاصة	Rcp	القوائم المالية لمؤسسة صيدال	2019-2002

2019-2002	القوائم المالية لمؤسسة صيدال	Lnae	اللوغاريتم النيبيري للمبيعات	حجم المؤسسة
2019-2002	القوائم المالية لمؤسسة صيدال	Dis	الاصول الجارية/الخصوم الجارية	حجم السيولة

المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على الموقع الإلكتروني ل (مؤسسة صيدال، 2022)، و (بورصة الجزائر، 2022).

ثالثا: الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة

كمنهج للعمل، نعمل في البداية على الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة، ليلبيها دراسة استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات، وذلك لنتمكن من تحديد النموذج الأمثل للبيانات المدروسة.

الجدول (2): الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة

	Vm	DFL	DIS	LNAE	RCP	RE
Mean	6.206111	0.304500	1.831667	21.82500	0.113611	0.072278
Median	6.195000	0.325000	1.975000	21.64000	0.091500	0.079000
Maximum	6.520000	0.550000	3.370000	22.35000	0.290000	0.150000
Minimum	5.850000	0.120000	1.160000	21.64000	0.040000	0.010000
Std. Dev.	0.232129	0.123469	0.644125	0.274874	0.063768	0.036596
Jarque-Bera	1.732970	0.490932	1.540390	3.051222	4.935226	0.434200
Probability	0.420427	0.782340	0.462923	0.217488	0.084787	0.804849
Sum	111.7100	5.481000	32.97000	392.8500	2.045000	1.301000
Sum Sq. Dev.	0.916028	0.259156	7.053250	1.284450	0.069128	0.022768

المصدر: مخرجات Eviews10.

يتضح لنا من خلال الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة خلال سنوات الدراسة من 2002 إلى 2019، أن كل المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي.

رابعا: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية

للقيام بهذه الخطوة نعمل على إخضاع السلاسل محل الدراسة لإختبار ديكي فولر المطور ADF، على كل من المستوى والفرق الأول عند مستوى المعنوية 5%، وفي حالة استقرار المتغير عند المستوى لا يتم اللجوء إلى اختبار استقراره عند الفرق الأول أو الثاني، وتتوقف العملية عندما يكون الاحتمال أقل من 5% عند أي نموذج. حيث يتم اختبار الفرضيتين:

الفرضية العدمية: وجود جذر الوحدة أي السلسلة غير مستقرة؛

الفرضية البديلة: عدم وجود جذر الوحدة أي السلسلة مستقرة.

تظهر نتائج هذا الاختبار في الجدول التالي:

الجدول (3): نتائج اختبار ADF

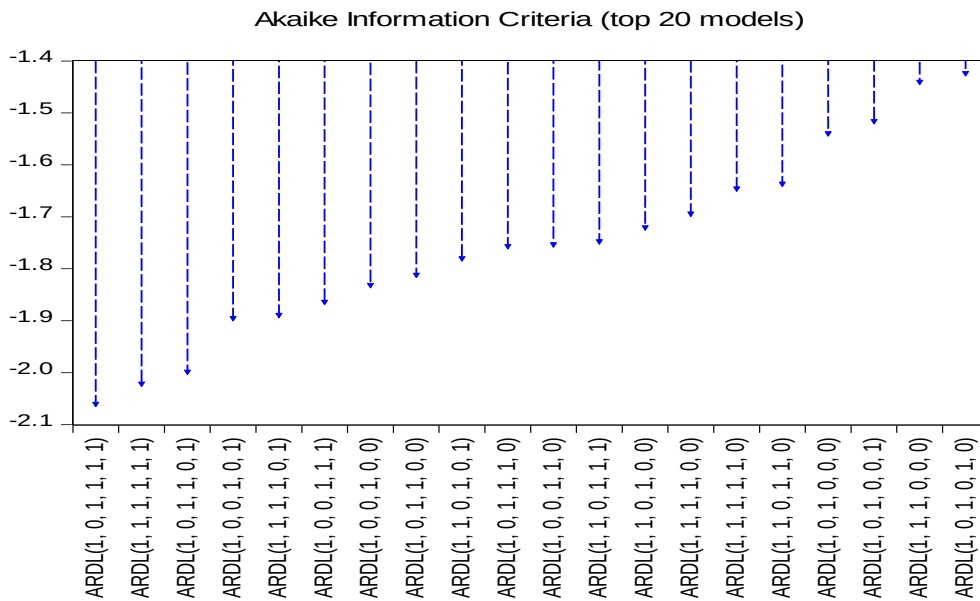
المتغير	المستوى			القرار	الفرق الأول			القرار
	قيمة محسوبة	قيمة جدولية	Prob		قيمة محسوبة	قيمة جدولية	Prob	
Vm	-	-	0.7559	غير مستقر	-	-	0.0018	مستقر
Dfl	-	-	0.4272	غير مستقر	-	-	0.0080	مستقر
Re	-	-	0.8322	غير مستقر	-	-	0.0001	مستقر
Rcp	-	-	0.1085	غير مستقر	-	-	0.0002	مستقر
Lnae	-	-	0.5448	غير مستقر	-	-	0.0029	مستقر
Dis	-	-	0.5849	غير مستقر	-	-	0.0234	مستقر

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على مخرجات برنامج Eviews10.

تظهر نتائج اختبار جذر الوحدة وفق الجدول أعلاه، أن كل السلاسل الزمنية (Vm، Dfl، Re، Rcp، Lnae، Dis) مستقرة عند الفرق الأول وبالتالي فهم متكاملين من الدرجة الأولى $I(1)$ ، وبالتالي يتم رفض الفرضية العدمية بأن هذه السلاسل مستقرة عند المستوى، وذلك عند مستوى المعنوية 5%. وعليه فإنه يمكننا تطبيق نموذج الإنحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL.

خامساً: تقدير نموذج الإنحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL

بهدف الكشف عن العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة في النموذج قيد الدراسة، سنعمل أولاً على تحديد فترات الإبطاء المثلي، وذلك بالإعتماد على معيار Akaike، حيث تظهر نتائج هذا الاختبار من خلال الشكل التالي:



المصدر: مخرجات برنامج Eviews10.

الشكل (2): نتائج اختبار AIC لتحديد فترات الإبطاء

أظهرت نتائج الاختبار أن طول الإبطاء الأفضل لمتغيرات النموذج هي ARDL (1.0.1.1.1.1) حسب معيار ACI وذلك من بين أفضل عشرين (20) نموذجاً يتسم بأقل قيمة لمعيار AIC.

2.3.2. الاختبارات التشخيصية

بغية الحكم على قدرة النموذج في إجتياز الاختبارات القياسية، يتم إجراء مجموعة من الاختبارات التشخيصية، تشير نتائجها إلى التالي:

أولاً: اختبار Breusch-Godfrey correlation LM test

يشير هذا الاختبار من خلال معطيات الجدول التالي إلى خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي نظراً لأن قيمة (square-chi Prob1) بلغت (0.6810) وهي أكبر من المستوى المعنوية (0.05) وبالتالي قبول فرضية عدم التي تشير إلى عدم ارتباط البواقي ارتباطاً ذاتياً.

الجدول (4): نتائج اختبار Breusch-Godfrey correlation LM test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.050197	Prob. F(1,5)	0.8316
Obs*R-squared	0.168973	Prob. Chi-Square(1)	0.6810

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات Eviews10.

ثانياً: اختبار Heteroskedasticity Test: ARCH

يسمح هذا الاختبار بالتعرف هل البواقي تعاني من مشكلة إختلاف التباين من عدمه، حيث أظهرت النتائج في الجدول الموالي أن قيمة (square-chi Prob 1) الخاصة بهذا الاختبار قد بلغت (0.7465) وهي أكبر من (0.05) وبذلك نقبل فرضية العدم التي تشير إلى تجانس البواقي وعدم خلو النموذج من مشكلة عدم التجانس في التباين.

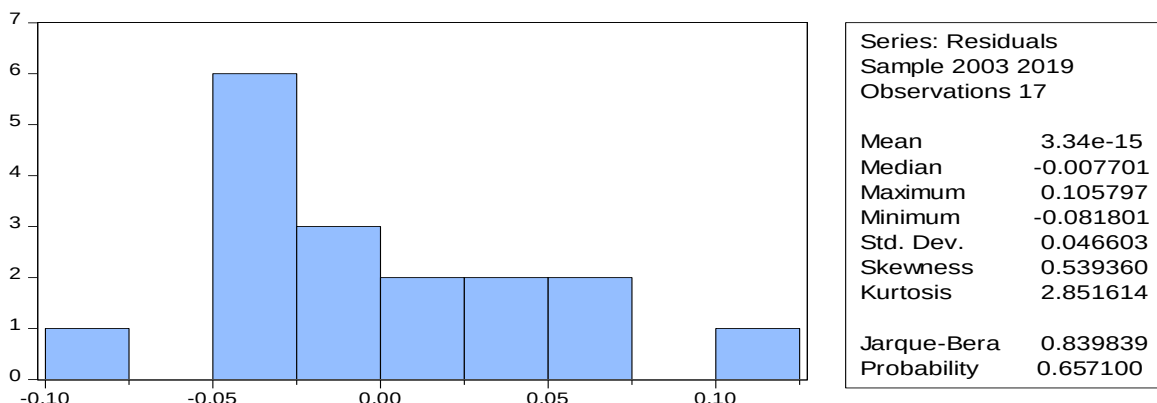
الجدول (5): نتائج اختبار Heteroskedasticity Test: ARCH

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.092018	Prob. F(1,14)	0.7661
Obs*R-squared	0.104477	Prob. Chi-Square(1)	0.7465

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات Eviews10.

ثالثاً: اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

من خلال نتائج الشكل التالي نلاحظ أن اختبار Jarque-Bera غير معنوي، وذلك من خلال قيمة Prob التي بلغت 0.657100 والتي تفوق 5%، وبالتالي يتم قبول فرضية العدم أي أن النموذج يتبع التوزيع الطبيعي، وهذا مؤشر جيد على جودة وكفاءة النموذج للعلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

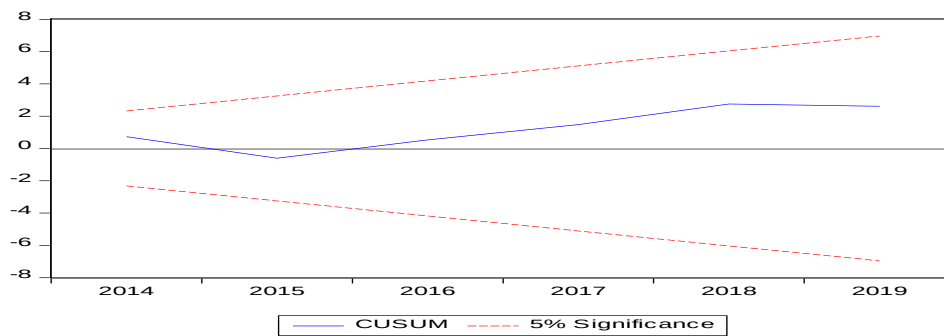


المصدر: مخرجات برنامج Eviews10.

الشكل (3): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

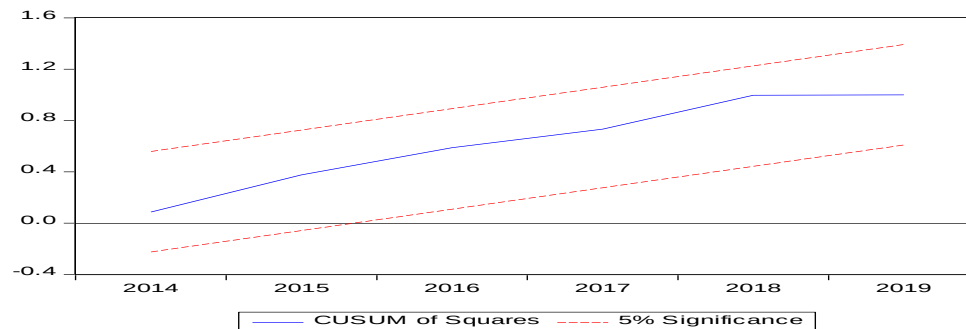
رابعاً: اختبار إستقرارية نموذج ARDL

بهدف التأكد من مدى خلو بيانات الدراسة المستخدمة من التغيرات الهيكلية لا بد من إتباع اختبارات أخرى مناسبة ومنها المجموع التراكمي للبواقي والمجموع التراكمي لمربعات تلك البواقي (Squares of COSUM) بإعتبارها من أهم الاختبارات لبيان التغيرات الهيكلية في البيانات ومدى إنسجام المعلومات طويلة الأجل مع المعلومات قصيرة الأجل، إذ يتضح من خلال الشكلين أن المعلومات المقدرة لنموذج ARDL المستخدم مستقر هيكلياً عبر الفترة محل الدراسة مما يؤكد وجود إستقرار بين متغيرات الدراسة وإنسجام في النموذج بين تصحيح الخطأ في الأمد القصير والطويل، حيث وقع الشكل البياني لإحصاء الاختبارين المذكورين لهذا النموذج داخل الحدود الحرجة عند مستوى المعنوية 5%.



المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات Eviews10.

الشكل (4): نتائج اختبار الإستقرار الهيكلي للنموذج وفقاً لإحصائيات COSUM



المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات Eviews10.

الشكل (5): نتائج اختبار الإستقرار الهيكلي للنموذج وفقاً لإحصائيات CUSUMSQ

3.3.2. اختبار وتحليل النتائج

أولاً: اختبار الحدود لتكامل المشترك

يتم اختبار التكامل المشترك بطريقة اختبار الحدود (Bounds Test) وذلك في الجدول الموالي، حيث تشير نتائج الاختبار إلى أن قيمة (F-Statistic) المحسوبة التي بلغت (6.877238)، وهي أكبر من قيم الحد الأكبر للقيم الحرجة، وبالتالي يمكننا رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل تتجه من المتغيرات المستقلة نحو المتغير التابع قيمة المؤسسة خلال فترة الدراسة.

الجدول (6): نتائج اختبار الحدود لتكامل المشترك

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	6.877238	10%	2.08	3
K	5	5%	2.39	3.38
		2.5%	2.7	3.73
		1%	3.06	4.15

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات Eviews10.

ثانياً: تقدير معلمات الأجل القصير

يتم اختبار المعلمات قصيرة الأجل من خلال الجدول التالي:

الجدول (7): نتيجة تقدير معلمات الأجل القصير

ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DIS)	-0.069221	0.036728	-1.884661	0.1085
D(LNAE)	-0.444215	0.094156	-4.717886	0.0033
D(RCP)	-0.907121	0.571599	-1.586988	0.1636
D(RE)	-1.838153	1.230077	-1.494340	0.1857
CointEq (-1)*	-0.752478	0.076687	-9.812305	0.0001
R-squared	0.891798	Mean dependent var		0.017059
Adjusted R-squared	0.855731	S.D. dependent var		0.141676

S.E. of regression	0.053812	Akaike info criterion	-2.766694
Sum squared resid	0.034749	Schwarz criterion	-2.521631
Log likelihood	28.51690	Hannan-Quinn criter.	-2.742334
Durbin-Watson stat	1.961254		
* P-value incompatible with t-Bounds distribution.			

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات Eviews10.

تشير نتائج أن معامل تصحيح الخطأ يساوي (-0.75) ذو معنوية إحصائية وبإشارة سالبة، وبالتالي يمكننا القول إن 75% من أخطاء الأجل القصير يمكن تصحيحها في العام الأول من أجل العودة إلى الوضع التوازني في الأجل الطويل، وهذا يعبر عن دور قرار التمويل في سرعة العودة إلى وضع التوازن في حالة وجود صدمات تؤثر على قيمة المؤسسة، وهذه النتيجة توحي بأن متغيرات الدراسة متكاملة تكاملاً مشتركاً ولها علاقة توازن في الأجل الطويل.

كما تشير نتائج الجدول من ناحية أخرى إلى العلاقة الموجودة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وبالنسبة لمرونة الأجل القصير فتشير إلى أن:

-حجم السيولة DIS يؤثر سلباً على قيمة مؤسسة صيدال عكس اتجاه العلاقة طويلة الأجل، لكنه غير معنوي ما ينفي وجود تأثير لحجم السيولة على قيمة مؤسسة صيدال خلال فترة الدراسة في الأجل القصير، أي أن زيادة سيولة مؤسسة صيدال لا يساهم في رفع قيمة المؤسسة، حيث أن حجم السيولة لا يؤثر على سعر السهم في السوق وبالتالي لا يفسر التغيرات الحاصلة في قيمة مؤسسة صيدال .

-حجم المؤسسة LNAE يؤثر سلباً على قيمة مؤسسة صيدال عكس اتجاه العلاقة طويلة الأجل، وذو معنوية وهذا ما يؤكد على وجود تأثير لحجم المؤسسة على قيمة مؤسسة صيدال خلال فترة الدراسة في الأجل القصير، حيث أن زيادة حجم المؤسسة بوحدة واحدة يساهم في زيادة قدرة مؤسسة صيدال، وهذا ما ينعكس إيجاباً على ربحية المساهمين وبالتالي ترتفع ربحية السهم الواحد، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهم المؤسسة وبالتالي ارتفاع قيمة مؤسسة صيدال؛ وهذا ما يؤكد صحة الفرضية التي تنص على وجود أثر ذو دلالة إحصائية لقرار التمويل المعبر عنه بحجم المؤسسة على قيمة مؤسسة صيدال.

-مردودية الأموال الخاصة RCP تؤثر سلباً على قيمة مؤسسة صيدال عكس اتجاه العلاقة طويلة الأجل، لكنه غير معنوي ما ينفي وجود تأثير لمردودية الأموال الخاصة على قيمة مؤسسة صيدال خلال فترة الدراسة في الأجل القصير، وهذا ما يعني أن معدل العائد المالي المتحقق من استثمار أموال ملاك المؤسسة يؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة، وهذا ما يتعارض مع ما جاء به الفكر المالي الذي يرى أن زيادة مردودية الأموال الخاصة يعد مؤشر على زيادة ربحية المساهمين وبالتالي زيادة ربحية السهم، مما ينعكس إيجاباً على قيمة المؤسسة، إلا أن دراستنا لم تتوصل إلى ذلك .

-المردودية الاقتصادية Re تؤثر سلبيا على قيمة مؤسسة صيدال عكس اتجاه العلاقة طويلة الأجل، لكنّه غير معنوي ما ينفي وجود تأثير للمردودية الاقتصادية على قيمة مؤسسة صيدال خلال فترة الدراسة في الأجل القصير، وهذا ما يعني ان زيادة المردودية الاقتصادية بوحدة واحدة لا يساهم في رفع قيمة مؤسسة صيدال، هذه النتيجة جاءت مخالفة للفكر المالي الذي يشير الى ان زيادة المردودية الاقتصادية يؤدي الى تحسن الأداء التجاري والصناعي للمؤسسة، فهي تعبر عن فعالية الأصول الاقتصادية في توليد الأرباح للمؤسسة، وبالتالي زيادة قيمتها التي تزيد بزيادة المردودية الاقتصادية، والا ان دراستنا لم تتوصل الى هذه النتيجة.

وهذا ما ينفي صحة الفرضية التي تنص على وجود أثر ذو دلالة إحصائية لقرار التمويل المعبر عنه بالمردودية على قيمة مؤسسة صيدال.

ثالثا: تقدير معاملات الأجل الطويل

الجدول (8): نتيجة تقدير معاملات الأجل الطويل

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DFL	-1.196643	0.410729	-2.913458	0.0269
DIS	-0.192519	0.111337	-1.729157	0.1345
LNAE	-0.941505	0.347472	-2.709583	0.0351
RCP	-6.970023	3.242663	-2.149475	0.0752
RE	3.860534	5.559267	0.694432	0.5134
C	28.00208	7.696609	3.638236	0.0109
EC = VM - (-1.1966*DFL -0.1925*DIS -0.9415*LNAE -6.9700*RCP + 3.8605 *RE + 28.0021)				

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات Eviews10.

من خلال نتائج الجدول أعلاه نلاحظ أن معاملات الأجل الطويل مقبولة وذات دلالة إحصائية، كما أن هناك علاقة عكسية بين قرار التمويل المعبر عنه بالرافعة المالية وقيمة مؤسسة صيدال في الاجل الطويل، وأن قرار التمويل له تأثير ذو دلالة إحصائية على قيمة مؤسسة صيدال عند مستوى المعنوية 5%، حيث توصلنا إلى أن القيمة الاحتمالية الخاصة بها بلغت $prob=0.0269$ وتنطبق هذه النتيجة مع أصحاب التوجه القائل بوجود أثر للهيكال التمويلي على القيمة السوقية للمؤسسة، ومع ما جاء به مودكلياني وميلر سنة 1963، إذ أكدوا في مقالهما التصحيحي أن الهيكل المالي في ظل وجود الضرائب على أرباح الشركات أن قيمة المؤسسة المستدينة تفوق قيمة المؤسسة غير المستدينة بمقدار القيمة الحالية

للفورات الضريبية، وسبقهما إلى نتيجتهما هذه صافي الربح والنظرية التقليدية، اللذان أكدا أنه في ظل كمال الأسواق هناك إمكانية تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة؛ وهذا ما يؤكد صحة الفرضية التي تنص على أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لقرار التمويل المعبر عنه بالرافعة المالية على قيمة مؤسسة صيدال حيث أنّ الرافعة المالية وتوزيعات الأرباح تخفف من تكاليف الوكالة لمشاكل التدفق النقدي الحروبالتالي زيادة قيمة الشركة.

3. الخلاصة

بعد دراستنا للموضوع من مختلف جوانبه، واستعراض عناصر الموضوع بشقيه النظري والتطبيقي، حيث تم في الجانب النظري التعرف على قيمة المؤسسة وقرار التمويل، النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، إذ ان هناك جدال بين هذه النظريات حول وجود أثر لقرار التمويل على قيمة المؤسسة أم لا. اما في الجانب التطبيقي فقد تم تطبيق اختبار ARDL، حيث تم دراسة استقرارية السلاسل الزمنية بإستعمال اختبار ADF والذي بين أن كل المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول، وبتطبيق اختبار ACI تم تحديد فترة الإبطاء المثلى للنموذج وهي $ARDL(1.0.1.1.1.1)$ ، كما تم تطبيق مجموعة من الاختبارات التشخيصية التي أظهرت جودة هذا النموذج، وأبرزت نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك وجود علاقة توازنية طويلة وقصيرة الأجل بين قرار التمويل وقيمة المؤسسة لمؤسسة صيدال.

نتائج الدراسة

- يعد قرار التمويل من أدوات السياسة المالية الذي تسعى من خلاله المؤسسة الى تحقيق اهداف تتمحور حول تعظيم قيمتها باختيارها المزيج التمويلي الملائم لها؛
- مفهوم قيمة المؤسسة غير واضح ومباشر وذلك لكونه يتأثر بالعديد من العوامل والمفاهيم الداخلة في تحديده؛
- وجود جدل قائم حول أمثلية الهيكل المالي، حيث هناك نظريات تقرر بوجود علاقة بين قيمة المؤسسة والهيكل المالي، في حين هناك أخرى تنفي ذلك؛
- هناك تأثير ذو دلالة إحصائية لقرار التمويل المعبر عنه بالرافعة المالية على قيمة مؤسسة صيدال؛
- هناك تأثير ذو دلالة إحصائية لحجم مؤسسة صيدال على قيمتها؛
- كلا من المردودية المالية والاقتصادية وكذا سيولة المؤسسة لا يؤثران على قيمة مؤسسة صيدال خلال فترة الدراسة.

توصيات الدراسة

على ضوء النتائج المتوصل إليها يمكن تقديم التوصيات التالية :

- إدراج موضوع تعظيم قيمة المؤسسة ضمن أولويات المؤسسات واعطائها أهمية بالغة؛

- توفير المعلومات الضرورية حول البدائل المتاحة لاتخاذ القرارات التمويلية، لما لهذه البدائل من أهمية في الرفع من جودة القرارات المتخذة.

المراجع العربية

الكتب

- 1- الحنفي عبد الغفار ، (2004)، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية ، الإسكندرية.
- 2- إبراهيم هندي منير ، (2003)، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف لتوزيع، مصر.
- 3- صالح الحناوي محمد ، و آخرون، (2001)، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية ، مصر.
- 4- عبد العال حماد طارق، (2000)، التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية ، الإسكندرية.
- 5- عزت اللحام محمود، ابراهيم نور محمود ، و آخرون، (2014)، الإدارة المالية المعاصرة، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان.
- 6- محمد غنيم احمد ، (2008)، الإدارة المالية مدخل التحول من الفقر الى الثراء، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، مصر.
- 7- محمود الزبيدي حمزة ، (2008)، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن.
- 8- مليكاوي مولود، (2018)، الاستراتيجية والتسيير المالي، دار هومة ، الجزائر.

الاطروحات

- 1- زغيب مليكة. (2006). إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، دراسة محددات الهيكل المالي لمجمع جبيلي (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة فرحات عباس سطيف.
- 2- سويسسي هوارى. (2008). تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر (اطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية وتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر 3.
- 3- حركاتي نبيل. (2019). تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية : دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007-2015. أطروحة دكتوراه غير منشورة. سطيف: جامعة سطيف 1.

المقالات

- 1- حاتم ناصح عادلة ، و ياسين بدران عبد الخالق . (2014). علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة. *مجلة العلوم الاقتصادية*، المجلد 10(العدد 37)، 81-110.
- 2- سهائلة نبيلة، و بوكثير جبار. (2017). عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري (1999-2014). *مجلة ميلاف للبحوث والدراسات*، المجلد 03(العدد 01)، 241-267.

المواقع الإلكترونية

- 1- بورصة الجزائر. (2022). الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر . Consulté le 01 29, 2022, sur <http://www.sgbv.dz/ar/index.php#>
- 2- مؤسسة صيدال. (2022). الموقع الإلكتروني لمؤسسة صيدال . Consulté le 01 30, 2022, sur <https://www.saidalgroup.dz/ar/>

المراجع الأجنبية

- 1- Chaleeda , Aminul, I., TunkuSalha, T., &Ghazalat, A. (2019). The Effects of Corporate Financing Decisions on Firm Value in Bursa Malaysia. **International Journal of Economics and Finance**, 11.(3)
- 2- Eugene and, F., & Kenneth , R. (1998). Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. **The Journal of Finance**, 53(3), 819-843. Retrieved 04 05, 2022, from : <https://www.jstor.org/stable/117379>