

محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية

-دراسة حالة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)-

**Determinants of the financial structure of the firm
-a case study of Firms listed on the Algiers Stock Exchange for the
period (2010-2021)-**ط.د. الأطرش أسامة¹، د. قطاف عقبة²¹ جامعة بسكرة، الجزائر، مخبر مالية وبنوك وإدارة أعمال، oussama.latreche@univ-biskra.dz² جامعة بسكرة، الجزائر، مخبر العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، okba.guettaf@univ-biskra.dz

تاريخ الاستلام: 2023/09/09 تاريخ القبول: 16/ 2024/04/ تاريخ النشر: 2024/04/30

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على المحددات التي تؤثر على الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)، وتم خلال هذه الدراسة، دراسة المحددات التالية: هيكل أصول المؤسسة، حجم المؤسسة، عمر المؤسسة، نمو المؤسسة، ربحية المؤسسة، الوفرات الضريبية، حيث تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي في عرض مختلف النظريات المالية المفسرة للهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية، والمنهج القياسي في دراسة العوامل المؤثرة والمحددة لتركيب الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر، وتوصلت الدراسة لوجود علاقة ذات دلالة معنوية بين هيكل أصول، حجم ونمو المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر وهيكلها المالي، كما تم التوصل لعدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين كل من عمر المؤسسات، ربحية المؤسسات، الوفرات الضريبية عن الديون والهيكل المالي، وخلصت الدراسة إلى أن طريقة اختيار المؤسسات الاقتصادية في بورصة الجزائر لتشكيل هيكلها المالي لا تتوافق مع افتراضات النظريات المالية

الكلمات المفتاحية: محددات الهيكل المالي، نظرية الموازنة، نظرية الوكالة، بورصة الجزائر**تصنيفات JEL: G32 G1**

Abstract :

This study aims to identify the determinants of the financial structure of the firms listed on the Algiers Stock Exchange during the period (2010-2021), by studying the following determinants: Asset Structure, Size, Age, Growth, Profitability, Debt tax shields, the study relied on The descriptive analytical approach in presenting various financial structure theories, the econometric approach was used to study the influencing and determining factors of the financial structure of the Firms listed on ASE, the study result showed that there is a significant relationship between the structure of assets, size, and growth of firms listed on ASE and their financial structure, the study also found that there is an insignificant relationship between the age, profitability, debt tax shields, and financial structure of the firms listed on ASE, the study concluded that the method of forming the financial structure of firms listed on ASE doesn't comply with the financial theories assumptions.

Keywords: *determinants of financial structure, Trade-off Theory, Pecking order Theory.*

Jel Classification Codes : G1 G32

1. مقدمة

يعتبر الهيكل المالي أحد أكثر المواضيع أهمية في الدراسات المالية المعاصرة، حيث يعتبر تحديد المزيج التمويلي الذي يشكل الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية عاملاً أساسياً في الحفاظ على استمرارية المؤسسة ونموها، وعليه يسعى مسيري المؤسسات الاقتصادية إلى اتخاذ قرارات تمويلية ذات فعالية تمكنهم من تشكيل هيكل مالي يحقق أقل تكلفة ممكنة وخطر مالي، مما يساعد على رفع قيمة المؤسسة وتعظيم ثروة ملاكها، ومن الجدير بالذكر، أنه ومنذ ستينيات القرن المنصرم، وبعد ظهور نظرية Modigliani-Miller، أخذ موضوع الهيكل المالي اهتمام العديد من الباحثين، حيث ظهرت العديد من النظريات المالية التي حاولت

تفسير والتنبؤ بسلوك مسيري المؤسسات الاقتصادية في تشكيل الهيكل المالي والمفاضلة بين مصادر التمويل المتوفرة في السوق، ومنذ دراسات Myers والتي سعى فيها للإجابة عن كيفية اختيار ومفاضلة المؤسسات الاقتصادية بين مصادر التمويل التي تشكل الهيكل المالي وإلى اليوم، مازال هذا التساؤل قائما، ومازالت الإجابة عنه محل خلاف وبحث، حيث لم يصل الباحثين بعد إلى الاتفاق حول جواب موحد وشامل لحل هذا الإشكال المطروح، وفي نفس الإطار، وبغية المساهمة في الإجابة على هذا التساؤل سنحاول في هذه الدراسة فهم كيفية اختيار المؤسسات الجزائرية المدرجة في بورصة الجزائر لهيكلها المالي، ودراسة العوامل المؤثرة والمحددة لهذا الاختيار،

وبناء على ما سبق، يمكن صياغة إشكالية الدراسة كما يلي:

- ما هي محددات الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)؟

واستنادا على إشكالية الدراسة، تمت صياغة الأسئلة الفرعية التالية:

- هل يوجد تأثير لهيكل أصول المؤسسة على الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)؟.

- هل يوجد تأثير لحجم المؤسسة على الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)؟.

- هل يوجد تأثير لعمر المؤسسة على الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)؟.

- هل يوجد تأثير لنمو المؤسسة على الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)؟.

- هل يوجد تأثير لربحية المؤسسة على الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)؟.

محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية (دراسة حالة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2010-2021))

- هل يوجد تأثير للوفرات الضريبية عن الديون على الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)؟.

وللإجابة عن إشكالية والأسئلة الفرعية، تم صياغة الفرضيات التالية:

- $H_{1(1)}$: يوجد تأثير لهيكل أصول المؤسسة على الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021).

- $H_{1(2)}$: يوجد تأثير لحجم المؤسسة على الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021).

- $H_{1(3)}$: يوجد تأثير لعمر المؤسسة على الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021).

- $H_{1(4)}$: يوجد تأثير لنمو المؤسسة على الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021).

- $H_{1(5)}$: يوجد تأثير لربحية المؤسسة على الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021).

- $H_{1(6)}$: يوجد تأثير للوفرات الضريبية عن الديون على الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021).

2.1 منهج الدراسة

بغية الإجابة عن إشكالية الدراسة واختبار الفرضيات، تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري للدراسة، وذلك من أجل إبراز التوجهات الفكرية والنظريات المالية المختلفة في تفسير العوامل المؤثرة في عملية مفاضلة المؤسسات الاقتصادية بين البدائل التمويلية المتوفرة، كما تم استخدام

المنهج القياسي في الجانب التطبيقي للدراسة، وذلك لغرض التعرف على محددات اختيار تشكيلة الهيكل المالي لعينة من المؤسسات الجزائرية المدرجة في بورصة الجزائر.

3.1 أهمية وأهداف الدراسة

تنبع أهمية الدراسة من أهمية الوظيفة التمويلية في المؤسسة الاقتصادية وضرورة توفير الموارد اللازمة بغية تغطية المؤسسة لنشاطاتها الاقتصادية لأجل ضمان استمراريته وتعزيز قيمتها السوقية، ومن جانب آخر تظهر أهمية الموضوع، في اهتمام المؤسسات الاقتصادية في التعرف على العناصر المحددة لتشكيل هيكل مالي أمثل، يحقق أقل تكلفة ممكنة ويبعد المؤسسة عن العسر المالي والمخاطر المالية الأخرى، وهذا ما جعل الموضوع جذابا للكثير من الباحثين ومثيرا للكثير من الجدل العلمي والخلاف في الرأي، ومن هذا المنطلق، تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على أبرز التوجهات الفكرية والنظريات العلمية المتعلقة بالهيكل المالي، وأهم العوامل المؤثرة في تشكيله وفق افتراضات هذه النظريات، كما تهدف الدراسة إلى التعرف على محددات الهيكل المالي في المؤسسات الجزائرية المدرجة في بورصة الجزائر، ومدى مطابقة سلوك هذه المؤسسات في تشكيل هيكلها التمويلي، مع افتراضات النظريات المالية.

4.1 حدود الدراسة

لإجراء هذه الدراسة تم اختيار عينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر من ثلاثة قطاعات مختلفة، والمتمثلة في مؤسسة الصناعة الدوائية صيدال، المؤسسة الفندقية الأوراسي ومؤسسة أليانس للتأمينات، وذلك للفترة الممتدة من سنة 2010 إلى غاية 2021، وقد بلغت مدة الدراسة 12 سنة متتالية، وقد تم تحديد الفترة (2010-2021) كحدود زمنية للدراسة، وذلك بسبب توفر البيانات والمعلومات المالية المساعدة في إنجاز هذه الدراسة.

5.1 الدراسات السابقة:

- نبيل حركاتي. (ديسمبر، 2018). محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف للفترة: (2009-2014). مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين بعض المحددات الواردة في نظريات الهيكل المالي وتركيبه الهيكل المالي للشركات

محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية (دراسة حالة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر للفترة
(2010-2021))

الصناعية المساهمة في ولاية سطيف، للفترة الممتدة مابين 2009-2014، واستخدمت الدراسة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، حيث قامت الدراسة باختبار العلاقة بين حجم الشركة، هيكل الأصول، معدل النمو، الربحية، السيولة وعمر المؤسسة مع الهيكل المالي مقاسا بنسبة إجمالي الديون، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين حجم الشركة، السيولة، وحجم الأصول مع الهيكل المالي، وفي المقابل توصلت الدراسة لعدم وجود علاقة معنوية بين عمر المؤسسة، معدل النمو والهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة

Akinyomi, O. J., & Olagunju, A. (2013). Determinants of Capital Structure in Nigeria. International Journal of Innovation and Applied Studies (3(4)). سعت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين بعض المحددات الهيكل المالي لـ 86 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة نيجيريا، للفترة الممتدة مابين 2003-2012 وذلك باستخدام نموذج الانحدار، وتوصلت الدراسة إلى وجود ارتباط طردي بين هيكل الأصول، معدل النمو والربحية مع الهيكل المالي، في المقابل توصلت الدراسة لوجود ارتباط عكسي بين حجم المؤسسة والضريبة مع الهيكل المالي، كما توصلت الدراسة إلى أنه من بين كل المتغيرات السابقة فإنه فقط هيكل الأصول وحجم المؤسسة الذين لهم علاقة ذات دلالة معنوية مع الهيكل المالي.

Alipour, M., Mohammadi, M. F., & Derakhshan, H. (2015). Determinants of capital structure: an empirical study of firms in Iran. International Journal of Law and Management (57(1)) سعت الدراسة للبحث عن محددات الهيكل المالي للمؤسسات الغير مالية المدرجة في بورصة طهران للفترة الممتدة مابين 2003-2007، واستخدمت الدراسة طريقة المربعات الصغرى العادية وبعض الأساليب القياسية لبيانات بانل (طريقة الآثار الثابتة، طريقة الآثار العشوائية)، وتوصلت الدراسة إلى

أن كل من حجم المؤسسة، المرونة المالية، هيكل الأصول، الربحية، معدل النمو، المخاطر، والملكية الحكومية تعتبر ذات تأثير على كل مقاييس الهيكل المالي.

Serghiescu, L., & Văidean, V.-L. (2014). Determinant factors of the capital structure of a firm- an empirical analysis. Procedia Economics and Finance (15) سعت هذه الدراسة إلى التعرف عن أهمية بعض العوامل (الربحية، السيولة، هيكل الأصول، حجم المؤسسة، معدل دوران الأصول) على القرارات المالية في تشكيل الهيكل المالي لعينة من 20 شركة مدرجة في بورصة بوخارست، للفترة الممتدة من 2009 - 2011، استخدمت الدراسة بيانات بانل، طريقة المربعات الصغرى، طريقة الآثار الثابتة والآثار العشوائية، كما استخدمت الدراسة أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد من أجل التعرف عن العوامل المحددة للهيكل المالي، وتوصلت الدراسة إلى أن هيكل الأصول، الربحية، السيولة تؤثر بطريقة عكسية على الهيكل المالي، المقاس بنسبة اجمالي الديون، كما توصلت الدراسة إلى وجود ارتباط ايجابي بين حجم المؤسسة ومعدل دوران الأصول مع الهيكل المالي.

2. الجزء النظري

1.2 ماهية الهيكل المالي

يعرف الهيكل المالي على أنه توليفة من مجموع مصادر التمويل التي تختارها المؤسسة لتغطية أنشطتها الاستثمارية (سهايلية و جبار، 2017، صفحة 243)، ويتشكل الهيكل المالي من مزيج من مصادر التمويل طويلة وقصيرة الأجل، ويختلف الهيكل المالي عن هيكل رأس المال، حيث يعتبر هيكل رأس المال جزءاً من الهيكل المالي يتعلق بمصادر التمويل طويلة الأجل (حركاتي، 2018، صفحة 217)، ويقع على عاتق المسيرين في المؤسسات الاقتصادية اختيار مزيج تمويلي مناسب يمكن المؤسسة من تغطية أنشطتها الاقتصادية، وذلك بالموازنة بين المكاسب والمخاطر التي يمكن أن تنتج عن تفضيل مصدر تمويلي عن آخر. ويتكون الهيكل المالي مما يلي (سهايلية و جبار، 2017، صفحة 244):

أ- **الأموال الخاصة:** هي مصادر التمويل المملوكة من طرف المؤسسة الاقتصادية، وتتمثل أهم مكوناتها في الأسهم، الأرباح المحتجزة والاحتياطات.

- ب- الديون: هي مصادر التمويل الخارجية، وتنقسم إلى قسمين :
- ديون طويلة الأجل : هي ديون التي تحصل عليها المؤسسة ويكون استحقاقها بعد مدة تتجاوز السنة الواحدة.
 - ديون قصيرة الأجل: هي ديون مدتها لا تتجاوز السنة.

2.2 النظريات المفسرة للهيكل المالي

من أهم النظريات المفسرة للهيكل المالي نجد النظريات التالية:

1.2.2 نظرية الموازنة Trade-off Theory

ظهرت هذه النظرية كنتيجة للنقاشات القائمة حول دراسات Modigliani-Miller (Serghiescu & Văidean, 2014, p. 1448)، حيث تعتمد هذه النظرية على فكرة الموازنة بين التأثير الإيجابي للوفرات الضريبية والتأثير السلبي لمخاطر الإفلاس وتكلفة الوكالة المترتبة على عملية الرفع المالي (حركاتي، 2018، صفحة 218)، حيث تشير هذه النظرية أن المؤسسة تحدد درجة الرفع المالي، بناءً على التوازن الحاصل بين المنافع والتكاليف الناتجة عنه (Uzliawati, Yuliana, Januarsi, & Santo, 2018, p. 707)، وقد أظهرت دراسة (Kraus & Litzenberger, 1973, p. 915) أن القيمة السوقية للمؤسسة التي تعتمد على الرفع المالي تساوي القيمة السوقية للمؤسسة غير المرفوعة مضافاً إليها الفرق بين الوفرات الضريبية وتكاليف الإفلاس.

2.2.2 نظرية التسلسل الهرمي في التمويل Pecking Order Theory

ظهرت نظرية التسلسل الهرمي في التمويل في دراسات Myers & Majluf كبديل لنظرية الموازنة (Sheikh & Wang, 2011, p. 120)، وتعتبر نظرية التسلسل الهرمي في التمويل من نظريات التي حاولت أن تأخذ بعين الاعتبار عدم التماثل في المعلومات بين المساهمين، المسيرين والمقرضين، في دراستها للهيكل المالي. حيث أظهرت دراسات (Myers & Majluf, (Myers, 1984, pp. 23-24)

1984, pp. 46-47) أن الشركات تفضل التمويل عن طريق مصادرها الداخلية رخيصة التكلفة كالأرباح المحتجزة والاحتياطات عن الاقتراض وإصدار الأسهم، وفي حالة عدم كفاية هذه المصادر لسد حاجيات التمويل، فإن المؤسسة تلجأ أولاً إلى الاستدانة كخيار بديل، ثم بعد ذلك إلى إصدار الأسهم كأخر خيار لتغطية حاجيات التمويل.

3.2.2 نظرية الوكالة Agency theory

تعتمد هذه النظرية على فكرة عدم تطابق المصالح بين المساهمين والمديرين الذين يعملون كوكلاء عنهم في إدارة شؤون المؤسسة الاقتصادية، وعليه قد يتخذ المديرين قرارات تمويلية تخدم مصالحهم الخاصة بشكل أساسي، وتتعارض مع مصالح المساهمين (Jensen & Meckling, 1976, p. 308)، وفي نفس الإطار، عرفت دراسة (Jensen & Meckling, 1976, p. 308) مفهوم تكلفة الوكالة على أنها النفقات التي يتحملها المساهمون في سبيل مراقبة المديرين، كما ذكرت نفس الدراسة، نوع آخر من تضارب المصالح، والذي قد يكون بين المساهمين والمقرضين.

3.2 محددات الهيكل المالي

يمكن حصر محددات الهيكل المالي فيما يلي:

1.3.2 ربحية المؤسسة

تعتبر العلاقة بين ربحية المؤسسة والهيكل المالي، إحدى أهم نقاط الخلاف بين التوجهات الفكرية والنظريات العلمية التي اعتنت بموضوع الهيكل المالي، حيث تتوقع نظرية التسلسل الهرمي في التمويل وجود علاقة عكسية بين ربحية المؤسسة والرفع المالي، مبررة ذلك بأن المؤسسات تفضل استخدام مصادرها الداخلية في التمويل عن المصادر الخارجية، وبهذا كلما زاد ربح المؤسسة استغنت عن التمويل بالرفع المالي. وتم تأييد هذا الطرح بدراسات تطبيقية، توصلت لنتائج تؤيد النظرية. (Kester, 1986, p. 13) (Frank & Goyal, 2003, p. 239) (Jensen, Solberg, & Zorn, 1992, p. 260)، فيما تتوقع نظرية الموازنة وجود علاقة طردية بين الربحية والرفع المالي، مبررة ذلك بأن المؤسسات ذات الربحية العالية تتحفظ في استخدام الديون في التمويل للاستفادة من الوفرات الضريبية وتخفيض بذلك العبء الضريبي،

حيث توصلت دراسة (Toumi & Dadene, 2014, p. 21) لوجود علاقة طردية بين الربحية والهيكل المالي لعينة من المؤسسات الجزائرية صغيرة ومتوسطة الحجم،

2.3.2 هيكل أصول المؤسسة

يعتبر هيكل أصول المؤسسة أحد أهم العوامل المؤثرة في تشكيل الهيكل المالي للمؤسسة، وذلك لأن الأصول الثابتة تعتبر ضمانا للمقرضين، تؤمن لهم استرجاع أموالهم حتى في حالة عجز المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها عند وقوعها في خطر الإفلاس، واستنادا إلى ما سبق، يتوقع العديد من الباحثين أن هذه الميزة المتوفرة في هيكل أصول المؤسسات الاقتصادية يحفزها على التمويل عن طريق الرفع المالي، وذلك لأن هيكل أصولها يعزز قدرتها التفاوضية للحصول على ديون بتكاليف منخفضة، ويظهر تأييد هذا الطرح في الكثير من نتائج الدراسات التطبيقية السابقة. (Frank & Goyal, 2003, p. 36) (Nasimi, 2016, p. 239) (Rajan & Zingales, 1995, p. 25)

3.3.2 نمو المؤسسة

يعتبر نمو المؤسسة وطبيعة تأثيره على هيكلها المالي موضوعا محل خلاف بين النظريات المالية، حيث تتوقع نظرية الموازنة وجود علاقة عكسية بين نمو المؤسسة والرفع المالي، مبررة ذلك بأن المؤسسات ذات النمو المرتفع تحاول الحفاظ على درجة من الرفع المالي لا يجعل المؤسسة متشعبة بالديون، ولهذا تتفادى المؤسسات التمويل بالديون للحفاظ على قدرتها على الاستدانة مستقبلا في حال وجود فرص استثمارية جديدة، ويؤيد هذا الطرح، نتائج بعض الدراسات التطبيقية السابقة، والتي توصلت لوجود علاقة عكسية بين نمو المؤسسة والرفع المالي (Rajan & Barclay & Smith Jr., 1996, p. 17) (Zingales, 1995, p. 25) (Titman & Wessels, 1988, p. 15) وعلى خلاف هذا الطرح، ترى دراسة (Benito, 2003, pp. 9-10) أن المؤسسات ذات النمو المرتفع، والتي تسعى لفرص استثمارية جديدة، لا تكتفي بالتمويل بالموارد الداخلية فقط، وهذا لأنها تحتاج

مصادر تمويلية أخرى لغرض استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة، حيث وبشكل مؤيد لهذا الطرح، توصلت دراسة (Ahmad & Aris, 2015, p. 205) لوجود علاقة طردية بين نمو المؤسسة والرفع المالي.

4.3.2 عمر المؤسسة

يعتبر عمر المؤسسة أحد المؤشرات على خبرة وسمعة المؤسسة الاقتصادية في السوق وقدرتها على الاستمرارية في ممارسة نشاطها والوفاء بالتزاماتها، حيث اقترحت دراسة (Ahmad & Aris, 2015, p. 202) أن المؤسسات الأقدم نشاطا لها إمكانية أفضل في الحصول على قروض، كما تتوقع نظريتي الموازنة والوكالة وجود علاقة طردية بين عمر المؤسسة ودرجة الرفع المالي، وعلى خلاف ذلك، تتوقع نظرية التسلسل الهرمي في التمويل وجود علاقة عكسية. (Ahmad & Aris, 2015, p. 202)

5.3.2 الوفرات الضريبية

منذ دراسة (Modigliani & Miller, 1963, pp. 434-436)، والتي اقترحت وجود علاقة طردية بين الوفرات الضريبية وقيمة المؤسسة، ظهرت الكثير من الدراسات التطبيقية التي حاولت دراسة العلاقة بين الوفرات الضريبية والهيكل المالي، حيث توصلت دراسة (MacKie-Mason, 1990, p. 1471) أن معدل الضريبة له دور جوهري في مفاضلة المؤسسات الاقتصادية بين الديون وأموالها الخاصة في عملية التمويل.

6.3.2 حجم المؤسسة

تتوقع نظرية الموازنة وجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة واحتمالية إفلاسها، وبالتالي تتنبأ النظرية بوجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة والرفع المالي (Salawu & Agboola, 2008, p. 76)، حيث اعتبرت دراسة (Rajan & Zingales, 1995, p. 2) أن هذه العلاقة الطردية يمكن أن تفسر بأن المؤسسات ذات الحجم الكبير تملك تنوعا في استثماراتها، مما يصعب احتمالية وقوعها في الفشل المالي. لذلك فإن المؤسسات الكبيرة يتوقع أن تتحمل تكاليف أقل عند الاقتراض، مما يجعلها تحصل على ديون أكثر من المؤسسات الصغيرة (Salawu & Agboola, 2008, p. 76).

3. الجزء التطبيقي

1.3 عينة الدراسة ومصادر جمع المعلومات

يتمثل مجتمع الدراسة في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر والبالغ عددها خمس مؤسسات، واشتملت عينة الدراسة على ثلاث مؤسسات من ثلاثة قطاعات مختلفة (مجمع صيدال، فندق الأوراسي، أليانس للتأمينات)، وتمت الدراسة خلال الفترة (2010-2021)، حيث بلغت مدة الدراسة 12 سنة متتالية، وتم استبعاد مؤسستين من الدراسة، لعدم توفر البيانات اللازمة خلال هذه المدة، وقد تم جمع البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة بناء على القوائم المالية والتقارير السنوية للمؤسسات الثلاثة، التقارير السنوية لبورصة الجزائر، والتقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات بورصة الجزائر COSOB.

2.3 أدوات الدراسة

لغرض تحقيق أهداف الدراسة، والتحقق من صحة الفرضيات، تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد لدراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، كما تم استخدام اختبار Jarque-Bera لتأكد من طبيعة توزيع بيانات الدراسة، كذلك وبغية اختبار ملائمة نموذج الدراسة، تم استخدام اختبار تضخم معامل التباين VIF، واختبار Durbin – Watson لأجل التحقق من عدم وجود مشكلة التداخل الخطي المتعدد والارتباط الذاتي على التوالي، كما تمت دراسة المعنوية الكلية لنموذج الدراسة باستخدام اختبار Fisher، وقد تم الاستعانة ببرنامج Eviews 12 Sv في القيام بالاختبارات الإحصائية والقياسية اللازمة لدراسة.

3.3 نموذج الدراسة

استنادا على افتراضات النظريات المالية المفسرة للهيكل المالي، والدراسات السابقة التي سبق

ذكرها، تمت صياغة نموذج الدراسة وفق الشكل التالي:

$$FSr = \beta_0 + \beta_1 As + \beta_2 Size + \beta_3 Age + \beta_4 Grow + \beta_5 Prof + \beta_6 DTS + \epsilon_i$$

حيث:

- FSr**: المتغير التابع الهيكل المالي يعبر عنه كنسبة إجمالي الديون على مجموع الخصوم.
- As**: المتغير المستقل هيكل أصول المؤسسة يعبر عن نسبة الأصول الثابتة على إجمالي الأصول.
- Size**: المتغير المستقل حجم المؤسسة، يمثل اللوغريتم الطبيعي للمجموع الأصول.
- Age**: المتغير المستقل عمر المؤسسة، يمثل مدة نشاط المؤسسة في السوق بالسنوات.
- Grow**: المتغير المستقل حجم المؤسسة، حيث تم استخدام نسبة القيمة السوقية للسهم على قيمته الدفترية (M/B) كمؤشر على نمو المؤسسة.
- Prof**: المتغير المستقل ربحية المؤسسة، حيث تم استخدام العائد على رأس المال (ROC) كمؤشر على ربحية المؤسسة.
- DTS**: المتغير المستقل الوفرة الضريبية عن الديون، يمثل اللوغريتم الطبيعي لـ (معدل الضريبة المفروضة على النشاط ضرب المصاريف المالية المخصومة من النتيجة).

4.3 التوزيع الطبيعي الجدول 1 : اختبار التداخل الخطي والارتباط الذاتي

	VIF	Tolerance
Tang	3,9983	0,2501
Size	5,1924	0,1926
Age	5,6188	0,1780
Grow	5,2719	0,1897
Prof	2,1180	0,4721
DTS	3,6953	0,2706
Durbin-Waston test : 1.56		
Jaque-Bera : 0.34		
Prob(Jaque-Bera): 0.84		

المصدر: من إعداد الباحثين إعتقادا عن مخرجات Eviews Sv 12

من أجل اختبار طبيعة توزيع بيانات الدراسة تمت الاستعانة باختبار Jarque-Bera، حيث وباعتماد على النتائج المتحصل عليها من الجدول (1)، يتبين أن قيمة احتمالية اختبار Jarque-Bera

محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية (دراسة حالة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر للفترة
(2010-2021))

تساوي 0.84 وهي أكبر من مستوى معنوية 5%، وعليه يمكن القول أن بيانات عينة الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي.

5.3 التداخل الخطي المتعدد

لغرض اختبار صلاحية النموذج، تم التأكد من عدم وجود مشكلة التداخل الخطي المتعدد عن طريق استخدام اختبار معامل تضخم التباين VIF، ووفق النتائج المتحصل عليها في الجدول (1)، يتبين أن قيمة معاملات تضخم التباين للمتغيرات المستقلة أقل من 10، وهي في المجال الملائم (Meyers (Hunter, 2010, p. 2229)، Gamst, & Guarino, 2006, p. 212). وعليه، يمكن نفي وجود مشكلة التداخل الخطي في نموذج الدراسة.

6.3 الارتباط الذاتي

بغية التأكد من صلاحية النموذج، تم اختبار وجود مشكلة الارتباط الذاتي باستخدام اختبار Durbin-Watson، ووفق النتائج المتحصل عليها في الجدول (1)، نلاحظ أن قيمة اختبار Durbin-Watson تساوي 1.56، وهي في المجال الملائم، والذي يقدر بـ [1.5-2.5] (Hutcheson & Sofroniou, 1999, p. 49)، (Hunter, 2010, p. 2229)، وعليه، يمكن نفي وجود مشكلة الارتباط الذاتي في نموذج الدراسة.

7.3 اختبار معنوية النموذج الجدول 2 : تحليل التباين ANOVA

	<i>df</i>	<i>Sum Squared</i>	<i>Mean Square</i>	<i>F</i>	<i>Prob</i>
Regression	6	0,1953	0,0325	17,4303	1,95506E-08
Residual	29	0,0542	0,0019		
Total	35	0,2494			

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً عن مخرجات Eviews Sv 12

من أجل التأكد من ملائمة نموذج الدراسة وقوته التفسيرية، تم الاعتماد على اختبار فيشر لغرض دراسة المعنوية الكلية للنموذج، ووفق النتائج المتحصل عليها في الجدول (2)، يظهر أن قيمة اختبار فيشر

المحسوبة تساوي 17.43 وهي أكبر من قيمة F الجدولية، والمقدرة بـ 2.43، كما نلاحظ أن الاحتمالية Prob(F-statistic) تساوي 0.000، وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، وعليه يمكن القول أن نموذج الدراسة ذو معنوية إحصائية كلية.

8.3 تحليل الارتباط الجدول 3: مصفوفة ارتباط بيرسون

	<i>FSr</i>	<i>As</i>	<i>Size</i>	<i>Age</i>	<i>Grow</i>	<i>Prof</i>	<i>DTS</i>
FSr	1						
As	0,1502	1					
Size	-0,8196	0,1103	1				
Age	-0,2457	0,7739	0,4869	1			
Grow	0,6362	-0,3796	-0,7170	-0,5865	1		
Prof	-0,2564	-0,0410	0,2320	0,1307	-0,5627	1	
DTS	-0,5230	0,3140	0,7466	0,6780	-0,5354	0,1883	1

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات Eviews Sv 12

استناداً على النتائج المتحصل عليها من خلال مصفوفة ارتباط بيرسون، نلاحظ وجود ارتباط ضعيف بين هيكل أصول المؤسسة، عمر المؤسسة، ربحية المؤسسة والهيكل المالي بلغ 15.02% و 24.57%، 25.64% على التوالي، كما نلاحظ وجود ارتباط متوسط بين المتغيرات نمو المؤسسة، الوفرة الضريبية عن الديون والهيكل المالي حيث بلغ الارتباط 63.62%، 52.3% على التوالي، كما يظهر من مصفوفة بيرسون وجود ارتباط قوي بين المتغير حجم المؤسسة والهيكل المالي بلغ 81.96%.

الجدول 4 : نتائج إختبار معامل الارتباط ومعامل التحديد

R	0,884818908
R Square	0,7829045
Adjusted R Square	0,73798819
Standard Error	0,04321313
Observations	36

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات Eviews Sv 12

محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية (دراسة حالة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر للفترة
(2010-2021))

كما نلاحظ من النتائج المتحصل عليها في الجدول (4) أن معامل الارتباط يساوي $R=88.48\%$ ، مما يعني وجود علاقة ارتباط قوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، كما نلاحظ أن قيمة معامل التحديد قدرت بـ $R^2=78.29\%$ ، مما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر 78.29% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع، والنسبة المتبقية من التغيرات تفسرها عوامل أخرى لم تتضمنها الدراسة.

9.3 اختبار الفرضيات

الجدول 5 : نتائج الإنحدار الخطي المتعدد

	<i>Coefficient</i>	<i>Std-Error</i>	<i>t-stastic</i>	<i>Prob</i>
C	1,9175	0,5340	3,5905	0,0012
As	0,2522	0,0913	2,7616	0,0099
Size	-0,0666	0,0244	-2,7300	0,0107
Age	-0,0008	0,0013	-0,5894	0,5601
Grow	0,0734	0,0312	2,3575	0,0254
Prof	0,1376	0,1073	1,2831	0,2096
DTS	0,0018	0,0098	0,1866	0,8533

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا عن مخرجات Eviews Sv 12

- $H_{1(1)} =$ يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$ هيكل أصول المؤسسة على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021).

من النتائج المتحصل عليها في الجدول (5)، نلاحظ أن قيمة المطلقة لـ t المحسوبة للمتغير هيكل أصول المؤسسة تساوي 2.76 وهي أكبر من القيمة t الجدولية المقدرة بـ 2.083، كما نلاحظ أن قيمة الاحتمالية (Prob) تساوي 0.0099، وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، وعليه وفق النتائج المتحصل

عليها، نرفض الفرضية العديمة H_0 ، ونقبل الفرضية البديلة H_1 ، مما يعني وجود علاقة معنوية لهيكل أصول المؤسسة على الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر.

- $H_{1(2)} =$ يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$ لحجم المؤسسة على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021).

من النتائج المتحصل عليها في الجدول (5)، نلاحظ أن قيمة المطلقة لـ t المحسوبة للمتغير حجم المؤسسة تساوي 2.73 وهي أكبر من القيمة t الجدولية المقدرة بـ 2.083، كما نلاحظ أن قيمة الاحتمالية (Prob) تساوي 0.0107، وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، وعليه وفق النتائج المتحصل عليها، نرفض الفرضية العديمة H_0 ، ونقبل الفرضية البديلة H_1 ، مما يعني وجود علاقة معنوية لحجم المؤسسة والهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر.

- $H_{1(3)} =$ يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$ لعمر المؤسسة على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021).

من النتائج المتحصل عليها في الجدول (5)، نلاحظ أن قيمة المطلقة لـ t المحسوبة للمتغير عمر المؤسسة تساوي 0.58 وهي أقل من القيمة t الجدولية المقدرة بـ 2.083، كما نلاحظ أن قيمة الاحتمالية (Prob) تساوي 0.56، وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، وعليه وفق النتائج المتحصل عليها، نقبل الفرضية العديمة H_0 ، مما يعني عدم وجود علاقة معنوية لعمر المؤسسة والهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر.

- $H_{1(4)} =$ يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$ لنمو المؤسسة على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021).

من النتائج المتحصل عليها في الجدول (5)، نلاحظ أن قيمة المطلقة لـ t المحسوبة للمتغير نمو المؤسسة تساوي 2.35 وهي أكبر من القيمة t الجدولية المقدرة بـ 2.083، كما نلاحظ أن قيمة

محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية (دراسة حالة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر للفترة
(2021-2010))

الاحتمالية (Prob) تساوي 0.0254، وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، وعليه وفق النتائج المتحصل عليها، نرفض الفرضية العديمة H_0 ، ونقبل الفرضية البديلة H_1 ، مما يعني وجود علاقة معنوية لنمو المؤسسة والهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر.

• $H_{1(5)}$ = يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لربحية المؤسسة

على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2021-2010)

من النتائج المتحصل عليها في الجدول (5)، نلاحظ أن قيمة المطلقة لـ t المحسوبة للمتغير لربحية المؤسسة تساوي 1.28 وهي أقل من القيمة t الجدولية المقدرة بـ 2.083، كما نلاحظ أن قيمة الاحتمالية (Prob) تساوي 0.2096، وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، وعليه وفق النتائج المتحصل عليها، نقبل الفرضية العديمة H_0 ، مما يعني عدم وجود علاقة معنوية لربحية المؤسسة والهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر.

• $H_{1(6)}$ = يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للوفرات

الضريبية عن الديون على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة
(2021-2010).

من النتائج المتحصل عليها في الجدول (5)، نلاحظ أن قيمة المطلقة لـ t المحسوبة للمتغير للوفرات الضريبية عن الديون تساوي 0.18 وهي أقل من القيمة t الجدولية المقدرة بـ 2.083، كما نلاحظ أن قيمة الاحتمالية (Prob) تساوي 0.8533 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، وعليه وفق النتائج المتحصل عليها، نقبل الفرضية العديمة H_0 ، مما يعني عدم وجود علاقة معنوية للوفرات الضريبية عن الديون والهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر.

10.3 مناقشة النتائج

اعتمادا على ما سبق، من مخرجات تحليل الانحدار واختبار الفرضيات، أظهرت نتائج الدراسة أن هنالك علاقة عكسية ذات دلالة معنوية لحجم المؤسسة والهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر، وتتعارض هذه النتيجة مع افتراضات نظرية الموازنة والتي تفترض أن هناك علاقة طردية بين حجم المؤسسة والهيكل المالي (Salawu & Agboola, 2008, p. 76)، كما تتعارض هذه النتيجة مع العديد من الدراسات السابقة، والتي توصلت لعلاقة طردية بين حجم المؤسسة والهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية (Frank & Goyal, 2003, p. 239) (Rajan & Zingales, 1995, p. 26) (Barclay & Smith Jr., 1996, p. 16) (Stohs & Mauer, 1996, p. 302) (Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 1996)، بينما توصلت دراسة (Titman & Wessels, 1988, pp. 13-14-17) إلى نتيجة تتوافق مع نتائج الدراسة بوجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة والهيكل المالي، ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن المؤسسات كبيرة الحجم لها تنوع في استثماراتها، تجعلها جذابة للمستثمرين مما يرفع الطلب على أسهمها، وبالتالي يرفع من قيمة أموالها الخاصة، ويقلل من حاجتها لاستعمال الديون في التمويل.

أما في ما يتعلق بالعلاقة بين هيكل أصول المؤسسة والهيكل المالي، فقد تبين من النتائج المتوصل إليها، وجود علاقة طردية ذات دلالة معنوية، وهذا ما يتوافق مع نظرية الموازنة ونظرية التسلسل الهرمي في التمويل، حيث أن الأصول الثابتة في هيكل أصول المؤسسة تعتبر ضمانا للمقرضين، لأجل تأمين استرجاع أموالهم في حالة العجز المالي للمؤسسات الاقتصادية، مما يحفزهم على الإفراض لهذه المؤسسات، كما تتوافق هذه النتيجة مع أغلب نتائج الدراسات التطبيقية السابقة (Salawu & Agboola, 2008, p. 81) (Frank & Goyal, 2003, p. 239) (Nasimi, 2016, p. 36)، وعلى عكس هذه النتيجة، توصلت دراسة (Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt, & Maksimovic, 2001, p. 118) إلى وجود علاقة عكسية بين هيكل أصول المؤسسة والهيكل المالي.

كذلك ووفق النتائج المتوصل إليها، فقد تبين وجود علاقة طردية بين نمو المؤسسة والهيكل المالي، وتتعارض هذه النتيجة مع نظرية الموازنة والتي تتوقع وجود علاقة عكسية بين نمو المؤسسة والهيكل المالي، وهذا ما توصلت له العديد من الدراسات التطبيقية السابقة (Frank & Goyal, 2003, p. 239) (Rajan & Zingales, 1995, p. 25) (Titman & Wessels, 1988, p. 15) (Barclay & Smith Jr., 1996, p. 17). وقد يفسر هذه بأن مصادر التمويل الداخلية لم تكفي المؤسسات الاقتصادية في تغطية

الفرص الاستثمارية المتاحة، مما يجعل المؤسسة تلجأ للرفع المالي.

محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية (دراسة حالة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر للفترة
(2010-2021))

أما بالنسبة لربحية المؤسسة، فإن النتائج المتوصل إليها تشير إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين ربحية المؤسسة والهيكل المالي، وهذا ما يتعارض مع نظرية الموازنة، نظرية التسلسل الهرمي في التمويل ونظرية الوكالة، وتتوقع هذه النظريات وجود تأثير لربحية المؤسسة على طريقة اختيارها لهيكلها المالي، بالرغم من الاختلاف حول طبيعة التأثير، كما تتعارض هذه النتيجة مع بعض الدراسات التطبيقية السابقة (Kester, 1986, p. 13) (Jensen, Solberg, & Zorn, 1992, p. 256) وعلى خلاف ذلك، توصلت دراسة (Nasimi, 2016, p. 36) بشكل موافق لنتائج الدراسة إلى عدم وجود تأثير لربحية المؤسسة على هيكلها المالي. أما بالنسبة للوفرات الضريبية عن الديون، فإن النتائج المتحصل عليها تشير إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الوفرات الضريبية عن الديون والهيكل المالي، وهذا ما يتعارض مع نظرية الموازنة، كما تتعارض هذه النتيجة مع بعض الدراسات التطبيقية سابقة (Khoury, 2022) (Lei, 2020, p. 137). بينما توصلت دراسة (Michalkova, Stehel, Nica, & Durana, 2021, p. 289) لوجود علاقة معنوية بين الوفرات الضريبية على الديون والهيكل المالي لعينة من المؤسسات الاقتصادية في دولة سلوفاكيا، وعلى خلاف ذلك، وبشكل موافق لنتيجة هذه الدراسة، توصلت نفس الدراسة لعدم وجود علاقة معنوية بين الوفرات الضريبية على الديون والهيكل المالي لعينة من المؤسسات الاقتصادية في دولة تشيك. (Michalkova, Stehel, Nica, & Durana, 2021, pp. 285-287). ويمكن تفسير النتائج المتعلقة بعلاقة الربحية والوفرات الضريبية مع الهيكل المالي، بأن المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر لا تعتمد بشكل كبير على مصادرها الداخلية في تمويل أنشطتها الاقتصادية، حيث يظهر هذا أن حجم الأرباح لا تؤثر على سياسات التمويل لهذه المؤسسات الاقتصادية، وكذلك فإنه يمكن استنتاج أن مستوى ربحية المؤسسة لا تؤثر على قرارات المالية للمؤسسات، في استخدام الرفع المالي كوسيلة للتخفيض من الأعباء الضريبية، عن طريق الاستفادة من وفرات ضريبية، وهذا ما يفسر غياب علاقة معنوية بين الوفرات الضريبية على الديون و الهيكل المالي.

أما بالنسبة لعمر المؤسسة، فإن النتائج المتوصل إليها أظهرت عدم وجود علاقة معنوية بين عمر المؤسسة وهيكلها المالي، ويتعارض هذا مع النظريات المالية، كما تتعارض هذه النتيجة مع بعض الدراسات السابقة. (Petersen & Rajan, 1994, p. 13) (Ahmad & Aris, 2015, p. 205)، ويمكن تفسير هذا بأن

المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر حديثة نسبيا في النشاط، مما يجعلها لا تملك الخبرة، والسمعة الكافية التي يمكن أن تؤثر على السلوك المقرضين اتجاه هذه المؤسسات.

4. الخلاصة

حاولت هذه الدراسة التعرف على أبرز النظريات المالية المفسرة للسلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية في تشكيل هيكلها المالي، كما سعت الدراسة للتعرف على العوامل المؤثرة والمحددة لتشكيل المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر لهيكلها المالي، حيث أظهرت الدراسة وجود علاقة معنوية طردية بين هيكل أصول المؤسسة، نمو المؤسسة والهيكل المالي، وعلاقة معنوية عكسية بين حجم المؤسسة والهيكل المالي، وعلى عكس من ذلك، أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة معنوية بين ربحية المؤسسة، عمر المؤسسة، الوفرة الضريبية عن الديون والهيكل المالي.

واستخلاصا من هذه النتائج، يتبين أن السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر في تشكيل هيكلها المالي، لا يتوافق مع افتراضات النظريات المالية، ويستثنى من هذا، ما يتعلق بافتراض نظرية الموازنة ونظرية التسلسل الهرمي في التمويل بوجود علاقة طردية بين هيكل أصول المؤسسة الاقتصادية ودرجة الرفع في الهيكل المالي.

1.4 الاقتراحات

بناء على نتائج الدراسة، تم توصل لبعض الاقتراحات، تتمثل في ما يلي:

- على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية المدرجة في بورصة الجزائر أن تولي الاهتمام البالغ في تحسين الوظيفة المالية، والاعتماد على سياسات تمويلية قصيرة وطويلة الأجل، يتم تحديدها على أساس المعرفة الدقيقة بالاطر والقواعد المالية المتفق عليها علميا، وكذلك المعرفة الدقيقة بطبيعة السوق والبدائل التمويلية المتوفرة، بغية المفاضلة بينها لتمكين المؤسسة من تخفيض تكاليف التمويل وتجنب العسر المالي والمخاطر المالية الأخرى، مما يساعدها في الاستمرار في ممارسة النشاط، وتعزيز قيمتها السوقية.

محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية (دراسة حالة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر للفترة
(2021-2010))

- على السلطات المسؤولة السعي إلى دعم السوق المالي والوصول لبورصة نشطة في المستقبل، بغية تمكين المؤسسات الاقتصادية الجزائرية من الحصول على بدائل تمويلية أكثر تنوعا غير متوفرة في الظروف الحالية للسوق.

5.المراجع:

- Ahmad, N., & Aris, Y. (2015). Does Age of the Firm Determine Capital Structure Decision? Evidence from Malaysian Trading and Service Sector. *International Business Management* , 9(3), pp. 200-207.
- Barclay, M. J., & Smith Jr., C. W. (1996). On Financial Architecture: Leverage, Maturity and Priority. *Journal of Applied Corporate Finance* , 8(4), pp. 4-17.
- Benito, A. (2003). Capital Structure Decisions of Firms: Is There A Pecking Order? *Bank of Spain, Document 0310*.
- Booth, L., Aivazian, V., Demircug-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *Journal of Finance* , 56(1), pp. 87-130.
- Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (1996). Stock Market Development and Corporate Finance Decisions. *Finance and Development* , 10(2).
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics* , 67(2), pp. 217-248.
- Hunter, M. G. (2010). *Strategic Information Systems (Concepts, Methodologies, Tools, and Applications)*. Information Science Reference.
- Hutcheson, G. D., & Sofroniou, N. (1999). *The Multivariate Social Scientist (Introductory Statistics Using Generalized Linear Models)*. SAGE Publications.
- Jensen, G. R., Solberg, D. P., & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (27(2)), pp. 247-261.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure. *Journal of Financial Economics* (3(4)), pp. 305-360.
- Kester, W. C. (1986). Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese. *Financial Management* , 15(1), pp. 5-16.
- Khouri, N. (2022). FIRM LEVEL DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE. *Les cahiers du CREAD* (38(2)), pp. 5-23.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance* (28(4)), pp. 911-922.
- Lei, L. (2020). Research on the Impact of Tax Shield Effect on Corporate Capital Structure. *Modern Economy* (11(1)), pp. 126-139.
- Mackie-Mason. (1990). Do Taxes Effect Corporate Financing Decisions? *Journal of Finance* , 45(5), pp. 1471-1493.
- Meyers, L. S., Gamst, G., & Guarino, A. (2006). *Applied Multivariate Research*. SAGE Publications.
- Michalkova, L., Stehel, V., Nica, E., & Durana, P. (2021). Corporate management : capital structure and tax shields. *Marketing and Management of Innovations* ((3)), pp. 276-295.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review* , pp. 433-443.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when frms have. *Journal of Financial Economics* (13(2)), pp. 187-221.
- Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance* (39(2)), pp. 575-592.
- Nasimi, R. N. (2016). Determinants of Capital Structure (An Empirical Evidence, US). *Global Journal of Management and Business Research: C* (16(4)).
- Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1994). The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data. *The Journal of Finance* , 49(1), pp. 3-37.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do We Know about Capital Structure Some Evidence from. *Journal of Finance* (50(5)), pp. 1421-1460.

محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية (دراسة حالة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر للفترة
(2021-2010))

- Salawu, R. O., & Agboola, A. A. (2008). The Determinants of Capital Structure of Large Non-Financial Listed Firms in Nigeria. *The International Journal of Business and Finance Research* (2(2)), pp. 75-84.
- Serghiescu, L., & Văidean, V.-L. (2014). Determinant factors of the capital structure of a firm- an empirical analysis. *Procedia Economics and Finance* (15), pp. 1447-1457.
- Sheikh, N., & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial finance* (37(2)), 117-133.
- Stohs, M. H., & Mauer, D. C. (1996). The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure. *Journal of Business* (69(3)), pp. 279-312.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure choice. *Journal of Finance* (43(1)), pp. 1-19.
- Toumi, S., & Dadene, A. (2014). The Determinants Of Financial Structure In The Algerian Enterprises: A Comparative Study Between The Smes And Large Companies. *Les cahiers du CREAD* (30(108)), pp. 5-28.
- Uzliawati, L., Yuliana, A., Januarsi, Y., & Santo, M. (2018). Optimisation of Capital Structure and Firm Value. *European Research Studies Journal* (21(2)), pp. 705-713.

نبيل حركاتي. (ديسمبر, 2018). محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف للفترة: (2014-2009). *مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير*.

نبيلة سهيلية، وبوكنير جبار. (جوان, 2017). عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري (1999-2014). *مجلة ميلاف للبحوث والدراسات*.

6. الملاحق

الشكل (1) : اختبار معامل تضخم التباين VIF

Dependent Variable: FSR Method: Least Squares Date: 09/07/23 Time: 13:48 Sample: 1 36 Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.917506	0.534045	3.590533	0.0012
AS	0.252203	0.091325	2.761607	0.0099
SIZE	-0.066621	0.024403	-2.729970	0.0107
AGE	-0.000784	0.001331	-0.589414	0.5601
GROW	0.073446	0.031155	2.357467	0.0254
PROF	0.137632	0.107261	1.283148	0.2096
DTS	0.001837	0.009846	0.186550	0.8533
R-squared	0.782905	Mean dependent var	0.565248	
Adjusted R-squared	0.737988	S.D. dependent var	0.084422	
S.E. of regression	0.043213	Akaike info criterion	-3.272679	
Sum squared resid	0.054154	Schwarz criterion	-2.964772	
Log likelihood	65.90821	Hannan-Quinn criter.	-3.165211	
F-statistic	17.43029	Durbin-Watson stat	1.566087	
Prob(F-statistic)	0.000000			

الشكل (2): نتائج اختبار الانحدار الخطي المتعدد.

Variance Inflation Factors Date: 09/07/23 Time: 13:51 Sample: 1 36 Included observations: 36			
Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.285204	5498.275	NA
AS	0.008340	56.14177	3.998298
SIZE	0.000596	6298.473	5.192405
AGE	1.77E-06	33.34842	5.618761
GROW	0.000971	15.04289	5.271850
PROF	0.011505	2.274016	2.118036
DTS	9.69E-05	486.4668	3.695253

محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية (دراسة حالة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر للفترة
(2021-2010))

الشكل 3: مصفوفة ارتباط بيرسون

	FSR	AS	SIZE	AGE	GROW	PROF	DTS
FSR	1.000000	0.150210	-0.819557	-0.245745	0.636233	-0.256354	-0.523038
AS	0.150210	1.000000	0.110253	0.773890	-0.379633	-0.041005	0.314048
SIZE	-0.819557	0.110253	1.000000	0.486909	-0.716990	0.231978	0.746582
AGE	-0.245745	0.773890	0.486909	1.000000	-0.586529	0.130671	0.678031
GROW	0.636233	-0.379633	-0.716990	-0.586529	1.000000	-0.562685	-0.535371
PROF	-0.256354	-0.041005	0.231978	0.130671	-0.562685	1.000000	0.188252
DTS	-0.523038	0.314048	0.746582	0.678031	-0.535371	0.188252	1.000000

الشكل (4): اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

