

محددات هيكل رأس المال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: تطبيق على عينة من القطاع الخاص العاملة بولاية الجزائر

محمد قلي

أستاذ مساعد، باحث دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية، وعلوم التسيير بجامعة
مولود معمري، تيزي وزو، issamkolli@yahoo.fr

فيصل عياد

أستاذ مساعد، باحث دكتوراه، بالمدرسة العليا للتجارة، الجزائر؛
faylosophie@hotmail.com

محمّد آكلي أوغليسي

أستاذ مساعد، باحث دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية، وعلوم التسيير بجامعة
فرحات عباس، سطيف، om_univ@yahoo.fr

Abstract : It is assumed in Algeria that financing of small and medium companies does not fit the mechanisms' orthodoxy of the modern financial systems. This difference can be attributed for several factors. The objective of this article is to define an econometric model that can determine the nature of relationship between the debt ratio as a dependent variable and a group of suspected exogenous factors mainly the size, return, guaranties, sector, and legal form.

Keywords: capital structure, cost of capital, firm value, debt.

الملخص: يمكن القول أن تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر لا يخضع لنفس الميكانيزمات الأرثوذكسية للأنظمة المالية الحديثة. وهذا يمكن إرجاعه لمجموعة من العوامل المؤثرة على السياسة المالية للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة في الجزائر. على هذا الأساس يهدف هذا المقال إلى إيجاد نموذج قياسي يحدد طبيعة العلاقة بين نسبة الاستدانة كمتغير تابع ومجموعة من العوامل المفسرة لهذه النسبة على مستوى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ولاية الجزائر (الحجم المردودية، الضمانات، طبيعة قطاع النشاط، والشكل القانوني).
كلمات مفتاحية: هيكل رأس المال، تكلفة رأس المال، قيمة المؤسسة، الاستدانة.

1- مقدمة

يتطلب اعتماد المؤسسة على مختلف المصادر التمويلية المفاضلة بينها، ومن بين المشاكل المطروحة بحدّة في هذا المجال هي المتعلقة بأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة؟ حيث أثارت مشكلة اختيار هيكل رأس المال جدلاً كبيراً بين

المالين قرابة خمسين سنة، وهذا نظرا لتعدد المتغيرات المتعلقة بالموضوع من جهة وكذا خصوصيات البيئة التي تنشط فيها المؤسسة من جهة أخرى.

تباينت الآراء والمداخل حول تأثير هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة. في الواقع تمثل مسألة هيكل رأس المال وتأثيره على القيمة السوقية للمؤسسة إحدى القضايا الهامة في نظرية التمويل، وربما أهم القضايا التي نالت اهتماما نظريا وتجريبيا عما سواها من جانب الباحثين في مجال هيكل التمويل.

إن هدف كل مؤسسة هو تعظيم قيمتها السوقية، ومن أجل الوصول إلى هذه الغاية ترسم المؤسسة سياسة مالية تهدف إلى تخفيض التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال. ولأن إشكالية تعظيم قيمة المؤسسة تطرح مسألة تحديد تكلفة التمويل من جهة، والهيكل المالية للبنية التحتية لرأس المال من جهة أخرى.

هناك من الاقتصاديين من يرى أن هيكل رأس المال مستقلة عن تكلفة رأس المال. وبالتالي يكون قد ألقى كل المؤثرات الخارجية في سوق المال وتوقعاتها، وهناك من أثبت أن هناك علاقة وطيدة بين تكلفة رأس المال والهيكل المالية للمنشأة الاقتصادية، وعليه يمكن تحقيق تكلفة رأس المال دنيا بالاستعمال المنظم والمحكم للديون، ويتجلى ذلك من خلال سياسة مالية محكمة في المؤسسة، ولكن عند بلوغ حد معين فإن التكلفة تبدأ في الارتفاع بسبب المخاطر المالية الناجمة عن ارتفاع حجم المديونية.

من أجل تحقيق هدف البحث، والمتمثل في محاولة تحديد هيكل رأس المال مناسب للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، من خلال عينة منها، بتحديد نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمستوى الاستدانة الإجمالية "DET"، وباعتماد على طريقة المربعات الصغرى "MCO"، سوف نعرض بداية عددا من الجوانب النظرية المرتبطة بالموضوع.

2- جوانب نظرية لهيكل رأس المال

عرف الموضوع تعاقب عدة نظريات يمكن التطرق إليها على مجموعات:

2.1- نظريات الربح أو بدون جباية

تعتبر نظرية الربح الصافي « *Net Income Theory* » التي طورت من طرف Durand (1952) أولى النظريات التي اهتمت بتفسير الهيكل المالي للمؤسسة وتحليل أثر ذلك على قيمة المؤسسة. حيث يؤكد Durand أنه بالإمكان التأثير على القيمة السوقية للمؤسسة وتكلفة الأموال المرجحة بواسطة التغير في نسبة الرافعة المالية، فزيادة التمويل بواسطة الديون ذات التكلفة الأقل سوف تضمن انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة، والتي بالضرورة تؤدي إلى رفع

القيمة السوقية للمؤسسة. هذا، ويعتبر مؤيدو هذه النظرية أنه توجد هيكلية مثلى لرأس المال، حيث بإمكان المؤسسة أن تعظم من قيمتها من خلال توليفة مثلى لعنصري الأموال الخاصة والمديونية.

وبما أن التمويل عن طريق الديون له تكلفة أقل من التمويل بواسطة الأموال الذاتية فإن كل زيادة في الاستدانة تؤثر إيجاباً على الرافعة المالية. بمعنى أنه يؤدي إلى انخفاض في التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال «*Weighted (WACC) Average Cost of Capital*»، وذلك من خلال الوفورات الضريبية الناجمة عن ارتفاع حجم الديون، على هذا الأساس فالاستمرار في التمويل بواسطة الديون إلى أعلى نسبة، وهي 100%، يعطي أقل تكلفة متوسطة مرجحة لرأس المال ما يسمح بالوصول إلى أعظم قيمة للمؤسسة.

تم تعديل هذه النظرية فيما بعد، حيث اعتبر أن التمويل الكلي عن طريق الاستدانة أمر غير منطقي ومبالغ فيه في الواقع العملي للمؤسسات، وقد لوحظ أن تكلفة رأس المال تتناقص تحت تزايد تكلفة الاستدانة، وهذا ما يفسر بالوفورات الضريبية، وتصل إلى حد معين تميل فيه إلى الثبات، ثم تتزايد، وذلك بعد اختفاء أثر الوفر الضريبي، أين يصبح المساهمون يطالبون بمعدل مردودية للأموال الخاصة أعلى من الوفورات الضريبية الناجمة عن الزيادة في حجم الاستدانة، الأمر الذي يؤدي إلى تزايد تكلفة رأس المال، فتتحدد النقطة المثلى حسب هذا المنظور عند النقطة التي ستغير فيها تكلفة رأس المال اتجاهها من زيادة تكلفة الاستدانة بدرجة واحدة.

ويعتبر Modigliani & Miller (1958) أنه في عالم لا ينشأ فيه ديون ضرائب فإن قيمة المؤسسة مستقلة تماماً عن هيكلها المالي، بمعنى أن معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين يبقى ثابت مهما كان مستوى الاستدانة في المؤسسة، إذن لا توجد هيكلية رأس مال مثلى ومسيرة المؤسسات. سيجدون محايداً في قضية الاختيار التمويلي بين الأموال الخاصة والديون، والنتيجة المهمة المتوصل إليها هي الفصل بين قرارات التمويل وقرارات الاستثمار.

وفقاً لتحليل Modigliani & Miller إذا كانت مؤسستان تنتميان لنفس قسم المخاطرة أي متماثلتين تماماً تجاه هيكليهما المالي، فإن قيمتهما السوقية لا بد وأن تتساوى. لكن ماذا سيحدث إذا ما ارتفعت القيمة السوقية لإحدى المؤسستين نتيجة الوفورات الضريبية الناجمة عن الزيادة في الاستدانة؟ أشار Modigliani & Miller إلى أن هذه الوضعية لا تستمر، حيث سيعود الوضع مرة أخرى إلى حالة التوازن، أي تتساوى القيمة السوقية للمؤسستين، ويرجع السبب في ذلك إلى عملية الترحيح «*Arbitrage*». النقطة الثانية التي تجدر الإشارة إليها هي استقلالية

تكلفة رأس المال عن حجم الاستدانة، بمعنى أن التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال « *WACC* » تبقى ثابتة بغض النظر عن نسبة الديون في هيكل التمويل.

أجريت مجموعة من الاختبارات والدراسات التطبيقية حول نموذج Modigliani & Miller عند غياب الأثر الضريبي وحملت أغلبها انتقادات للنموذج رغم بعض التأييد. فدراسة Hamada (1972) بينت أن النموذج استطاع أن يفسر من 21% إلى 24% من الخطر النظامي الذي تحمله الأسهم العادية ما يفسر ارتفاع المخاطرة المالية للمؤسسة عند الزيادة في المديونية. أما Masulis (1983)، فقد برهن أنه توجد علاقة طردية بين أسعار الأسهم وتغيرات نسب الرافعة المالية، وبين أن التغير في قيمة المؤسسة يرتبط إيجابيا مع الزيادة في المديونية مما يتعارض تماما مع نموذج Modigliani & Miller ما يثبت وجود أثر الوفورات الضريبية على قيمة المؤسسة. كذلك Robichek & Al (1973) بينوا أن أثر نسب الرافعة المالية على تكلفة رأس المال يكون في حدود 0.9% من أجل كل تغير في الوحدة من نسبة الديون على الأموال الخاصة، مما يثبت أثر الاستدانة على قيمة المؤسسة.

2.2- نظريات بأثر الجباية والإفلاس

دفعت الانتقادات الموجهة لنموذج Modigliani & Miller (1958) خاصة فيما يتعلق بأثر الضريبة على الهيكل المالي للمؤسسة بالباحثين إلى إعادة تعديل النموذج عام 1963 مع الأخذ بعين الاعتبار العامل الضريبي حيث أدخل الأثر الجباي على الهيكل المالي للمؤسسة. والنتيجة التي توصل إليها هي أنه في حالة وجود الضرائب فإن التمويل عن طريق الديون يصبح أكبر جاذبية من التمويل عن طريق الأموال الخاصة وذلك نظرا للوفورات الجبائية الناجمة عن الاستدانة. فمن بين الميزات التي تتيحها الاستدانة، أنها تعتبر من بين التكاليف التي يمكن تخفيضها عند حساب الضريبة على الأرباح ومن ثم فإن خضوع ربح المؤسسة للضريبة يعني أن المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من القروض إلى جانب الأموال الخاصة تستطيع تحقيق وفورات ضريبية.

غير أنه إذا كان للاستدانة تأثير إيجابي على قيمة المؤسسة، فإن الأثر السلبي يتمثل في ظهور كل من تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة. وفي ظل وجود هذين النوعين من التكاليف فمن المحتمل أن يكون هناك هيكل تمويل أمثل، يتحدد بمستوى الاستدانة الذي تتساوى عنده مزايا الاستدانة المتمثلة في الوفورات الضريبية مع العيوب الناجمة عنه والمتمثلة في تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة التي تصاحب الاستدانة.

عرف Altman (1984) نوعين من تكاليف الإفلاس، تكاليف مباشرة (تكاليف إدارية، تكاليف إعادة التنظيم، تكاليف مالية، تكاليف الإنابة، تكاليف البيع القسري والمستعجل للأصول والتكاليف الاجتماعية)، وتكاليف غير مباشرة (تكاليف الصورة أو المصادقية المالية والتجارية وتكاليف الفرصة الضائعة). هذا، ولا يقتصر مفهوم تكاليف الإفلاس على المصاريف الإدارية والقانونية التي تصاحب عملية الإفلاس، بل يمتد ليشمل الانخفاض في قيمة الأصول، إذ من المتوقع أن تكون إيرادات بيع أصول المؤسسة أقل من القيمة المحاسبية لها. ليس هذا فقط، بل أن مفهوم تكلفة الإفلاس يتضمن الخسائر أو التدهور المحتمل في الأرباح نتيجة انخفاض أداء نشاط المؤسسة قبيل وقوع الإفلاس.

ويدرك المقرضون جيدا أنهم عرضة لتحمل جزء من تكلفة الإفلاس في حالة حدوثه، إذ قد لا تكفي أموال التصفية لسداد مستحققاتهم بالكامل. ولكي يتجنب المقرضون مثل هذه المخاطر إذا ما وقعت فإنهم يقومون من البداية بنقل هذه التكاليف إلى المالكين تحسبا لوقوع الإفلاس. ويأخذ ذلك شكل ارتفاع في معدل المردودية الذي يطلبونه للاستثمار في سندات المؤسسة، أو ارتفاع في معدل الفائدة على القروض التي يقدمونها لها. إن قيام المقرضين بنقل تكلفة الإفلاس إلى المساهمين، يعني أنهم - أي المساهمين - أصبحوا يتحملون وحدهم مخاطر الإفلاس، ولا يستطيعون التخلص منها عن طريق التنويع في محفظة الأوراق المالية الخاصة بهم. على هذا الأساس، فإن السبيل الوحيد لإقناع المستثمر بتحملها هو الحصول على معدل مردودية مرتفع لتعويضه عنها. ما يعني وجود علاقة مباشرة بين نسبة الاستدانة على الأموال الخاصة وبين معدل المردودية الذي يطلبه المساهمين على الاستثمار. ونعلم أن ارتفاع معدل العائد يؤدي إلى ارتفاع التكلفة المتوسطة الترجيحية لرأس المال « *WACC* » ومنه انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

تقتضي نظرية تكاليف الإفلاس أن القرار الأمثل للاقتراض والذي يضمن أعلى قيمة سوقية للمؤسسة ما هو إلا محصلة للتوازن بين الأثر الإيجابي الذي تحدثه القيمة الحالية للوفورات الضريبية والأثر السلبي الذي تسببه تكلفة الإفلاس. وكنتيجة لذلك، فإن المؤسسة تبدأ في الاقتراض حتى تصل إلى المستوى الذي تتساوى فيه القيمة الحالية للوفورات الضريبية مع تكلفة الإفلاس، وفي هذه الحالة يكون معدل تكلفة رأس المال المرحح في أدنى حد له وتكون عندئذ القيمة السوقية للمؤسسة في أعلى حد لها.

امتد Miller (1977) في تحليله إلى ما يسمى بالتوازن العام على مستوى سوق المال، حيث أشار إلى أن التباين في معدل الضريبة الشخصية للمستثمرين من شأنه أن يؤثر على قرارات الاستثمار فالمستثمرون الذين تعفى دخولهم من

الضريبة الشخصية مثل مؤسسات إدارة أموال المعاشات تفضل أن توجه مواردها المالية إلى الاستثمار في السندات، أما المستثمرون الذين تخضع دخولهم للضريبة فإنهم يفضلون الاستثمار في الأسهم.

ناقش Litzenberger & Van Horne (1978) في مقال لهما تأثير الضرائب المتعلقة بالمؤسسات وتكلفة الإفلاس على سوق رأس المال، حيث أكدوا أن أي تغيير في الضرائب (ارتفاعها) قد تجعل الأسهم في أسوأ حال، خاصة إذا كان سعرها السوقي أقل من سعرها الاسمي، وكذا تأثير تعديل الضرائب الشخصية على المستثمرين، حيث أن حملة الأسهم العادية لا يجمعون على زيادة الديون في هيكل رأس المال تحت تأثير هذه الضرائب، فهم يفضلون الحفاظ على الهيكل الحالي لرأس المال (الحفاظ على تكلفة الإفلاس) لأن اللجوء إلى الديون تعني نقص العائد المتاح للمساهمين وبالتالي بفضل وجود الضرائب الشخصية فإنه سيتم فقدان قيمة من العائد الذي كان من المفروض أن يحصلوا عليه.

2.3- نظريات بأثر توفر المعلومات وتكاليف الوكالة

بعد إظهار الآثار المرتبطة بالجباية وتكاليف الإفلاس اتجهت النظرية المالية إلى دراسة فرضية توفر المعلومات التامة بين الأعوان الاقتصاديين، ما أدى إلى إعادة النظر في الهيكل المالية للمؤسسة. لقد ظهر الاهتمام بتأثير تكلفة الوكالة على قرار الاستدانة وعلى هيكل رأس المال في المؤسسة في منتصف السبعينيات عندما قدم الباحثان Jensen & Meckling (1976) تعريفهما للمؤسسة من منظور الوكالة. تهدف نظرية الوكالة إلى تقديم خصائص التعاقد الأمثل بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على المبدأ النيوكلاسيكي الذي مفاده أن كل عون اقتصادي يبحث عن مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة. هذه الأخيرة تنجر عنها تكاليف تعرف بتكاليف الوكالة. هذا، وتعتبر تكاليف الوكالة عن المصاريف الإدارية 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 ومصالح المسيرين، أما المصدر الثاني فينشأ نتيجة التعارض بين المساهمين والمقرضين.

فيما يتعلق بالهيكل المالية للمؤسسة تظهر الاستدانة كوسيلة لتقليل التضارب بين المسيرين والمساهمين عن طريق تفويض المراقبة للدائنين، وبالتالي يضمن المساهمون مراقبة أكثر فعالية على السياسة التسييرية. فالدفع المنتظم للفوائد وتسديد أقساط الاستدانة يضمن مراقبة سياسات الاستثمار المتخذة من قبل المسيرين، أي بمعنى آخر إذا كان المساهمون يجهلون مردودية المشروع الذي شرع فيه المسير نتيجة قلة المعلومات، فإن اللجوء إلى الاستدانة يشير إلى أن

مردودية المشروع تغطي على الأقل قيمة الديون، كما تسمح بتقليل النفقات الغير ضرورية.

في نفس الوقت، تمثل هذه المديونية من جانب آخر مصدرا للخلاف بين المساهمين والمقرضين، وبالتالي تكون المديونية مصدرا لتكاليف وكالة من صنف آخر. فالعلاقة التي تنشأ بين المقرض والمؤسسة تخضع لمبدأ عدم التناظر في المعلومة « *L'asymétrie d'information* ». ويتمثل هذا المبدأ في اعتبار وجود تباين في المعلومة من حيث المستوى والنوعية بين الأعوان الاقتصاديين وهذا طوال فترة علاقة القرض. تظهر علاقة الوكالة من خلال شكلين أساسيين، أولاهما يتعلق بمشكل الاختيار المعاكس « *Sélection Adverse* » من طرف المساهمين فيما يخص المشاريع الاستثمارية. أما ثاني شكل للوكالة، فيتمثل في متابعة ومراقبة الأموال الممنوحة من طرف الدائنين، والذي يتعلق بسياسات الأجور وتعويض الأصول ومشكل الاستثمار تحت المعدل الأمثل « *Sous-investissement* ».

إدراكا لهذه المخاطر يقوم المقرضون بتحميل سعر الإقراض مختلف تكاليف الوكالة المرتبطة بانعدام التناظر في المعلومة بين المقرضين والمساهمين. محاولين بذلك التقليل من هذه المخاطر عن طريق الإجراءات التعاقدية. فإذا كانت الاستدانة تمثل نمط أساسي في فض التضارب في المصالح بين المساهمين والمسير فهي تولد تضارب آخر في المصالح مع المقرضين التي تولد بدورها تكلفة وكالة على هذا الأساس هيكل رأس المال الأمثل للمؤسسة يتحدد بالمراجعة بين ميزات الاستدانة (تخفيض تكاليف الوكالة بين المساهمين والمسير) وتكاليف الوكالة المتعلقة بالعلاقة مع المقرضين.

كما هو الحال بالنسبة لتكلفة الإفلاس فإن المقرضين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى المساهمين، وذلك برفع معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها، وهو الأمر الذي يضطر بالمساهمين إلى الرفع من معدل المردودية الذي يطلبونه على الاستثمار والنتيجة هي ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة بالتبعية.

2.4- نظريات المنظور متعدد الأشكال

المجموعة الأخيرة من النظريات التي اهتمت بدراسة إشكالية الهياكل المالية تدخل تحت إطار ما يعرف بالمنظور متعدد الأشكال « *L'approche multiforme* »، الذي يعرف حاليا بما يسمى النظرية الحديثة للمؤسسة « *La théorie moderne de la firme* »، والتي ظهرت في منتصف السبعينيات نتيجة الانتقادات التي وجهت لفكرة توافر السوق المالية الكاملة، أين تتاح

المعلومات لكل الأعوان الاقتصاديين في أي وقت وبدون تكلفة، ما يجعل سلوكهم مبنيا على أساس رشادة مطلقة. من أهم هذه النظريات توجد نظرية الإشارة « *La théorie de signal* »، بالإضافة إلى نظرية التمويل السلمي « *La théorie de financement hiérarchique* ».

تقوم نظرية الإشارة على قاعدة أساسية، وهي عدم تماثل المعلومات الذي تتصف به الأسواق فالواقع حسب Myers & Majluf (1984) أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات « *Signaux* » خاصة وفعالة، تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء وخاصة هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة. هذا، وتستند نظرية الإشارة إلى فكرتين هما: نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات، حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين، وحتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة.

كما أن الإشارة ليست مجرد سر أو تصريح مضلل، كما يعتقد الكثير، ولكنها قرار مالي حقيقي وواقعي، يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية على مسببها في حالة ظهور واكتشاف عدم صحتها. هذا، ويوجد صنفان أساسيان من الإشارات: إشارات عن طريق الهيكلية المالية حسب النموذج المقدم من قبل Ross (1977)، وإشارات عن طريق توظيف أموال المسير حسب نموذج Leland & Pyle (1977).

تقترح هذه النظرية نمودجا لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي، فيميز المستثمرون بين كل المؤسسات الموجودة في السوق ويصنفونها إلى نوعين: A و B ، المؤسسات من النوع A هي أحسن أداء من المؤسسات من النوع B . ومن أجل تصنيف مؤسسة ما في أحد الصنفين يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرجا « *Critique* » للاستدانة D^* . فترى النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد (الصنف A) لها قدرة على الاستدانة تصل أو تفوق المستوى D^* ، والعكس بالنسبة للمؤسسات من النوع B . لذلك يمكن القول بأنه على المؤسسات المتوقع لها مستقبل غير مناسب اللجوء إلى زيادة رأس المال عن طريق إصدار وبيع أسهم جديدة لتجنب حدوث إفلاس ومشاركة المستثمرين الجدد في أي خسائر متوقعة ومنه فإنه تفضل المؤسسات المتوقع أن يكون لها مستقبلا جيدا التمويل عن طريق القروض، في حين أن الشركات المتوقع أن يكون لها مستقبل سيئ تفضل التمويل عن طريق الرفع في الأموال الخاصة. تثير هذه

النظرية العديد من المشاكل حول التكلفة المتوسطة للأموال، حيث يتضح أن التكلفة المتوسطة المرجحة تزداد عندما تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي بإصدار وبيع أسهم جديدة بدلا من اللجوء إلى استخدام الأرباح في التمويل.

فيما يخص نظرية التمويل السلمي « *Peking Order Théory* »، فقد اعتمد Majluf & Myers (1984) في تفسيرهما لهذه النظرية على مفهوم عدم تماثل المعلومات « *Asymétrie d'information* ». هذا الأخير يؤثر على الاختيار بين التمويل الداخلي والتمويل الخارجي، وبين الإصدارات الجديدة للسندات والأسهم، هذا ما يقودنا إلى وضع ترتيب سلمي لطرق التمويل. فالاستثمارات تمول أولا عن طريق الأموال الداخلية، وبصفة خاصة عن طريق إعادة استثمار الأرباح، ثم عن طريق إصدارات جديدة للسندات، وأخيرا عن طريق إعادة إصدارات للأسهم التي تأتي في آخر السلم. هذا، ويمكن شرح هذه النظرية من وجهة نظر وجود تكاليف الصفقات. فالتسلسل في التمويل يكون لأجل تحقيق فائدة ملاك المؤسسة، أو لتقليل تكاليف العقود للمؤسسة.

وضع Majluf & Myers (1984) نموذجا أين يعمل المسير فقط على تعظيم ثروة المساهمين أو المالكين الحاليين. في هذا الإطار فإن المسير يستعمل مصادر التمويل الداخلية للمؤسسة ويتجنب اللجوء إلى أموال خاصة جديدة عن طريق فتح رأس المال الذي من شأنه أن يخفض قيمة أسهم المساهمين الحاليين. إلا أنه إذا كان من المحتمل الحصول على تمويل خارجي، في حالة استنفاد أو عدم كفاية المصادر الداخلية على سبيل المثال، فمن المفضل اللجوء إلى الاستدانة بدلا من رفع رأس المال عند الشروع في استثمارات جديدة وذلك لعدم الإضرار بالمساهمين الحاليين. ونتيجة لذلك فإن الترتيب الأمثل لمصادر التمويل: التمويل الذاتي كأول مصدر، ثم الاستدانة، وفي الأخير رفع رأس المال.

فيما يخص تقليل تكاليف العقود للمؤسسة، يفترض Williamson (1988) أن أطراف التعاقد (مساهمين، مسيرين، ومدنيين) لهم رشادة محدودة (قدرة محدودة على التفكير والحساب...)، وهم في واقع الأمر انتهازيين، فانطلاقا من الأطراف التي تم التعاقد معها تستطيع الأطراف الأخرى تغيير سلوكها ليصب في نهاية الأمر في مصلحتها. بعد إمضاء العقد يمكن لهذا السلوك أن يولد تعديلات قبلية حتى يتسنى للعلاقة التعاقدية أن تستمر على المدى الطويل، بمعنى أن عدم اكتمال العقود الصريحة يؤدي إلى تغيير سلوكيات معينة بعد الالتزام مما يؤدي إلى وجود تكلفة حوكمة متعلقة بالتكيف مع هذه السلوكيات بعد إمضاء العقد، وعندما يتعلق الأمر بعقد تمويل لا يمكن اعتبار الديون والرفع من رأس المال كمجرد موارد تمويل، لكن أيضا كأداة تسمح بتحقيق هذه التعديلات.

نستخلص من النظرية أن معدل الاستدانة المستهدف « *Cible* » ليس مهما في حد ذاته باعتبار الديون هي متبقى « *Résidu* » يتم اللجوء إليها في فترات التوسع أو الاستثمار الضروري في المشاريع ذات المردودية، أي التي لها قيمة حالية موجبة، وبالتالي فإن الاحتياجات المالية الخارجية يجب أن تكون معادلة لفائض الاستثمارات عن التمويل الذاتي، في هذه الحالة فقط يمكن اللجوء إلى الاستدانة كما يمكن اللجوء أيضا إلى الأسهم الجديدة.

على العكس من فرضية وجود معدل أمثل للديون على الأموال الخاصة التي قامت عليه نظرية التوازن، فإن نموذج التمويل السلمي يرفض هذه الفرضية، فحسب هذا النموذج وبسبب وجود ظاهرة انعدام التناظر في المعلومة بين الأعوان سواء داخل المؤسسة أو خارجها، فإن المؤسسة تتبع تسلسل « *hiérarchie* » لأنماط تمويل محددة وفق ما تمليه الضرورة للتمويل الخارجي، وليس محاولة منها البحث عن الهيكل المالي الأمثل.

3- منهج الدراسة الميدانية

3.1- البيانات

من أجل تحقيق هدف البحث، والمتمثل في محاولة تحديد هيكل رأس المال مناسب للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، تم جمع البيانات المحاسبية المتعلقة بعينة مكونة من 1048 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في بادئ الأمر، مأخوذة من العشر نشرات الرسمية الأولى للإعلانات القانونية « *BOALS* » للسنة الرابعة والأربعين التي يصدرها المركز الوطني للسجل التجاري « *CNRC* » كل سنة. حذفت من المجموعة السابقة 61 مؤسسة عمومية فبقيت لدينا 987 مؤسسة خاصة، وكون النشرات الرسمية للإعلانات القانونية لا تتوفر إلا على المعلومات التالية: الشكل القانوني، الميزانية المحاسبية لسنة 2007، وجدول حسابات النتائج لنفس السنة، فقد تم اللجوء إلى الديوان الوطني للإحصائيات « *ONS* ».

وفرت قاعدة بيانات هيئة الديوان الوطني للإحصائيات لنا معلومات تخص 648 مؤسسة من بين قائمة المؤسسات السابقة، وقد احتوت قاعدة البيانات على: رمز ولاية النشاط، القطاع القانوني الشكل القانوني، عدد العمال، قطاع النشاط، قسم النشاط، وفرع النشاط. قمنا بإقصاء 12 مؤسسة كونها الوحيدة المتواجدة خارج الجزائر العاصمة و30 مؤسسة لأن رقم أعمالها معدوم فبقيت لدينا 606 مؤسسة كعينة أولية.

تم معالجة العينة السابقة على أساس قطاع النشاط، حيث تم إقصاء القطاعات التي بها عدد ضئيل من المؤسسات، بالإضافة إلى دمج بعض القطاعات المتجانسة للحصول على عدد معتبر من المؤسسات في القطاع الواحد. حسب المراحل

السابقة توصلنا إلى العينة محل الدراسة والمكونة من 295 مؤسسة صغيرة ومتوسطة خاصة متواجدة في الجزائر العاصمة.

إضافة إلى التحليل الوصفي المقارن، ارتكزت الدراسة الميدانية على نموذجين إحصائيين أساسيين هما نموذج الانحدار الخطي المتعدد « *Régression linéaire multiple* »، ونموذج الانحدار التدريجي « *Stepwise* »، وهذا بالاعتماد على التحليلات التي يوفرها البرنامج الإحصائي « *SPSS* ».

3.2- متغيرات الدراسة

يمثل هيكل رأس المال المتغير التابع لنموذج الدراسة، ولقد استخدمت عدة مؤشرات لقياسه نذكر منها ما يلي: مؤشر إجمالي القروض إلى مجموع الأصول في أبحاث Freind & Lang (1988) و Hovakimian (2005) مؤشر القروض المتوسطة والطويلة الأجل إلى مجموع الأصول في أبحاث Mackei & Mason (1990) و Adedeji (2001) مؤشر القروض القصيرة الأجل إلى مجموع الأصول في أبحاث Titman & Wessels (1988) و Rajan & Zingales (1995) ومؤشر (مجموع الأصول- القيمة السوقية للأموال الخاصة) إلى مجموع الأصول في أبحاث Fama & French (2002) و Welch (2004). وسنعمد في دراستنا على نسبة الاستدانة الكلية، أي نسبة إجمالي القروض إلى مجموع الأصول كمؤشر لقياس هيكل رأس المال. ويعود اختيار هذا المؤشر نسبة إلى المعطيات المتوفرة.

فيما يخص المتغيرات المفسرة لهيكل رأس المال، يتفق الباحثون على أنه ليس من السهل الإلمام بكل المتغيرات المحددة لهيكل رأس المال، وهذا ما يبرر عدم وجود نموذج مستقر يوضح نهائيا هذه المتغيرات، حيث نجدهم يختلفون في طرق قياسها وذلك يرجع أساسا إلى الاختلاف في معطيات العينة والإطار الزمني والمكاني لها. وتتمثل هذه المتغيرات في: حجم المؤسسة، مردودية المؤسسة الضمانات، طبيعة قطاع النشاط، والشكل القانوني للمؤسسة.

3.2.1- حجم المؤسسة « *TAIL* »: أظهرت العديد من الدراسات أن لحجم المؤسسة تأثير على نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال، ويمكن أن يكون هذا التأثير إيجابيا وذلك لعدة أسباب أولها أن احتمالات الإفلاس تنخفض في المؤسسات الكبيرة حيث تستطيع الاقتراض بشروط أيسر. فقد كشفت دراسة Gordon (1962) عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاقتراض وحجم المؤسسة. كذلك كشفت دراسة Scott & Martin (1974) عن وجود علاقة موجبة بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض، حيث تقل نسبة الاقتراض في المؤسسات صغيرة الحجم عن نسبة الاقتراض في المؤسسات كبيرة الحجم. وهي

نفس النتائج التي توصلت إليها دراسة Gaud & Jani (2002). ولعل ذلك يرجع إلى أن المؤسسات الكبيرة الحجم يكون لها مقدرة 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 القروض بدرجة أكبر عن المؤسسات صغيرة الحجم. كذلك كشفت دراسة Titman & Wessels (1988) عن سبب آخر للعلاقة الطردية بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض، حيث عادة ما يتسم نشاط المؤسسة كبيرة الحجم بقدر من التنوع مما يجعلها تتعرض لدرجة مخاطر أقل، وهو ما يخلق لديها الدافع لزيادة الأموال المقترضة.

كما يمكن أن تكون العلاقة بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض هي علاقة عكسية، وهذا ما تم إثباته في البيئة الألمانية في إطار دراسة قام بها Kremp & al (1999)، حيث لوحظ أهمية التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة الحجم ويرجع ذلك إلى خصوصية قانون الإفلاس ونظام البنك المركزي الألماني. في حين أشار Rajan & Zingales (1995) إلى أن هناك نظرة تنطلق من عدم تماثل المعلومات يمكن أن تقودنا إلى علاقة سلبية بين الحجم ومستوى الاستدانة، فالحجم يؤدي إلى قياس معاكس للمعلومة المحصل عليها من طرف المستثمرين الخارجيين.

على النقيض من ذلك كشفت بعض الدراسات كدراسة Ozkan (2001)، عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض.

انطلاقا مما سبق يمكن صياغة فرضية الدراسة الخاصة بمتغير حجم المؤسسة على النحو التالي: "من المنتظر وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع وحجم المؤسسة". ولقد استخدمت عدة مؤشرات لقياس حجم المؤسسة منها: صافي المبيعات، صافي الأصول عدد العمال... ولغرض تبسيط الحسابات سنستعمل في دراستنا هذه اللوغاريتم الطبيعي لصافي المبيعات لقياس حجم المؤسسة.

3.2.2- مردودية المؤسسة « RENT »: المقصود هنا بمردودية المؤسسة هي المردودية الاقتصادية، هذه الأخيرة يمكن أن تكون لها علاقة طردية أو عكسية بهيكل رأس المال، وذلك وفقا لتيارين فكريين مختلفين. فحسب نظرية Modigliani & Miller في ظل وجود الضرائب ونظرية التوازن، فإن علاقة المردودية الاقتصادية بنسبة الاقتراض هي علاقة طردية، فالمؤسسة ذات المردودية الاقتصادية تميل إلى الاقتراض أكثر باعتبار الفوائد تخفض من نتيجتها الجبائية، كما أنه إذا كانت المردودية الاقتصادية السابقة للمؤسسة تؤثر على مردوديتها الاقتصادية الجيدة تملك احتمال أكبر لتسديد قروضها. وهذا عكس ما

تفترضه نظرية التمويل السلمي التي ترى أن المؤسسة تلجأ بالدرجة الأولى إلى التمويل الذاتي، ثم بعد ذلك إلى القروض وفي الأخير إلى إصدار الأسهم من أجل تمويل استثماراتها، فالمؤسسات الأكثر مردودية اقتصادية تعتمد بشكل أكبر على التمويل الذاتي، ومن ثم فإن العلاقة بين معدل المردودية الاقتصادية ونسبة الاستدانة هي علاقة عكسية.

ولقد كشفت دراسة Titman & Wessels (1988) أنه بسبب ارتفاع تكلفة الوكالة المصاحبة لإصدار أسهم جديدة، فإن الأرباح المحتجزة تأتي في مقدمة مصادر التمويل من حيث الجاذبية، تتبعها القروض والتي لها تكلفة وكالة ولكن يتولد عنها وفورات ضريبية، ثم يأتي التمويل بإصدار أسهم جديدة والذي ينطوي على تكلفة وكالة دون أن يترتب على ذلك وفورات ضريبية. وبناء على ذلك يصبح من المتوقع أن تتجه المؤسسة التي تتميز بارتفاع معدل مردوديتها، ويتاح لها فرص احتجاز أرباح، إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة. ولقد أيدت نتائج دراسة Marsh (1982) ذلك حيث كشفت عن وجود علاقة عكسية بين مردودية المؤسسة ونسبة الاقتراض، ويبرر الباحث ذلك بأن زيادة مستوى مردودية المؤسسة عادة ما يرتبط به زيادة المخاطر العملية، وهو ما يجعل المؤسسة تتجنب الاعتماد على القروض، أو أن زيادة مستوى المديونية قد ترتبط بها زيادة نسبة الأرباح المحتجزة، وبالتالي اعتماد المؤسسة بدرجة أقل على الأموال المقترضة.

هذا الشرح أثبت بواسطة عدة دراسات تجريبية دقيقة، كمثال على ذلك نجد في عرض الأدبيات التي قام بها Harris & Rariv (1991)، والدراسة للبلدان السبع العظمى (الولايات المتحدة ألمانيا، كندا، إيطاليا، فرنسا، اليابان، والمملكة المتحدة) التي قام بها Rajan & Zingales (1995)، وما قام به Booth & al (2001) في 10 دول نامية، أثبتت كلها وجود علاقة عكسية بين مستوى الاستدانة والمردودية.

وعلى هذا الأساس يمكن صياغة فرض البحث الخاص بمتغير مردودية المؤسسة على النحو التالي: " من المتوقع وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع ومردودية المؤسسة ". لقياس المردودية نستعمل نسبة الربح قبل الضرائب والفوائد المالية مقسوما على مجموع الأصول، وهي نفسها النسبة التي استعملها Rajan & Zingales (1995)، و Booth & al (2001).

3.2.3- الضمانات « GAR »: يعبر عن الضمانات في أغلب الحالات بنسبة صافي الاستثمارات المادية والمخزونات إلى إجمالي الأصول، ويمكن لهذه

المتغيرة أن تكون لها علاقة عكسية بنسبة الاستدانة، كما يمكن أن تربطها بهذه النسبة علاقة إيجابية.

تشير دراسة Gupta (1969) إلى أن المؤسسة التي يتضمن هيكل أصولها نسبة مرتفعة من الأصول الثابتة تميل إلى استخدام قدر كبير من القروض طويلة الأجل في هيكلها المالي، حيث أنه وفقاً لمبدأ التغطية في التمويل، والذي يقضي بضرورة تمويل الأصول الثابتة من مصادر تمويل دائمة سواء أموال خاصة أو قروض طويلة الأجل، فمن المتوقع أن يصحب ارتفاع نسبة الأصول الثابتة بارتفاع نسبة الاقتراض. نفس النتائج خلصت إليها دراسات حديثة أخرى مثل دراسة Rajan & Zingales (1995) ودراسة Kremp & al (1999)، وكذلك دراسة Hovakimian & al (2001)، حيث وجدت هذه الدراسات أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مستويات الضمانات ومستوى المديونية.

بينما تشير نتائج دراسات أخرى إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول (هيكل الأصول) ونسبة الاقتراض، فكلما زادت نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة وقل اعتمادها على القروض. وهو ما أيده Marsh (1982) في دراسة لاحقة، حيث يرى أن تمويل المقرضين للأصول الثابتة يعرضهم لمخاطر أكبر، بسبب الانخفاض الشديد الذي تتعرض له قيمة تلك الأصول في حالة التصفية. وتتطابق هذه النتائج مع نظرية التمويل التسلسلي، فالمؤسسات التي تملك بدرجة أقل الأصول الضامنة، تكون أكثر حساسية لظاهرة عدم التناظر في المعلومات، لذلك تستعمل القروض التي تمثل نمط تمويل أقل حساسية لعدم التناظر في المعلومات مقارنة بالأسهم.

وعلى ضوء ما سبق يمكن صياغة الفرضية المتعلقة بمتغير الضمانات على النحو التالي: " من المنتظر وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع ومستوى الضمانات ". وسنعمد في دراستنا على صافي الاستثمارات المادية والمخزونات إلى إجمالي الأصول لقياس معدل حجم الضمانات، وذلك لأن البنوك الجزائرية غالباً ما تشترط الاستثمارات المادية (غير المنقولة) والمخزونات كضمانات، والتي يمكن أن تكون محلاً للرهن، ونادراً ما تقيم الضمانات بقيم الاستثمارات المنقولة.

3.2.4- طبيعة قطاع النشاط « SECT »: تشير العديد من الدراسات إلى احتمال تأثير نوعية القطاع على نسبة الاقتراض بالهيكل المالي حيث كشفت دراسة Shwartz & Aronson (1977) عن عدم وجود علاقة ذات دلالة

إحصائية للتباين في الهياكل المالية للمؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع، بينما كشفت في ذات الوقت عن تباين في الهياكل المالية للمؤسسات التي تنتمي لقطاعات مختلفة. وهو ما أكدته دراسة لاحقة للباحثين Ferris & Jones (1979) والتي أوضحت أن طبيعة القطاع تعد محددا جوهريا لهيكل الأصول وبالتالي الهيكل المالي. إذ كشفت نتائج الدراسة عن أن نسبة الأموال الخاصة في الصناعات الثقيلة كانت أكبر من مثيلاتها في الصناعات الخفيفة.

اختبرت دراسة Rommers & al (1974) الاختلاف الموجود في متوسط نسبة الأموال الخاصة بين قطاعات النشاط المختلفة والتي أكدت باستعمال تحليل التباين ذي عامل واحد أن قطاع النشاط ليس له تأثير على الهيكل المالية للمؤسسة. كما قام Scott & Martin (1975) بدراسة شملت 12 قطاع نشاط مستعملين في ذلك تحليل التباين اللامعلمي ذي عامل واحد وتوصلا إلى أن هناك اختلافا ذا دلالة إحصائية في هيكل رأس المال حسب قطاع النشاط.

وعلى هذا الأساس يمكن صياغة فرضية البحث الخاصة بمتغير نوعية القطاع على النحو التالي: " من المتوقع وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع ونوعية القطاع". ويلاحظ على الفرض السابق عدم تحديده لنوع العلاقة بين طبيعة القطاع والمتغير التابع، حيث قد يصعب ذلك، فقد تكون العلاقة عكسية في قطاع معين، بينما قد تكون علاقة طردية في قطاعات أخرى. لذلك عدم تحديد نوع العلاقة أفضل ولن يخل بجوهر التحليل حيث أن الهدف من هذا الفرض هو اختبار ما إذا كانت الهياكل تتباين في تشكيلاتها من قطاع لآخر أم لا.

وسوف تعتمد الدراسة الحالية على تصنيف الديوان الوطني للإحصائيات « ONS » الذي يتكون من 17 قطاع نشاط أساسي، لكن سوف تقتصر الدراسة على خمسة قطاعات أساسية فقط والتي تشملها عينة الدراسة. وفيما يلي هذه القطاعات والرميز الخاص بكل منها المعتمد من طرف الديوان الوطني للإحصائيات: قطاع الصناعة « D »، قطاع البناء والأشغال العمومية « F »، قطاع التجارة « G »، قطاع النقل والاتصالات « I »، وقطاع الخدمات المقدمة للعائلات « K ».

3.2.5- طبيعة الشكل القانوني « FJUR »: بالرغم من أن هذا المتغير لم يأخذ بعين الاعتبار في جل الدراسات الميدانية التي أجريت في بلدان مختلفة، إلا أننا ارتأينا إدماجه في هذه الدراسة نظرا لأهمية الشكل القانوني في البيئة الجزائرية باعتبار أن معظم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر تتخذ أشكالا قانونية معينة دون سواها (مثلا الشركة ذات المسؤولية المحدودة « SARL »، أو شركة التضامن « SNC »)، مع العلم أن هذا التوجه القانوني يؤثر بصفة غير مباشرة على توجه السياسة المالية للمؤسسة، حيث على سبيل المثال نجد أن

معظم المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة هي في الأصل مؤسسات عائلية، ما يعني توجهها إلى التمويل الذاتي أكثر من اعتمادها على الاستدانة الخارجية، وهو الأمر الذي يمكن أن يفسر في النظرية المالية من خلال نظرية الوكالة أو عدم توازن المعلومات.

الجدول رقم 1: تصنيف الأشكال القانونية حسب الديوان الوطني للإحصائيات « ONS »

الترتيب	التعريف	الترميز حسب ONS
1	الشركات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة « EURL »	02
2	الشركات ذات المسؤولية المحدودة « SARL »	04
3	شركات التضامن « SNC »	10
4	الشركات ذات الأسهم « SPA »	13

المصدر: الديوان الوطني للإحصائيات « ONS »

هذا، وسوف تعتمد الدراسة الحالية على تصنيف الديوان الوطني للإحصائيات بالنسبة لترميز وترتيب الأشكال القانونية السالفة الذكر، حيث تحتوي عينة الدراسة على أربعة أشكال قانونية أساسية ملخصة في الجدول أعلاه.

يمكن صياغة فرضية البحث الخاصة بمتغير الشكل القانوني على النحو التالي. " من المتوقع وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع بصوره الثلاث والشكل القانوني للمؤسسة ".

4- النموذج والنتائج

4.1- تحديد نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمستوى الاستدانة الإجمالية « DET »

بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى « MCO » يمكن كتابة معادلة نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمستوى الاستدانة الإجمالية كما يلي:

$$\widehat{DET} = 0,658 - 0,001 TAIL - 0,412 RENT + 0,199 GAR - 0,029 SECT - 0,021 FJUR$$

مبدئياً من خلال ملاحظة نتائج النموذج يمكن القول أن النموذج المقدر يفسر 10% ($R^2 = 10\%$) من التباينات أو التغيرات في مستوى الاستدانة الإجمالية لدى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر. كما نلاحظ وجود علاقة عكسية بين كل من متغير الحجم ومتغير المردودية من جهة ومستوى المديونية من جهة أخرى، أما بالنسبة لمتغير الضمانات فيعد المتغير الوحيد في النموذج الذي يؤثر طردياً على حجم الاستدانة الإجمالية. إن معلمة متغير الحجم تشير إلى أن زيادة متغير الحجم بدرجة واحدة يؤدي إلى انخفاض في معدل الاستدانة الإجمالية بمقدار 0,001 مع ثبات باقي العوامل الأخرى. بالنسبة للمتغيرات الكيفية أي متغيري

طبيعة قطاع النشاط، والشكل القانوني فلها تفسير مختلف في النموذج. فمبدئياً نلاحظ أن التأثير مرتب تنازلياً عند الانتقال من قطاع لآخر أو من شكل قانوني لآخر، وهذا حسب ترتيبها في قاعدة البيانات.

فيما يخص جدول تحليل التباين « *ANOVA* »، فنلاحظ من الجدول أعلاه أن قيمة *P-Value* المتعلقة باختبار فيشر تساوي 0 وهي أقل حتى من 1%، هذا ما يدعو إلى رفض الفرضية الصفرية بمستوى دلالة 1%، أي أن الانحدار معنوي والنموذج ذو دلالة إحصائية بصفة إجمالية. بمعنى أن المتغيرات المستقلة مجتمعة لها تأثير معنوي على الانحدار، وأن واحدة على الأقل من معالم الانحدار تختلف معنوياً عن الصفر.

لمعرفة تأثير كل متغير مستقل على المتغير التابع بصورة انفرادية نلجأ إلى اختبار ستيدانت *T*. وانطلاقاً من نتائج التحليل الإحصائي يتضح أن معالم كل من المردودية وحجم الضمانات لها دلالة إحصائية بمستوى دلالة 5%، أما باقي العوامل فليس لها دلالة إحصائية كافية (الحجم، الشكل القانوني وبدرجة أقل طبيعة قطاع النشاط)، ولهذا يوصى بخروج هذه المتغيرات من النموذج المقدر، وهذا ما سنأتي إليه لاحقاً من خلال تحليل الانحدار التدريجي « *Stepwise* ».

4.2- تحليل نموذج الانحدار التدريجي « *Stepwise* » لمستوى الاستدانة الإجمالية « *DET* »

عكس طريقة الانحدار الخطي المتعدد التي تعتمد على إدخال كافة المتغيرات المستقلة فإن طريقة الانحدار التدريجي تعتمد على إدخال المتغيرات واحد بعد الآخر بخطوات متسلسلة إلى النموذج مع استبعاد المتغيرات التي تصبح غير مؤثرة بوجود بقية المتغيرات.

تحتاج طريقة الانحدار التدريجي إلى تحديد مستوى المعنوية أو قيمة *F* التي يتم بموجبها إدخال أو استبعاد المتغيرات من النموذج في حقل « *Stepping Method Criteria* » وذلك بموجب الخيارين التاليين:

- *Use Probability of F*: تحديد مستوى المعنوية الذي يستخدم في كل خطوة لإدخال واستبعاد المتغيرات وأن مستوى الدلالة لإدخال المتغيرات يجب أن يكون أقل من مستوى استبعاد المتغيرات أو مساوياً له. لتضمنين متغيرات أكثر في النموذج نرفع قيمة الإدخال « *Entry* » ولاستبعاد عدد أكبر من المتغيرات من النموذج نقلل من قيمة الإخراج « *Romoval* ».

- *Use F Value*: تحديد قيمة *F* التي تستخدم في كل خطوة لإدخال أو استبعاد المتغيرات، وأن قيمة *F* لإدخال المتغيرات يجب أن تكون أعلى من قيمة

F لاستبعاد المتغيرات. ولتضمنين متغيرات أكثر في النموذج نقل من قيمة الإدخال، ولاستبعاد عدد أكبر من المتغيرات في النموذج نرفع من قيمة الاستبعاد.

لقد اعتمدنا القيم الافتراضية للخيار الأول $Use Probability of F$ أي 0,05 للإدخال و 0,10 للاستبعاد. انطلاقاً من نتائج التحليل نلاحظ أن قيمة معامل التحديد R^2 هو في حدود 6% بالنسبة للنموذج الأول، و 9,1% بالنسبة للنموذج الثاني.

بموجب طريقة الانحدار التدريجي يتم إدخال المتغيرات الخمسة واحداً بعد الآخر إلى النموذج علماً أن المتغير الداخل عرضة للاستبعاد في الخطوات اللاحقة إذا ثبت عدم معنويته بوجود المتغيرات الأخرى. لقد كان متغير المردودية أول المتغيرات الداخلة إلى النموذج لأن له أكبر معامل ارتباط بسيط مع المتغير المعتمد وبالتالي أكبر قيمة لإحصائية T . من نتائج التحليل الإحصائي نلاحظ أن قيمة P -Value المرافقة لإحصائية T تساوي 0 وهي أقل من 0,05 (مستوى الدلالة للإدخال)، ولهذا يسمح بإدخال متغير المردودية إلى النموذج وعليه يصبح النموذج المقدر في الخطوة الأولى كما يلي:

$$\widehat{DET} = 0,582 - 0,46 RENT$$

في الخطوة الثانية يتم إدخال المتغير الذي له أعلى معامل ارتباط جزئي مع المتغير المعتمد بثبات متغير المردودية، وهو متغير الضمانات. ولكن يجب أولاً التأكد من معنوية المتغير بحساب إحصائية T له (من نتائج التحليل نجد أن P -Value المرافقة لإحصائية T تساوي 0,002 وهي أقل من 0,05)، ولهذا يسمح بإدخال متغير الضمانات إلى النموذج ليصبح على الشكل التالي:

$$\widehat{DET} = 0,506 - 0,43 RENT + 0,218 GAR$$

في النموذج أعلاه نجد القيمة الأقل لإحصائية T لمتغيري المردودية والضمانات، أي القيمة الأكبر لقيمة P -Value المرافقة لإحصائية T ، وقد كانت تساوي 0,002 لمتغير الضمانات وهي أقل من 10% (مستوى الدلالة للاستبعاد)، ولهذا يبقى كلا المتغيرين في النموذج. إن النموذج أعلاه هو النموذج النهائي ويمثل أفضل نموذج انحدار بحيث لا يتضمن متغيرات الحجم، قطاع النشاط، والشكل القانوني.

النتائج المتعلقة بالمديونية تؤكد على وجود محددات مرتبطة بخصوصيات ميزانية المؤسسة كذلك، فقد أظهرت الدراسة تأثير كل من المردودية والضمانات بشكل خاص على حجم الاقتراض لدى المؤسسة، والعلاقة العكسية الموجودة بين المردودية ومستوى المديونية، تؤكد على المستوى النظري السلوك القائم على

الالتقاط التدريجي « *Pecking Order* » لدى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

بالرغم من كل الاستنتاجات، فإن نتائج الدراسة الحالية تبرز أن مشكلة اختيار مصادر التمويل يتطلب التعمق في دراسة العلاقة بين المساهمات النظم والخصائص الميدانية لهذه النماذج. كما أن الهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة له خصوصياته، فالمالك في الغالب هو المسير، كما أن جل هذا النوع من المؤسسات تكون عائلية، وبالتالي إدخال متغيرات أخرى متعلقة بهذه العوامل يعتبر أمرا صعبا إن لم يكن مستحيلا في بيئة نامية مثل الجزائر، كما أن هناك عوامل أخرى متعلقة بنوعية وجودة المعلومة المحاسبية أو المالية المحصل عليها، الأمر الذي يحد من مصداقية البيانات المستعملة، كل هذه العوامل يمكن أن تبرر ضعف القدرة التفسيرية للنماذج المقيدة.

5- الخاتمة

حاولنا من خلال هذا المقال دراسة أهم العوامل المحددة للسياسة المالية لدى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة في البيئة الجزائرية، وذلك من خلال الاعتماد على عينة مكونة من 295 مؤسسة صغيرة ومتوسطة جزائرية تنشط في القطاع الخاص.

لقد أظهرت الدراسة أن كل من نظرية الوكالة ودورة الحياة والالتقاط التدريجي للتمويل، تحتل أهمية بالغة في تفسير اختيارات التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر. كما أن التحليل الميداني أكد على خصوصية "هيكل الملكية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (مستوى الاقتراض يتحدد في الغالب تبعا إلى القدرات الشخصية للمسير على تحمل المخاطر المالية)، وكذلك أهمية مصادر التمويل الأخرى غير البنكية.

في الأخير يمكن القول أن محددات الاستدانة في المؤسسات الجزائرية بصفة عامة لا تتوافق وتلك التي تم التوصل إليها في دراسات ميدانية أخرى أجريت على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البلدان المتقدمة على وجه الخصوص.

6- قائمة المصادر والمراجع

-Bocar Sall. M, 2002, « la source de financement des investissements de la PME: une étude empirique sur des données Sénégalaises », Afrique et Développement, Vol XXVII.

-Cohen. E, 1991, «Gestion financière d'entreprise et développement financière », GIL et UREF, Paris.

- Durand. D, 1952, « *Cost of debt and equity funds for Business, Trends and problems of Measurement* », conference on research in business finance, 1952.
- Fakhfakh. H. & Ben Atitallah. R, 2006, « *les déterminants de la structure du capital des firmes Tunisiennes: Une étude a travers la théorie de market timing* », Tunisie.
- Ferri. M & Jones. W, 1979, « *Determinant of financial structure: A new methodological approach* » Journal of Finance, N°34.
- Gaud. P & Jani. E, 2002, « *Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses: une étude empirique* », Université de Genève.
- Gordon. D, 1962, « *New Framework for corporate debt policy* », Harvard business Review.
- Gupta. M.C, 1969, « *The effect of size, growth and industry on financial structure of manufacturing companies* », Journal of Finance, N°24.
- Harris. M & Raviv. A, 1991, « *The theory of capital structure* », Journal of Finance, N°01.
- Heinkel. R, 1982, « *Theory of capital structure relevance under imperfect information* », Journal of Finance, Vol 37.
- Hellwig. M, 1981, « *Bankruptcy, Limited Liability and the Modigliani_Miller Theorem* », The American Economic Review, Vol 71, N°01.
- Jensen. M.C & Meckling. W.H, 1976, « *Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency costs and ownership structure* », Journal of Financial Economic, N°32.
- Jensen. M.C, 1986, « *Agency costs of free cash flows, corporate finance and takeovers* », American Economic Review, Vol 76.
- Jonathan. B, 1989, « *An empirical investigation of the pecking order hypothesis* », Financial Management.
- Leland. H.E & Pylel. D.H, 1977, « *Informational, Asymetries, financial structure, and financial Intermediation* », Journal of Finance, Vol 32.
- Marsh P, 1982, « *The choice between equity and debt* », Journal of Finance, N°37.
- Miller. M, 1988, « *The Modigliani_Miller Propositions after Thirty years* », Journal of Economic Perspectives, Vol 2, N°04.
- Modigliani. F & Miller. M, 1958, « *The cost of capital: corporation finance and the theory of investment* », American Economic Review, N°03, traduction française in F. Girault et R. Zisswiller « *Finances Modernes: Théorie et pratique* », édition Dunod, Tome II.
- Modigliani. F & Miller. M, 1963, « *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction* » American Economic Review, Vol 53.

- Myers. S & Majluf. N.S, 1984, « *Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have* », Journal of Financial Economics, Vol 13.
- Myers. S.C, 1984, « *Capital structure puzzle* », Nber working paper series working paper, N°1393.
- Narayanan. M.P, 1986, « *Debt versus Equity under asymmetric information* », Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol 23.
- Ozkan. A, 2001, « *Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data* », Journal of Business Finance and Accounting Vol 28.
- Preadley. R. A, 1988, « *Principles of corporate finance* », 3^{ème} édition, MC Graw Hill Inc.
- Rajan. R.G & Zingalas. 1995, L, « *What do we know about capital structure? Some evidence from international data* », Journal of Finance, Vol 50.
- Ross. S. A, 1977, « *The determination of financial structure: the Incentive signaling Approach* » Journal of Economics, Vol 8.
- Scott. D.F & Martin. J.D, 1974, « *A discriminant analysis of corporate debt-equity decision* », Financial management.
- Scott. D.F & Martin. J.D, 1975, « *Industry influence on financial structure* », Financial management.
- Shwartz. E & Aronson. J, 1977, « *Some surrogate evidence in support of concept of optimal capital structure* », Journal of Finance, N°22.
- Swanson. Z, Srinidhi. B, Seetharaman. A, 2003, « *The capital structure paradigm: Evolution of debt/ Equity choices* », Praeger, London.
- Titman. S & Wessels. R, 1988, « *The determinants of capital structure choice* », Journal of Finance, Vol 43.
- Wanda. R, 2001, « *Structure financière et performance des entreprises dans un contexte sans marché financier: le cas du Cameroun* », Université de Yaoundé II, Cameroun.
- Williamson. O.E, 1988, « *Corporate finance and corporate governance* », Journal of Finance, Vol 43.
- Ziane. Y, 1999, « *La structure d'endettement des PME françaises: Une étude sur données de panel* » Les Cahiers de recherche, Université Paris X.

الملحق رقم 1: نتائج الانحدار الخطي المتعدد لمستوى الاستدانة الإجمالية «DET»

Récapitulatif du modèle^b

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Durbin-Watson
1	,316 ^a	,100	,084	,33775669643	1,763

a. Valeurs prédites : (constantes), la forme juridique, la rentabilité, les garentie, la taille, le secteur d'activité

b. Variable dépendante : le ratio de l'endettement global

Coefficients^a

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification	Intervalle de confiance à 95% de B	
		B	Erreur standard	Bêta			Borne inférieure	Borne supérieure
1	(constante)	,658	,178		3,687	,000	,307	1,009
	la taille	-1,2E-03	,010	-,007	-,124	,901	-,020	,018
	la rentabilité	-,412	,110	-,218	-3,737	,000	-,629	-,195
	les garentie	,199	,071	,162	2,783	,006	,058	,339
	le secteur d'activité	-2,9E-02	,018	-,097	-1,627	,105	-,064	,006
	la forme juridique	-2,1E-02	,030	-,040	-,696	,487	-,080	,058

a. Variable dépendante : le ratio de l'endettement global

ANOVA^b

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Signification
1	Régression	3,662	5	,732	6,421	,000 ^a
	Résidu	32,969	289	,114		
	Total	36,631	294			

a. Valeurs prédites : (constantes), la forme juridique, la rentabilité, les garentie, la taille, le secteur d'activité

b. Variable dépendante : le ratio de l'endettement global

الملحق رقم 2: نتائج الانحدار التدريجي «Stepwise» لمستوى الاستدانة الإجمالية «DET»

Variables introduites/éliminées^a

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	la rentabilité		Pas à pas (critère: Probabilité de F pour introduire <= ,050, Probabilité de F pour éliminer >= ,100).
2	les garentie		Pas à pas (critère: Probabilité de F pour introduire <= ,050, Probabilité de F pour éliminer >= ,100).

a. Variable dépendante : le ratio de l'endettement global

Récapitulatif du modèle

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,244 ^a	,060	,056	,34287467385
2	,302 ^b	,091	,085	,33767818875

a. Valeurs prédites : (constantes), la rentabilité

b. Valeurs prédites : (constantes), la rentabilité, les garentie

ANOVA ^c

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Signification
1	Régression	2,186	1	2,186	18,590	,000 ^a
	Résidu	34,446	293	,118		
	Total	36,631	294			
2	Régression	3,336	2	1,668	14,627	,000 ^b
	Résidu	33,296	292	,114		
	Total	36,631	294			

a. Valeurs prédites : (constantes), la rentabilité

b. Valeurs prédites : (constantes), la rentabilité, les garentie

c. Variable dépendante : le ratio de l'endettement global

Coefficients ^a

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
		B	Erreur standard	Bêta		
1	(constante)	,582	,023		25,793	,000
	la rentabilité	-,460	,107	-,244	-4,312	,000
2	(constante)	,506	,033		15,474	,000
	la rentabilité	-,430	,106	-,228	-4,070	,000
	les garentie	,218	,069	,178	3,176	,002

a. Variable dépendante : le ratio de l'endettement global

Variables exclues ^c

					Corrélation partielle	Statistiques de colinéarité
Modèle		Bêta dans	t	Signification		Tolérance
1	la taille	,011 ^a	,184	,854	,011	,944
	les garentie	,178 ^a	3,176	,002	,183	,992
	le secteur d'activité	-,126 ^a	-2,228	,027	-,129	,985
	la forme juridique	,006 ^a	,099	,921	,006	,996
2	la taille	,002 ^b	,038	,970	,002	,942
	le secteur d'activité	-,088 ^b	-1,531	,127	-,089	,928
	la forme juridique	-,026 ^b	-,452	,652	-,026	,966

a. Valeurs prédites dans le modèle : (constantes), la rentabilité

b. Valeurs prédites dans le modèle : (constantes), la rentabilité, les garentie

c. Variable dépendante : le ratio de l'endettement global