

العوامل المؤثرة على سياسة المديونية في المؤسسات الجزائرية الخاصة: دراسة باستعمال معطيات بنال

قوَّاش محمد،

باحث مسجل دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة

Résumé : Cet article examine la relation entre les déterminants de l'endettement, utilisés généralement dans la littérature financière, et le levier financier et ce, pour un panel de données comptables d'un échantillon de 118 entreprises algériennes privées sur la période allant de 2005 à 2008. **ملخص:** هذه الدراسة تبحث العلاقة ما بين محددات المديونية المستعملة عادة في الدراسات السابقة ومتغير الرفع المالي، باستعمال بنال من المعطيات المحاسبية لعينة من 118 مؤسسة جزائرية خاصة خلال الفترة الممتدة ما بين 2005 و2008.

Nos résultats montrent que la théorie de l'asymétrie d'information explique le mieux le comportement des entreprises privées algériennes en matières de structure du capital et ce, à travers : la théorie de l'aléa moral (moral hazard), la théorie hiérarchique de financement (POT) et la théorie de la réputation. **النتائج المتحصل عليها توضح أن النظرية التي تفسر أكثر السلوك المالي للمؤسسات الجزائرية الخاصة هي نظرية عدم تماثل المعلومات من خلال: نظرية الخطر المعنوي (moral hazard)، نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل (POT) ونظرية السمعة.**

Nos résultats montrent également l'existence d'une relation positive significative entre la variable dépendante d'une part, et les variables des garanties tangibles et la taille d'autre part, ainsi qu'une relation négative significative entre le levier financier et le rendement. De plus, nous avons relevé l'absence d'un niveau significatif de la variable de l'économie d'impôt non liée à l'endettement. **ومن خلال النتائج المتحصل عليها وجدنا أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية طردية ما بين من جهة، المتغير التابع، و من جهة أخرى، متغيري الضمانات والحجم، وعلاقة ذات دلالة إحصائية سالبة ما بين متغير الرفع المالي ومتغير المردودية، إضافة لذلك لم نجد أي دلالة إحصائية لمتغير الاقتصاد الضريبي غير متعلق بالمديونية.**

Mots clés : politique d'endettement, sources de financement, entreprises algériennes privées, comportement financier, structure du capital. **الكلمات الدالة:** سياسة المديونية، مصادر التمويل مؤسسات جزائرية خاصة، السلوك المالي، هيكل رأس المال.

تمهيد

تعتبر البحوث التي تناولت دراسة الهيكل المالي في المؤسسة من أكثر الأعمال في مجال مالية المؤسسة، ولعل الدراسة التي اعتبرت حجر الأساس للأعمال التي أتت بعدها هي دراسة Miller Modigliani & (1958)، حيث توصل الباحثان إلى نظرية استقلالية القيمة السوقية للمؤسسة عن هيكلها المالي. بعد هذا البحث حاولت عدة دراسات تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات من خلال دراسات ميدانية قامت على المعطيات السوقية والمحاسبية للمؤسسات. ولعل من أشهر الأعمال الحديثة في هذا الجانب دراسة Rajan & Zingales (1995)* اللذان حاولا تفسير سياسة المديونية في سبعة بلدان متقدمة (G7)، وخلصت الدراسة إلى أن هناك تأثيرا مختلفا للمتغيرات المستعملة لتفسير سياسة المديونية لتلك البلدان. كذلك الدراسة التي قام بها Titman & Wessels (1988) على مجموعة من المؤسسات الأمريكية لم تعط نفس النتائج مقارنة بنتائج الدراسة المذكورة سافا.

فالغاية من البحث الحالي هي محاولة إعطاء تفسير لمدى تأثير محددات سياسة المديونية المستعملة في أغلب الدراسات على عينة من المؤسسات الجزائرية الخاصة، باستعمال معطيات البنال للفترة الممتدة ما بين 2005 و2008، وهذا بغية معرفة مدى ملائمة النظريات الحديثة المفسرة لهيكل رأس المال لتفسير السلوك المالي للمؤسسات الجزائرية الخاصة، وما هي المتغيرات الأساسية الممكن الاعتماد عليها لتفسير سياسة المديونية المنتهجة من قبل هذه المؤسسات.

من خلال هذه الدراسة توصلنا أن النظرية التي يمكن أن تفسر هيكل رأسمال المؤسسات الجزائرية الخاصة هي نظرية عدم تماثل المعلومات، حيث لاحظنا أن المتغير الأكثر دلالة إحصائية هو متغير الضمانات العينية (علاقة طردية مع متغير نسبة المديونية)، مما يفسر أن البنوك الجزائرية تعتمد أساسا عند اتخاذ قرار منح القروض الطويلة والمتوسطة الأجل على الضمانات العينية المقدمة من طرف المؤسسة. وهذا بغية التخفيض من المخاطر المترتبة عن عدم التسديد والتكاليف الناجمة عن عدم تماثل المعلومات ما بين البنوك والمؤسسات. أما المتغير الذي يأتي في الدرجة الثانية من حيث الدلالة هو متغير المردودية، حيث لاحظنا أن هناك علاقة عكسية مع متغير نسبة

* تجدر الإشارة أن هاذين الباحثين استعمل طريقة الانحدار المتعدد ثوبيت (Tobit) لمعطيات بنال لعينة من مؤسسات في البلدان محل الدراسة خلال مدة تقدر بأربع سنوات وهي نفس الطريقة المستعملة في هذا البحث.

المديونية. ويمكن تفسير ذلك بأن المؤسسات ذات المردودية العالية تجتنب أن تكون لها نسب عالية من الديون، حيث تفضل استخدام مواردها الذاتية، وهذا حسب ما أشارت إليه نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل نظرا للتكاليف المترتبة عن عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين (طالبى رؤوس الأموال و عارضى رؤوس الأموال). أما المتغير الأخير من حيث الدلالة فهو متغير الحجم (علاقة طردية مع متغير الاستدانة). وهو ما يفسر أن عامل السمعة يعتبر عاملا مهما لاستقطاب موارد مالية جديدة. لكن فيما يخص متغير الاقتصاد الضريبي الناجم عن غير الديون، لم نجد له دلالة إحصائية كافية رغم أن أغلب الدراسات التي استعملت هذا المتغير في التحليل أظهرت أن هناك علاقة عكسية ما بين هذا المتغير ومتغير نسبة المديونية، وتم تفسير ذلك بأن الاقتصاد الضريبي الناجم عن غير الديون يمكن أن يكون بديلا للاقتصاد الضريبي الناجم عن المديونية.

لدراسة هذا الموضوع سنسلط الضوء على النظريات المفسرة لهيكلة رأس المال ثم سنقوم بعرض وتحليل النتائج المتحصل عليها انطلاقا من الدراسة الميدانية لعينة من المؤسسات الجزائرية عن طريق معطيات بنال في الفترة الممتدة ما بين 2005 و2008.

1- النظريات المفسرة لهيكلة رأس المال

حاول Modigliani & Miller (1958) إعطاء تفسير لهيكل رأس المال بطريقة علمية في ظل جملة من الفرضيات أهمها السوق المالي مثالي، إمكانية الإقراض والاقتراض بنفس المعدل ودون حدود، غياب الضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، يمكن تجميع المؤسسات التي لها نفس الخصائص في نفس فئة المخاطرة (Risk Class). وفي ظل هذه الفرضيات توصل الباحثان إلى نظرية استقلالية القيمة السوقية للمؤسسة عن هيكلها المالي، حيث أن المؤسسة عندما تتواجد في نفس فئة المخاطرة تكون لها نفس القيمة السوقية للمؤسسة مماثلة رغم اختلاف هيكلها المالي، وهي نفس النتيجة التي أشارت إليها نظرية الربح الصافي للاستغلال.

ورغم أن الفرضيات التي اعتمد عليها Modigliani & Miller (1958) كانت بعيدة عن الواقع، فإن هذا البحث كان اللبنة التي بنيت عليها مختلف الدراسات في هذا الموضوع، ورجع هاذان الباحثان في سنة 1963 إلى تعديل النموذج الأصلي بإدخال الضريبة على أرباح الشركات في التحليل، وخلص الباحثان إلى أن قيمة المؤسسة المقترضة تفوق قيمة المؤسسة غير المقترضة التي تنتمي إلى نفس فئة المخاطرة بقيمة الوفورات الضريبية الناجمة عن المديونية، ومنه فإن أمثل هيكل تمويل هو ذلك الذي

يحتوي على نسبة 100% من الديون. ورغم أن هذه النتيجة كانت بعيدة عن أرض الواقع حيث لا يمكن تصور مؤسسة بدون أموال خاصة، إلا أن هذه الدراسة ساهمت بشكل كبير في صدور عدة أعمال في هذا المجال والتي حاولت تفسير هيكل التمويل للمؤسسات بإسقاط فرضيات المثالية التي بنى عليها نموذج Miller Modigliani & (1958)، وأغلب هذه الدراسات حاولت تفسير هيكل رأس المال في المؤسسات من خلال عدة نظريات أشهرها نظرية التوازن (Static Trade-off Theory) (Scott) (1977) ونظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل (Pecking Order Theory) (1984) (Myers & Majluf) ومن أهم الدراسات الميدانية في هذا المجال نذكر دراسة (V.Goyal & Titman & Wessels (1988)، (1995) Rajan & Zingales، (2002) M.Z.Frank.

ترتكز نظرية التوازن إلى وجود معدل أمثل للمديونية فرغم الفوائد المترتبة عن الديون الناجمة عن الاقتصاد الضريبي الممكن تحقيقه من جرائها، فإن هذه الأخيرة ترفع من المخاطر المالية وتسمح بظهور جملة من التكاليف نذكر منها تكاليف الإفلاس حيث حاولت عدة بحوث تقييم هذه التكاليف نذكر منها عمل (Warner & Gruber (1977)، (Altman (1984)). كذلك أظهرت عدة أعمال أن الاعتماد على المصادر التمويلية الخارجية يترتب عليه ظهور نوع آخر من التكاليف تعرف بتكاليف الوكالة. وهذا يعود إلى مشكل عدم تماثل المعلومات ما بين مسير المؤسسة وأصحاب رؤوس الأموال الخارجية (Outsider)، بحيث أن للمساهمين/المسيرين (Insider) معلومات أفضل حول التدفقات النقدية المحتملة مقارنة بالمستثمرين الخارجيين (Outsider) هذا ما سيدفعهم إلى طلب عوائد أكبر على أموالهم المستثمرة. ومنه فإن الاعتماد على الديون في الهيكل المالي سيترتب عليه ظهور مثل هذه التكاليف. ومن البحوث التي ركزت على مشاكل عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة نذكر (Jensen & Meckling (1976)، (Harris & Raviv (1990، 1991)، (Jensen (1986).

انطلاقاً مما سبق، فإن نظرية التوازن تعتمد على مفهوم المراجعة لتحديد المعدل الأمثل للمديونية في هيكل رأسمال المؤسسة، حيث هذا المعدل يمثل المعدل الذي تتساوى فيه الفوائد الناجمة عن المديونية (الاقتصاد الضريبي) والتكاليف المترتبة عنها (تكاليف الإفلاس) (Fama & French (2000)، (Jensen (1986))، واعتماد المؤسسة على الموارد المالية الخارجية يعرضها إلى مشاكل عدم تماثل المعلومات مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الوكالة. ولتخفيض من مشاكل عدم تماثل المعلومات ظهرت نظرية الإشارات

(la théorie de signal) والتي تهدف إلى إرسال إشارات من طرف المساهمين/المسيرين (Insider) إلى المستثمرين الخارجيين (Outsider) عن الوضعية الجيدة للمؤسسة، سواء عن طريق مستوى المديونية أو نسبة مشاركة المسير في رأس المال، فيما يخص مستوى المديونية إذا كان مرتفعاً يتم تفسيره من طرف المستثمرين الخارجيين (Outsider) على أن المؤسسة تعتبر من النوع الجيد، بما أنها تمكنت من الحصول على الديون المطلوبة. كذلك فإن من صالح المسير أن يعمل لفائدة المؤسسة، لعدم دفع الدين عند تاريخ الاستحقاق يعرضه إلى مشاكل الإفلاس وبذلك فقدان منصبه، عكس الاعتماد على الأموال الخاصة التي لا يترتب عنها مثل هذه التكاليف، ومن أشهر الأعمال في هذا الجانب (Ross (1977)). أما فيما يخص نسبة مشاركة المسير المساهم (Insider) في رأسمال المؤسسة، فإذا كانت مرتفعة تمثل إشارة على الوضعية الجيدة للمؤسسة فمن صالح المسير المساهم (Insider) ديمومة نشاطها باعتبارها ستعود على ثروته الشخصية بالفائدة ومن أشهر الأعمال التي سلطت الضوء على هذه النقطة (Leland & Pyle (1977)).

تجدر الإشارة كذلك أن البحث الذي قدمه ميلر في سنة 1977 توصل إلى نفس نتيجة بحثه مع مدكلياني في سنة 1958، بطرحه إمكانية عدم توفر هيكل مالي أمثل، وهذا بإدخال الضريبة على المداخل الشخصية للمستثمرين في التحليل، أي أن الاقتصاد الضريبي الناجم عن الديون يمكن أن يلغى بإخضاع دخل المستثمرين إلى هذا النوع من الضرائب.

كذلك حاولت عدة بحوث تفسير هيكل رأسمال المؤسسة من منظور نظرية أفضلية مصادر التمويل (Pecking Order Theory)، ومن أشهر الأعمال في هذا الجانب دراسة (Myers & Majluf (1984))، وتهدف هذه النظرية إلى أنه يستحسن استخدام أولا التمويل الذاتي في تمويل المؤسسة، وإن لم يكف يتم اللجوء إلى الاستدانة على أن يتم التمويل عن طريق رفع رأس المال باللجوء إلى المساهمين الخارجيين (Outsider) في الأخير وهذا راجع إلى مشاكل عدم تماثل المعلومات عند استخدام هذا النوع من التمويل.

2- دراسة محددات سياسة المديونية في المؤسسات الجزائرية الخاصة

بعد أن تم تسليط الضوء على مختلف النظريات المفسرة لهيكل رأس المال، سنحاول فيما يلي دراسة محددات سياسة المديونية في المؤسسات الجزائرية الخاصة في الفترة الممتدة ما بين 2005 و2008 من خلال عينة تتكون من 118 مؤسسة اقتصادية، حيث في

البداية سنقوم بتحليل وصفي لعينة الدراسة ثم سنحاول تفسير النتائج المتحصل عليها عن طريق طريقة الانحدار المتعدد توبيث (Tobit) باستعمال معطيات بانال.

1-2 دراسة وصفية لعينة الدراسة

سنحاول من خلال هذه النقطة عرض عينة الدراسة والطريقة الإحصائية المتبعة ثم مختلف متغيرات النموذج، وفي الأخير سيتم دراسة هذه المتغيرات باستخدام طرق الإحصاء الوصفي، وهذا كما يلي:

1-1-2 عرض عينة الدراسة

تم في هذه الدراسة استعمال المعطيات المحاسبية لـ 118 مؤسسة جزائرية خاصة، خلال الفترة الممتدة ما بين 2005 و2008، أي 472 ملاحظة إحصائية، وتم اختيار هذه العينة بناء على مجموعة من المعطيات المالية للمؤسسات الجزائرية الخاصة، والإبقاء إلا على المؤسسات التي تحتوي على كل المعلومات المحاسبية خلال كل فترة الدراسة وإلغاء المؤسسات التي لا تحتوي على بعض المعلومات المحاسبية، وهذا بغية استعمال طريقة بانال المتوازن «Balanced Data» واجتناب استعمال طريقة الملاحظات الناقصة والمعروفة ببانال غير متوازن «Unbalanced Data».

وحاولنا من خلال هذه الدراسة أن تكون العينة تشمل مختلف المؤسسات عبر كل التراب الوطني، حيث تتوفر العينة على مجموعة من المؤسسات من شرق وغرب ووسط البلاد، أما فيما يخص مؤسسات الجنوب فتم توزيعها على مختلف المناطق الثلاث المذكورة أعلاه، ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول رقم 1:

الجدول رقم 1: التوزيع الجغرافي للمؤسسات المكونة لعينة الدراسة، الوحدة: مؤسسة

البيان	عينة الدراسة	مؤسسات	مؤسسات	مؤسسات
عدد المؤسسات	118	34	43	41
نسبة	%100	%28,81	%36,44	%34,75

المصدر: انطلاقاً من تحليل عينة الدراسة

نلاحظ من خلال الجدول رقم 1 أن المؤسسات الموجودة في العينة المدروسة تشمل مختلف مناطق الوطن بصفة متوازنة، وكذلك هذه العينة تتوفر على مؤسسات من مختلف النشاطات ويمكن تجميعها من خلال قطاعين أساسيين ألا وهما القطاع الإنتاجي (62

مؤسسة: أي 52,54% من مجموع مؤسسات العينة) والقطاع الخدماتي والتجاري(56 مؤسسة: أي 47,46% من مجموع مؤسسات العينة).

2-1-2 طريقة الانحدار المتعدد توبيت

سيتم في هذه الدراسة استخدام طريقة الانحدار المتعدد على معطيات بانال، وهذا باستخدام طريقة توبيت (Tobit)، هذه الطريقة يتم استعمالها عندما يكون المتغير التابع محصوراً أو محدوداً من جهتين أو من جهة واحدة (Hugo Harari-Kermadek 2008)، وهي الطريقة المستحسن استعمالها فيما يخص هذه الدراسة باعتبار أن المتغير التابع في الدراسة، وهو نسبة المديونية في رأس المال، محصوراً عادة في المجال [0 - 1] وهذا ما يبرر استخدام هذا النموذج*.

2-1-3 متغيرات النموذج

انطلاقاً من الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع والمعطيات المتوفرة لدينا، تم اختيار جملة من المتغيرات التي يمكن الاعتماد عليها لتفسير سياسة المديونية في المؤسسات الجزائرية الخاصة، ويمكن توضيح هذه المتغيرات من خلال الجدول رقم 2:

الجدول رقم 2: متغيرات النموذج

المتغيرات	الرمز	طريقة الحساب	الدراسات السابقة التي استعملت هذا المتغير
المديونية الإجمالية	DT	إجمالي الديون / إجمالي الخصوم	- D.Margaritis & M.Psillaki 2009. - S.T.Hijazi & Y.Bentaraq2006 .
المديونية م. وطويلة الأجل	DMT	ديون طويلة ومتوسطة الأجل / إجمالي الخصوم	
الحجم	SIZE	لوغاريتم مجموع الأصول	- Rajan & Zingales 1995.
الضمانات	AC	صافي الأصول العينية / إجمالي الأصول	- S.Titman & R.Wessels 1988. - Imen Latrous 2007.
المردودية	ROA	النتيجة المحققة قبل الفوائد المالية والضرائب / إجمالي الأصول	- Rajan & Zingales 1995. - S.Titman & R.Wessels 1988.
إقتصاد ضريبي غ متعلق بالديون	NTS	مجموع أقساط الاهتلاك / رقم الأعمال	- S.Titman & R.Wessels 1988. - C.Chang & al 2009.
قطاع النشاط*	SA	رقم 1 للقطاع الإنتاجي ورقم 0 للقطاع الخدماتي أو التجاري	- S.Titman & R.Wessels 1988. - قريشي.ي (2005)

* سيتم دراسة هذا النموذج باستخدام كل من برنامج Eviews6 وبرنامج Stata 11

* تجدر الإشارة أن عند استعمال متغير قطاع النشاط في النموذج وجدناه غير معنوي (non significatif) لذلك تم حذفه من النموذج

النهائي، والاكتفاء بالمتغيرات المستقلة الأربعة الأخرى.

انطلاقاً من المتغيرات الموضحة في الجدول رقم 2 يمكن صياغة علاقتي النموذج من خلال ما يلي:

$$DT_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{it} + \alpha_2 AC_{it} + \alpha_3 ROA_{it} + \alpha_4 NTS_{it} + \mu_{it} \dots (5)$$

$$DMT_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{it} + \alpha_2 AC_{it} + \alpha_3 ROA_{it} + \alpha_4 NTS_{it} + \mu_{it} \dots (6)$$

حيث: $i = 1 \dots 118$ و $t = 1 \dots 4$

2-3- دراسة وصفية لمتغيرات النموذج

بعد أن تم توضيح متغيرات النموذج في النقطة السابقة، سنقوم بتحليل هذه المتغيرات من خلال بعض الإحصائيات الوصفية ومصفوفة الارتباطات الثنائية وهذا كما يلي:

الجدول رقم 3: الإحصائيات المتعلقة بمتغيرات النموذج

المتغيرات	DT	DMT	DCT	SIZE	AC	ROA	NTS
متوسط	0.597	0.116	0.480	8.409	0.301	0.113	0.080
وسيط	0.637	0.004	0.473	8.407	0.241	0.054	0.019
القيمة القصوى	1.406	1.122	1.133	10.027	1.638	2.321	1.000
القيمة الدنيا	0.000	0.000	0.000	6.178	0.000	-0.738	0.000
الانحراف المعياري	0.298	0.195	0.285	0.670	0.278	0.242	0.168
معامل Skewness	-0.187	2.101	0.027	-0.117	0.929	3.424	3.754
معامل Kurtosis	2.409	7.526	1.844	2.836	3.799	25.329	18.057

المصدر: انطلاقاً من المعالجة الإحصائية عن طريق برنامج Eviews 6.

من خلال الجدول رقم 3 نلاحظ أن نسبة الاستدانة الإجمالية (DT) في العينة تقدر بـ 59,70%، ولكن أغلب هذه الديون هي من النوع القصير الأجل (DCT) بنسبة 48,08%، وهذا ما يفسر ضعف نسبة الاستدانة طويلة والمتوسطة الأجل (DMT) التي تقدر بـ 11,62%، حيث أظهرت عدة دراسات التي قامت على المؤسسات الجزائرية ضعف هذه النسبة، وهو ما يبين الاعتماد الكبير للمؤسسات الجزائرية على المديونية قصيرة الأجل لمجابهة احتياجاتها المالية.

الجدول رقم 4 : مصفوفة الارتباطات الثنائية

المتغيرات	DT	DMT	DCT	SIZE	AC	ROA	NTS
DT	1.000	0.390	0.776	0.112	-0.070	-0.189	-0.019
DMT	0.390	1.000	-0.277	0.063	0.322	-0.139	0.220
DCT	0.776	-0.277	1.000	0.074	-0.294	-0.101	-0.170
SIZE	0.112	0.063	0.074	1.000	0.169	-0.110	0.215
AC	-0.070	0.322	-0.294	0.169	1.000	-0.069	0.296
ROA	-0.189	-0.139	-0.101	-0.110	-0.069	1.000	-0.062
NTS	-0.019	0.220	-0.170	0.215	0.296	-0.062	1.000

المصدر: انطلاقاً من المعالجة الإحصائية عن طريق برنامج Eviews 6.

انطلاقاً من مصفوفة الارتباطات الثنائية وعكس ما كان متوقعا، نلاحظ أن متغير الرفع المالي مرتبط ارتباطاً عكسياً مع متغير الضمانات (- 7,0 %)، فالعديد من الدراسات أثبتت أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة ما بين المتغيرين نذكر منها (S.Titman & R.Wessels (1988)، (Rajan & Zingales (1995))، ويمكن تفسير هذه النتيجة بالنسبة العالية للمديونية قصيرة الأجل في عينة الدراسة، ويتضح ذلك جلياً من خلال الارتباط العالي بدلالة إحصائية موجبة (32,2 %) ما بين متغير المديونية الطويلة والمتوسطة الأجل ومتغير الضمانات. وعكس ذلك فإن هذا الأخير مرتبط ارتباطاً عكسياً مع متغير المديونية قصيرة الأجل (- 29,4 %)، وهو ما يفسر العلاقة العكسية ما بين متغير الضمانات ومتغير المديونية الإجمالية.

أما فيما يخص الارتباطات الثنائية ما بين المتغيرات المستقلة فإنها ارتباطات ضعيفة، ما عدا الارتباط ما بين متغير الضمانات (AC) ومتغير الاقتصاد الضريبي غير الناتج عن المديونية (NTS) حوالي (29,6 %)، وما بين هذا الأخير ومتغير الحجم (SIZE) أي حوالي (21,5 %)، وهذا ما سيؤثر حتماً على عملية التقدير.

2-2 تحليل النتائج المتحصل عليها

بعدما تم التطرق إلى الدراسة الإحصائية الوصفية، سنحاول فيما يلي دراسة تأثير المتغيرات المستقلة الموضحة أعلاه على معدل الرفع المالي، باستخدام طريقة الانحدار المتعدد للمتغير التابع المحصور توبييث، على معطيات بانال لمجموعة من المؤسسات الجزائرية، وتم الحصول على النتائج الموضحة في الجدول رقم 5:

الجدول رقم 5: معاملات النموذج باستخدام مختلف نسب الرفع المالي

المتغير التابع	متغير المديونية الإجمالية (DT)	متغير المديونية المتوسطة وطويلة الأجل (DMT)	متغير المديونية قصيرة الأجل (DCT)
الثابت (C)	0,230 (0,178)	-0,487*** (0,010)	0,161 (0,312)
متغير الضمانات (AC)	-0,107** (0,028)	0,375*** (0,000)	-0,328*** (0,000)
متغير الحجم (SIZE)	0,050** (0,014)	0,047** (0,031)	0,051*** (0,007)
متغير المرودية (ROA)	-0,224*** (0,000)	-0,169** (0,013)	-0,128** (0,013)
متغير الاقتصاد الضريبي غير متعلق بالمديونية (NTS)*	-	-	-
عدد الملاحظات	472	472	472
Akaike info criterion	0,398039	0,742235	0,256927
معامل Pseudo R ²	0,1288	0,1780	0,3365
معامل LR chi2 (3)	26,29 (0,0000)	73,68 (0,0000)	56,42 (0,0000)
Prob> chi2			

المصدر: انطلاقاً من المعالجة الإحصائية عن طريق كل من برنامج Eviews6 وبرنامج Stata 11.

حيث: (*, **, ***) المتغير له دلالة إحصائية بدرجة ثقة تقدر ب 10%، 5%، و 1% على الترتيب.

من خلال الجدول رقم 5 يمكن تفسير تأثير المتغيرات المستقلة على متغير الرفع

المالي كما يلي:

- متغير الضمانات (AC)**: أظهرت عدة دراسات العلاقة الطردية بين متغير

الضمانات ومتغير الرفع المالي، من هذه الدراسات يمكن ذكر دراسة (P.Gaud & E.jani (2002)، Rajan & Zingales (1995))، ويرجع ذلك إلى أن الأصول العينية تمثل ضمانات قوية تسمح للمؤسسة من تعزيز قدرتها على الاستدانة، لهذا فإن المؤسسات التي لها نسبة معتبرة من الأصول العينية يمكن أن تضعها كضمانات للرفع من قيمة الديون (S.Titman & R.Wessels (1988)).

* فيما يخص متغير الاقتصاد الضريبي غير متعلق بالمديونية (NTS)، تم حذفه من النموذج لأنه كان في أغلب الحالات ليس له دلالة إحصائية، كذلك بغية تحسين معامل Akaike info crittrion، ولفهم معاملات المتحصل عليهم في النموذج عن طريق كل من برنامج Eviews6 وبرنامج Stata 11 أنظر إلى الملحق.

** ينبغي التنبيه بأن عملية التقدير عن طريق معامل الرفع المالي باستعمال متغير المديونية قصيرة الأجل (DCT) تم استعمالها بغية تفسير العلاقات بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع: للمتغير المديونية الإجمالية (DT) ومتغير المديونية المتوسطة وطويلة الأجل (DMT) فحسب.

لكن انطلاقاً من الجدول رقم 5 نلاحظ أن هناك علاقة عكسية مابين متغير الضمانات ومتغير الاستدانة الإجمالية (-0,107) ولعل هذه النتيجة تعود أساساً إلى ارتفاع نسبة القروض قصيرة الأجل في العينة، ويمكن تعزيز هذا الاستنتاج من خلال العلاقة الطردية مع متغير الاستدانة المتوسطة وطويلة الأجل (0,375)، والعلاقة العكسية مع متغير الاستدانة قصيرة الأجل (-0,328).

- متغير الحجم: أغلب الدراسات أثبتت أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية مع المتغير التابع، وهذا يعود إلى كون حجم المؤسسة يسمح من تخفيف احتمال الوقوع في الإفلاس مما يشجع على الاستدانة. وحسب دراسة Rajan & Zingales (1995)، تم تأكيد هذه العلاقة في البلدان السبعة المدروسة ما عدا ألمانيا، وتم تفسير ذلك بأن البنوك الألمانية تستفيد من حماية التشريع الألماني في حالة الوقوع في الإفلاس هذا ما يخفف من عبء هذه التكاليف هذا من جهة، ومن جهة أخرى سهولة حصول المؤسسات الألمانية ذات الحجم الصغير على قروض (P.Gaud & E.jani (2002)). كذلك يمكن تفسير العلاقة الطردية إلى عامل السمعة، حيث المؤسسات ذات الحجم الكبير التي لها سمعة جيدة في السوق يمكن أن تستغلها لجلب موارد مالية جديدة، وهذا العامل يسمح كذلك بتخفيض التكاليف المترتبة عن عدم تماثل المعلومات.

تجدر الإشارة إلى أن هناك بعض الدراسات لم تظهر علاقة واضحة لتأثير الحجم على سياسة المديونية مثل دراسة S.Titman & R.Wessels (1988).

أما فيما يخص الدراسة التي قمنا بها لاحظنا أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية مابين هذا المتغير ومتغيري الرفع المالي، ونستنتج من خلال هذه النتائج أن هناك تأثيراً لحجم المؤسسة على مدى استقطاب القروض المتوسطة وطويلة الأجل، مما يتوافق مع نظرية السمعة.

- متغير المردودية: إن متغير المردودية من المتغيرات التي عرفت عدة تفسيرات من الجانب النظري، فمن منظور نظرية التوازن هناك علاقة طردية بين هذا الأخير ومتغير الرفع المالي، باعتبار أن المؤسسات التي تحقق معدلاً عالياً من المردودية تفضل تمويل احتياجاتها عن طريق المديونية، وهذا يعود للفوائد الجبائية التي ستحققها من جراء هذا القرار. أما أنصار نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل فيفترضون أن هناك علاقة عكسية ما بين هذا المتغير ونسبة الاستدانة. وهذا يعود إلى أن المؤسسات التي تحقق نسبة عالية من المردودية تفضل تمويل مشاريعها عن طريق نشاطها، أي عن طريق

التمويل الذاتي للتقليص من تكاليف عدم تماثل المعلومات ثم بعد ذلك تحاول أن تمول الفرق عن طريق الاستدانة، حيث أثبتت عدة دراسات العلاقة العكسية ما بين متغير المردودية ومتغير الرفع المالي منها (E.jani & P.Gaud (2002) ، Rajan & Zingales (1995)).

وحسب البحث الذي قمنا به لاحظنا أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية عكسية ما بين متغير المردودية ومتغيري الاستدانة الإجمالية (- 0,224) أو الاستدانة المتوسطة وطويلة الأجل (- 0,169). ومنه فإن نظرية أفضلية مصادر التمويل هي التي تفسر أكثر السلوك المالي للمؤسسات الجزائرية الخاصة*.

- متغير الاقتصاد الضريبي غير متعلق بالمديونية: كما هو مبين في الجدول رقم 5، هذا المتغير تم حذفه من النموذج، لأننا لم نجد دلالة إحصائية كافية ما بين هذا المتغير ومتغير الرفع المالي، رغم أن عدة دراسات أثبتت أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية ما بين المتغيرين (S.Titman & R.Wessels (1988))، ويرجع ذلك إلى إمكانية أن يمثل الاقتصاد الضريبي الناتج عن غير الديون (مثل أقساط الاهتلاك) بديل عن الاقتصاد الضريبي الناجم عن المديونية.

يمكن تفسير النتيجة المتحصل عليها من دراستنا، بإمكانية الخطأ في اختيار المتغير الذي يسمح لنا بقياس الاقتصاد الضريبي الناتج عن غير الديون، حيث لاحظنا في الجانب الوصفي من هذه الدراسة أن هناك ارتباطا قويا ما بين هذا المتغير وكل من متغير الضمانات (29,65%) ومتغير الحجم (21,53%)، وحسب ما تم ذكره سابقا فيمكن لهذه الارتباطات أن تؤثر سلبا على عملية التقدير، لذا ارتأينا إلى حذف هذا المتغير من النموذج النهائي. ومن كل ما سبق يمكن توضيح النموذج النهائي من خلال العلاقتين التاليتين:

$$DT_{it} = 0,23 + 0,05 * SIZE_{it} - 0,10 * AC_{it} - 0,22 * ROA_{it} + \mu_{it} \dots \dots \dots (7)$$

(0,171) (0,020) (0,048) (0,055)

$$DMT_{it} = -0,48 + 0,04 * SIZE_{it} + 0,37 * AC_{it} - 0,16 * ROA_{it} + \mu_{it} \dots \dots \dots (8)$$

(0,187) (0,022) (0,051) (0,068)

وفي الأخير يمكن تلخيص النتائج المتحصل عليها مقارنة بدراسة Rajan & Zingales (1995) من خلال الجدول رقم 06 الموالي.

*حسب المعطيات المتوفرة لدينا فإن هذه الدراسة لا تمكننا من معرفة مدى تأثير تحديد الاقتراض (Rationnement de Crédit) في تفسير العلاقة العكسية ما بين متغير المردودية ومتغير الرفع المالي.

الخاتمة

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة على سياسة المديونية في المؤسسات الجزائرية الخاصة باستخدام معطيات بانال لعينة من المؤسسات تقدر بـ 118 مؤسسة، وتبين من خلال النتائج المتحصل عليها أن يمكن أن نفسر السلوك المالي للمؤسسات الجزائرية الخاصة عن طريق نظرية عدم تماثل المعلومات، فالطرف الذي له الأفضلية من حيث المعلومات (مسيري المؤسسة)، يقدم إشارات عن طريق الضمانات المقدمة وسمعة المؤسسة للطرف الذي له معلومات أقل (أصحاب رؤوس الأموال وحسب هذه الدراسة "البنوك")، بغية استقطاب قروض جديدة. كذلك يمكن لنظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل أن تفسر الهيكل المالي للمؤسسات الجزائرية الخاصة، حيث لاحظنا أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية ما بين متغير المديونية ومتغير المردودية، وهو ما يمكن تفسيره بأن المؤسسات ذات المردودية العالية لا تفضل تمويل احتياجاتها عن طريق الرفع من نسبة الاستدانة بل عن طريق مواردها الذاتية وفقا لهذه النظرية.

من خلال النتائج المتحصل عليها لاحظنا أن المتغير الأكثر دلالة إحصائية هو متغير الضمانات، أما المتغير الأقل دلالة إحصائية هو متغير حجم المؤسسة (علاقة طردية ما بين متغير المديونية طويلة ومتوسطة الأجل وهذين المتغيرين)، هذا ما يمكن تفسيره بأن البنوك في الجزائر تعتمد أساسا في سياستها لمنح القروض المتوسطة وطويلة الأجل على كل من الضمانات التي تقدمها المؤسسات و حجم المؤسسة (سمعتها في السوق). أما فيما يخص المتغير الذي يأتي في الدرجة الثانية من حيث الدلالة فهو متغير المردودية، حيث وجدنا أن له علاقة عكسية مع المتغير التابع، مما يتوافق مع نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل.

انطلاقا من هذه النتائج، يمكن استخلاص أن النظرية التي تمكنا من تفسير السلوك المالي للمؤسسات الجزائرية الخاصة هي نظرية عدم تماثل المعلومات من خلال كل من نظرية أفضلية مصادر التمويل، نظرية الخطر المعنوي ونظرية السمعة. أما فيما يخص متغير الاقتصاد الضريبي غير المتعلق بالديون فلم نجد له دلالة إحصائية كافية عكس الدراسات السابقة، ويمكن تفسير هذا الاختلاف في الدراسات المقبلة بالأخذ بعين الاعتبار واقع النظام الجبائي الجزائري.

المراجع:

باللغة العربية:

1. الحناوي. م. ص وسلطان. إ. إ، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعة للطبع والنشر والتوزيع، 1999.
2. قريشي. ي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004/2005.
3. هندي. م. إ، الإدارة المالية : مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007.
4. هندي. م. إ، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2005.

باللغة الأجنبية:

5. Altman. E. I, A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question, The Journal of Finance, 1984, p p 1067 - 1089.
6. Chang. Chingfu, Lee. Alice. C, Lee. Cheng. F, Determinants of Capital Structure Choice: A Structural Equation Modeling Approach, The Quarterly Review of Economics and Finance, N°49, 2009, p p 197 – 213.
7. Fama. E. F, French. K. R, Testing Trade off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt, Graduate School of Business, University of Chicago and Sloan School of Management, 2000, p p 1 - 38.
8. Frank. M. Z, Goyal. V. K, Testing the pecking order theory of capital structure, Journal of Financial Economics, January 2002, p p 1- 30.
9. Gaud.P, Jani. E, Déterminants et Dynamique de la Structure du Capital des Entreprises Suisses : une Etude Empirique, Université de Genève, Département HEC, 2002, p p 1 – 32.
10. Harris. M, Raviv. A, Capital Structure and the Informational Role of Debt, The Journal of Finance, jun 1990, pp 321 - 349.
11. Harris. M, Raviv. A, The Theory of Capital Structure, The Journal of Finance, March 1991, p p 297 - 355.
12. Hijazi. Syed Tahir, Yasir. Bin Tariq, Determinants of Capital Structure: A Case for the Pakistani Cement Industry, The Lahore Journal of Economics, 2006 , p p 63 - 80.
13. Jensen. M.C, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, American Economic Review, 1986, p p 323 - 329.
14. Jensen. M.C, Meckling.W.H, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics , 1976, p p 305 - 360.
15. Kermadec. Hugo Harari, Econometrie, chapitre 4 : Le modele Tobit, Edition URCA, 2008-2009, p p 1 – 6.

16. Latrous. Imen, Structure de Propriété et Structure du Capital :Approche par la Méthode des Equations Simultanées, PRISM, Universite Paris 1 Sorbonne, 2007, p p 1 -39.
17. Leland. H. E, Pyle. D. H, Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, The Journal of Finance, May 1977, p p 371 - 387.
18. Margaritis. D, Psillaki. M, Capital Structure, Equity Ownership And Firm Performance, Journal of Banking & Finance, 2009, p p 1 - 12.
19. Miller. M, Debt and Taxes, The Journal of Finance, May 1977, p p 261- 275.
20. Modigliani. F , Miller. M. H, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment ,The American Economic Review, 1958, p p 261- 297.
21. Modigliani. F ; Miller. M. H, Corporate Income Taxes and the cost of capital: A correction, American Economic Review, 1963, p p 433 - 443.
22. Modigliani. F, M M- Past, Present, Future , The Journal of Economic Perspectives, Volume 2, Issue 4, 1988, p p 149 - 158.
23. Myers. S, The Capital Structure Puzzle, The Journal of Finance, 1984, p p 575 - 592.
24. Myers. S. C, Majluf. N, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, Journal of Financial Economics, 1984, p p 187- 221.
25. Rajan. R. G, Zingales. L, What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, The Journal of Finance, Vol L, No 5. 1995, p p 1421-1460.
26. Ross. S. A, The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, The Bell Journal of Economics, Vol 8, No 1, 1977, p p 23 - 40.
27. Scott. J. H, Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure, The Journal of Finance, March 1977, p p 1 - 19.
28. Stiglitz. J. E, Why Financial Structure Matters, The Journal of Economic Perspectives, Vol 2, No 4, 1988, p p 121 – 126.
29. Titman. S; Wessels. R, The Determinants of Capital Structure Choice, The Journal of Finance, Vol 43, No 1. 1988, p p 1 -19.
30. Warner. J. B, Bankruptcy Costs : Some Evidence, The Journal of Finance, May 1977, p p 337 -347.

الملحق

- النتائج المتحصل عليها باستعمال برنامج Eviews6

Dependent Variable: DT
Method: ML - Censored Normal (TOBIT) (Quadratic hill climbing)
Date: 11/19/12 Time: 05:25
Sample: 1 472
Included observations: 472
Left censoring (value) at zero
Convergence achieved after 3 iterations
Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.230713	0.171104	1.348376	0.1775
AC	-0.107892	0.048916	-2.205657	0.0274
SIZE	0.050409	0.020397	2.471352	0.0135
ROA	-0.224880	0.055684	-4.038506	0.0001
Error Distribution				
SCALE:C(5)	0.290634	0.009492	30.61992	0.0000
Meandependent var	0.597029	S.D. dependent var		0.298081
S.E. of regression	0.291165	Akaike info criterion		0.398039
Sumsquaredresid	39.59098	Schwarz criterion		0.442075
Log likelihood	-88.93728	Hannan-Quinn criter.		0.415361
Avg. log likelihood	-0.188426			
Leftcensoredobs	2	Right censoredobs		0
Uncensoredobs	470	Total obs		472

- النتائج المتحصل عليها باستعمال برنامج Stata 11

Tobit dt ac size roa, Π (0)
Tobit regression
Log likelihood=-88,937292

Number of obs = 472
LR chi2 (3) = 26,29
Prob> chi2 = 0,0000
Pseudo R² = 0,1288

dt	Coef	StdErr	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ac	-0,1078922	0,0489148	-2,21	0,028	-0,2040115	-0,117729
size	0,0504091	0,0203968	2,47	0,014	0,0103286	0,0904895
roe	-0,22488	0,0556824	-4,04	0,000	-0,3342978	-0,1154621
cos	0,2307126	0,1710994	1,35	0,178	-0,1055036	0,5669289
/sigma	0,290634	0,009491			0,2719838	0,3092841
Obs. summary	2	left-censored observations at dt<=0				
	470	uncensored observations				
	0	right-censored observations 0				

الملحق تابع "أ"

- النتائج المتحصل عليها باستعمال برنامج Eviews6

Dependent Variable: DMT
Method: ML - Censored Normal (TOBIT) (Quadratic hill climbing)
/12 Time: 14:32/12Date: 1
Sample: 1 472
Included observations: 472
Left censoring (value) at zero
Convergence achieved after 5 iterations
Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.487941	0.187786	-2.598383	0.0094
AC	0.375572	0.051788	7.252144	0.0000
ROA	-0.169794	0.068292	-2.486309	0.0129
SIZE	0.047768	0.022036	2.167738	0.0302
Error Distribution				
SCALE:C(5)	0.277660	0.013033	21.30387	0.0000
Meandependent var	0.116244	S.D. dependent var		0.195481
S.E. of regression	0.187374	Akaike info criterion		0.742235
Sumsquaredresid	16.39585	Schwarz criterion		0.786271
Log likelihood	-170.1675	Hannan-Quinn criter.		0.759557
Avg. log likelihood	-0.360524			
Leftcensoredobs	211	Right censoredobs		*0
Uncensoredobs	261	Total obs		472

- النتائج المتحصل عليها باستعمال برنامج Stata 11

Tobit dmt ac size roa, Π (0)

Tobit regression

Log likelihood=-170,16747

Number of obs = 472

LR chi2 (3) = 73,68

Prob> chi2 = 0,0000

Pseudo R² = 0,1780

dmt	Coef	StdErr	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ac	0,3755716	0,0517866	7,25	0,000	0,2738091	0,4773342
size	0,0477683	0,0220356	2,17	0,031	0,0044676	0,091069
roe	-0,1697942	0,0682903	-2,49	0,013	-0,303987	-0,0356014
cos	-0,4879406	0,1877825	-2,60	0,010	-0,8569399	-0,1189414
/sigma	0,2776598	0,0130327			0,25205	0,3032696

Obs. summary 211 left-censored observations at dmt<=0
 261 uncensored observations
 0 right-censored observations

الملحق تابع "ب"

- النتائج المتحصل عليها باستعمال برنامج Eviews6

Dependent Variable: DCT
Method: ML - Censored Normal (TOBIT) (Quadratic hill climbing)
Date: 11/19/12 Time: 05:38
Sample: 1 472
Included observations: 472
Left censoring (value) at zero
Convergence achieved after 4 iterations
Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.161005	0.159011	1.012542	0.3113
AC	-0.328602	0.045452	-7.229630	0.0000
SIZE	0.051475	0.018955	2.715670	0.0066
ROA	-0.128499	0.051742	-2.483472	0.0130
Error Distribution				
SCALE:C(5)	0.270026	0.008834	30.56800	0.0000
Meandependent var	0.480785	S.D. dependent var		0.285680
S.E. of regression	0.269133	Akaike info criterion		0.256927
Sumsquaredresid	33.82601	Schwarz criterion		0.300963
Log likelihood	-55.63482	Hannan-Quinn criter.		0.274249
Avg. log likelihood	-0.117870			
Leftcensoredobs	3	Right censoredobs		0
Uncensoredobs	469	Total obs		472

- النتائج المتحصل عليها باستعمال برنامج Stata 11

Tobit det ac size roa, $\Pi(0)$
Tobit regression
Log likelihood=-55,634847

Number of obs = 472
LR chi2 (3) = 56,42
Prob> chi2 = 0,0000
Pseudo R² = 0,3365

det	Coef	StdErr	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ac	-0,3286024	0,0454519	-7,23	0,000	-0,417917	-0,2392878
size	0,0514746	0,0189545	2,72	0,007	0,0142283	0,088721
roe	-0,1284987	0,0517413	-2,48	0,013	-0,2301721	-0,0268254
cos	0,1610055	0,1590103	1,01	0,312	-0,1514553	0,4734662
/sigma	0,2700257	0,0088335			0,2526676	0,2873838

Obs. summary
3 left-censored observations at det<=0
469 uncensored observations
0 right-censored observations 0

