

أثر تركيبة الهيكل المالي على خلق القيمة في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة الجزائرية: دراسة تحليلية قياسية لمجمع صيدال خلال الفترة (2011-2023)

The Impact of Financial Structure Composition on Value Creation in Economic Institutions Listed on the Algerian Stock Exchange: An Empirical Analysis study at Case Study of the Saidal Group During the Period (2011-2023)

إيمان خلفلاوي^{1*}، إخلاص خلفلاوي²

Imane Khalfallaoui^{1*}, Ikhlas Khalfallaoui²

¹ جامعة 8 ماي 1945، قالمة (الجزائر)، Imanekhalfallaoui@hotmail.fr

² جامعة 8 ماي 1945، قالمة (الجزائر)، khalfallaouiikhlas@gmail.com

تاريخ النشر: 2025-09-30

تاريخ القبول: 2025-09-17

تاريخ الاستلام: 2025-07-14

ملخص:

هدفت دراستنا إلى تحليل أثر تركيبة الهيكل المالي على خلق القيمة في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة الجزائرية مع التركيز على حالة مجمع صيدال، وذلك من خلال تطبيق نموذج أشعة الانحدار الذاتي VAR خلال الفترة (2011-2023). وقد مكنتنا نتائج الدراسة من توضيح كيفية تأثير مكونات الهيكل المالي على تحقيق القيمة داخل المجمع. حيث تم تحديد تركيبة الهيكل المالي بالاعتماد على جملة من المؤشرات، في حين تم قياس خلق القيمة باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

وخلصت الدراسة إلى وجود علاقات ديناميكية ومعقدة ذات دلالة إحصائية سواء ايجابية وسلبية، بين متغيرات الهيكل المالي وخلق القيمة بالنسبة للتأخيرات الخمس، كما بين التحليل قوة العلاقة والترابط بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة طيلة فترة الدراسة. كما كشفت الدراسة عن وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من القيمة الاقتصادية المضافة إلى الهيكل المالي الممثل بنسبة الديون الإجمالية إلى مجموع الأصول، وعلاقة سببية ثنائية الاتجاه بين القيمة الاقتصادية المضافة والهيكل المالي المقاس بنسبة القروض طويلة ومتوسطة الأجل إلى إجمالي الأصول.

الكلمات مفتاحية: الهيكل المالي، خلق القيمة، القيمة الاقتصادية المضافة، نموذج أشعة الانحدار الذاتي VAR، المؤسسات الاقتصادية.

تصنيف JEL: G32، L25، C32.

Abstract:

Our study aimed to analyze the impact of financial structure composition on value creation in economic institutions listed on the Algerian Stock Exchange, focusing on the case of Saidal Group. We applied a Vector Autoregressive (VAR) self-regression model during the period (2011-2023). The study results enabled us to elucidate how components of the financial structure affect value creation within the group. Financial structure composition was determined based on a set of indicators, while value creation was measured using the Added Economic Value.

The study concluded dynamic and statistically significant relationships, both positive and negative, between financial structure variables and value creation with five lags. It also highlighted the strength of the relationship and correlation between the dependent variable (value creation) and explanatory variables throughout the study period. Additionally, the study revealed a unidirectional causal relationship from AEV to financial structure represented by the ratio of total debt to total assets, and a bidirectional causal relationship between AEV and financial structure measured by the ratios of long-term and medium-term loans to total assets.

Keywords: Financial Structure, Value Creation, Economic Value Added (EVA), Vector Autoregression (VAR), Economic Institutions.

JEL Classification: G32, L25, C32.

1. مقدمة:

لا يزال الجدل حول الهيكل المالي قائماً، إذ تعد كيفية صياغته من بين أبرز التحديات التي تواجه المؤسسات الاقتصادية، حيث تعمل هذه المؤسسات إلى اختيار المزيج التمويلي الذي يخفض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى، ويقلل من المخاطر، مما يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين والمساهمة الفعالة في خلق القيمة.

ويعد الهيكل المالي من أهم المواضيع وأكثرهم إثارة في المجال المالي، حيث تسعى المؤسسات الاقتصادية إلى تشكيل هيكل مالي يتماشى مع أهدافها، ويمكنها من تلبية احتياجاتها التمويلية لتسيير عملياتها وتوسيع أنشطتها، وفي الوقت ذاته يضمن زيادة قيمتها ومعدل نموها، مع تجنب المخاطر والصعوبات المالية. بشكل عام تقوم المؤسسات على إحداث تركيبة مالية فعالة توجه من خلالها مختلف الموارد المالية إلى استخدامات ذات مردودية، عبر اختيار المؤسسة للمزيج التمويلي الأمثل الذي يشكل هيكلها المالي بطريقة تضمن خلق القيمة، تعظيمها وتخفيض المخاطر.

في هذا السياق يبرز مفهوم "خلق القيمة" باعتباره الهدف الأسمى لأي مؤسسة اقتصادية، خاصة منذ تسعينيات القرن الماضي، حيث أصبحت المؤسسات الاقتصادية تركز على بناء وتشغيل مشاريع ومنتجات جديدة تحقق عوائد تتجاوز تكلفة رأس مال المؤسسة، مما يضمن تعظيم قيمة المساهمين. في هذا الصدد فإن خلق القيمة لا يؤثر فقط على المساهمين، بل أيضاً على أصحاب المصلحة الذين يحتاجون إلى معلومات مالية دقيقة وموثوقة للتعاون مع المؤسسة.

يعد مفهوم خلق القيمة أداة لصياغة الاستراتيجيات، وتعتمد المؤسسات هذا المفهوم لمتابعة وضعها المالي، توجيه قرارات الإدارة المتعلقة بتخصيص الموارد ووضع ميزانيات رأس المال، فالسعي وراء القيمة يوجه الموارد النادرة نحو استخداماتها الواعدة والأكثر إنتاجية، من هنا تنبع أهمية دراسة أثر تركيبة الهيكل المالي على خلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية.

1.1. مشكلة الدراسة وأسئلتها: بناءً على ما سبق نجد أن المؤسسة من أجل تحقيق أهدافها المسطرة من نمو وتطور تحتاج إلى رؤوس أموال من أجل تمويل مختلف أنشطتها واستثماراتها، وبما أن خلق القيمة لا يقتصر على المساهمين فقط، بل يشمل أيضاً أصحاب المصلحة الآخرين، فإن الهيكل المالي يصبح أداة استراتيجية لا غنى عنها لتوجيه الموارد، توزيعها بكفاءة وتحقيق التوازن. ومن أجل الإحاطة بكامل جوانب الموضوع يمكننا طرح الإشكالية الآتية:

ما هو أثر تركيبة الهيكل المالي على خلق القيمة في مجمع صيدال للفترة (2010-2023)؟

وتنبثق من الإشكالية الرئيسية أعلاه مجموعة من التساؤلات الفرعية التالية:

✓ هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين مكونات الهيكل المالي وخلق القيمة في مجمع صيدال للفترة

(2011-2023)؟

✓ هل توجد علاقة وارتباط بين الهيكل المالي وخلق القيمة لدى مجمع صيدال خلال الفترة (2011-

2023)؟

✓ ما نوع العلاقة التي تربط الهيكل المالي بخلق القيمة في مؤسسة مجمع صيدال في فترة الدراسة؟
2.1. فرضيات الدراسة: تقضي الإجابة على التساؤلات سابقة الذكر طرح أربعة فرضيات رئيسية، تختص هذه الفرضيات بالكشف عن العلاقة وحجم التأثير بين تركيبة الهيكل المالي وخلق القيمة، والتي جاءت صياغتها على النحو التالي:

✓ يوجد أثر عكسي بين الهيكل المالي ممثلاً بنسبة الديون الإجمالية إلى مجموع الأصول وخلق القيمة لدى مؤسسة الدراسة؛

✓ يوجد أثر طردي بين الهيكل المالي المعبر عنه بنسبة الديون إلى الأموال الخاصة وخلق القيمة في المؤسسة محل الدراسة؛

✓ يوجد أثر عكسي بين الهيكل المالي ممثلاً بنسبة القروض طويلة ومتوسطة الأجل إلى إجمالي الأصول وخلق القيمة لدى المؤسسة المعنية بالدراسة؛

✓ يوجد أثر طردي بين الهيكل المالي ممثلاً بنسبة القروض قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول وخلق القيمة لدى مؤسسة الدراسة.

3.1. أهمية الدراسة: تسعى المؤسسات باستمرار إلى تأمين التمويل الكافي عبر اختيار التركيبة التمويلية المثلى التي تمكنها من تحقيق أهدافها الاستراتيجية، وعلى رأسها خلق القيمة. وفي هذا الإطار تهدف المؤسسات الاقتصادية إلى تعظيم قيمتها، وهو ما يفرض عليها البحث المتواصل عن مصادر التمويل الملائمة لتغطية احتياجاتها التشغيلية والاستثمارية، ويتطلب ذلك اتخاذ قرارات تمويلية دقيقة لاختيار التوليفة المثلى من بين المصادر المتاحة، سواء تعلق الأمر بأموال الملكية أو أموال الدين بما يتماشى مع طبيعة نشاط المؤسسة ودرجة قدرتها التمويلية. وتبرز أهمية هذه الدراسة من خلال تقديم نمذجة تحليلية قياسية وإحصائية لتأثير تركيبة الهيكل المالي على خلق القيمة، وذلك من خلال دراسة حالة مجمع "صيدال" خلال الفترة الممتدة (2011-2023).

4.1. أهداف الدراسة: يمكن حصرها في النقاط الآتية:

✓ تأطير الأسس النظرية لكل من الهيكل المالي وخلق القيمة؛

✓ وصف وتحليل العناصر المفسرة للهيكل المالي وخلق القيمة في مؤسسة الدراسة؛

✓ تحليل وقياس أثر تركيبة الهيكل المالي على خلق القيمة في مجمع صيدال (2011-2023)؛

✓ تقدير نموذج قياسي يفسر مدى تأثير الهيكل المالي على خلق القيمة في مجمع صيدال خلال فترة الدراسة؛

✓ تفسير طبيعة العلاقة بين مكونات الهيكل المالي وخلق القيمة لمجمع صيدال خلال للفترة (2011-2023).

5.1. منهجية الدراسة: لضمان تحقيق الموضوع محل الدراسة، اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي من خلال وصف الجانب النظري فيما يتعلق بالمفاهيم الأساسية لكل من الهيكل المالي وخلق القيمة. بالإضافة إلى تحليل متغيرات الدراسة، وذلك من خلال تحليل أثر تركيبة الهيكل المالي على خلق القيمة

لمجمع صيدال. وتم الاعتماد أيضا على الأدوات الإحصائية والأساليب الكمية للقياس مع استخدام برمجية Eviews12، وذلك لدراسة وقياس تأثير المتغيرات المرغوبة. وتعتمد هذه الدراسة على محورين رئيسيين: الأول يتمثل في الإطار النظري لكل من الهيكل المالي وخلق القيمة، من خلال استعراض الأسس النظرية ذات الصلة، أما المحور الثاني فيتمثل في دراسة قياسية لتحليل أثر تغير تركيبة الهيكل المالي على خلق القيمة في مجمع صيدال خلال الفترة (2011-2023).

2. أدبيات الدراسة:

1.2. مفهوم خلق القيمة:

على الرغم من أن مفهوم خلق القيمة يستخدم كثيرا بين الباحثين والخبراء، إلا أنه لا يوجد تعريف عالمي متفق عليه لهذا المفهوم، هذه النقطة الضعيفة جعلت خلق القيمة موضوعا للعديد من الدراسات والبحوث. على الرغم من ذلك فإن مفهوم خلق القيمة ليس جديدا، بل كان موجودا منذ وقت طويل قبل أن ينتشر بين الخبراء الماليين في تسعينيات القرن العشرين. فخلق القيمة ليس هدفا في حد ذاته، بل وسيلة لتعزيز نمو المنظمة وتعزيز استدامتها مع السعي لتحقيق مزايا تنافسية مقارنة بالمؤسسات الأخرى (Faiteh & Aasri, 2023, p. 139). إن خلق القيمة في المؤسسات يتطلب استراتيجيات متناسقة يجب دمجها في القرارات التي تؤثر على مركزها والآليات المستخدمة في الإدارة، بالإضافة إلى أن خلق القيمة يعتمد على الاهتمام بالتغيرات في البيئة والتناسق بين الاستراتيجيات المختلفة ومرونتها في تحقيق القدرات التي تجعلها تنافسية، فإن خلق القيمة في المؤسسات هو فرصة لاستغلال الموارد والقدرات لجعلها تنافسية. (Vigo-Llompé, Abanto-Merino, & Márquez-Yauri, 2022, p. 1619)

يعرف خلق القيمة بأنه: قدرة المؤسسة على تمويل احتياجاتها المالية وتحقيق فوائض في القيمة، وتكمن هذه القدرة في مدى كفاءة تحويل الموارد المالية المتاحة إلى إيرادات فعلية تسهم في زيادة ثروة المؤسسة، وذلك بعد خصم جميع التكاليف سواء تلك المرتبطة بالنشاط الاستغلالي أو المتعلقة بتكلفة التمويل (لعقون و يوسف، 2021، صفحة 238). أي تعرف عملية خلق القيمة على أنها قدرة المؤسسة على تحقيق عوائد على استثماراتها تفوق معدل العائد المطلوب من قبل مموليها، وبناء عليه تعتبر المؤسسة قد خلقت القيمة عندما تتجاوز مردودية الأصل الاقتصادي تكلفة التمويل، والتي تشمل كلا من تكلفة الديون وحقوق الملكية. (نايت عطية، 2018، صفحة 715)

ويركز مفهوم خلق القيمة على المالكين والعملاء النهائيين، ومع ذلك فإن خلق قيمة طويلة الأمد للمالكين يتطلب أيضا إرضاء الأطراف المعنية الأخرى، لا يمكن للمؤسسة أن تخلق هذه القيمة طويلة الأجل إلا إذا أدركت احتياجات الأطراف المعنية الأخرى، يرتبط خلق القيمة بعدة أطراف معنية (العملاء، الشركاء التجاريين، الوسطاء، الموردين، وشركاء آخرين) السبب في ذلك هو أن جميع هؤلاء الأطراف لديهم حاجة مشتركة، وهي ليس فقط خلق القيمة بل أيضا الحصول عليها وامتلاكها (Kušnírová, Durišová, & Malichová, 2023, p. 3). وعليه خلق القيمة له هدف مباشر هو تلبية توقعات أصحاب المصالح المختلفين، فالهدف الأساسي من خلق القيمة يتجاوز مجرد خلق الثروة للمساهمين، بل هو

وسيلة للحصول على معلومات مهمة تكشف نقاط القوة والضعف في المنظمة، من جهة أخرى فإن خلق القيمة هو الفرق بين التكاليف التي تم تحملها لتحقيق نشاط أو منتج. (Faiteh & Aasri, 2023, p. 140)

2.2. مؤشرات خلق القيمة: توجد عدة مؤشرات تستخدم في قياس وتحديد مفهوم خلق القيمة داخل المؤسسة، وسنستعرض في النقاط التالية أبرز هذه المؤشرات وأكثرها استخداما.

1.2.2. القيمة الاقتصادية المضافة EVA: تعرف بأنها صافي الربح التشغيلي مطروحا منه تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر في المشروع أو المؤسسة. وهي تمثل تقديرا للربح الاقتصادي الحقيقي، أي الفرق بين الأرباح المتحققة والحد الأدنى المطلوب من العائد الذي كان يمكن للمستثمرين تحقيقه لو استثمروا في أوراق مالية أخرى مماثلة في درجة المخاطرة. غالبا ما ينظر إلى EVA على أنها مؤشر بسيط وموحد يُقدّم صورة حقيقية عن خلق الثروة لحملة الأسهم . وإلى جانب دورها في تحفيز المديرين على خلق قيمة للمساهمين، واعتمادها كأساس لحساب تعويضات الإدارة (Geysre & Liebenberg, 2003, p. 107.108) تحسب EVA وفق العلاقة التالية:

$$EVA = NOPAT - (D + EBV) \times (WACC)$$

حيث أن : **NOPAT** : صافي الأرباح التشغيلية بعد الضرائب؛ **D**: الديون؛ **EBV**: القيمة الدفترية لحقوق الملكية؛ **WACC**: متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال. (Khiari, 2021, p. 8)

تجيب النتائج التي يتم الحصول عليها باستخدام طريقة القيمة الاقتصادية المضافة عن السؤال المتعلق بكفاءة استخدام رأس المال، وزيادة قيمة المؤسسة. يمكن تحليل ثلاثة سيناريوهات لمؤشر EVA (Khiari, 2021, p. 9):

✓ إذا كانت **EVA > 0**: فإن المؤسسة أو أقسامها تحقق أكثر من متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال، وبالتالي يحدث خلق قيمة. القيمة الإيجابية لمؤشر EVA تدل على استخدام فعال لرأس المال وتمثل مؤشرا على زيادة قيمة المؤسسة؛

✓ إذا كانت **EVA = 0**: فإن المؤسسة أو أقسامها تحقق عائدا مساويا تماما لتكلفة رأس المال، مما يعني أن قيمة المؤسسة لم تتغير منذ لحظة الاستثمار. وهذا إنجاز ملحوظ لأن مالكي رأس المال استعادوا استثماراتهم وعوضوا عن المخاطر التي تحملوها؛

✓ إذا كانت **EVA < 0**: فإن المؤسسة أو بعض أقسامها لا تسترد تكلفة رأس المال، كان بإمكان المستثمرين تحقيق أرباح أعلى في مكان آخر بنفس مستوى المخاطرة. القيمة السلبية لمؤشر EVA تشير إلى استخدام غير فعال لرأس المال وانخفاض في قيمة المؤسسة.

2.2.2. مؤشر القيمة السوقية المضافة MVA: يعد مؤشر MVA مقياسا لنجاح استثمار رأس المال، ويستخدم لتقييم مدى مصداقية وكفاءة استخدام رأس المال داخل المؤسسة. كما يعد من المؤشرات ذات الأهمية العالية، والتي يجب متابعتها وتحليلها بعناية. وتعرف القيمة السوقية المضافة بأنها مقدار الزيادة في قيمة المؤسسة، والتي تظهر على شكل فائض في القيمة أو ميزة إضافية تتحقق عند البيع مقارنة بالتكلفة. ويعد MVA مؤشرا تراكميا لأداء المؤسسة عبر الزمن، حيث لا ترتفع قيمته إلا إذا كانت العوائد

الناجمة عن رأس المال الإضافي المستثمر تتجاوز تكلفة رأس المال الحالية. ومن المهم الإشارة إلى أن مؤشر MVA لا يأخذ في الحسبان توزيعات الأرباح المدفوعة للمساهمين، بل يركز فقط على الفرق بين القيمة السوقية لرأس المال المستثمر والقيمة الدفترية له (سويس و رمضان، 2017، صفحة 804). وبحسب وفق العلاقة التالية:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+K)^t}$$

حيث أن: EVA: قيمة الاقتصادية المضافة؛ K: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

3.2. مفهوم الهيكل المالي:

الهيكل المالي هو " تلك التوليفة من الأموال الخاصة والقروض التي تستعملها المؤسسة في تمويل استثماراتها" (Depallens & JOBARD, 1997, p. 811). حيث يوضح الهيكل المالي جميع طرق التمويل التي تستخدمها الشركة تمويل إجمالي أصولها أو استثماراتها، مما يعني أن الهيكل المالي يمثل الجميع أشكال وأنواع التمويل، سواء كانت ملكية أو اقتراض ومن مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل (YASIR & Hussain, 2020, p. 1998)، أي الهيكل المالي ما هو إلا مجموعة متنوعة من التمويل المصادر (قصيرة وطويلة الأجل) وحقوق الملكية، التي تساهم بشكل كبير في تعزيز البقاء على قيد الحياة والنمو من خلال الاستغلال الأمثل للاستثمار فرص (Alabassi, AL-Yahya, & Naser, 2022, p. 36).

4.2. تركيبة الهيكل المالي:

تتكون تشكيلة الهيكل المالي عادة من مزيج من الديون وحقوق الملكية، وتختلف هذه التشكيلة من مؤسسة لأخرى بناءً على احتياجاتها الفردية، طبيعة نشاطها، شروط السوق والصناعة التي تعمل فيها. الأهمية الرئيسية لتشكيلة الهيكل المالي تتمثل في تحقيق التوازن بين تكاليف التمويل والقدرة على تحمل المخاطر وتحقيق عائدات مرتفعة للمساهمين. وتتمثل في (خلفلاوي ، 2024، صفحة 15، 20، 24):

✓ **أموال الملكية خارجية المصدر:** عندما تكون الموارد الداخلية غير كافية لتغطية الاحتياجات المالية، تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي عن طريق فتح رأس المال للمساهمة. يعني ذلك جمع أموال من المساهمين والاحتفاظ بجزء من الأرباح كاحتياطي، يمكن استخدام وسائل متعددة لزيادة رأس المال وتختلف تبعاً لأهداف وتوجهات المؤسسة؛

✓ **أموال الملكية داخلية المصدر:** تعتبر أموال الملكية داخلية المصدر أهم مصدر تمويلي بالنسبة للمؤسسة لأنه يحافظ على الاستقلالية المالية، ويتيح لها القدرة على الحصول على الموارد المالية في الوقت المناسب، ويحافظ على سمعة المؤسسة عند لجوئها إلى الاقتراض. وهو ما يطلق عليه بالتمويل الذاتي، ويقصد به العملية التي تقوم على أساسها المؤسسة الاقتصادية بتمويل نشاطها واستثماراتها دون اللجوء إلى مصادر خارجية، حيث يتم التمويل بأموالها؛

✓ **الاستدانة:** تعد الديون جزءاً هاماً من الهيكل المالي لأي مؤسسة. إن تضمين الديون كجزء من الهيكل المالي يتيح للمؤسسة الحصول على التمويل اللازم لتمويل أنشطتها ومشاريعها بطريقة تتيح لها

النمو والتوسع، فهي تمثل المبالغ المستدانة من المؤسسات المالية أو الجهات الأخرى. ويمكن أن تكون في شكل قروض بنكية، سندات، قروض مستحقة الدفع، أو أي اتفاقية أخرى تتضمن الالتزامات المالية.

3. دراسة تطبيقية لأثر تركيبة الهيكل المالي على خلق القيمة في مجمع صيدال للفترة (2011-2023):

ننتقل في هذا الجزء إلى الدراسة التطبيقية التي تهدف إلى تبيان أثر تغير بنية الهيكل المالي على خلق القيمة في مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى 2023، حيث سيتم من خلال هذه الدراسة تسليط الضوء على المتغيرات الرئيسية التي تؤثر في خلق القيمة للمجمع، وتفسير كيفية قياس هذه المتغيرات.

1.3. تحديد متغيرات الدراسة: يعد تحديد المتغير التابع والمتغيرات المفسرة خطوة أساسية في بناء أي نموذج قياسي يستخدم لتفسير ظاهرة اقتصادية، وفي إطار هذه الدراسة تم تحويل البيانات السنوية إلى بيانات فصلية باستخدام برنامج EViews 12، مما أتاح الحصول على 52 مشاهدة، وهو عدد كاف لإجراء التقدير القياسي بدرجة من المصادقية الإحصائية. وقد تم جمع البيانات من القوائم المالية الخاصة بمجمع صيدال خلال الفترة (2011-2023)، بهدف تحليل العلاقة بين مجموعة من المتغيرات المالية، وفهم تأثير تركيبة الهيكل المالي على قدرة المجمع على خلق القيمة وتحقيق الاستدامة المالية. حيث تعتمد هذه المتغيرات على مؤشرات مستخرجة من القوائم المالية السنوية للمجمع، مما يجعلها تمثل صورة دقيقة للواقع المالي للمؤسسة على مدار السنوات المدروسة. وفي الجدول التالي سيتم عرض المتغيرات التي تم استخدامها في الدراسة مع شرح مبسط لكل متغير، وكيفية قياسه.

جدول رقم (01): المتغيرات المستخدمة في الدراسة

المتغيرات المستقلة المعبرة عن تركيبة الهيكل المالي				
الاسم بالعربية	الاسم بالإنجليزية	الرمز	طريقة القياس	ملاحظات
نسبة الديون الإجمالية إلى مجموع الأصول	Total Debt to Total Assets	TDA	مجموع الديون ÷ إجمالي الأصول	نسبة مئوية
نسبة القروض طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول	Long-Term Debt to Total Assets	LTDA	القروض طويلة الأجل ÷ إجمالي الأصول	نسبة مئوية
نسبة القروض قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول	Short-Term Debt to Total Assets	STDA	القروض قصيرة الأجل ÷ إجمالي الأصول	نسبة مئوية
نسبة الديون إلى الأموال الخاصة	Total Debt to Equity	TDQ	مجموع الديون ÷ حقوق الملكية	معدل
المتغير التابع المعبر عن خلق القيمة				
القيمة الاقتصادية المضافة	Economic Value Added	EVA	NOPAT (Capital Employed × Cost of Capital)	قيم بالدينار الجزائري

المصدر: من إعداد الباحثين

2.3. العلاقة بين متغيرات دراسة وفق المنظور النظري:

• تركز فكرة مدخل النتيجة الصافية على إمكانية المؤسسة لتحسين قدرتها على خلق القيمة من خلال تقليل التكلفة الكلية للأموال، وزيادة نسبة الاقتراض في هيكلها المالي. أي يؤكد مؤيدو هذا المدخل على إمكانية التأثير على القيمة المؤسسة وعلى تكلفة الأموال الخاصة عن طريق تغيير نسب الاستدانة المالية، فعند زيادة الرافعة المالية تنخفض التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال نظرا لانخفاض تكلفة الديون؛

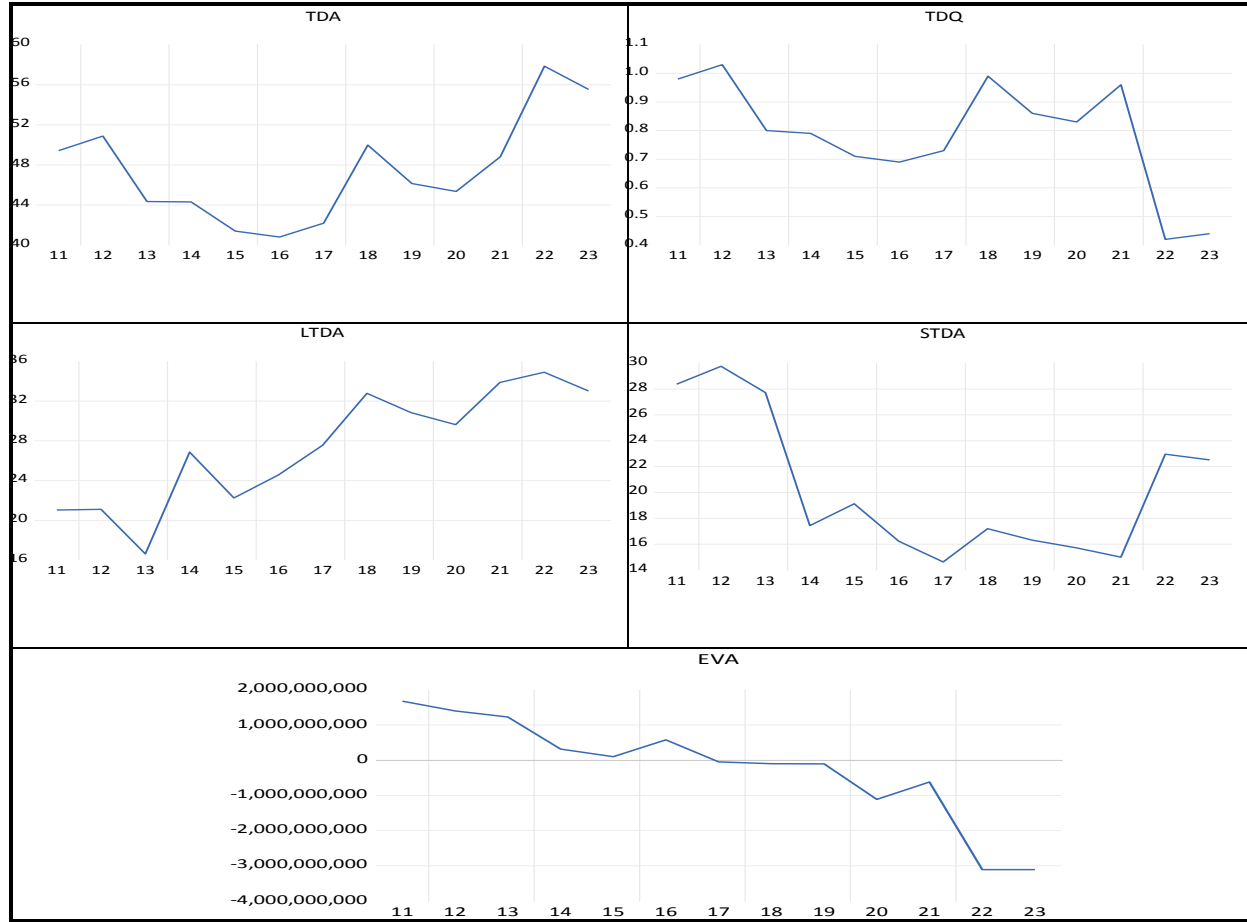
• عموما المؤسسة تزداد في توسيع نشاطها المالي من خلال القروض بسبب ثبات نسبي في معدل الفائدة، وفي المقابل تزداد تكلفة الأموال الخاصة مع زيادة نسبة الاستدانة، وهذا يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال، ومع ذلك فإن زيادة تكلفة الأموال الخاصة يمكن تعويضها بانخفاض مماثل في تكلفة القروض نظرا لزيادة الاعتماد على القروض والتي تتمتع بتكلفة أقل نسبيا، بالتالي فمكونات الهيكل المالي تؤثر على فاعلية وقدرة المؤسسة في توليد العوائد وخلق القيمة. يؤدي ازدياد نسبة الاستدانة لدى المساهمين إلى زيادة معدل العائد المطلوب على الأموال الخاصة، هذا بدوره يتسبب في مطالبة الدائنين برفع معدل الفائدة نظرا لارتفاع المخاطر المحتملة التي قد تواجههم، وهذا الارتفاع في معدل الفائدة يؤدي إلى زيادة التكلفة المرتبطة برأس المال المستخدم، مما يؤثر على قدرة المؤسسة في خلق القيمة؛

• فكرة أساسية تقول على أن قيمة المؤسسة تتأثر بقيمة استثماراتها، وتعتمد قيمة هذه الاستثمارات على العائد المتوقع منها، والذي يتأثر بالمخاطر التي يتعرض لها هذا العائد. وبالتالي فإن قيمة المؤسسة يجب أن تكون متساوية مع القيمة الكلية للاستثمارات التي تتألف منها، سواء تم تمويل هذه الاستثمارات من خلال القروض أو من خلال رأس المال الخاص. وبمعنى آخر يعني ذلك أن قرارات التمويل التي تتخذها المؤسسة تلعب دورا حاسما في تحديد قيمتها، أي قرارات التمويل (الاستدانة أو استخدام رأس المال الخاص) لا تؤثر مباشرة على قيمة المؤسسة. تتطلب الاستدانة تسديد فوائد القروض بشكل منتظم، مما يؤثر سلبا على مكافئات رأس المال في حالة عدم تحقيق نتائج كافية. ومن جهة أخرى يتضح أن الفرق بين عائد الاستثمار الممول بواسطة القرض وتكلفة القرض يكون في صالح المساهمين. وبما أن تكلفة التمويل بالديون أقل من تكلفة التمويل بالملكية (في الغالب)، فإن زيادة استخدام الأموال المقترضة يعني الاعتماد على أموال ذات تكلفة منخفضة مقارنة بتكلفة الأموال الخاصة بالملكية، ويترتب على ذلك انخفاض تكلفة رأس المال وزيادة صافي الربح المتاح للمساهمين، مما يؤدي في النهاية إلى زيادة قيمة المؤسسة. ونظرا لأن تكلفة التمويل بالأسهم تعتبر أكبر من تكلفة القروض، فإن المؤسسة تفضل استخدام القروض بنسبة عالية في هيكلها المالي بهدف تحقيق أدنى قيمة ممكنة لتكلفة رأس المال.

3.3. دراسة تحليلية إحصائية لتطور للمتغيرات المدروسة: تخضع المتغيرات المستخدمة في الدراسة

لتقلبات مع مرور الوقت، نتيجة للتغيرات المستمرة في العوامل المحيطة بالمؤسسة والعوامل الاقتصادية المؤثرة عليها. في هذه الدراسة يتم متابعة تطور المتغيرات المستقلة والتابعة في مجمع صيدال خلال الفترة (2011-2023). ويوضح الشكل رقم 01 التغيرات التي طرأت على المتغيرات المرتبطة بالبنية المالية وخلق القيمة خلال هذه الفترة الزمنية.

الشكل رقم (01): تطور متغيرات الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثين استنادا إلى النتائج المستخلصة من برنامج Eviews12 .

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن:

✓ **نسبة الديون الإجمالية إلى مجموع الأصول TDA:** سجل مجمع صيدال نسبة متذبذبة لمؤشر TDA، مما يعكس اتجاهات واضحة في تركيبة الهيكل المالي للمجمع خلال الفترة المدروسة، حيث تراوحت في مجملها بين (44% - 57%). وقد شهدت النسبة ارتفاعا في بداية الفترة حيث انتقلت من 49% سنة 2011 إلى 50% في السنة الموالية، ثم اتجهت نحو الانخفاض التدريجي خلال الفترة (2013-2016) مسجلة أدنى مستوى لها عند 40%، ويرجع هذا الانخفاض إلى توجه المجمع نحو تقليص الاعتماد على الديون نتيجة تحسن التمويل الذاتي، أو تبني المؤسسة لسياسة مالية أكثر تحفظا تجاه الاستدانة. غير أنه في الفترة الأخيرة (2017-2023) شهدت النسبة انتعاشا حيث سجلت أعلى قيمة لها سنة 2022 بـ 57%، قبل أن تعرف انخفاضا طفيفا لتستقر عند 55% سنة 2023، مما يدل على اللجوء المتزايد نحو الاقتراض لتغطية الاحتياجات التمويلية الخاصة بمجمع صيدال؛

✓ **نسبة الديون إلى الأموال الخاصة TDQ:** عرفت TDQ خلال الفترة المعنية بالدراسة تذبذبا واضحا، حيث سجلت أعلى قيمة لها عند 1.03 سنة 2012، مما يدل على أن الديون فاقت حجم حقوق الملكية في تلك السنة، وهو ما يعد مؤشرا على احتمالية مواجهة مجمع صيدال لمخاطر مرتفعة قد تهدد عوائده واستقراره المالي. غير أن النسبة شهدت تراجعاً تدريجياً في المجال الزمني (2013-2016)

لتصل إلى 0.69، وهو ما يعكس تحسنا نسبيا في الهيكل المالي نتيجة تخفيف ضغط الناتج عن لاستدانة. أما خلال (2017-2021) شهدت TDQ تقلبات بين الصعود والهبوط مع بلوغ النسبة 0.96 في 2021، مما يدل على تذبذب في السياسة التمويلية أو استجابة لتغيرات في بيئة الاقتصادية ومحيط المؤسسة. أما في السنتين الأخيرتين فقد سجلت TDQ انخفاضا حادا لتصل إلى 0.44 سنة 2023، مما قد يشير إلى توجه المؤسسة نحو تعزيز الأموال الخاصة من خلال استراتيجية أكثر تحفظا في مواجهة المخاطر، أو نتيجة لتحسن الأداء المجمع الذي مكنه من تقوية مركزه المالي؛

✓ **نسبة القروض طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول LTDA:** عرفت النسبة تذبذبا ملحوظا خلال الفترة المدروسة، وقد سجلت استقرارا نسبيا في بداية الفترة، قبل أن تتراجع بشكل ملحوظ إلى 16.64% سنة 2013، ما قد يشير إلى محاولة تقليص الاعتماد على القروض طويلة الأجل خلال تلك الفترة. لتتوالى بعد ذلك الزيادات التدريجية في النسبة خاصة خلال الفترة (2016-2022)، حيث بلغت ذروتها سنة 2021 بنسبة 34.9%. ويُعزى هذا عموما إلى تزايد لجوء المجمع إلى التمويل طويل الأجل بهدف تغطية احتياجاته الاستثمارية أو دعمه استقراره المالي. وفي سنة 2023 سجلت النسبة تراجعا طفيفا لتستقر عند 33.02%؛

✓ **نسبة القروض قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول STDA:** سجلت نسبة STDA تراجعا تدريجيا خلال الفترة المدروسة، ففي بداية الفترة سجلت النسبة مستويات مرتفعة نسبيا تجاوزت 28%، حيث بلغت 29.76% سنة 2012، قبل أن تبدأ في الانخفاض التدريجي لتصل إلى أدنى مستوى لها سنة 2020 بنسبة 15%، ويُعزى هذا التراجع إلى اعتماد المجمع على مصادر تمويل آخر بما يتماشى مع سياسة مالية للمجمع، غير أن النسبة عرفت ارتفاعا خلال السنتين الأخيرتين لتصل إلى 22.52% سنة 2023؛

✓ **القيمة الاقتصادية المضافة EVA:** نلاحظ أن مجمع صيدال قد سجل تذبذبا في EVA خلال فترة الدراسة، ففي الفترة الممتدة من 2010 إلى غاية 2016 سجل المجمع قيم موجبة حيث بلغت أعلى قيمة لها سنة 2015 (98806672.48) ما يدل على قدرة المجمع على خلق الثروة للمساهمين من جهة، وتحقيق عائد على رأس المال المستثمر يفوق تكلفة رأس المال. ومع ذلك أظهر المجمع تراجع ملحوظ وقوي في قيمة EVA حيث سجلت قيم سالبة خلال الفترة (2017-2023)، وكانت أدنى قيمة لها سنة 2017 (-50107871.6)، مما يدل على تآكل ثروة المساهمين، وعدم نجاعة الإدارة في اختيار مشاريع ذات العوائد الكافية، كما يشير هذا التراجع إلى أن العوائد الاقتصادية للمجمع كانت أقل من التكاليف الرأسمالية، مما يعكس تدهورا في الأداء الاقتصادي واستخدام رأس المال.

4.3. اختبار الإستقرارية لمتغيرات الدراسة (Unit Root Test):

قبل التطرق إلى تحليل العلاقات بين المتغيرات ضمن النموذج القياسي، يجب التأكد من مدى استقرار السلاسل الزمنية الخاصة بها. لهذا الغرض، تم استخدام اختبار ديكي-فولر المعزز (ADF). وتعرض الجدول رقم 02 نتائج هذا الاختبار بالنسبة لكل متغير.

الجدول رقم (02): نتائج اختبار ديكي-فولر المطور لاستقرارية السلاسل الزمنية

اختبار ADF						
المتغير	اختبار المستوى	اختبار الفروق الأولى بقطاع	اختبار الفروق الأولى بقطاع	اختبار الفروق الثانية بقطاع	اختبار الفروق الثانية بقطاع واتجاه عام	درجة التكامل $I(D)$
TDA	0.0846	0.2723	0.1533	0.3705	0.0003	0.0022
TDQ	0.0426	0.1161	0.0019	0.0056	/	/
LTDA	0.8977	0.1660	0.1207	0.3123	0.0000	0.0000
STDA	0.5483	0.0273	0.0682	0.0045	0.0001	0.0000
EVA	0.6029	0.1037	0.0000	0.0000	/	/

المصدر: من إعداد الباحثين استنادا إلى النتائج المستخلصة من برنامج Eviews12.

يتضح من الجدول أن السلسلتين TAQ و EVA تظهران استقرارا عند الفروق الأولى، كما تشير بيانات الجدول إلى أن بقية السلاسل تحقق الاستقرار عند الفروق الثانية. بناء على ذلك يمكن الاستنتاج بأن السلاسل مستقرة ومتكاملة من الرتبة الأولى والثانية (1) و (2).

5.3. معاينة نموذج الدراسة:

1.5.3. اختبار تحديد مدد التباطؤ الزمني في نموذج VAR (Selection of Lag Length) : يعد

تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني خطوة أساسية لاعتماد VAR بالشكل الأمثل. وتستخدم في هذا السياق مجموعة من المؤشرات الإحصائية، وتعتمد هذه المعايير على اختيار القيمة الأدنى لتحديد فترة التباطؤ

الأنسب، حيث تظهر القيمة الأدنى لكل معيار عدد الفترات الزمنية التي تحقق أفضل ملائمة للنموذج. ويعرض الجدول رقم (03) النتائج التفصيلية لهذا الاختبار.

الجدول رقم (03): درجة التأخر المعتمدة في نموذج VAR

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: STDA TDA TDQ LTDA EVA						
Exogenous variables: C						
Date: 05/11/25 Time: 12:36						
Sample: 2011Q1 2023Q4						
Included observations: 46						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1083.815	NA	2.49e+14	47.33979	47.53856	47.41425
1	-970.6392	195.8279	5.44e+12	43.50605	44.69854	43.95280
2	-958.5682	18.36881	9.92e+12	44.06818	46.25460	44.88723
3	-936.4205	28.88837	1.25e+13	44.19220	47.37244	45.38353
4	-866.0238	76.51812	2.14e+12	42.21843	46.39250	43.78206
5	-774.6423	79.46215*	1.76e+11*	39.33228*	44.50018*	41.26820*
6	-759.4107	9.933704	5.36e+11	39.75699	45.91871	42.06521

* indicates lag order selected by the criterion
 LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
 FPE: Final prediction error
 AIC: Akaike information criterion
 SC: Schwarz information criterion
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من إعداد الباحثين استنادا إلى النتائج المستخلصة من برنامج Eviews12.

من خلال نتائج الجدول السابق، تم تحديد درجة التأخر المثلى عند القيمة التي سجلت أدنى نتيجة، حيث تبين أن الدرجة المناسبة للتأخر هي خمسة .

2.5.3. تقدير نموذج VAR (Vector Auto Regression) للمتغيرات محل الدراسة: يعتمد نموذج (VAR) على تفسير سلوك كل متغير استنادا إلى قيمه السابقة، إلى جانب القيم السابقة للمتغيرات الأخرى محل الدراسة، وذلك وفق فترات التباطؤ المحددة بخمس فترات. وتبين المعادلة التالية نتائج تقدير هذا النموذج.

$$\begin{aligned}
 \text{EVA} = & 7279002.00224 * \text{STDA}(-1) + 11445972.6345 * \text{STDA}(-2) + \\
 & 16285473.5563 * \text{STDA}(-3) + 104473833.975 * \text{STDA}(-4) - 73696090.3087 * \text{STDA}(-5) + \\
 & 58733486.8496 * \text{TDA}(-1) + 17018670.7999 * \text{TDA}(-2) + 16256110.9677 * \text{TDA}(-3) + \\
 & 67299116.9158 * \text{TDA}(-4) - 72469883.9062 * \text{TDA}(-5) - 2248861955.5 * \text{TDQ}(-1) - \\
 & 19133779.0054 * \text{TDQ}(-2) - 9815505.5428 * \text{TDQ}(-3) - 313832924.615 * \text{TDQ}(-4) + \\
 & 354900095.027 * \text{TDQ}(-5) + 12375837.9846 * \text{LTDA}(-1) - 1842268.38906 * \text{LTDA}(-2) - \\
 & 7169700.32461 * \text{LTDA}(-3) - 162364590.028 * \text{LTDA}(-4) + 162721540.411 * \text{LTDA}(-5) + \\
 & 0.620912528406 * \text{EVA}(-1) - 0.0430345788877 * \text{EVA}(-2) - 0.092805917886 * \text{EVA}(-3) - \\
 & 0.580191025738 * \text{EVA}(-4) + 0.65354588121 * \text{EVA}(-5) - 808315514.764
 \end{aligned}$$

Adj. R-Squared= 0.841503 F= 10.76 N = 47 R-Squared = 0.927643

من خلال المعادلة أعلاه نلاحظ أن:

✓ المتغير التابع يعرف من خلال المعادلة بثابت وخمسة تأخيرات، وكذلك بالنسبة للمتغيرات المستقلة. أي أن المتغير التابع في السنة t يعرف ويتأثر بالمتغير التابع والمتغيرات المستقلة خلال خمس سنوات سابقة ($t-1, t-2, t-3, t-4, t-5$)؛

✓ قيمة الثابت سالبة ويمثل قيمة المتغير التابع في غياب المتغيرات المستقلة، وهو مرفوض اقتصاديا؛

✓ تشير نتائج النموذج إلى وجود علاقة عكسية المتغير التابع وقيمها المتؤخرة خلال الفترات الثلاث الأولى، مما يعني أنه في حال ارتفاع EVA في سنة معينة يتوقع أن تشهد السنوات الثلاث التالية تراجعاً تدريجياً في هذا الارتفاع، وانخفاض EVA في سنة معينة قد يتبعه انخفاض أقل حدة خلال السنوات التالية، كما تظهر النتائج وجود علاقة طردية بين EVA وقيمتها المؤخرتين الرابعة والخامسة، إذا حدث ارتفاع في EVA في سنة معينة، فإن هذا الأثر الإيجابي يمكن أن يعود للظهور بشكل أقوى في السنة الرابعة والخامسة، كما أن التراجع في الأداء قد يعوض تدريجياً في هذه الفترات اللاحقة. ويرجع هذا التغير في نمط التأثير إلى طبيعة النشاط الاقتصادي وتوجهات للمجمع محل الدراسة الذي يتأثر بالدورات الاقتصادية المتعاقبة، والتي تنسم بمرور المؤسسة بفترات من الرواج والانتعاش، تليها فترات من الانكماش والتباطؤ، وتنعكس هذه الدورات بوضوح على الأداء المالي للمؤسسة، مما يؤثر بشكل مباشر في قدرتها على خلق القيمة عبر الزمن؛

✓ وجود أثر إيجابي لمتغير TDA على EVA خلال التأخيرات الأربع الأولى. أي أن ارتفاع TDA يؤدي إلى ارتفاع EVA خلال السنوات الأربع الموالية، مما يدل على أن المؤسسة قد وظفت الديون بشكل فعال أسهم في خلق القيمة. وبالمقابل فإن انخفاض TDA يؤدي إلى تراجع EVA خلال نفس الفترات، وهو ما يعكس دور التمويل بالديون في تحسين الأداء المالي وتعزيز قدرة المؤسسة على خلق القيمة في حال تم استغلاله بكفاءة. كما تظهر النتائج تظهر وجود أثر سلبي لنسبة TDA على EVA بالنسبة للتأخير الخامس، يرجع هذا التغير إلى أن الاستدانة، إذا لم تدار بكفاءة قد تتحول من أداة لتعظيم القيمة إلى عبء مالي يؤثر سلباً على الأداء العام للمجمع. ففي حالة ارتفاع TDA مع غياب فعالية الإدارة، تزداد التزامات المؤسسة مما قد يؤدي إلى انخفاض الربحية نتيجة التحديات المالية المتزايدة، بما في ذلك أعباء سداد الديون وخدمة الفوائد. وتحت ضغط هذا الوضع المالي يواجه مجمع صيدال صعوبات في الحفاظ على أداء تشغيلي جيد ينتج عنه ارتفاع في درجة المخاطر. إضافة إلى ذلك فإن الاعتماد الكبير على الديون ضمن الهيكل المالي يقلل من مرونة المؤسسة في التكيف مع التغيرات الاقتصادية، وقد يؤدي إلى تقلب رقم الأعمال وزيادة النفقات، ما يساهم في إضعاف قدرة المؤسسة على توليد القيمة، والعكس صحيح؛

✓ وجود أثر عكسي بين TDQ والمتغير التابع خلال التأخيرات الأربع الأولى، حيث يؤدي ارتفاع TDQ إلى انخفاض EVA في السنوات الأربع التالية، والعكس صحيح. يمكن تفسير بأن ارتفاع TDQ يعكس زيادة الاعتماد على الاقتراض لتمويل الأنشطة اليومية والاستثمارية، مما يثقل كاهل المجمع بالالتزامات المالية والعوائد المطلوبة والمتوقعة، فيؤدي إلى تآكل القيمة الاقتصادية المضافة على المدى القصير والمتوسط. أما انخفاض TDQ فيدل على اللجوء بصورة أكبر إلى الموارد لتمويل العمليات مما يساهم في تقليل حجم من المخاطر، و يرفع العوائد الصافية بشكل يسمح بتعزيز قيمة المجمع ككل. أما عند التأخير الخامس فيظهر أثر طردي، مما يعني أن بعض الآثار الإيجابية لتمويل الديون لا تتحقق إلا

بعد مرور فترة زمنية أطول، يرجع هذا إلى أن بعض المشاريع الممولة بالديون قد تبدأ بإنتاج عوائد تزيد عن تكاليف الاقتراض بعد انتهاء الدورة الاستثمارية، فينعكس هذا لاحقاً على رفع EVA، باختصار فإذا كان المجمع قادراً على تحمل المزيد من الديون وإدارتها بشكل فعال، مما قد ينتج تحسين في الهيكل المالي والقدرة على استغلال الفرص، وخلق القيمة دون زيادة كبيرة في المخاطر وتراجع في العوائد، والعكس صحيح. بشكل عام يبرز هذا التفسير أهمية الحفاظ على توازن بين استخدام الديون واستخدام الأموال الخاصة في تركيبة الهيكل المالي، فالاستخدام المنضبط للديون يمكن أن يدعم استغلال الفرص الاستثمارية ورفع القدرة التنافسية دون تحمل المخاطر المفرطة، والحفاظ على درجة من العوائد الحالية والمستقبلية مما يساهم في خلق القيمة، بينما يؤدي الإفراط في الاستدانة وتقلبات أكبر في العوائد وتكاليف؛

✓ نسبة LTDA لها أثر إيجابي على EVA عند التأخير الأول والخامس، إذ يتوقع أن يؤدي ارتفاع LTDA في سنة ما إلى ارتفاع EVA في السنتين الأولى والخامسة، والعكس صحيح. غير أن هذا الأثر يتحول إلى عكسي عند التأخيرات الثانية والثالثة والرابعة، إذ يصاحب ارتفاع LTDA لسنة ما انخفاض EVA بعد سنتين، ثلاث وأربع سنوات (وينعكس انخفاض LTDA بارتفاع EVA في تلك الفترات). يرجع هذا التغيير إلى أن ارتفاع LTDA لسنة ما فإن ذلك يؤدي إلى تحسن مؤقت في EVA، ويمكن تفسير ذلك بأن التمويل طويل الأجل يدعم خلق القيمة مؤقتاً من خلال توسيع قاعدة الاستثمار. إلا أن هذا الأثر لا يدوم إذ تبدأ العلاقة بالتحول إلى عكسية، مما يعني أن الاعتماد المرتفع على الديون قد يؤدي لاحقاً إلى استهلاك القيمة الاقتصادية بسبب تكاليف التمويل والمخاطر المرتبطة به. وفي التأخير الخامس يظهر مرة أخرى أثر طردي مما قد يعكس قدرة بعض المشاريع الممولة بالدين على توليد قيمة بعد فترة زمنية أطول، والعكس صحيح. هذه التغييرات توضح أهمية قدرة الاستدانة طويل الأجل على دعم خلق القيمة في مدى القصير والطويل، مقابل الضغوط المؤقتة التي تفرضها تكاليف التمويل على المدى المتوسط؛

✓ وجود أثر طردي بين مؤشر STDA و EVA خلال فترات التأخير الأربع الأولى، إذ يشير هذا إلى أنه عند ارتفاع STDA في سنة معينة يتوقع ارتفاع EVA خلال السنوات الأربع التالية، والعكس صحيح، حيث يصاحب انخفاض STDA في سنة معينة انخفاضاً في EVA. غير أن هذا التأثير ينقلب ليصبح عكسياً في التأخير الخامس، أي أن ارتفاع STDA في سنة ما يؤدي إلى تراجع EVA على المدى البعيد، كما أن انخفاض STDA يقابله ارتفاع في EVA في السنة الخامسة، وهو ما يعكس تغيراً في طبيعة التأثير بمرور الزمن. يرجع هذا التغير في طبيعة التأثير إلى أن المجمع محل الدراسة لا يعتمد على الديون قصيرة الأجل كأداة تمويل رئيسية ودائمة، بل يلجأ إليها كحل مؤقت لتغطية العجز في السيولة أو لمعالجة اختلالات مالية آنية. ففي سياقات معينة قد تستخدم الديون قصيرة الأجل لضمان استمرارية النشاطات التشغيلية، وتوفير التمويل اللازم لتنفيذ الخطط في مواجهة تحديات غير متوقعة. وبشكل عام تعد الديون قصيرة الأجل وسيلة تمويل مرنة، إذ تتيح تغطية الالتزامات المؤقتة دون تحميل

المؤسسة أعباء التزامات طويلة الأجل، كما أن السداد السريع لهذا النوع من الديون يمنح المؤسسة تحررا واستقلالية نسبية، هذا التحرر يعزز قدرة المؤسسة على إعادة توزيع الموارد واتخاذ قرارات مالية وتشغيلية أكثر ديناميكية، ما قد يساهم إيجابا في خلق القيمة على المدى القصير والمتوسط. ومن جانب آخر فإن الاستمرار في الاعتماد على الديون قصيرة الأجل قد لا يعد دائما خيارا استراتيجيا، فارتفاع نسبة هذه الديون قد يكون دلالة على دخول المؤسسة في دائرة تمويل خارجي مستمر، مما يزيد من المخاطر التي تواجهها ويحد من مرونتها على المدى البعيد. وهو ما يتجلى في الأثر العكسي المسجل في السنة الخامسة، حيث تؤثر هذه الديون سلبا على EVA، والعكس صحيح. إذن العلاقة بين STDA و EVA تؤكد أن تحقيق مفهوم خلق القيمة لا يعتمد فقط على توفر التمويل، بل على كيفية توظيفه ضمن استراتيجية مالية مدروسة توازن بين المدى القصير والطويل، وتتسجم مع طبيعة المؤسسة وأهدافها؛

✓ تظهر النتائج أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية العامة، حيث بلغت قيمة معامل التحديد نحو 81.15%، مما يدل على أن النسبة الأكبر من التغيرات الحاصلة في متغير EVA يمكن تفسيرها من خلال المتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج، بينما تعود النسبة المتبقية إلى عوامل أخرى غير مشمولة. كما أن اختبار فيشر المحسوب (10.76) تجاوز القيمة الجدولية عند مستوى دلالة 5%، وهو ما يؤكد معنوية النموذج ككل، مما يثبت قدرته على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة الاقتصادية المضافة.

6.3. اختبار السببية لغرانجر (Granger Causality Test):

تستخدم العلاقة السببية لقياس قدرة متغير على تفسير أو التأثير في سلوك متغير آخر، وقد طور الباحث Granger سنة 1969 اختبارا يعتمد على تحليل التفاعلات الزمنية بين المتغيرات لتحديد ما إذا كان أحدها يسهم في التنبؤ بالآخر. يتميز هذا الاختبار بتركيزه على الروابط الزمنية والاتجاهية بين السلاسل الزمنية، حيث يمكن أن تكون العلاقة السببية أحادية الاتجاه، ثنائية الاتجاه، أو غير موجودة إطلاقا. والجدول رقم 04 يعرض نتائج اختبار غرانجر لمتغيرات الدراسة.

الجدول رقم (04): نتائج اختبار سببية غرانجر بين متغيرات الدراسة

Pairwise Granger Causality Tests Date: 05/11/25 Time: 19:12 Sample: 2011Q1 2023Q4 Lags: 5			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
STDA does not Granger Cause EVA	47	0.60673	0.6952
EVA does not Granger Cause STDA		1.33123	0.2732
TDA does not Granger Cause EVA	47	0.82698	0.5389
EVA does not Granger Cause TDA		3.42183	0.0500
TDQ does not Granger Cause EVA	47	0.32841	0.8925
EVA does not Granger Cause TDQ		0.80837	0.5514
LTDA does not Granger Cause EVA	47	3.27501	0.0296
EVA does not Granger Cause LTDA		3.00405	0.0229

المصدر: من إعداد الباحثين استنادا إلى النتائج المستخلصة من برنامج Eviews12.

من خلال الجدول، نلاحظ أن جميع القيم الاحتمالية تفوق مستويات الدلالة الثلاثة (1%، 5%، و10%)، باستثناء تلك المتعلقة بكل من LTDA و TDA، مما يشير إلى دلالة معنوية للعلاقة بين هذه المتغيرات و EVA. وتشير نتائج اختبار غرانجر إلى وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من EVA نحو TDA، مما يعني أن EVA تسهم في التنبؤ بتغيرات TDA. في حين تظهر علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين EVA و LTDA، أي أن كل منهما يساعد في التنبؤ بالآخر مما يدل على تداخل وتفاعل متبادل بينهما.

7.3. تحليل التباين لنموذج لأثر تغير الهيكل المالي على خلق القيمة:

يهدف تحليل التباين إلى فهم العلاقة بين المتغيرات وتحديد تأثير كل منها على الآخر، من خلال قياس مقدار التباين الذي يسهم في التنبؤ بالقيم المستقبلية لكل متغير. يعرض الجدول رقم 05 نتائج تحليل التباين الذي يظهر تأثير تركيبة الهيكل المالي على خلق القيمة في مجمع صيدال.

الجدول رقم (05): تحليل التباين لنموذج الدراسة

Period	S.E.	STDA	TDA	TDQ	LTDA	EVA
1	0.725481	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	100.0000
2	0.925133	3.105924	1.805064	0.187579	0.062633	94.83880
3	1.055026	7.279810	6.522897	0.615292	0.086178	85.49582
4	1.162163	10.47384	11.82525	1.178188	0.072794	76.44993
5	1.457585	12.43900	10.28547	10.52383	4.202400	62.54930
6	1.691911	13.68376	11.02603	12.96091	5.307020	57.02228
7	1.857752	14.64690	11.25614	14.49306	6.089080	53.51482
8	1.947452	15.37207	10.79293	15.46972	6.593108	51.77216
9	2.096332	14.25715	9.242464	13.94742	6.038485	56.51448
10	2.229896	14.01450	8.357351	13.27247	5.663061	58.69262

المصدر: من إعداد الباحثين استناداً إلى النتائج المستخلصة من برنامج Eviews12.

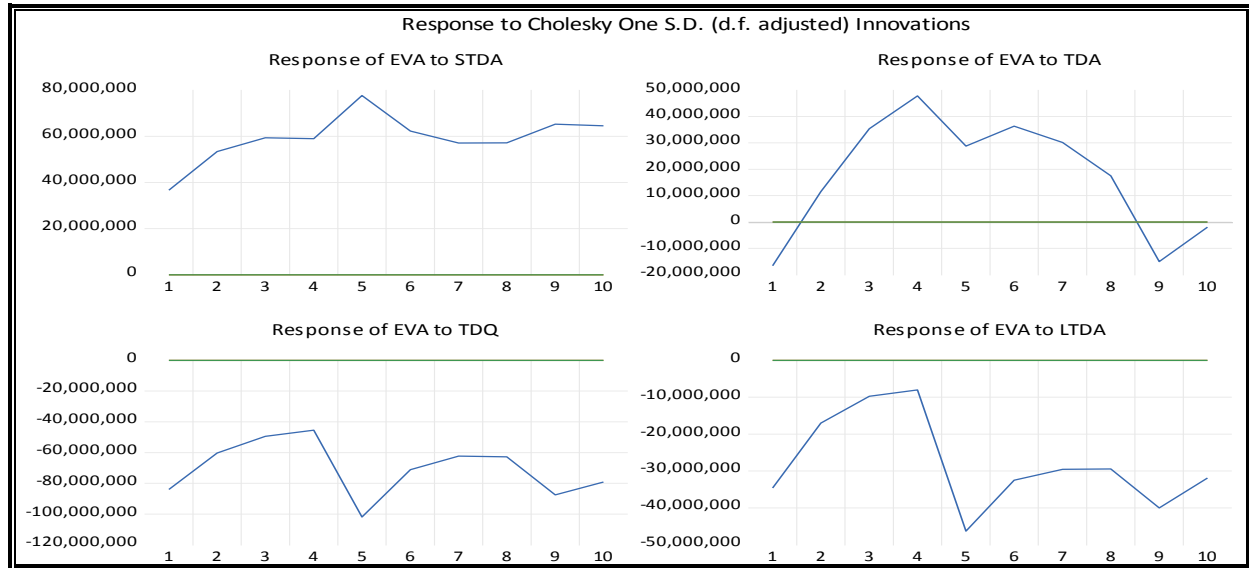
انطلاقاً من بيانات الجدول أعلاه، نلاحظ أن أثر المتغيرات المستقلة على EVA كان معدوماً في الفترة الأولى، حيث لم تظهر أي مساهمة لها في تفسير تباين EVA، غير أن هذا الأثر بدأ يتعزز تدريجياً في الفترات اللاحقة ليأخذ منحى تصاعدياً أكثر وضوحاً خلال منتصف فترة الدراسة. وقد أظهرت نسبة STDA مساهمة متزايدة وفعالة في تفسير تباين EVA حيث بلغت ذروتها في السنة الثامنة بنسبة 15.37%، ما يدل على أن التمويل قصير الأجل لعب دوراً فعالاً في خلق القيمة خاصة على المدى المتوسط. أما بالنسبة لمعدل TDQ فقد بدأت تأثيراته في الظهور منذ السنة الخامسة حيث شهد تطوراً متذبذباً، إذ بلغ أقصاه في السنة الثامنة بنسبة 15.46% ما يعكس علاقة إيجابية لكنها غير مستقرة مع القيمة الاقتصادية المضافة. من جهة أخرى أظهرت LTDA تأثيراً تدريجياً ضعيفاً في البداية قبل أن يرتفع بشكل طفيف ليصل إلى 5.66% في السنة العاشرة، وينطبق الأمر نفسه على TDA التي لم تتجاوز مساهمتها في تفسير EVA نسبة 8.35% في نهاية الفترة.

بصورة عامة تشير هذه النتائج إلى أن تأثير المتغيرات المستقلة على EVA كان محدودا في المدى القصير، لكنه أكثر وضوح وقوة في الأجلين المتوسط والطويل، وهو ما يعكس الأثر التراكمي للهيكل المالي على خلق القيمة، وتبرز هذه النتائج أهمية التوازن بين أنواع التمويل المختلفة، وحسن إدارة الديون بما يعزز القيمة المضافة للمؤسسة على المدى الزمني الأطول.

8.3. أثر الصدمات ودوال الاستجابة الدافعية:

يتناول هذا الجزء من الدراسة كيفية تأثير الصدمات التي تصيب أحد المتغيرات على باقي المتغيرات ضمن النموذج. ونظرا لأن الدراسة تركز على EVA وعلاقتها بعناصر الهيكل المالي، فإن التحليل سيركز على تقييم مدى استجابة EVA في مجمع صيدال للصدمات التي تطل المتغيرات المالية المستقلة. بمعنى آخر نرصد كيف تتفاعل EVA مع التغيرات المفاجئة في كل من مكونات الهيكل المالي بشكل منفرد. ويوضح الشكل رقم (02) مسار هذه الاستجابات على امتداد فترة 10 سنوات.

الشكل رقم (02): استجابة EVA لصدمات تنبؤيه للمتغيرات المستقلة خلال عشر سنوات مقبلة



المصدر: من إعداد الباحثين استنادا إلى النتائج المستخلصة من برنامج Eviews12.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أنه:

✓ **أثر صدمة نسبة الديون إلى إجمالي الأصول على خلق القيمة:** إن حدوث صدمة موجبة بنسبة 1% في TDA تؤدي إلى استجابة إيجابية وتحسنا واضحا في EVA خلال الفترة الممتدة من السنة الثانية إلى الثامنة، حيث بلغت أقصى استجابة إيجابية حوالي 47 مليون دينار في السنة الرابعة. غير أن هذا الأثر بدأ بالتراجع تدريجيا ليسجل استجابة سالبة طفيفة في السنتين التاسعة والعاشر. تشير هذه النتائج إلى أن ارتفاع TDA يمكن أن يساهم إيجابيا في خلق القيمة على المدى القصير والمتوسط، إذا ما تم توظيف هذه الديون بكفاءة، لكن استمرار الاعتماد عليها دون تقييم دقيق قد ينجم عنه لاحقا إلى نتائج عكسية، وهو ما يبرز ضرورة إعادة النظر بشكل دوري في سياسة المديونية؛

✓ **أثر صدمة الديون إلى الأموال الخاصة على خلق القيمة:** أدى حدوث صدمة موجبة بـ 1% في TDQ إلى استجابة سالبة ومتواصلة في EVA على امتداد العشر سنوات، حيث بدأت بـ -83.9 مليون

دينار في السنة الأولى وتراجعت لتبلغ -79.2 مليون في السنة العاشرة، مع بلوغ الذروة السلبية في السنة الخامسة عند -108 مليون. تعكس هذه العلاقة العكسية الواضحة أن تزايد الاعتماد على الديون مقارنة بالأموال الخاصة يضعف القدرة على خلق القيمة؛

✓ **أثر صدمة القروض قصيرة الأجل إلى مجموع الأصول على خلق القيمة:** جاءت استجابة EVA لصدمة موجبة بـ 1% في STDA إيجابية ومتسارعة خلال كامل فترة الدراسة، مسجلة أقصى تأثير إيجابي قدره 77 مليون دينار في السنة الخامسة. هذا يشير إلى أن التمويل قصير الأجل إذا استُخدم بفعالية يمكن أن يساهم في تعزيز القيمة الاقتصادية المضافة على المدى القصير والمتوسط، مما يشير إلى أن التمويل قصير الأجل يمكن أن يساهم في خلق قيمة مؤقتة. ومع ذلك الثبات النسبي بعد السنة الخامسة يعكس حدود هذا الأثر، ويبرز أهمية استخدام الدين قصير الأجل بكفاءة دون الإفراط؛

✓ **أثر صدمة القروض طويلة الأجل إلى مجموع الأصول على خلق القيمة:** كانت استجابة EVA لصدمة إيجابية بـ 1% في LTDA عكسية ومتذبذبة طوال الفترة، إذ سجلت أدنى قيمة بـ -46.2 مليون دينار في السنة الخامسة. وتظهر هذه النتائج علاقة عكسية دائمة بين التمويل طويل الأجل وخلق القيمة، ما قد يعزى إلى ضعف كفاءة استخدام هذه القروض في مشاريع إنتاجية، أو ارتفاع كلفتها بشكل يفوق العائد المنتظر منها. وهو ما يستدعي احترام مبدأ الحيطة والحذر عند اللجوء إلى هذا النوع من التمويل.

4. الخاتمة:

تواجه المؤسسات الاقتصادية بمختلف أنواعها صعوبات في تحديد تركيبة هيكلها المالي الملائمة، باعتبارها خطة مالية استراتيجية تعكس طبيعة الاستراتيجية المالية التي تسمح لها بمباشرة نشاطها، حيث تعد مرآة عاكسة لتشكيلة متنوعة من المصادر التمويلية لمختلف استثماراتها والمترجم لوضعها المالية، فالمزيج المناسب للهيكل المالي يمكن هذه المؤسسات من التمتع بمرونة مالية تسمح لها بخلق القيمة وتعظيمها على المدى الطويل. وحاولنا من خلال الدراسة تحليل أثر تركيبة الهيكل المالي على خلق القيمة في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة الجزائرية، فقد قدمت النتائج تفاصيل عن كيفية تأثير مكونات الهيكل المالي على خلق القيمة في مجمع صيدال خلال الفترة (2011-2023).

1.4. نتائج الدراسة: توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج الآتية:

✓ اللجوء متزايد إلى الاقتراض لتغطية احتياجات تمويلية أو لتنفيذ توسعات استثمارية قد يشير إلى ارتفاع المخاطر، خاصة إذا لم يصاحبه تحسن في الوضع المالي أو القدرة على السداد، وبالرغم أن استخدام الديون قد يساهم في تقليل التكلفة المرجحة لرأس المال إذا كانت تكلفة الديون منخفضة، مما يستدعي تقييما دقيقا لمدى فعالية هذا الهيكل التمويلي على المدى الطويل؛

✓ تم تطبيق نموذج الانحدار الذاتي VAR وفقا لنتائج الاستقرار، وذلك لدراسة الأثر المرغوب في مجمع صيدال؛

✓ العلاقة بين متغيرات المعبرة عن تركيبة الهيكل المالي وخلق القيمة في مجمع صيدال متغيرة طيلة فترة الدراسة، حيث تعكس جملة من التأثيرات الديناميكية والمعقدة بين متغيرات الدراسة؛

✓ وجود أثر إيجابي لمتغير TDA و STDA على EVA خلال التأخيرات الأربع الأولى، كما تظهر النتائج تظهر وجود أثر سلبي لنسبة TDA و STDA على EVA بالنسبة للتأخير الخامس، أي توجد علاقة طردية على المدى القصير والمتوسط، وعلاقة عكسية على المدى الطويل بين الهيكل المالي المعبر عنه من خلال نسبتي TDA و STDA وخلق القيمة في مجمع صيدال خلال الفترة (2011-2023)؛

✓ وجود أثر عكسي بين TDQ والمتغير التابع خلال التأخيرات الأربع الأولى، أما عند التأخير الخامس فيظهر أثر طردي، مما يعني أن بعض الآثار الإيجابية لتمويل الديون لا تتحقق إلا بعد مرور فترة زمنية أطول، أي توجد علاقة عكسية على مدى القصير والمتوسط وعلاقة طردية على المدى الطويل بين الهيكل المالي المقاس بنسبة TDQ على خلق القيمة في مجمع صيدال للفترة (2011-2023)؛

✓ نسبة LTDA لها أثر إيجابي على EVA عند التأخير الأول والخامس، غير أن هذا الأثر يتحول إلى عكسي عند التأخيرات الثانية والثالثة والرابعة هذه التغيرات توضح وجود علاقة طردية على مدى القصير والطويل وعلاقة عكسية على المدى قصير بين الهيكل المالي المعبر عنه بنسبة LTDA على خلق القيمة في مجمع صيدال للفترة (2011-2023)؛

✓ يوجد أثر ذو دلالة معنوية إحصائية بين تركيبة الهيكل المالي والقيمة المضافة الاقتصادية في مجمع صيدال خلال فترة الدراسة، حيث أن تغير القيمة المضافة الاقتصادية يرجع إلى متغيرات الهيكل المالي بنسبة 82% والباقي يعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج؛

✓ إن حدوث صدمة موجبة بنسبة 1% في TDA تؤدي إلى استجابة موجبة و تحسنا واضحا في EVA على المدى القصير والمتوسط، ونتائج عكسية في مدى الطويل حدوث صدمة موجبة؛
✓ حدوث صدمة موجبة بـ 1% في STDA أدت إلى إيجابية ومتسارعة في EVA خلال كامل الفترات العشر؛

✓ كانت استجابة EVA لصدمة إيجابية بـ 1% في LTDA عكسية ومتذبذبة طوال عشر الفترات؛
✓ وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين EVA و LTDA، وعلاقة سببية أحادية الاتجاه من EVA نحو TDA.

2.4. التوصيات: ونلخصها فيما يلي:

✓ يجب أن يتم تحديد تركيبة الهيكل المالي لمجمع صيدال وفق أطر مخططة طويلة المدى ومتزامنة، مما يضمن تعظيم قيمة المؤسسة؛
✓ الاهتمام بمفهوم المرونة في مجمع صيدال مما يسمح بإجراء التعديلات اللازمة على هيكله المالي تبعا لاحتياجاته، وهذا لمواكبة التطورات والتوسعات المستقبلية من جهة، وكذا مواجهة التغيرات البيئية التي لا تستطيع السيطرة عليها من جهة أخرى، مما يساهم في تعزيز خلق القيمة؛

- ✓ على مجمع صيدال أن يولي اهتماما بمفهوم المرونة المالية، مما يمكنه من إجراء التعديلات اللازمة على هيكله المالي بناء على احتياجاته، لمواكبة التطورات المستقبلية والتوسعات المستقبلية، ولمواجهة التغيرات البيئية غير المتحكم فيها، مما يعزز خلقه القية؛
- ✓ يتعين على مجمع صيدال تحديد مصادر التمويل المتاحة وتقييم كل منها بدقة، والنظر في التكاليف المالية المرتبطة بكل نوع من أنواع التمويل، بالإضافة إلى العوائد المتوقعة ومدى التوافق مع أهداف واحتياجات المؤسسة على المدى الطويل، من أجل الوصول إلى التركيبة أو المزيج التمويلي المثالي الذي يسمح بتحقيق مفهوم خلق القيمة؛
- ✓ استخدام مصادر التمويل بشكل فعال لتحقيق ا مجمع صيدال لأهدافه التمويلية، وتعزيز قدرته على خلق القيمة، من خلال الاستفادة الشاملة من الطاقات الإنتاجية باستخدام أساليب علمية وعملية، مما يعزز قدرته على التنافسية والنمو في بيئة الأعمال المتغيرة؛
- ✓ يجب أن تكون عملية اختيار الاستثمارات مستندة إلى دراسات دقيقة للمشاريع وتقييم مردوديتها، خاصة عندما يكون التمويل لتلك المشاريع يعتمد على الاستدانة. من خلال هذا النهج يمكن لمجمع صيدال رفع فعالية استثماراته، وضمان تحقيق عوائد مستدامة، مما يسهم في تعزيز استقراره وتعزيز قدرتها على خلق القيمة.

5. الإحالات والمراجع:

- Alabassi Zaid M, Al-Yahya Enas Hussien Alwan, et NASER Haider, (2022), The effect of dynamic financial structure on financial sustainability-An analytical study of a sample of industrial companies listed on the Iraqi stock exchange, International journal of research in finance and management, 5(2), 35-44؛
- DEPALLENS, Georges, et JOBARD, Jean-Pierre, (1997), Gestion financière de l'entreprise (éd. 11). Dunod.
- Faiteh Anouar, Rachid Aasri Mohammed, (2023), Economic value added: The best indicator for measuring value creation or just an illusion?, Investment Management & Financial Innovations, 20(1), 138-150؛
- Geyser Mariette, Liebenberg I. E, (2003), Creating a new valuation tool for South African agricultural co-operatives. Agrekon, 42(2), 106-115؛
- Khiari Zahia, (2021), MANAGING WITH ECONOMIC VALUE ADDED (EVA), Revue d'Economie et de Statistique Appliquée, 18(2), 6-20؛
- KUŠNÍROVÁ Dana, ĎURIŠOVÁ Maria, et MALICHOVÁ Eva, (2023), Indicators of Value Creation and Their Perception by Suppliers in Slovakia, Administrative Sciences, 13(8), 1-20؛
- VÍGO-Ilempé Luis Alberto, Abanto-merino Luis Alfredo, et Márquez-yauri Heyner Yuliano, (2022), VALUE CREATION IN FINANCIAL, BUSINESS AND ACADEMIC ORGANIZATIONS: A REVIEW STUDY, Journal of Positive School Psychology, 6(2), 1617-1633؛
- Yasir Mohanad Hameed, Hussain A, (2020), Impact of financial structure on the financial stability: an empirical study in A sample of Iraqi companies, International Journal of Psychosocial Rehabilitation, 24(1), 1997-2017؛
- خلفلاوي، إخلاص، (2024)، أطروحة ضمن متطلبات تيل شهادة دكتوراه، أثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية: دراسة تحليلية قياسية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945 (قالمة)، الجزائر.
- سويسسي الهواري، رمضاني حميدة، (2017)، قياس أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الحديثة: دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2010-2015)، مجلة الوات للبحوث والدراسات، 10(2)، 795-820؛
- عطية مريم نايت، (2018)، محددات عملية خلق القيمة على مستوى المؤسسات الصناعية الجزائرية وفقا لفرع نشاطها الصناعي: دراسة تطبيقية للفترة 2011-2014، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، 5(1)، 710-738؛
- لعقون أمال، يوسف أمان، (2021)، خلق القيمة في المؤسسة باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة: دراسة حالة مؤسسة الأوراسي للفترة 2002-2019، مجلة الدراسات الاقتصادية، 15(2)، 234-251؛