

محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة

الانحدار الذاتي VAR

Determinants of the financial structure of the economic institution A standard analytical study using Vector Autoregressions VAR

د. وليد بشيشي¹

جامعة 8 ماي 1945 قالمة الجزائر

bechichi.walid@univ-guelma.dz

تاريخ النشر: 2019/06/03

د. سليم مجلخ

جامعة 8 ماي 1945 قالمة الجزائر

medjellekh.salim@univ-guelma.dz

تاريخ الإرسال: 2018/04/24

تاريخ القبول: 2018/09/25

Abstract:

The study aims at identifying the determinants of the financial structure of the economic institution and determining the factors affecting the financial structure of the Red Wage Corporation in the capital of Sabat Ghalema during the period 2010/2016 through a standard model.

The study concluded that the determinants of the financial structure are divided into quantitative determinants, how and other determinants. Liquidity, profitability, financial and economic profitability and asset structure are the factors affecting the financial structure of the Red Wage Foundation. Strong in the long term without short term on the financial

Keywords: financial structure, asset structure, financial profitability, economic profitability, liquidity.

Classification JEL : G17, G32

ملخص:

تهدف الدراسة إلى التعرف على محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية وتحديد العوامل المؤثرة على الهيكل المالي في مؤسسة الأجر بـرج صباط قالمة للفترة 2010/2016 باستخدام نموذج قياسي. وتوصلت الدراسة إلى أن محددات الهيكل المالي تنقسم إلى محددات كمية، كيفية ومحددات أخرى وأن كل من: السيولة، الربحية، المردودية المالية والاقتصادية وهيكل الأصول هي العوامل المؤثرة على الهيكل المالي لمؤسسة الأجر الأحمر، وتوصلت الدراسة إلى أن هيكل الأصول لمؤسسة الأجر يؤثر تأثير سلبى قوي في المدى الطويل دون المدى القصير على الهيكل المالي، في حين أن تأثير بقية المتغيرات ضعيف جدا في المدى الطويل ومنعدم في المدى القصير.

الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي، هيكل الأصول، المردودية المالية، المردودية الاقتصادية، السيولة.

تصنيف JEL: G17, G32

مقدمة

تعتبر المؤسسة الاقتصادية العمود الفقري الذي يقوم عليه الاقتصاد الوطني لأي دولة، حيث أن تطور هذا الأخير مرتبط بقدرة المؤسسة على تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة، غير أن مزاوله المؤسسة لأي نشاط اقتصادي يتطلب احتياجات تمويلية تلجأ المؤسسة إلى تغطيتها بالبحث عن مصادر التمويل الملائمة سواء من مصادر قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل.

لكن الصعوبة التي تواجه المسير المالي في المؤسسة الاقتصادية ليست في مصادر التمويل في حد ذاتها والتي تعتبر من مهام الوظيفة المالية، بقدر ما تكمن المشكلة في طريقة المزج بين مختلف مصادر التمويل التي تتميز بالتنوع والتعدد وفي بعض الأحيان بالتعقيد، أو بعبارة أخرى كيفية صياغة الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، فاستغلال المؤسسة لمختلف هذه المصادر التمويلية من أجل تلبية حاجياتها الاستثمارية وفي إطار تحقيق الأهداف المرجوة المتمثلة أبرزها في تعظيم أرباح المؤسسة، فإنها تسعى إلى الحصول على المصادر التمويلية بأفضل الشروط وفي حدود العائد المطلوب والخطر الممكن قبوله من خلال بناء هيكل مالي مناسب يتكون من مزيج بين مختلف العناصر التمويلية المتاحة، بحيث يترتب على هذا المزيج أكبر عائد ممكن وأقل تكلفة بغرض الوصول إلى الهيكل المالي المثالي الذي يحقق للمؤسسة أعلى قيمة لها.

ولقد شكلت قرارات التمويل وتأثيرها على قيمة المؤسسة محل جدل بين المختصين بدأت بدراسات مودجلياني وميلر سنة 1985 حول حيادية الهيكل المالي، ومنذ ذلك الحين أخذت الدراسات المتعلقة بهذا الموضوع تتعدد، فتضاربت الآراء بشأن طبيعة العلاقة بين مؤيد لوجود تأثير للهيكل المالي على قيمة المؤسسة وبين معارض لوجود مثل هذا التأثير والتي تبلورت في النهاية في صورة هيكل مالي أمثل.

واتجهت أنظار الباحثين إلى دراسة العوامل المحددة للوصول إلى الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة، حيث أشاروا أنه يتحقق عندما تعظم القيمة السوقية للمؤسسة وبالتالي ينعكس على أرباحها، وتطورت الدراسات الحديثة المتعلقة بالهيكل المالي نحو النماذج التي تقوم على التحليل الميداني لتحديد العوامل المشكلة لاختيار الهيكل المالي للمؤسسة في الواقع العملي من خلال العديد من الدراسات الميدانية التي تمت في بيئات اقتصادية مختلفة.

وما يثير الانتباه أن نتائج دراسات مودجلياني وميلر كانت متناقضة بخصوص تلك المحددات حتى في الدول المتقدمة نفسها، وعليه أكدت على أهمية البعد البيئي عند دراسة السياسة أو السلوك التمويلي للمؤسسة، وهو ما تطلب إجراء العديد من الدراسات الميدانية في بيئات مختلفة. ومما

سبق يمكن طرح الاشكالية الأتية: ما هي محددات الهيكل المالي في مؤسسة الأجر الأحمر بـرج صباط؟

التساؤلات الفرعية: تتمثل في

- ما هي العوامل المحددة والمفسرة للهيكل المالي الأمثل في المؤسسة الاقتصادية؟
- ما هي طبيعة العلاقة بين نسبة الهيكل المالي والعوامل المحددة له في مؤسسة الأجر الأحمر؟
- فرضيات الدراسة: نلخصها في الآتي:
- هناك مجموعة من العوامل المفسرة للهيكل المالي الأمثل في المؤسسة الاقتصادية؛
- تعتبر العوامل الكمية هي المحددة للهيكل المالي في مؤسسة الأجر الأحمر؛
- توجد علاقات ذات دلالة احصائية ويفترض أن تكون طردية أو عكسية بين نسبة الهيكل المالي والعوامل المحددة له في مؤسسة الأجر الأحمر.

أهمية الدراسة: للدراسة أهمية بالغة في تحديد المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية الذي يعتمد على مجموعة من المحددات التي يختلف تأثيرها من مؤسسة إلى أخرى هذا من جهة ومن جهة ثانية تنبع أهمية الدراسة من خلال تحديد محددات المزيج التمويلي في مؤسسة الأجر الأحمر من خلال نموذج قياسي وباستخدام برمجية 9 Eviews

أهداف الدراسة: تتمثل أهداف البحث فيما يلي:

- التعرف على السياسات التمويلية في المؤسسة؛
- التعرف على قدرة المؤسسة على ادارة هيكلها المالي؛
- محاولة بناء نموذج قياسي يفسر السلوك التمويلي للمؤسسة الأجر الأحمر من خلال الوقوف على أهم المحددات التي تؤثر على هيكلها المالي، وذلك باستخدام أدوات التحليل الإحصائي.

الدراسات السابقة: توجد العديد من الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع أو احدى جوانبه نذكر منها:

- دراسة زغيب مليكة وغلاب نعيمة، 2006: بعنوان "تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المجمع الصناعي العمومي للحليب ومشتقاته للفترة 2002-2004"، هدفت الدراسة محاولة استعراض أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية وتقديم البدائل التمويلية المناسبة بهدف رفع القدرة التنافسية لهذه المؤسسات بتحليل الجانب المتعلق بمصادر الأموال من خلال دراسة المجمع الصناعي العمومي للحليب ومشتقاته للكشف

محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR عن مصدر التمويل الأمثل للمؤسسة، وتوصلت الدراسة إلى أن الاعتماد على المصادر الخارجية كالديون زاد من تراجع المؤسسة ووقف نموها.

- دراسة يحياوي مفيدة، 2010: بعنوان "تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية"، هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على مسار عملية التمويل وانعكاساتها واختلالات المالية في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، من أهم النتائج المتحصل عليها أنه هناك تباين في القرارات التمويلية للمؤسسات ويرجع إلى ظروف مختلفة، وبالتالي لا يمكن تحديد صيغة عامة للهيكل المالي، فيمكن أن تعتمد في البداية على التمويل الذاتي ونحاول تحقيق مستوى مقبول من المردودية الاقتصادية التي تسمح لها بالتوجه إلى الاستدانة، ولكن بطريقة حذرة جدا نظرا لوجود عنصر المخاطرة.

- دراسة شعبان محمد، 2010: بعنوان "نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية"، حيث هدفت الدراسة إلى كيفية اختيار الهيكل المالي الأمثل، ولتحقيق هذا الهدف تم التعرض لأهم محددات الهيكل المالي ودراسة مؤشرات التوازن المالي، بالإضافة إلى التعرض إلى بعض النسب المالية ذات العلاقة بتركيب الهيكل التمويلي، وكل هذا في جمع صيدال لفترة الممتدة من 2004 إلى 2007، وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: أن مجموعة كبيرة من العوامل تتدخل في تحديد واختيار الهيكل التمويلي المناسب، ومن بين هذه العوامل ما تفرضه طبيعة المحيط الخارجية كالضريبة على الأرباح، ومنها ما يتعلق بطبيعة المؤسسة كالمردودية الاقتصادية وحجم المؤسسة.

- دراسة خبيزة أنفال حدة، 2012: بعنوان "تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الاقتصادية"، هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على عملية تحليل الهيكل المالي وتأثيره على استراتيجية المؤسسة وذلك من خلال حساب نسب الهيكل المالي من أجل التعرف على مصادر التمويل التي اعتمدت عليها مؤسسة المطاحن الكبرى بالجنوب -بسكرة- خلال الفترة 2010/2008 ومعرفة أهمية النسب لكل مصدر من هذه المصادر وأيضا تحقيق التوازن ما بين تحقيق العائد المرتفع والخطر الناجم عن اعتماد الديون وذلك من خلال نسب الرفع المالي، وخلصت الدراسة إلى أن الخيار الاستراتيجي والهيكل المالي يعتبران من القرارات ذات الارتباط، حيث يمكن بناء قرار الخيار الاستراتيجي مع الأخذ بعين الاعتبار شكل الهيكل المالي المعتمد في التمويل.

من الملاحظ أن الدراسات السابقة اشتركت في مجملها حول موضوع اختيار الهيكل المالي الأمثل واختلفت في الهدف من كل الدراسة، وما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة أنها دراسة

حديثة من حيث الدراسة التطبيقية التي اعتمدت على الجانب الكمي الإحصائي القياسي في تحديد محددات الهيكل المالي المناسب للمؤسسة الانتاجية الاقتصادية محل الدراسة.

1 منهجية الدراسة: لمعرفة محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية، ودراسة واقعها

وتحليل أبعادها على مؤسسة الآجر الاحمر في برج صباط، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، وهو المنهج الذي يستعمل على نطاق واسع في العلوم الاجتماعية والسلوكية، وهو طريقة لوصف الظاهرة المدروسة وتصويرها كمياً عن طريق جمع معلومات مقننة عن المشكلة وتصنيفها، تحليلها وإخضاعها للدراسة الدقيقة، كما يساهم هذا المنهج في توفير البيانات وتحليل الظواهر والحقائق حول المشكلة محل الدراسة، كما تم الاعتماد على الأسلوب الإحصائي الكمي من خلال برمجية views 09 من أجل تحديد محددات الهيكل المالي في مؤسسة الآجر الاحمر. ومن أجل معالجة الموضوع تم تناوله من خلال النقاط الآتية:

- الإطار النظري للدراسة؛

- التعريف بمؤسسة الدراسة؛

- الإطار التطبيقي للدراسة.

1. الإطار النظري للدراسة

1.1 مفهوم الهيكل المالي:

توجد عدة تعريفات مختلفة للهيكل المالي نذكر منها ما يلي:

الهيكل المالي يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض وأيضاً سواء من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل.⁽¹⁾، يقصد بالهيكل المالي أو التمويلي للشركة توليفة مصادر التمويل التي اختارتها الشركة لتغطية استثماراتها، وتكون طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، وسواء كانت أموال دين (اقتراض) أو أموال ملكية.⁽²⁾، يقصد بالهيكل المالي الطريقة التي تم بها تمويل أصول المؤسسة، ويوجد الهيكل المالي في الجهة اليسرى من الميزانية.⁽³⁾، هيكل تمويل المنشأة هو نسبة كل من المطلوبات وحقوق الملكية منفردة إلى مجموع مصادر التمويل، والذي يؤثر في مخاطرة المنشأة ورجحانها.⁽⁴⁾ من المفاهيم الواردة أعلاه للهيكل المالي يمكن القول بأن الأخير هو النسبة التي يتم بها تمويل الأصول من خلال المزيج بين الأموال الخاصة والاستدانة وتقاس نسبة كل عنصر في التمويل.

يجب أن نفرق بين المعنى المرتبط بمصطلحين شائعين في هذا المجال، الأول الهيكل المالي والذي يقصد به التمويل الدائم للمنشأة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل، الأسهم الممتازة وحقوق الملكية ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل وعلى هذا الأساس فإن هيكل

محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR رأس مال المنشأة يعتبر جزءاً من هيكلها المالي، ويتكون حق الملكية من الأسهم العادية وفائض رأس المال والأرباح المحتجزة المجمعة.⁽⁵⁾

2.1 خصائص الهيكل المالي:

لتحقيق التوازن المناسب بين العائد والمخاطرة، يجب تحديد الهيكل التمويلي المناسب لكل مؤسسة، والذي من شأنه أن يؤدي الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بما يؤدي إلى تحقيق النمو والتوسع المستمر من خلال:⁽⁶⁾ (تغطية الاحتياجات المالية بأقل التكاليف، تخفيض المخاطر المالية، تحقيق معدلات عائد متزايدة على الأموال المستثمرة. وما سبق يمكننا تحديد أهم خصائص الهيكل المالي تتمثل في:⁽⁷⁾ (الربحية، السيولة، المرونة والرقابة).

3.1 محددات الهيكل المالي:

نقسمها إلى:

1.3.1 المحددات الكمية:

تختار المؤسسة هيكلها المالي في ضوء العديد من المحددات الكمية التي تؤثر قرارها المالي، هذه المحددات تتمثل في العناصر التالية:

- **الربحية:** تشير إلى الربح منسوباً إلى بعض المكونات من الميزانية العمومية أو قائمة الدخل، والربحية تقيس الكفاءة التشغيلية للمؤسسة وأنها تكمن في الأطراف التي لها مصلحة بارتفاع هذه الكفاءة من مراقبتها، والكفاءة التشغيلية تعني قدرة المؤسسة على تحقيق العوائد الكافية للمالكين، المقرضين والعاملين.⁽⁸⁾ وهي هدف أساسي لجميع المؤسسات وأمر ضروري لبقائها واستمرارها وغاية يتطلع إليها المستثمرون ومؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع المؤسسة؛⁽⁹⁾

- **السيولة:** تعتبر السيولة عن قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل المتوقعة منها وغير المتوقعة عند استحقاقها من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها وتحصيل ذممها بالدرجة الأولى، ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية.⁽¹⁰⁾ حيث تسمح السيولة بتعزيز الثقة بالمؤسسة من قبل المتعاملين معها، وتمكنها من الوفاء بتسديد التزاماتها، ووجود السيولة في المؤسسة يعطي لها المرونة في اختيار المصدر الملائم للحصول على الموارد اللازمة ويمكنها من مجابهة متطلبات النمو، التوسع ومواجهة الأزمات الطارئة عند وقوعها.. الخ؛⁽¹¹⁾

- **المردودية:** تعرف المردودية على أنها ذلك العائد المحقق وراء توظيف الأموال واستثمارها وتقاس مردودية المؤسسة بمدى قدرتها هذه الأخيرة على تحقيق أرباح من خلال نشاطها للموارد

المالية الموضوعية تحت تصرفها والمردودية بصفة عامة هي نسبة النتائج المحققة إلى الوسائل الموظفة.⁽¹²⁾ وتقسم إلى:⁽¹³⁾ **المردودية: (الاقتصادية، المالية والتجارية).**

- معدل النمو: تكمن قيمة المؤسسة وثروة مالكيها في القيمة الحالية للفوائد التي تنشئها الأصول الموظفة من جهة، ونموها من جهة أخرى، فالمؤسسات التي تملك إمكانيات النمو العالية يكون لديها احتياجات تمويل كبيرة مما يدفعها للجوء إلى الاستدانة بالمقام الأول، خاصة مصادر التمويل الأقل تأثير بظاهرة عدم التناظر في المعلومات، كالقروض القصيرة الأجل.⁽¹⁴⁾

- حجم المؤسسة: يؤثر حجم المؤسسة على نسبة الاقتراض في تشكيلة الهيكل المالي، حيث تنخفض احتمالات الإفلاس في المؤسسات كبيرة الحجم مقارنة بالمؤسسات صغيرة الحجم. إن حجم المؤسسة يلعب دورا كبيرا في مقدرتها على الاقتراض أو الاعتماد على المصادر الداخلية، فالبحجم يظهر ضمن العوامل التي لها أثر على نسبة الاستدانة وهو السبب الذي يجعل المؤسسة الصغيرة تتجه أكثر إلى الاقتراض قصير الأجل.⁽¹⁵⁾ أما ما يدفع المؤسسات كبيرة الحجم إلى التنوع أنها تتعرض لدرجة مخاطر أقل وهو ما يخلق لديها الدافع لزيادة الأموال المقترضة.⁽¹⁶⁾

- هيكل الأصول: يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بصورة عديدة، فالمنشآت التي تتميز بأن أصولها الثابتة تعيش لفترة طويلة، وخاصة في حالة أن الطلب على منتجاتها مؤكد إلى حد كبير، تستخدم القروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات معينة بدرجة كبيرة (المثال على هذا النوع من المنشآت هو شركات المرافق العامة)، ومن ناحية أخرى الشركات التي تتكون أغلبية أصولها من ذمم ومخزون والتي تتوقف قيمتها على استمرار تحقيق الشركة للأرباح، تعتمد بصفة أساسية على القروض قصيرة الأجل وإن كانت تستخدم أيضا القروض طويلة الأجل ولكن بدرجة محدودة.⁽¹⁷⁾

- معدل الفائدة: يؤثر معدل الفائدة على اتخاذ قرارات التمويل تأثيرا كبيرا، فكلما انخفض معدل الفائدة كلما زاد الطلب على التمويل في سوق الأموال والعكس العكس؛⁽¹⁸⁾

2.3.1 المحددات الكيفية:

بالإضافة إلى المحددات الكيفية للهيكل المالي هناك محددات كيفية تأخذ بعين الاعتبار عند اختيار الهيكل المالي الأمثل، وتمثل في:

- الملائمة: تعرف الملائمة على أنها مدى توافق وملائمة أنواع الأموال المستخدمة من مصادر التمويل المختلفة لطبيعة الاستخدامات في الأصول والعمليات التي ستقوم هذه الأموال بتمويلها.⁽¹⁹⁾

محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR

- **المرونة:** وهي قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعا للتغيرات في الحاجة للأموال.⁽²⁰⁾

3.3.1 محددات أخرى للهيكل المالي:

بالإضافة الى المحددات الكمية والكيفية للهيكل المالي، هناك محددات أخرى يجب أخذها بعين الاعتبار عند تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة، وتمثل هذه المحددات في العناصر التالية:

- **التحكم والسيطرة:** يؤثر التمويل بالاقتراض على مركز وقدرة الإدارة في الرقابة ما يمكنه من التأثير على الهيكل المالي للمؤسسة، فالإدارة إذا كانت في حالة سيطرة تصويتية في المؤسسة ولا يسمح لها بشراء أي أسهم، فسوف تفضل استخدام القروض في تمويل الاستثمارات الجديدة، لأن إصدار أسهم جديدة يفقدها السيطرة على المؤسسة، وفي حالة اتسم الوضع المالي للمؤسسة بالضعف فسوف تصدر أسهم جديدة خوفا من مخاطر عدم القدرة على سداد ديونها ومن ثم التعرض إلى الإفلاس الأمر الذي قد يعرض أفراد الإدارة الحالية لفقدان وظائفهم بالمؤسسة، وكذلك تخفيض الاعتماد على القروض قد يعرض المؤسسة إلى مخاطر الاستحواذ والاستيلاء عليها من مستثمرين آخرين، وبالتالي فإن لمعيار السيطرة تأثيرا على شكل الهيكل التمويلي للمؤسسة.⁽²¹⁾

- **التوقيت:** يقصد بالتوقيت ذلك العامل الزمني الذي يحدد المنشأة بوقت الحصول على التمويل أو المفاضلة بين المصادر التمويلية المتوفرة في الوقت المناسب من أجل الحصول على الأموال وقت حاجتها وبأقل تكلفة وأفضل الشروط، ويمثل أيضا قدرة المنشأة على اقتناص الفرص المالية بالوقت الذي تنخفض فيه التكلفة إلى أقل درجة.⁽²²⁾

- **المنافسة:** إن خدمة الديون تتوقف على ربحية المنشأة وعلى حجم المبيعات، وعلى هذا الأساس فإن استقرار هوامش الربح له نفس أهمية استقرار المبيعات، ولا شك أن سهولة دخول شركات أخرى في الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة وكذلك مقدرة هذه الشركات على التوسع في طاقاتها سيؤثران على هوامش الربح لمنشأتنا. فالصناعة التي تتميز بمعدل نمو مرتفع يتوقع أن تكون هوامش ربحها كبيرة، ولكن من ناحية أخرى ينتظر أن تضيق هوامش الربح هذه إذ كانت هذه الصناعة تندرج في مجموعة الصناعات التي يسهل على الشركات الجديدة أن تنضم إليها وبالتالي تشارك في سوقها.⁽²³⁾

- **اتجاهات رجال الإدارة:** إن اتجاهات رجال الإدارة التي لها تأثير مباشر على اختيار وسائل التمويل هي تلك المرتبطة بأحد أمرين: الأول التحكم والسيطرة على إدارة المنشأة، والثاني

الخطر، فالمنشآت الضخمة التي تنشئت فيها ملكية الأسهم العادية وتتنوع على عدد كبير جدا من المساهمين ستقوم عادة- في حالة الحاجة إلى أموال إضافية- بإصدار أسهم عادية حيث أن ذلك سيترتب عليه تأثير ضئيل على السيطرة الحالية على إدارة الشركة.⁽²⁴⁾

- **المركز الضريبي:** أحد الأسباب التي تدفع الشركة للتمويل من خلال القروض هو أن مدفوعات فوائد هذه القروض تعتبر من التكاليف الواجبة الخصم وصولا للدخل الخاضع للضريبة، حيث أن التكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون معدلات الضريبة مرتفعة وعليه، كلما زادت إمكانية المؤسسة في الحصول على وفر ضريبي زادت رغبتها في الاعتماد على المديونية في التمويل، وبالمقابل في بعض الحالات قد لا تحقق المؤسسة أي وفر ضريبي لكونها غير مطالبة بدفع ضريبة بسبب تمتعها بالإعفاء الضريبي أو بسبب تكبدها خسائر رأسمالية أدت إلى انخفاض ربحيتها.⁽²⁵⁾

- **حجم البنوك وسوق رأس المال:** يركز على مدي توافر الأنواع المختلفة من الأموال من عدمه في الأسواق المالية، وكذلك تكلفة هذه الأنواع التي لها تأثير هام عند تحديد نوع الورقة المالية (أسهم ممتازة، عادية أو سندات) التي يناسبها تمويل معين ويمتد تأثيرها إلى درجة إمكانية تغيير الهيكل المالي.⁽²⁶⁾

- **اتجاهات المقرض:** إن اتجاهات المقرضين تلعب دورا في غاية الأهمية في تحديد الهيكل المالي مع المقرض المحتمل وتعطي وزنا كبيرا لرأيه. وكثيرا ما يرفض المقرض الزيادة غير الطبيعية في نسب الاقتراض لأن ذلك معناه تحديد مصالحه في الشركة.⁽²⁷⁾

- **طبيعة المؤسسة القانونية:** يتأثر الهيكل المالي باختلاف طبيعة المؤسسة القانونية، تميل المؤسسات الفردية وشركات الأشخاص للاعتماد على القروض، خوفا من مخاطر عدم السداد التي قد تصل إلى الممتلكات الخاصة للملاك، وفقا لمبدأ المسؤولية غير المحدودة، أما شركات المساهمة فإنها تكون أكثر قدرة على الاعتماد على القروض طويلة الأجل من غيرها من الأشكال القانونية الأخرى، وذلك بسبب استمرارها وعدم ارتباط بقائها ببقاء الملاك.⁽²⁸⁾

- **مخاطر الإفلاس:** يحدث الإفلاس نتيجة لزيادة تدهور أداء العمليات بالشركة وينعكس ذلك في موقف سداد التزاماتها الثابتة المستحقة وزيادة مبالغ القروض طويلة الأجل مقارنة بحقوق ملكية الشركة عند مستوى محدد من أداء التشغيل، مما يترتب عليه تدهور الشركة ووصولها إلى مرحلة الإفلاس.⁽²⁹⁾

4.1 التعريف بمؤسسة الدراسة:

محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR

تم إنجاز مشروع برج صباط وحدة الآجر بشكل فوري بتاريخ 1981/05/04 حسب الوثيقة رقم 322/82، بتاريخ 1982/10/30، وقد كان في البداية تابعا للحكومة أي أنه كان ضمن القطاع العمومي وقد تم التنازل عنه إطار الخصوصية عام 2006 وفق عدة شروط منها:

- تسديد الديون التي كانت على عاتق المصنع؛
- تسديد فواتير الكهرباء والغاز؛
- تسديد مبلغ التنازل على دفعات.

ويبعد مصنع الآجر لبرج صباط عن دائرة وادي الزناقي بـ: 16 كلم، ويتم انتاج في المصنع نوعيات مختلفة من آجر منها ما يحتوي على 08 ثقب ومنها ما يحتوي على 12 ثقب وأيضا نوع (D.M) الآجر المزدوج، ويتم استخراج المواد الأولية من منجم يقع في طريق بلدية بوحمدان على بعد 03 كلم من بلدية برج صباط، والذي يحتوي على عدة أنواع من الطين منها: الطين الرمادي، الطين الأسود والطين الأحمر وغيرها. ويوظف هذا المصنع ما يفوق عن 79 عاملا يتوزعون بين الادارة والورشات، حيث يبلغ عدد العمال في الادارة بـ 09 عمال، بالإضافة إلى عمال النقل.

1.4.1 طبيعة ونشاط الوحدة: تشتغل وحدة إنتاج الآجر ببرج صباط بطاقم عمال

يعملون دون انقطاع بواسطة 04 فرق وفق النسق التالي:

- الفرقة الأولى: وتضم الطاقم الإداري الذي يعمل على تسويق الآجر ومعالجة نتائج العمليات التي تقوم بها المؤسسة وتسجيلها وتحليلها لتقييم عمليات النشاط؛
- الفرقة الثانية: وهي الغرفة المسؤولة عن تغطية حاجات الوحدة من التجهيزات، المعدات، والتكفل بكافة عمليات البيع والشراء وتسليمها؛
- الفرقة الثالثة: فيما يخص هذه الوحدة تتمثل مهمتها في السهر على سلامة ونظافة وأمن الوحدة وحل النزاعات والخلافات التي تنشأ بين العمال؛
- الفرقة الرابعة: يتم عملها بالاهتمام بالأجهزة ووسائل الإنتاج، حيث يكون هناك مراقبة مستمرة على هذه الأجهزة والوسائل وإصلاحها، وعملها مرتبط أيضا بعملية دمج عناصر الانتاج في المشروع ما يهدف للحصول على السلع والخدمات لتحقيق رغبات وحاجيات الزبائن.

2.4.1 أهداف المؤسسة:

نلخصها في ما يلي:

- تسعى الوحدة بكامل مصالحها بلوغ إنتاج 100.000 طن سنويا؛
- رغبة المصلحة في جلب تكنولوجيا حديثة، لاستغلال منجم بوحمدان استغلال أمثل؛

- تنظيم وتطوير هياكل الصيانة بحيث يرتفع مردود الإنتاج؛
- ترقية قواعد الإنتاج والسهر على تطبيقها وعلى الرقابة النوعية لمواردها وتنمية نشاطات الإنتاج؛
- تحقيق الربح من خلال تحقيق أكبر حجم ممكن من المبيعات وذلك من خلال خلق علاقات جيدة مع الموردين والزبائن والاستيلاء على أكبر حصة سوقية؛
- البقاء، النمو، الاستمرار والعمل على تحسين منتجاتها للتقليل من حدة المنافسة؛
- تلبية الطلب المتزايد على الآجر في السوق الجزائري.

2. الإطار التطبيقي للدراسة

1.2 طبيعة العلاقة بين المتغيرات

1.1.2 التعريف بمتغيرات الدراسة:

كل نموذج قياسي يستخدم لتفسير ظاهرة ما يجب أن يحتوي على متغير تابع، متغيرات مفسرة والمتغير العشوائي.

- **المتغير التابع:** وهو المتغير المدروس أو المتغير الداخلي وهو نسبة الهيكل المالي (الرفع المالي) في دراستنا (DT) حيث تم حسابه من خلال العلاقة التالية: نسبة الهيكل المالي = مجموع الديون مقسوم على مجموع الأصول

- **المتغيرات المستقلة:** وهي المتغيرات المفسرة للظاهرة المدروسة والمتمثلة في دراستنا في:

- ✓ نسبة السيولة (LR): حيث تم حسابها بالعلاقة التالية: نسبة السيولة = $\frac{\text{مجموع الأصول المتداولة}}{\text{مجموع الخصوم المتداولة}}$
- ✓ نسبة الربحية (PR): حيث تم حسابها بالعلاقة التالية: نسبة الربحية = $\frac{\text{النتيجة بعد الضرائب}}{\text{المبيعات}}$
- ✓ هيكل الأصول (CAR): تم حسابه وفق العلاقة التالية: هيكل الأصول = $\frac{\text{الأصول الثابتة}}{\text{مجموع الأصول}}$
- ✓ المردودية الاقتصادية (RE): تحسب وفق العلاقة: المردودية الاقتصادية = $\frac{\text{نتيجة الاستغلال}}{\text{مجموع الأصول}}$
- ✓ المردودية المالية (RF): تحسب وفي العلاقة: المردودية المالية = $\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأصول الخاصة}}$

2.1.2 مصادر بيانات متغيرات الدراسة:

اعتمدت الدراسة على بيانات السلاسل الزمنية السنوية المستمدة من القوائم المالية للمؤسسة حيث تم احتساب قيم الهيكل المالي، السيولة، الربحية، هيكل الأصول، المردودية الاقتصادية والمالية حسب العلاقات الخاصة بها، وقد تم تحويل القيم السنوية إلى قيم فصلية عن طريق برمجية Eviews 09 من أجل الحصول على فترة زمنية طويلة نسبيا.

3.1.2 مجتمع الدراسة وعينته:

يتمثل مجتمع الدراسة في مجموع المؤسسات الاقتصادية المنتجة في ولاية قلمة، أما عينة الدراسة فتتمثل في مؤسسة الاقتصادية المنتجة الأحمر ببلدية برج صباط ولاية قلمة.

4.1.2 العلاقة بين المتغير التابع المتغيرات المفسرة حسب المنطق النظري:

- العلاقة بين نسبة الهيكل المالي ونسبة السيولة علاقة عكسية، فزيادة السيولة للشركة تمكنها من استخدامها عند الحاجة دون اللجوء الى الاقتراض الخارجي؛
- العلاقة بين نسبة الهيكل المالي ونسبة الربحية علاقة طردية حيث تعبر نسبة الربحية عن قدرة الشركة على دفع فوائد ديونها من الأرباح، أي أنها تقيس عدد مرات تغطية الفوائد من أرباح الشركة وعليه فكلما زادت هذه النسبة كلما زادت القدرة على تغطية فوائد الديون والعكس بالعكس ويعتبر 1.5 % حد أدنى من مستوى الأمان وكلما قلت هذه النسبة عن 1 % كلما كانت المؤسسة عاجزة عن تغطية فوائد ديونها؛
- العلاقة بين نسبة الهيكل المالي وهيكل الأصول هي علاقة عكسية، أي أنه كلما زادت نسبة الأصول الثابتة زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة وقل اعتمادها على الديون، ذلك أن تمويل المقرضين للأصول الثابتة يعرضهم لمخاطر أكبر بسبب الانخفاض الشديد الذي تتعرض له قيمة الأصول في حالة التصفية، وهذه النتائج تتوافق مع نظرية الالتقاط التدريجي POT، والتي ترى أن المؤسسة التي لديها أصول ثابتة قليلة تستعمل الديون في التقليل من حساسية عدم التماثل في المعلومات مقارنة بالأسهم، كذلك جاءت النتائج عكس دراسة scott 1988 والتي ترى أن المؤسسة التي لديها أصول ثابتة تلجأ إلى الاقتراض بدرجة أكبر وذلك بسبب القدرة التسليفية للأصول الثابتة كما أن المؤسسة يمكنها الاقتراض بمعدل فائدة منخفض إذا كانت لديها ديون مضمونة بأصول ثابتة، كما أن استخدام الأصول الثابتة كضمان للحصول على القروض وفقاً لمبدأ التغطية في التمويل الذي يقضي بضرورة تمويل الأصول الثابتة بمصادر تمويل دائمة سواء القروض طويلة الأجل أو أموال خاصة؛
- العلاقة بين نسبة الهيكل المالي والمردودية الاقتصادية هي علاقة عكسية وهذا يعني أن المؤسسة لا تعتمد على الدين في تمويل أصولها، تلجأ المؤسسة لتمويل احتياجاتها في البداية إلى التمويل الذاتي بعد ذلك تلجأ إلى الديون، وهذا ما يؤيد نظرية الالتقاط التدريجي POT وحسب هذه النظرية تلجأ المؤسسة لتمويل احتياجاتها في البداية إلى التمويل الذاتي بعد ذلك تلجأ إلى الديون؛

- العلاقة بين نسبة الهيكل المالي والمردودية المالية هي علاقة عكسية وهذا يعني أن الاعتماد على الديون بشكل كبير ينقص من نسبة المردودية المالية.

2.2. تحليل نتائج الدراسة القياسية

1.2.2 اختبار الاستقرار لمتغيرات الدراسة:

الجدول رقم (01) يوضح نتائج الاختبار.

الجدول 01: نتائج اختبار "KPSS" للجذور الوحدوية المتعلقة بالسلاسل قيد الدراسة

اختبار KPSS			
المتغير	اختبار المستوى بقاطع	اختبار المستوى بقاطع واتجاه عام	درجة التكامل $I(D)$
DT	0.605778	0.14905	$I(0)$
LR	0.172140	0.137912	$I(0)$
PR	0.087348	0.087409	$I(0)$
AGE	0.675974	0.962288	$I(0)$
CAR	0.261673	0.175311	$I(0)$
RE	0.334902	0.122708	$I(0)$
RF	0.390381	0.111393	$I(0)$

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برمجية EViews 09

من خلال البيانات المبينة في الجدول نلاحظ أن السلاسل المدروسة مستقرة في المستوى سواء بقاطع أو بقاطع واتجاه عام (حيث القيم المحسوبة بالقيمة المطلقة أقل من القيم الجدولية بالقيمة المطلقة) أذن السلاسل مستقرة ومتكاملة في المستوى $I(0)$.

2.2.2 اختبار عدد مدد التباطؤ الزمني لنموذج:

لاعتماد نموذج الانحدار الذاتي (VAR) فانه أولا يجب تحديد العدد الأمثل لمدد التباطؤ الزمني من خلال مجموعة من المعايير الإحصائية والجدول رقم (02) يوضح ذلك:

الجدول رقم (02): درجة التأخر المعتمدة في نموذج VAR

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	178.5701	NA	6.92e-14	-13.27463	-12.98430	-13.19102
1	410.1744	338.4985	2.19e-20	-28.32110	-26.28880	-27.73587
2	732.2875	322.1131*	1.01e-29*	50.32981*	-46.55552*	49.24295*

المصدر: مخرجات البرنامج Eviews 9

محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR حسب عدد المشاهدات الـ 26 في دراستنا ومن الجدول أعلاه نأخذ درجة التأخر والتي تقابل أصغر قيمة في كل مقياس (HQ, SC, AIC, FPE,) والتي توافق (2=P).

3.2.2 معايرة نموذج VAR للمتغيرات المعتمدة في الدراسة وتحليل التباين:

أ/ معايرة نموذج VAR للمتغيرات المعتمدة في الدراسة:

من خلال نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR يعتمد كل متغير على القيم السابقة له والقيم السابقة للمتغيرات الأخرى وفقاً لفترات التباطؤ المحددة، والمعادلة الآتية توضح ذلك:

$$DT = -4.84210*DT(-1) + 7.18357*DT(-2) - 1.23799*CAR(-1) - 3.42546*CAR(-2) + 2.27966*LR(-1) - 3.79317*LR(-2) -$$

[-2.12508]	[2.57002]	[-6.96146]	[-1.85345]	[2.89170]	[-2.41584]
--------------	-------------	--------------	--------------	-------------	--------------

$$0.29764*PR(-1) + 0.27657*PR(-2) - 4.85803*RE(-1) + 4.33035*RE(-2) - 0.00020*RF(-1) + 0.00958*RF(-2) + 3.12072$$

[-3.36173]	[2.84715]	[-2.84252]	[2.76455]	[-0.04215]	[1.60428]
--------------	-------------	--------------	-------------	--------------	-------------

[2.14878]

R = 0.999543 F = 2367.453 N = 26

من خلال المعادلة أعلاه نلاحظ أن:

- المتغير التابع (الهيكل المالي) يعرف من خلال هذه المعادلة بثابت وتأخيرين بالنسبة لكل من: الهيكل المالي، نسبة السيولة، نسبة الربحية، هيكل الأصول، المردودية الاقتصادية والمردودية المالية أي أن نسبة الهيكل المالي في السنة t تعرف وتتأثر بنسبة الهيكل المالي والمتغيرات الأخرى خلال السنتين السابقتين (1-t) و (2-t)؛
- الثابت موجب ويمثل قيمة الرفع المالي في غياب المتغيرات الأخرى وهي مقبولة اقتصادياً؛
- هناك علاقة عكسية بين نسبة الهيكل المالي وقيمتها المؤخرة الأولى (إشارة سالبة) ويعني ذلك أنه في حالة ارتفاع نسبة الهيكل المالي لسنة ما فيتوقع أن يتراجع هذا الارتفاع في السنة المقبلة وأن انخفاض نسبة الهيكل المالي لسنة ما فيتوقع أن يرتفع في السنة المقبلة، ويرجع هذا التغير إلى توجهات النشاط الاقتصادي للشركة خلال الدورات الاقتصادية المتكررة والمتعاقبة)، أما العلاقة الطردية بين نسبة الهيكل المالي وقيمتها المؤخرة الثانية (إشارة موجبة) فتشير إلى أن ارتفاع نسبة الهيكل المالي لسنة ما يتوقع أن يكون لها تأثير إيجابي بعد سنتين والعكس بالعكس؛
- هناك علاقة عكسية بين نسبة الهيكل المالي وهيكل الأصول بالنسبة للتأخيرين فزيادة هيكل الأصول لسنة ما تؤدي إلى تراجع نسبة الهيكل المالي في السنتين الموالتين لها نتيجة عدم المؤسسة على الديون قصيرة الأجل في تمويل الأصول الثابتة، أي أنه كلما زادت نسبة الأصول الثابتة زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة وقل اعتمادها على الديون،

وهذه النتائج تتوافق مع نظرية الالتقاط التدريجي POT، والتي ترى أن المؤسسة التي لديها أصول ثابتة قليلة تستعمل الديون في التقليل من حساسية عدم التماثل في المعلومات مقارنة بالأسهم، كذلك جاءت النتائج عكس دراسة Scott 1988 والتي ترى أن المؤسسة التي لديها أصول ثابتة تلجأ إلى الاقتراض بدرجة أكبر وذلك بسبب القدرة التسليفية للأصول الثابتة كما أن المؤسسة يمكنها الاقتراض بمعدل فائدة منخفض إذا كانت لديها ديون مضمونة بأصول ثابتة، كما أن استخدام الأصول الثابتة كضمان للحصول على القروض وفقاً لمبدأ التغطية في التمويل الذي يقضي بضرورة تمويل الأصول الثابتة بمصادر تمويل دائمة سواء القروض طويلة الأجل أو أموال خاصة؛

- هناك علاقة طردية بين نسبة الهيكل المالي ونسبة السيولة للتأخير الأول فزيادة نسبة السيولة لسنة ما يتوقع أن تؤدي إلى زيادة نسبة الهيكل المالي في السنة الموالية لها نتيجة السيولة العالية التي تتمتع المؤسسة مما يجعلها قادرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، أما العلاقة العكسية بين نسبة الهيكل المالي ونسبة السيولة بالنسبة للتأخير الثاني فتشير إلى أن زيادة نسبة السيولة لسنة ما يتوقع أن تؤدي إلى تأثير سلبي على نسبة الهيكل المالي بعد سنتين والعكس بالعكس ويرجع هذا إلى أن زيادة السيولة للمؤسسة تمكنها من استخدام هذه السيولة عند الحاجة دون اللجوء للاقتراض الخارجي وهذه النتيجة تدعم نظرية الالتقاط التدريجي POT؛

- هناك علاقة عكسية بين نسبة الهيكل المالي ونسبة الربحية بالنسبة للتأخير الأول فزيادة نسبة الربحية لسنة ما تؤدي إلى تراجع نسبة الهيكل المالي في السنة الموالية لها نتيجة الربحية المرتفعة التي تتمتع المؤسسة مما يجعلها تميل إلى تمويل أنشطتها من مصادر تمويل داخلي ذات تكاليف منخفضة وفي حالة احتاجت لتمويل إضافي فإنها تلجأ إلى الاقتراض الخارجي، أما العلاقة الطردية بين نسبة الهيكل المالي ونسبة الربحية بالنسبة للتأخير الثاني فتشير إلى أن زيادة نسبة الربحية لسنة ما يتوقع أن تؤدي إلى زيادة نسبة الهيكل المالي بعد سنتين نتيجة قدرة الشركة على دفع فوائد ديونها من الأرباح؛

- هناك علاقة عكسية بين نسبة الهيكل المالي والمردودية الاقتصادية بالنسبة للتأخير الأول فزيادة المردودية الاقتصادية لسنة ما تؤدي إلى تراجع نسبة الهيكل المالي في السنة الموالية لها نتيجة عدم اعتماد المؤسسة على الدين في تمويل أصولها حيث أنها تلجأ في البداية إلى التمويل الذاتي بعد ذلك تلجأ إلى الديون، أما العلاقة الطردية بين نسبة الهيكل المالي والمردودية الاقتصادية بالنسبة للتأخير الثاني فتشير إلى أن زيادة المردودية الاقتصادية لسنة

- محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR
- ما يتوقع أن تؤدي إلى زيادة نسبة الهيكل المالي بعد سنتين نتيجة اعتماد المؤسسة على الديون في تمويل استثماراتها بالدرجة الأولى، وهذا ما يؤيد نظرية الالتقاط التدريجي POT وحسب هذه النظرية تلجأ المؤسسة لتمويل احتياجاتها في البداية إلى التمويل الذاتي بعد ذلك تلجأ إلى الديون؛
- هناك علاقة عكسية بين نسبة الهيكل المالي والمردودية المالية بالنسبة للتأخير الأول فزيادة المردودية المالية لسنة ما تؤدي إلى تراجع نسبة الهيكل المالي في السنة الموالية لها نتيجة وهذا يعني أن الاعتماد على الديون بشكل كبير ينقص من نسبة الهيكل المالي، وهذا ما يؤيد نظرية الالتقاط التدريجي POT وحسب هذه النظرية تلجأ المؤسسة لتمويل احتياجاتها في البداية إلى التمويل الذاتي بعد ذلك تلجأ إلى الديون؛ أما العلاقة الطردية بين نسبة الهيكل المالي والمردودية المالية بالنسبة للتأخير الثاني فتشير إلى أن زيادة المردودية المالية لسنة ما يتوقع أن تؤدي إلى زيادة نسبة الهيكل المالي بعد سنتين وهذا يعني أننا كلما اعتمدنا على الديون تزيد نسبة المردودية المالية؛
 - ومن الناحية الإحصائية فبالنسبة لمعاملات النموذج نلاحظ أن جميع قيمها معنوية فالقيم المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر من القيمة الجدولية (اختبار ستودنت t)
 - أما من الناحية الإحصائية الكلية نلاحظ أن قيمة معامل التحديد أكبر من 0.99 وهي قيمة موجبة مرتفعة جداً تقترب من الواحد وهذا ما يفسر شدة العلاقة بين المتغير التابع (نسبة الهيكل المالي) والمتغيرات التفسيرية أي تغير نسبة الهيكل المالي يرجع إلى المتغيرات التفسيرية بنسبة 99.95% والباقي يعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج، كما أن قيمة فيشر المحسوبة 2367.45 أكبر من قيمتها الجدولية وهذا يعني أن للنموذج ككل معنوية إحصائية.
- ب/ تحليل التباين لنموذج الهيكل المالي: يوضح تحليل التباين العلاقة بين المتغيرات وتأثير كل منها على بعضها البعض، من خلال تحديد مقدار التباين في التنبؤ لكل متغير والجدول رقم (03) يوضح تحليل التباين لنموذج نسبة الهيكل المالي.

الجدول 3: تحليل التباين لنموذج نسبة الهيكل المالي

Variance Decomposition of DT:

Period	S.E.	DT	CAR	LR	PR	RE	RF
1	0.001766	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.018039	80.53922	18.78044	0.095254	0.146826	0.438220	3.59E-05
3	0.057930	17.21565	79.01350	0.150727	0.781717	2.822043	0.016365
4	0.306085	5.243324	92.51826	0.020976	0.651142	1.510053	0.056243
5	1.614988	26.82248	72.72795	0.006124	0.165443	0.239144	0.038850
6	4.151583	56.74917	42.92668	0.069936	0.029081	0.127389	0.097745
7	8.275628	76.92336	18.52748	0.293077	0.705750	3.505930	0.044403
8	52.47562	4.909899	92.81910	0.031935	0.562322	1.660592	0.016152
9	253.7323	23.60166	75.71924	0.003829	0.234095	0.385205	0.055973
10	808.3433	49.91563	49.87503	0.048406	0.037337	0.055710	0.067887

المصدر: مخرجات البرنامج Eviews 9

من خلال الجدول نلاحظ أن هيكل الأصول يأخذ أكبر النسب في تفسير تباين المتغير التابع (نسبة الهيكل المالي) حيث تتراوح قيمه بين أكثر من 18 و 92 بالمائة ومن الملاحظ أن قيم هيكل الأصول تتغير عكسيا بالنسبة إلى نسبة الهيكل المالي فتراجع نسبة الهيكل المالي تكون نتيجة زيادة هيكل الأصول، وزيادة نسبة الهيكل المالي تكون نتيجة التراجع في هيكل الأصول وهذا ما يدعم ويتمشى مع ما تم التوصل اليه سابقا، أما بقية المتغيرات فهي تمثل قيم ضئيلة وتتغير تغيرات طفيفة بالزيادة والنقصان وبالتالي تفسيرها ضئيل في التأثير على المتغير التابع مقارنة مع تغير هيكل الأصول.

4.2.2 اختبار السببية لغرانجر (Granger Causality Test):

تعني العلاقة السببية في الاقتصاد قدرة أحد المتغيرات على التنبؤ (تسبب في) في متغير آخر ويتركز هذا الاختبار على العلاقة المباشرة بين المتغيرات واتجاهها والشكل رقم (01) يوضح ذلك:

الشكل 1: نتائج اختبار السببية بين متغيرات الدراسة لغرانجر

DT							
CAR		CAR					
LR	Non	Non	LR				
RF	2 	Non	2 	RF			
PR	Non	Non	Non	2 	PR		
RE	2 	2 	2 	2 	2 	RE	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات البرنامج Eviews

يشير السهم في الشكل السابق إلى اتجاه السببية (أحادي الاتجاه أو ثنائي) أما الرقم في المربع فيشير إلى فترات التباطؤ، بينما تشير Non إلى عدم وجود علاقة سببية ومن خلال اختبار السببية لغرانجر (Granger Causality Test) تم تحديد اتجاه السببية كما يلي:

- وجود علاقة سببية بين نسبة الهيكل المالي وهيكل الأصول في اتجاهين من CAR إلى DT والعكس بمعنى نسبة الهيكل المالي تؤثر وتتأثر بهيكل الأصول؛
- وجود علاقة سببية بين نسبة الهيكل المالي ونسبة السيولة في اتجاه واحد من DT إلى LR بمعنى نسبة الهيكل المالي تؤثر على نسبة السيولة؛
- وجود علاقة سببية بين نسبة الهيكل المالي والمردودية الاقتصادية في اتجاه واحد من DT إلى RE بمعنى نسبة الهيكل المالي تؤثر على المردودية الاقتصادية وتتسبب فيها؛
- وجود علاقة سببية بين هيكل الأصول والمردودية الاقتصادية في اتجاه واحد من CAR إلى RE بمعنى هيكل الأصول يؤثر على المردودية المالية ويتسبب فيها؛
- وجود علاقة سببية بين المردودية المالية ونسبة السيولة في اتجاه واحد من RF إلى LR بمعنى المردودية المالية تؤثر على نسبة السيولة وتتسبب فيها؛
- وجود علاقة سببية بين المردودية الاقتصادية ونسبة السيولة في اتجاه واحد من RE إلى LR بمعنى المردودية الاقتصادية تؤثر على نسبة السيولة وتتسبب فيها؛

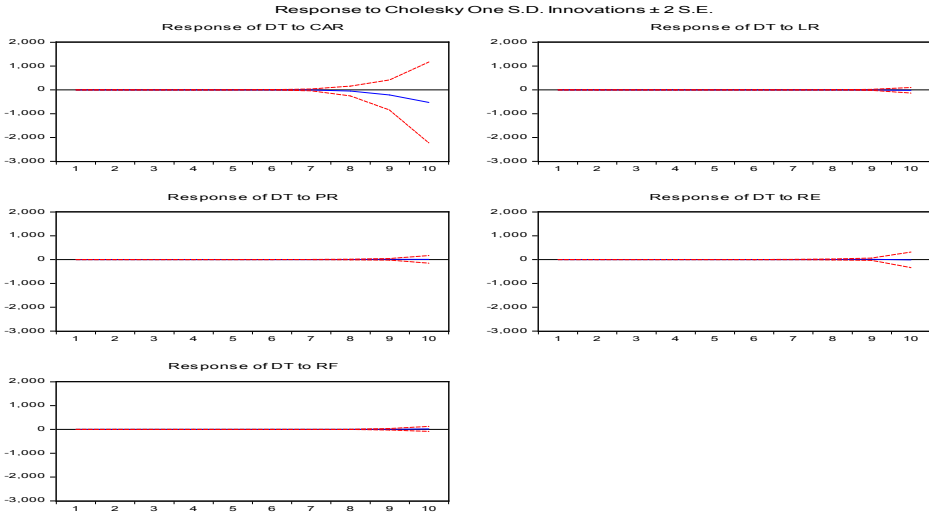
- وجود علاقة سببية بين المردودية المالية ونسبة السيولة في اتجاه واحد من RF إلى PR بمعنى المردودية المالية تؤثر على نسبة الربحية وتتسبب فيها؛
- وجود علاقة سببية بين المردودية الاقتصادية والمردودية المالية في اتجاه واحد من RE إلى RF بمعنى المردودية الاقتصادية تؤثر على المردودية المالية وتتسبب فيها؛
- وجود علاقة سببية بين المردودية الاقتصادية ونسبة الربحية في اتجاه واحد من RE إلى PR بمعنى المردودية الاقتصادية تؤثر على نسبة الربحية وتتسبب فيها.

5.2.2 أثر الصدمات ودوال الاستجابة الدفعية:

إن حدوث صدمة في إحدى المتغيرات يحدث أثر في باقي المتغيرات الأخرى، وبما أن موضوع دراستنا هو نسبة الهيكل المالي فإننا سنبحث حول أثر حدوث صدمات منفردة في المتغيرات الخارجية وأثارها على المتغير الداخلي المتمثل في نسبة الهيكل المالي، بمعنى آخر مدى استجابة نسبة الهيكل المالي للصدمات المرتبطة بالمتغيرات الأخرى، والشكل رقم (02) يوضح ذلك:

الشكل 2: استجابة نسبة الهيكل المالي لصدمات تنبؤيه لمتغيرات النموذج خلال 10 سنوات

مقبلة



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات البرنامج Eviews 9

من خلال الشكل نلاحظ أن:

- حدوث صدمة ايجابية في نسبة هيكل الأصول بـ 1% تؤدي إلى تأثير سلبي محصور بين (0.05 و 0.526) % على نسبة الهيكل المالي في المدى الطويل خلال الفترات (8، 9

محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR

و10) وتأثير معدوم في المدى القصير والمتوسط، بمعنى آخر حدوث صدمة ايجابية في نسبة هيكل الأصول يكون تأثيرها على المدى الطويل؛

- حدوث صدمة ايجابية في المردودية الاقتصادية ب 1% تؤدي إلى عدم وجود تأثير على نسبة الهيكل المالي في المدين القصير والمتوسط وتأثير متذبذب ومتغير بين الزيادة والنقصان على المدى الطويل وبشكل ضعيف جدا يتراوح بين (- 0.011 و 0.026)% وبالتالي فتأثير صدمة ايجابية في المردودية الاقتصادية يؤدي إلى تأثير سلبي متذبذب ضعيف جدا في المدى الطويل فقط وعدم وجود تأثير في المدين القصير والمتوسط؛

- حدوث صدمة ايجابية في نسبة الربحية ب 1% تؤدي إلى تأثير ايجابي طفيف يقترب من الصفر ويتراوح بين (0.01 و 0.046)% على نسبة الهيكل المالي في المدى الطويل وعدم وجود تأثير على المدين القصير والمتوسط، وبالتالي فتأثير صدمة ايجابية في نسبة الربحية يؤدي إلى تأثير ايجابي ضعيف جد في المدى الطويل ؛

- حدوث صدمة ايجابية في نسبة السيولة ب 1% تؤدي إلى عدم وجود تأثير على نسبة الهيكل المالي في المدين القصير والمتوسط وتأثير متذبذب ومتغير بين الزيادة والنقصان على المدى الطويل وبشكل ضعيف جدا يتراوح بين (- 0.018 و 0.02)% وبالتالي فتأثير صدمة ايجابية في نسبة السيولة يؤدي إلى تأثير سلبي متذبذب ضعيف جدا في المدى الطويل فقط وعدم وجود تأثير في المدين القصير والمتوسط؛

- حدوث صدمة ايجابية في المردودية المالية ب 1% تؤدي إلى عدم وجود تأثير على نسبة الهيكل المالي في المدين القصير والمتوسط وتأثير متذبذب ومتغير بين الزيادة والنقصان على المدى الطويل وبشكل ضعيف جدا يتراوح بين (- 0.086 و 0.037)% وبالتالي فتأثير صدمة ايجابية في نسبة السيولة يؤدي إلى تأثير سلبي متذبذب ضعيف جدا في المدى الطويل فقط وعدم وجود تأثير في المدين القصير والمتوسط..

مما سبق نستنتج أن تأثير الصدمة الايجابية لهيكل الأصول ب 1% تؤدي إلى تأثير سلبي على المدى الطويل دون التأثير على المدى القصير والمتوسط، في حين أن حدوث صدمة ايجابية في بقية المتغيرات تؤدي إلى تأثير ضعيف جدا على المدى الطويل دون التأثير على المدين القصير والمتوسط.

خاتمة:

يعتبر الهيكل المالي مزيج من مختلف المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة لتمويل حاجاتها الاستثمارية ومهما تنوعت فيمكن تقسيمها إلى ثلاث أقسام: مصادر التمويل قصيرة الأجل والتي

تتمثل في الائتمان التجاري، الائتمان المصرفي والأوراق التجارية، أما مصادر التمويل متوسطة الأجل فتتمثل في القروض قصيرة الأجل والاستئجار، ومصادر التمويل طويلة الأجل فتتمثل في الأسهم العادية والممتازة، السندات، الأرباح المحتجزة والقروض طويلة الأجل، وتعد تكلفة التمويل العنصر المهم في المفاضلة بين هذه العناصر،

لا تتوافق النظريات المفسرة الهيكل المالي للمؤسسة فيما بينها، فلكل نظرية نتائج تختلف عن نتائج النظريات الأخرى، فنظرية موديجلياني وميلر ارتكزت في بادئ الأمر على فرضيات غير واقعية والتي من بينها غياب الضرائب، غياب تكلفة الوكالة وتكاليف الإفلاس، وأثبتت بأنه لا يوجد هيكل مالي أمثل، وبعد سنوات جاءت نظريات أخرى أخذت بعين الاعتبار كل من الضرائب وتكاليف الإفلاس في التحليل فبينت أنه توجد هيكلية مالية مثلى.

نتائج الدراسة:

- توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج النظرية والتطبيقية نلخصها في الآتي:
 - اختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية لا يتم بطريقة عشوائية وإنما وفق المحددات الكمية والكيفية، بالإضافة إلى محددات أخرى قد تؤثر على هيكلها المالي، وتتوافق هذه النتيجة مع الفرضية 01؛
 - لتحديد السياسة المالية للمؤسسة يجب على المسير المالي حصر مختلف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة والتعرف على إيجابيات وسلبيات كل مصدر وطريقة الحصول عليه.
 - من خلال الدراسة التطبيقية حاولنا تقدير نموذج قياسي لمحددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية بين نسبة الهيكل المالي كمتغير تابع و: (نسبة السيولة، نسبة الربحية، المردودية المالية، المردودية الاقتصادية ونسبة هيكل الأصول) كمتغيرات مستقلة، وهي متغيرات كمية وهذا ما يتوافق مع الفرضية 02 وتوصلنا من خلاله إلى:
 - جميع السلاسل مستقرة في المستوى بالنسبة إلى اختبار KPSS ومتكاملة من نفس الدرجة $I(0)$ ؛
 - درجة التأخر في نموذج VAR هي 02؛
 - تقدير العلاقة بين نسبة الهيكل المالي ومحدداته من خلال نموذج قياسي (نموذج VAR) مقبول اقتصاديا، احصائيا وقياسيا؛
 - وجود علاقتين سببيتين في اتجاهين مختلفين بين: (نسبة الهيكل المالي ونسبة هيكل الأصول) وبين: (نسبة السيولة وهيكل الأصول) و8 علاقات سببية في اتجاه واحد بين: (نسبة الهيكل المالي ونسبة السيولة، نسبة المردودية ونسبة السيولة، نسبة المردودية المالية

محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR

ونسبة الربحية، نسبة المردودية الاقتصادية والهيكل المالي، نسبة المردودية الاقتصادية ونسبة هيكل الأصول، نسبة المردودية الاقتصادية ونسبة السيولة، نسبة المردودية الاقتصادية ونسبة الربحية، نسبة المردودية الاقتصادية ونسبة المردودية المالية)؛

- هناك علاقات مختلفة عكسية وطردية بين نسبة الهيكل المالي ومحدداته بالنسبة للنموذج المقدر وبالنسبة للتأخير، وهذه النتيجة تتوافق مع الفرضية 03؛
- يبين تحليل التباين الآثار الإيجابية والسلبية لمحددات نسبة الهيكل المالي في المدى القصير والطويل وقد تبين لنا التأثير القوي لنسبة هيكل الأصول على نسبة الهيكل المالي مقارنة مع المتغيرات المفسرة الأخرى؛
- بين تحليل الصدمات وأكد لنا نتائج تحليل التباين المتعلقة بالتأثير القوي لنسبة هيكل الأصول على نسبة الهيكل المالي في المدى الطويل والتأثير الضعيف جدا لبقية المتغيرات وعدم وجود تأثير في المدينين القصير والطويل.

- توصيات الدراسة: يمكن تلخيصها فيما يلي:

- يجب أن يشمل الهيكل المالي للمؤسسة على مزيج من مصادر التمويل بحقوق الملكية والتمويل بالديون، ولا يجب التركيز على مصدر مالي واحد، وأن تتم المفاضلة بين هذه المصادر وتحديد الوزن النسبي لمساهمة كل منها في الهيكل المالي حسب الأرباح المحققة منها وحسب دورها في تدنية تكلفة الأموال الإجمالية للمؤسسة وتعظيم قيمتها؛
- على المؤسسة الاحتفاظ بجزء من الأرباح المحققة فيها، وعدم توزيعها بغرض إعادة استثمارها مما يساهم في زيادة حقوق الملكية في المؤسسة ويدعم رأس مالها؛
- عند تحديد الهيكل المالي للمؤسسة والذي يعظم قيمتها، ينبغي أن يكون هناك توازن بين العائد المتوقع من استخدام هذا الهيكل وبين المخاطر التي يتعرض لها العائد، بحيث يكون العائد المتوقع كاف لتعويض حملة الأسهم العادية عن المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها هذا العائد؛
- يجب على المؤسسة القيام بدراسة معمقة لمختلف تقنيات تسيير الأصول والخصوم، كما لا بد من إدراج بند متعلق بتسيير الهيكل المالي للمؤسسات ضمن أولويات مجلس الإدارة.
- التخطيط لكيفية الحصول على الأموال المطلوبة في الوقت الذي تحتاج إليها المؤسسة، وتحديد الأموال اللازمة هل هي قصيرة أو متوسطة أم طويلة الأجل، وذلك من خلال التنبؤ بالتدفقات النقدية في ضوء خطة العمل الخاصة بالمؤسسة،

- يجب على المؤسسة عدم الإفراط في استخدام الديون في هيكلها المالي، مما يترتب عن هذه الأخيرة من تكلفة تؤثر على مردودية المؤسسة.
- آفاق الدراسة: أن موضوع الهيكل المالي لا يزال واسعاً وجديراً بالاهتمام والبحث، إذ تبقى الكثير من الموضوعات والنقاط التي يمكن أن تكون بمثابة إشكالية لبحوث جديدة منها:
- مدى تأثير العوامل السلوكية بين أطراف المؤسسة وتأثيرها على الهيكل المالي؛
- تكلفة رأس المال وتأثيرها على بناء الهيكل المالي؛
- تأثير الهيكل المالي على القرارات الاستراتيجية.

المراجع

-
- (1) عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الإدارة الجامعية، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 128.
- (2) عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، بدون رقم الطبعة، مصر، 2006، ص 401.
- (3) فردويستون ويوجين برجام، التمويل الإداري، ترجمة عبد الرحمان دعاللة وعبد الفتاح السيد النعماني، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، الجزء الثاني، 2006، ص 229.
- (4) جليل كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2013، ص 39.
- (5) عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، بدون رقم الطبعة، مصر، 2007، ص 393.
- (6) عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشه، أساسيات الإدارة المالية، دار المسيرة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007، ص 138.
- (7) سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مركز الاسكندرية للكتاب، بدون رقم الطبعة، الاسكندرية، مصر، 2006، ص 216.
- (8) عبد الحليم وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، أسس، مفاهيم، تطبيقات، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، عمان، الأردن، 2006، ص 26.
- (9) عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشه، مرجع سبق ذكره، ص 36.
- (10) حمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل، التحليل المالي، الأسواق المالية الدولية، دار حامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008، ص 158.
- (11) حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، بدون رقم الطبعة، عمان، الأردن، 2001، ص 86.
- (12) يوسف حسن يوسف، التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، بدون رقم الطبعة، الإسكندرية، مصر، 2012، ص 104.
- (13) مليكة زغيب وبوشنقر ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2011، ص 87.
- (14) محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، التحليل المالي للمشروعات الجديدة، دار الجامعية، بدون رقم الطبعة، الاسكندرية، مصر، 2003، ص 265.

- (15) فضيلة رمضان، الميزج التمويلي للمؤسسة ومحددات اختيار التمويل الأمثل، مذكرة ماجستير في علوم التسويق، جامعة الجزائر 03، 2014/2013، ص 83.
- (16) نجمة بوفليسي، العوامل المحددة لهياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية العدد 12، 216، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، ص 343.
- (17) محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 319.
- (18) فتية بن ناي، تقييم دور معدل الفائدة في الاقتصاد على ضوء الواقع العلمي والمساهمات الفكرية الاقتصادية، - دراسة تحليلية لحالة الاقتصاد الأمريكي للفترة 2000/2014، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2016/2015، ص 03.
- (19) هشام محمد الزغبى، الادارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، بدون رقم للطبعة، عمان، الأردن، 2000، ص 115.
- (20) رشاد العصار وآخرون، الادارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان الأردن، 2003، ص 113.
- (21) عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 402.
- (22) هشام محمد الزغبى، مرجع سبق ذكره، ص 124.
- (23) سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص 218.
- (24) محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص 319.
- (25) عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 402.
- (26) أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد صناعي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012/2011، ص 06.
- (27) عبد الغفار الحنفي ورسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 131.
- (28) أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص 07.
- (29) محمد علي إبراهيم العامري، الادارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007، ص 40.