



دراسة محددات الهيكل المالي لعينة من المؤسسات الجزائرية الخاصة

Determinants of financial structure of a sample of private Algerian companies

قراش محمد *

Guerrache Mohamed

أستاذ محاضر، جامعة البليدة (الجزائر)، ✉ guerramoh@yahoo.fr

تاريخ النشر: 2017/12/31

تاريخ القبول: 2017 / 12 / 12

تاريخ الاستلام: 2017/09/07

الملخص

يهدف هذا البحث الى دراسة محددات سياسة المديونية لعينة مكونة من 118 مؤسسة جزائرية خاصة خلال الفترة الممتدة ما بين 2005-2008 وذلك باستخدام نموذج الانحدار الخطي للمتغيرات التابعة المحصورة والمعروف بنموذج « تويت » في ظل معطيات بانل للآثار العشوائية. تشير نتائج هذه الدراسة الى أن المتغير الأكثر تأثيرا على نسبة المديونية في المؤسسات الجزائرية الخاصة هو متغير الضمانات، حيث لاحظنا أن له علاقة طردية ذات دلالة إحصائية مع المتغير التابع بمعامل أكبر مقارنة بالمتغيرات الأخرى ، هذا ما يمكن تفسيره بأن البنوك في الجزائر تعتمد أساسا في سياستها لمنح القروض المتوسطة وطويلة الأجل على الضمانات التي تقدمها المؤسسات أكثر من اعتمادها على حجم المؤسسة وسمعتها في السوق، وهو ما يفسر أن نظرية عدم تماثل المعلومات هي التي تمكننا من تفسير السلوك المالي للمؤسسات الجزائرية الخاصة. في ظل نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل.

الكلمات المفتاحية : الهيكل المالي ، المديونية، المؤسسات الجزائرية الخاصة، نموذج تويت، المحددات.

تصنيفات JEL: C21 ، G32

ABSTRACT

This research aims to study the determinants of the indebtedness policy of a sample of 118 private Algerian companies during the period 2005-2008, using the linear regression model of the confined dependent variables known as the "TOBIT" model in light of Panel data for random effects. The findings indicate that the most influencing variable of the debt ratio within private Algerian firms is the collateral variable, since we noticed that it has a statistically significant direct relationship with the dependent variable with a larger coefficient compared to other variables. This can be best explained by the fact that banks in Algeria rely mainly in granting medium and long term loans on the guarantees provided by companies more than taking into consideration the size of the institution and its reputation in the market, which ultimately explains that the theory of information asymmetry is what enables us to explain the financial behavior of private Algerian institutions. Under Pecking Order theory.

Keywords: Financial structure, indebtedness, private Algerian institutions, Tobit model, determinants.

JEL Classification: G32, C21.

1. مقدمة

شهدت النظريات المفسرة لهيكل رأس المال تطور ملحوظ في العقود الأربع الأخيرة، واعتبرت دراسة مدقلياني وميلر نقطة التحول في هذا المجال، فظهرت نظرية المراجعة والتي مفادها المفاضلة بين الفائدة الناجمة عن الديون والتكاليف المترتبة عنها، مما يسمح للمؤسسة من تحديد النسبة المثلى لمديونية، هذه الأخيرة لها دور مهم حسب توجه نظرية الوكالة فاستخدام الديون في الهيكل المالي يسمح للمؤسسة من تخفيف عبئ تكاليف الوكالة الناجمة عن تضارب المصالح بين المساهمين والمديرين، لكن التفريط منها يسمح بظهور نوع آخر من تكاليف الوكالة الناجم عن تضارب المصالح بين المديرين والمقرضين.

وحسب نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل تأتي الديون في المرتبة الثانية بعد التمويل الذاتي لما يشهده التمويل عن طريق فتح رأس المال من مشاكل عدم تماثل المعلومات، وظهرت نظرية الإشارة للتخفيف من مشكل عدم تماثل المعلومات. أما نظرية القوانين والمالية فاهتمت بمتغير جد مهم ألا وهو تأثير البيئة التشريعية والقانونية على القرارات المالية للمؤسسة، حيث لا يمكن لهذه الأخيرة أن تعيش في معزل عن محيطها، إذ يمكن أن تشهد عملية منح القروض قيود تشريعية أو قانونية

تفرضها البنوك مما يقضي بعض المؤسسات من الحصول على هذا النوع من التمويل وهذا ما أشارت إليه نظرية تحديد القروض، كذلك حاولت نظرية الصفقات تفسير السلوك المالي للمؤسسات من منظور تكلفة الصفقة، هذه الأخيرة مرتبطة ارتباط كبير بنوعية الأصل الممول، إضافة إلى ذلك تم التشكيك في مدى أهمية الاقتصاد الضريبي الناجم عن الديون كون المؤسسة يمكنها استخدام بدائل لذلك مثل مخصصات الإهلاك (DeAngelo and Masulis, 1980).

تهدف هذه الدراسة إلى البحث في النظريات السالفة الذكر و محاولة الاستفادة منها لتفسير الواقع المالي للمؤسسات الجزائرية الخاصة و إيجاد المتغيرات الأكثر تفسيراً لسياسة المديونية في المؤسسات الجزائرية.

حسب الدراسات السابقة لا يوجد إجماع حول المتغيرات المفسرة لهيكل رأس المال فهي تختلف من عينة لعينة ومن اقتصاد لآخر، وهذا نظراً للثراء النظري حول الموضوع ، لهذا سنحاول من خلال هذا البحث دراسة محددات سياسة المديونية في المؤسسات الجزائرية الخاصة على عينة من 118 مؤسسة في الفترة الممتدة ما بين 2005-2008 باستخدام نموذج الانحدار الخطي للمتغيرات التابعة المحصورة والمعروف بنموذج « توبت » في ظل معطيات بانل للآثار العشوائية، و لتحقيق ذلك سنقوم في بداية الأمر بعرض بعض الدراسات الميدانية المتعلقة بالموضوع والتي ستسمح لنا بتحديد معالم الدراسة، بعد ذلك سيتم التعريف بعينة الدراسة والطريقة المتبعة للتحليل وفي الأخير سيتم عرض مختلف النتائج وتحليلها.

2. الدراسات السابقة التي حاولت تفسير السياسة المالية بمختلف النظريات

بعض الدراسات حاولت تفسير السلوك المالي للمؤسسات بمنظور مختلف النظريات المفسرة لهيكل رأس المال، حيث ستطرق في النقطة الأولى إلى الدراسات التي قامت على واقع المالي للمؤسسات الجزائرية ، ثم سنحاول تسليط الضوء على أهم الدراسات في الجانب الميداني للبحث (Rajan & 1995 ، S.Titman & R.Wessels,1988 ، Zingales) ، وبعد ذلك سيتم عرض بعض الأعمال المتعلقة بنظرية القوانين والمالية.

1.2. الدراسات المتعلقة بالمؤسسات الجزائرية

يمكن الإشارة إلى بعض الأعمال التي قامت بدراسة محددات السياسة المالية للمؤسسات الجزائرية من خلال الدراسات الآتية:

- دراسة قريشي (2004/2005)

هذه دراسة قامت على عينة مشكلة من 128 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في الفترة بين 2001-2003، توصل الباحث الى أن الاختيار بين الاقتراض والأموال الخاصة يفسر أكثر عن طريق نظرية أفضلية مصادر التمويل، فعند استعمال معدل الاقتراض الإجمالي كمتغير تابع توصل أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع ومتغيرات المردودية، قطاع البناء والأشغال العمومية وقطاع النقل، وعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية مع متغير النمو.

وعند استعمال متغير معدل الاقتراض طويل الأجل كمتغير تابع ، توصل الباحث أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع ومتغيرات حجم المؤسسة و قطاع الفنادق ، وعلاقة طردية ذات دلالة إحصائية مع متغير قطاع التجارة، وعند استعمال معدل الاقتراض قصير الأجل توصل أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع ومتغيرات مستوى الضمانات و قطاع الخدمات، وعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية مع متغير النمو (ي. قريشي، 2005، ص 269-276).

- دراسة العايب (2010/2011)

من خلال دراسة قامت على عينة مشكلة من 126 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في الفترة بين 2006-2009، قام الباحث باختيار معدل الاستدانة الإجمالية كمتغير تابع للدراسة ، وتبين أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع ومتغير حجم المؤسسة، وعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية مع متغير صافي الأموال الخاصة، ولم تكن لمتغيرات النمو والمردودية وحجم الضمانات أي دلالة إحصائية، وتم تفسير ذلك بتذبذب نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. أما الشكل القانوني فلاحظ الباحث أن المؤسسات التي تستفيد أفضل من فرص التمويل هي مؤسسات التضامن، ويرجع ذلك إلى تضامن الشركاء في الالتزام بالوفاء بالدين عند تاريخ الاستحقاق(ي. العايب، 2010، ص 384-390).

2.2. أهم الدراسات الميدانية المتعلقة بهيكل رأس المال

سيتم التركيز في هذه النقطة على نتائج دراستين تعتبران من المراجع الأساسية في الجانب الميداني للموضوع وهذا كما يلي:

- دراسة Rajan & Zingales 1995:

من خلال دراسة قامت على مجموعة من العينات للمؤسسات في سبعة اقتصاديات متقدمة، توصل الباحثين من خلال المعطيات المحاسبية للمؤسسات، أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين متغير الرفع المالي ومتغير الضمانات في كل البلدان عدا إيطاليا أما فيما يخص الحجم، تبين أن له علاقة موجبة مع متغير الرفع المالي لكل البلدان عدا ألمانيا، وفسر الباحثين هذه النتيجة بقوانين الإفلاس الصارمة المطبقة في ألمانيا مما يدفع المؤسسات إلى تفادي الرفع من نسبة المديونية، أما فيما يخص متغير النمو ومتغير المردودية فتبين أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية سالبة مع المتغير التابع في كل البلدان(Rajan & Zingales, 1995, P.1453).

- دراسة (S.Titman & R.Wessels 1988)

من خلال دراسة قامت على حوالي 469 مؤسسة أمريكية التي توفرت فيها المعلومات حول مختلف متغيرات النموذج في الفترة بين (1974-1982)، باستعمال ثلاث نسب لقياس الرفع المالي كمتغير تابع (نسبة الديون طويلة الأجل، نسبة الديون قصيرة الأجل، نسبة الديون القابلة للتحويل مقسومة على القيمة الدفترية للأموال الخاصة) ، تبين عند استعمال

نسبة الديون طويلة الأجل كمتغير تابع أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة مع متغير الفروة ، وذات دلالة إحصائية سالبة مع متغير عدم التنوع في المنتجات (Uniqueness) ومتغير الحجم ولم تكن هناك أي دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة الأخرى ، وعند استعمال نسبة الديون قصيرة الأجل اتضح أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية سالبة بين المتغير التابع ومتغير عدم التنوع في المنتجات (Uniqueness) ومتغير الحجم ولم تكن هناك أي دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة الأخرى، وعند استعمال المتغير التابع الأخير نسبة الديون القابلة للتحويل لم تكن هناك أي دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة (S. Titman & R. Wessels, 1988, P.13) .

3.2. أهم الدراسات الميدانية التي تتوافق مع منظور نظرية القوانين والمالية

- دراسة (Cheng and Shiu (2007)

اهتم الباحثين بدراسة عينة تتكون من 40.257 مؤسسة موزعة على 45 بلد في الفترة الممتدة بين 1998-2001، و تبين أن الاختلافات في البيئة القانونية ونوعية حماية المستثمر تؤثر بشكل كبير على هيكل رأس المال المؤسسة. و تم تفسير ذلك كون المؤسسات في البلدان التي تحمي أكثر الدائنين تستخدم فيها نسب عالية من الديون، في حين أن المؤسسات في البلدان التي تحمي حقوق المساهمين أكثر يتم استخدام التمويل عن طريق صناديق الاستثمار. واستنتج الباحثين كذلك أن الاختلافات في البيئات القانونية والمؤسسية لبلدان الدراسة تؤثر تأثير ملحوظ على الهيكل المالي للمؤسسات، مثل الأهمية النسبية للسوق المالي مقابل القطاع المصرفي، معدلات الضرائب والتضخم. إلخ (S. Cheng, C. Shiu, 2007, p 43)

ومن خلال هذا العمل تبين أن المتغير الأكثر تفسيراً للمديونية طويلة الأجل هو متغير الضمانات العينية، إذ توصلنا إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية قوية بين متغير الضمانات ومتغير الديون طويلة الأجل الدفترية والسوقية على التوالي، و تم تفسير ذلك أن الضمانات العينية تخفض من مخاطر المقرضين في حالة عدم قدرة المؤسسة المستدينة على السداد.

- دراسة (kayhan and Titman (2007

حسب دراسة (kayhan and Titman, 2007) ، فإنه يوجد خلاف كبير حول أهمية مفهوم معدل المديونية الأمثل، باعتبار تكلفة الانحراف عن هذا المعدل الأمثل تكون ضعيفة (درجة المرونة ضعيفة)، مما يقلل أهمية البحث على هذا المعدل، وفي هذه الحالة فإنه من المرجح أن تتأثر هيكل رأس المال بمتغيرات أخرى مثل حجم تكاليف الصفقات واعتبارات السوق (transaction costs and market considerations) التي بدورها تؤثر مؤقتاً في

التكاليف النسبية للديون مقابل التمويل عن طريق الأموال الخاصة، وهو ما يتوافق مع نظرية تكاليف الصفقات ونظرية القوانين والمالية.

- دراسة (Dangl and Zechner 2004)

أشار (Dangl and Zechner, 2004) بأن عدة نماذج متعلقة بدراسة مخاطر القروض (*credit risk models*) أظهرت أن نسبة الديون تبقى ثابتة في الزمن ويمكن أن تتغير بنسب محددة، وأن الهيكل المالي للمؤسسات يتأثر بتغيرات محيطها الاقتصادي هذا الأخير يؤثر بدوره على درجة مخاطرة القروض (T. Dangl . and J. Zechner, 2004, p 184). وأوضح كذلك أنه رغم توفر الميزة الجبائية للديون (قابلية اقتطاع التكاليف المالية للديون من الوعاء الضريبي) إلا أن هذه الميزة يمكن أن تتلاشى باعتبار عوائد الديون عادة ما تخضع إلى ضريبة شخصية أعلى من الضرائب على دخل أرباح رأس المال أو عوائد المساهمين، وهذا ما يتوافق مع نظرية ميلر 1977.

من خلال كل الدراسات التي تم عرضها، نلاحظ أنه لا يوجد إجماع علمي حول مدى تأثير المتغيرات المفسرة للهيكل المالي للمؤسسة على سياستها المالية، حيث تختلف النظريات المفسرة لهيكل رأس المال باختلاف عينات الدراسة، سواء من حيث الحجم أو المدة ، كذلك من خلال هذه الدراسات ظهر جليا تأثير البيئة القانونية والاقتصادية على السلوك المالي للمؤسسات.

3. منهجية الدراسة التطبيقية:

1.3. تعريف عينة الدراسة :

تم استعمال في هذه الدراسة المعطيات المحاسبية لـ 118 مؤسسة جزائرية خاصة غير مالية خلال الفترة الممتدة بين 2005-2008 ، أي حوالي 472 ملاحظة إحصائية ، وتم اختيار هذه العينة بناء على مجموعة من المعطيات المالية للمؤسسات الجزائرية الخاصة، والإبقاء إلا على المؤسسات التي تحتوي على كل المعلومات المحاسبية خلال كل فترة الدراسة، وهذا بغية استعمال طريقة المعطيات المتوازنة «Balanced data» واجتناب استعمال طريقة الملاحظات الناقصة والمعروفة بالمعطيات غير متوازنة «Unbalanced data» .

حاولنا من خلال هذه الدراسة أن تكون العينة تشمل مختلف المؤسسات عبر كل التراب الوطني، حيث تتوفر العينة على مجموعة من المؤسسات من شرق وغرب ووسط البلاد ، أما فيما يخص مؤسسات الجنوب فتم توزيعها على مختلف المناطق الثلاث المذكورة أعلاه، ويمكن توضيح التوزيع الجغرافي للمؤسسات المكونة لعينة الدراسة من خلال الجدول التالي:

الجدول 1: التوزيع الجغرافي للمؤسسات المكونة لعينة الدراسة

البيان	عينة الدراسة	مؤسسات الشرق	مؤسسات الوسط	مؤسسات الغرب
عدد المؤسسات	118	34	41	43
عدد الملاحظات	472	136	164	172
نسبة	%100	%28,81	%34,75	%36,44

المصدر: انطلاقا من تحليل عينة الدراسة

ونلاحظ من خلال الجدول السابق أن المؤسسات الموجودة في العينة المدروسة تشمل مختلف مناطق الوطن بصفة تقريبا متوازنة وهذا راجع لطابع العشوائي للعينة، إضافة إلى ذلك فإن العينة تتوفر على مؤسسات من مختلف النشاطات التي يمكن تجميعها من خلال قطاعين أساسيين ألا وهما القطاع الإنتاجي (حوالي 62 مؤسسة: أي 52,54% من مجموع مؤسسات العينة) والقطاع الخدماتي والتجاري (حوالي 56 مؤسسة: أي 47,46% من مجموع مؤسسات العينة)، وهذا كما يوضحه الجدول رقم 2 .

الجدول 2: التوزيع الجغرافي للمؤسسات المكونة لعينة الدراسة حسب قطاع النشاط

البيان	عينة الدراسة	مؤسسات الشرق	مؤسسات الوسط	مؤسسات الغرب
القطاع الإنتاجي	عدد المؤسسات	62	15	23
	عدد المشاهدات	248	60	92
القطاع الخدماتي والتجاري	عدد المؤسسات	56	26	20
	عدد المشاهدات	224	104	80

المصدر: انطلاقا من تحليل عينة الدراسة

انطلاقا من المعطيات الموضحة في الجدول رقم 2 يظهر جليا الطابع العشوائي لاختيار مؤسسات العينة، حيث نلاحظ أن أعلى نسبة مسجلة من الملاحظات كانت بالنسبة للمؤسسات الخدماتي الموجودة في ناحية الوسط (26 مؤسسة: أي حوالي 22,03% من مجموع مؤسسات العينة) وأدنى نسبة سجلت بالنسبة للمؤسسات الخدماتي الموجودة في شرق البلاد (10 مؤسسات: أي حوالي 8,47% من مجموع مؤسسات العينة).

تجدر الإشارة كذلك أن هذه العينة تحتوي على مختلف الأشكال القانونية للشركات، وهذا حسب ما يوضحه الجدول رقم 10-05.

الجدول 3: التوزيع الجغرافي للمؤسسات المكونة لعينة الدراسة حسب الشكل القانوني

الشكل القانوني للمؤسسة	عينة الدراسة	مؤسسات الشرق	مؤسسات الوسط	مؤسسات الغرب
EURL	22	2	15	5
SARL	72	23	23	26
SNC	13	6	0	7
SPA	11	3	3	5
المجموع	118	34	41	43

المصدر: انطلاقا من تحليل عينة الدراسة

من خلال هذا الجدول نلاحظ أن توزيع المؤسسات كان متوازنا جغرافيا بالنسبة للشركات ذات المسؤولية المحدودة مقارنة بالأشكال القانونية الأخرى ، كذلك نلاحظ ضعف عدد شركات الأسهم في العينة، مما يفسر بأن المؤسسات المجودة في العينة أغلبها من الحجم المتوسط، حيث أخذت الشركات ذات المسؤولية المحدودة الحصة الأبرز بعدد يقدر ب 72 مؤسسة أي حوالي 61% من الحجم الإجمالي للعينة .

2.3. مصدر البيانات :

اعتمدنا في هذا البحث على البيانات المالية الخامة المستقاة من القوائم المالية (الميزانية، جدول حسابات النتائج) لمؤسسات الدراسة، لكن ما يعاب على هذه الطريقة أنها لا تضمن صحة المعلومات المصرح بها من طرف مسيري المؤسسة، وتم الاعتماد أولا على المعطيات المتوفرة لدى المركز الوطني للسجل التجاري، لكن بعد مدة تأكدنا من صعوبة استغلال هذه المعلومات لتكوين قاعدة معلومات فيها عدة دورات محاسبية، لذلك تم التوجه إلى كل من المؤسسات البنكية وإدارة الضرائب للحصول على المعلومات المالية بصفة مشفرة (عدم الإفصاح على اسم المؤسسة وأخذ المعلومات المتعلقة بقطاع النشاط لإمكانية تصنيفها في قاعدة المعلومات)، كونها المصادر الوحيدة التي تسمح من جمع المعلومات المالية للمؤسسات في مدة تتراوح على الأكثر أربع سنوات.

3.3. النموذج المستخدم:

انطلاقا من الدراسات السابقة حول هذا الموضوع، سيتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لتفسير تأثير المتغيرات المستقلة في هذه الدراسة على المتغير التابع، حيث يعتمد نموذج الانحدار المتعدد على جملة من المتغيرات المستقلة يتم استعمالها لتفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع، وهو ما يتماشى مع هذه الدراسة فالمتغير التابع ألا وهو معدل المديونية يتأثر بعدة عوامل في المؤسسة كما تم الإشارة إليه سالفًا في الدراسات السابقة، لكن طبيعة هذه الدراسة تتطلب منا عدم استخدام نموذج الانحدار المتعدد البسيط، بل استخدام نموذج الانحدار المتعدد توبت، بحكم أن المتغير التابع في الدراسة له مجال تغير

محدد، أي بين 0 و 1 (لا تتصور تمويل يفوق 100% من الديون). وقد ظهرت أول مرة في أدبيات الاقتصاد الكمي عن طريق (Tobin, 1958) وعرفت باسم نموذج الانحدار الخطي للمتغيرات التابعة المحصورة أو المحدودة (censored regression model)، واستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية في هذه الحالة يعطي نتائج متحيزة. وباعتبار هذه الدراسة تأخذ في الحسبان بعددين ، واحد متعلق بالأفراد (118 مؤسسة جزائرية خاصة) والآخر متعلق بالزمن (أربع سنوات من الدراسة) فإن النموذج الأمثل لعملية التقدير هو نموذج بانل.

4.3. متغيرات النموذج :

انطلاقاً من المعلومات المتوفرة لدينا من خلال دراسة الجداول المالية للمؤسسات العينة، وكذلك الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع، تم اختيار جملة من المتغيرات التي يمكن الاعتماد عليها لدراسة سياسة المديونية في المؤسسات الجزائرية الخاصة، ويمكن تقسيم هذه المتغيرات كما يلي:

1.4.3. المتغير التابع:

هذا المتغير يسمح لنا بقياس نسبة المديونية في المؤسسات الجزائرية الخاصة، حيث هناك عدة دراسات استعملت نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الخصوم، و دراسات أخرى استعملت نسبة ديون طويلة ومتوسطة الأجل إلى إجمالي الخصوم والبعض الآخر استعمل نسبة الديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الخصوم، ومن هذه الدراسات نذكر دراسة : (D.Margaritis & M.Psillaki, 2010)، (S. R.Cheng & C.Shiu, 2007)، (S.T.Hijazi & Y.Bentaraq, 2006).

في هذه الدراسة سيتم استعمال متغيرين لحساب نسبة المديونية وهما : نسبة إجمالي الديون و نسبة ديون طويلة ومتوسطة الأجل. ويمكن استعمال نسبة الديون القصيرة الأجل لتفسير النتائج المتحصل عليها باستعمال المتغيرين السابقين.

2.4.3. المتغيرات المستقلة:

سيتم استخدام جملة من المتغيرات المستقلة المستعملة عادة في الدراسات السابقة وهذا من خلال النقاط الآتية:

- متغير الحجم

هذا المتغير يسمح لنا بقياس حجم المؤسسة، فهناك جملة من الدراسات استعملت لتقدير هذه النسبة لوغاريتم كل من مجموع الأصول أو رقم الأعمال أو عدد العمال في المؤسسة ومن هذه الدراسات يمكن ذكر دراسة (2004 P.Ngobo & A.Capiez). وسيتم استعمال في هذه الدراسة لوغاريتم مجموع الأصول كمتغير يسمح لنا بتقدير حجم المؤسسة، وتم اختيار هذا المتغير لطبيعة المعطيات المتوفرة لدينا، وكذا بغية تجنب الارتباط المشترك القوي مع المتغيرات المستقلة الأخرى، ونرمز له ب (SIZE).

- متغير الضمانات

هذا المتغير يسمح لنا بقياس الضمانات العينية التي تتوفر عليها المؤسسة في حالة العسر المالي ويتم استخدام متغير صافي الأصول العينية إلى إجمالي الأصول لقياس نسبة الضمانات في أغلب الدراسات نذكر منها (S.Titman & R.Wessels, 1988)، (H.S.Song, 2005)، (Imen Latrous, 2007). وسيتم استعمال في هذه الدراسة صافي الأصول العينية إلى إجمالي الأصول كمتغير يسمح لنا بقياس الضمانات العينية التي تتوفر عليها المؤسسة ونرمز له ب(AC) .

- متغير المردودية

هذا المتغير يسمح لنا بقياس مردودية المؤسسة ، إما عن طريق المردودية الاقتصادية أو المردودية المالية، ويستعمل في أغلب الدراسات النتيجة المحققة قبل الفوائد المالية والضرائب مقسومة على إجمالي الأصول الاقتصادية، ويمكن كذلك استعمال المردودية المالية وهذا بقسمة النتيجة الصافية على الأموال الخاصة ، ومن الدراسات التي استعملت هذا المتغير يمكن ذكر: (S.Titman & R.Wessels, 1988), (Rajan & Zingales, 1995), (A.Dittmar, 2004) وسيتم استعمال في هذه الدراسة المردودية الاقتصادية كمتغير يسمح لنا بقياس مردودية المؤسسة ونرمز له ب(ROA) .

- متغير قطاع النشاط

هذا المتغير يسمح لنا بإدخال في النموذج متغير صوري يبين تأثير القطاع على سياسة المديونية ومن الدراسات التي قامت باستعمال هذا المتغير في التحليل يمكن ذكر (C.Yang&al 2009,S.Titman& R.Wessels, 1988). وسيتم استعمال رقم 1 للقطاع الإنتاجي ورقم 0 للقطاع الخدماتي أو التجاري ونرمز لهذا المتغير ب (SA).

- متغير قدرة التمويل الذاتي

هذا المتغير يسمح لنا بقياس نسبة الاستقلالية المالية للمؤسسة، ويتم حسابه بقسمة قدرة التمويل الذاتي على الأموال الخاصة، وتم استخدام هذا المتغير انطلاقاً من الدراسات النظرية للموضوع، فوفق نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل فمن المتوقع أن تكون هناك علاقة عكسية مع متغير الرفع المالي، أما حسب نظرية التوازن فمن المتوقع أن تكون هناك علاقة طردية كونه يعطي أكثر ضمانات للمؤسسة في استقطاب الديون. وسيتم استعمال في هذه الدراسة قدرة التمويل الذاتي إلى الأموال الخاصة كمتغير يسمح لنا بقياس الاستقلالية المالية للمؤسسة ونرمز له ب (AF).

- متغير الضرائب

هذا المتغير يسمح لنا بإدخال في النموذج متغير صوري يوضح مدى تأثير التغيرات الضريبية التي حدثت في فترة الدراسة على السياسة المالية للمؤسسة، وكما تم ذكره عند التعريف بالعينة أن في هذه الفترة تغير فيها معدل الضريبة على أرباح

الشركات. و سيتم استعمال رقم 0 للفترة قبل حدوث التعديل الضريبي و الرقم 1 بعد حدوثه ونرمز لهذا المتغير ب (Imp).

5.3. تحديد النموذج:

من كل ما سبق يمكن توضيح النموذج من خلال العلاقة التالية:

$$D_{it} = \alpha + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 AC_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 NTS_{it} + \beta_5 AF_{it} + \beta_6 SA_{it} + \beta_7 Imp_{it} + (\mu_i + v_{it})$$

.حيث:

– D_{it} : تمثل قيمة معدل الرفع المالي سوءا الإجمالية أو المتوسطة الأجل أو القصيرة الأجل

– $i = 1, 118, \dots, 1$ و $t = 1, 4, \dots, 1$

بعد توضيح مختلف متغيرات الدراسة سنحاول في النقطة دراسة هذه المتغيرات من منظور قواعد الإحصاء الوصفي.

6.3. دراسة وصفية لمتغيرات النموذج:

بعدما تم التطرق إلى توضيح متغيرات النموذج في النقطة السابقة، سنقوم بتحليل هذه المتغيرات من خلال حساب بعض الإحصائيات ومصفوفة الارتباطات الثنائية.

1.6.3. تقديم بعض الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة

تم تخصيص هذه النقطة لعرض بعض الإحصائيات الوصفية المتعلقة بمتغيرات الدراسة، لكي تكون لدينا نظرة حول توزيع هذه المتغيرات، وهذا حسب ما هو موضح في الجدول رقم 1

الجدول 4: بعض الإحصائيات المتعلقة بمتغيرات النموذج

المتغيرات	DT	DMT	DCT	SIZE	AC	ROA	AF	SA	IMP
متوسط (Mean)	0.597029	0.116244	0.480785	8.409950	0.301856	0.113462	2.580164	0.474576	0.500000
وسيط (Median)	0.637433	0.004657	0.473737	8.407040	0.241812	0.054759	0.186305	0.000000	0.500000
القيمة القصوى (Maximum)	1.406385	1.122457	1.133293	10.02700	1.638454	2.321420	897.0542	1.000000	1.000000
القيمة الدنيا	0.000000	0.000000	0.000000	6.178691	0.000000	-0.738519	-195.3491	0.000000	0.000000

دراسة محددات الهيكل المالي لعينة من المؤسسات الجزائرية الخاصة (ص 09-37)

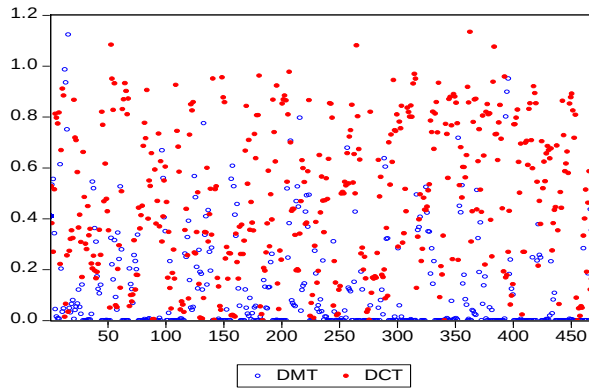
									(Minimum)
0.500531	0.499883	43.43718	0.242335	0.278178	0.670556	0.285680	0.195481	0.298081	الانحراف المعياري (Std. Dev)
0.000000	0.101827	18.55954	3.424536	0.929262	-0.117201	0.027135	2.101457	-0.187995	معامل Skewness
1.000000	1.010369	384.3219	25.32995	3.799386	2.836582	1.844526	7.525143	2.409407	معامل Kurtosis
78.66667	78.66878	2886757.	10728.88	80.49816	1.605776	26.31529	750.1141	9.639964	معامل Jarque- Bera
0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.448033	0.000002	0.000000	0.008067	إحتمال (Probability)
236.0000	224.0000	1217.837	53.55393	142.4760	3969.497	226.9304	54.86734	281.7977	المجموع
118.0000	117.6949	888677.2	27.66005	36.44748	211.7828	38.43967	17.99816	41.84949	Sum Sq. Dev.
472	472	472	472	472	472	472	472	472	عدد الملاحظات

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

كما تم توضيحه سابقا فيما يخص تحليل الموارد المالية في العينة، نلاحظ كذلك من خلال الجدول رقم 05-12 أن نسبة الاستدانة الإجمالية في العينة تقدر ب 59,70%، ولكن أغلب هذه الديون هي من النوع القصير الأجل بنسبة 48,08%، وهذا ما يفسر ضعف نسبة الاستدانة طويلة والمتوسطة الأجل التي قدرت بحوالي 11,62%، وأكدت عدة دراسات قامت سابقا على المؤسسات الجزائرية هذا الاستنتاج، بأن هذه الأخيرة تعتمد بشكل كبير على المديونية قصيرة الأجل لمحااجة احتياجاتها المالية. أما فيما يخص معامل Skewness فنلاحظ أن المتغيرات الكمية التي لها معامل ضعيف هي متغير المديونية الإجمالية، متغير المديونية قصيرة الأجل ومتغير الحجم، وهذا ما يفسر أن هذه المتغيرات أكثر تناظر من المتغيرات الأخرى ويمكن ملاحظة ذلك كذلك انطلاقا من الفرق مابين المتوسط والوسيط فهو ضعيف لهذه المتغيرات الثلاث عكس المتغيرات الأخرى. أما فيما يخص المتغيرات الكيفية (متغير القطاع ومتغير الضرائب) لا حظنا كذلك أن معامل Skewness ضعيف ومن ثم فإن هذه المتغيرات متناظرة كذلك.

ويمكن تفسير ضعف المديونية المتوسطة الأجل في عينة الدراسة لسببين هامين، من جهة بعض المؤسسات في العينة لا تعتمد تماما على هذا النوع من المديونية، هذا ما دفعنا إلى طرح السؤال التالي هل نحن أمام مشكل الذي أشارت إليه نظرية تحديد القروض « rationnement des crédits » ، أي أن هناك بعض المؤسسات مقصية من التمويل البنكي في السوق خاصة بالنسبة للقروض الطويلة والمتوسطة بسبب الشروط المطبقة فيه ، ومن جهة أخرى تعتمد بعض المؤسسات على معدلات منخفضة من الديون الطويلة والمتوسطة مقارنة بالمديونية القصيرة الأجل، لذلك سنحاول القيام بالمقارنة مابين نسب المديونية الطويلة والمتوسطة والمديونية القصيرة الأجل من خلال الشكل رقم 1 .

الشكل 1: توزيع كل من نسبة المديونية المتوسطة والطويلة الأجل والمديونية قصيرة الأجل في العينة المدروسة



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

من الشكل رقم 1، يمكن تدعيم ما تم الإشارة إليه سالفًا، بأن عدة مؤسسات في العينة المدروسة كانت مقصية من التمويل عن طريق الديون المتوسطة والطويلة الأجل، ويمكن أن يرجع ذلك إلى عدم إمكانية هذه المؤسسات من تلبية الشروط القانونية التي تتطلبها البنوك لمنح هذا النوع من القروض، أو راجع إلى سياستها المالية باعتمادها على الموارد المالية الذاتية لتمويل مشاريعها الاستثمارية. إضافة إلى ذلك فإن أغلب المؤسسات في العينة تعتمد على نسب منخفضة للديون المتوسطة والطويلة مقارنة بالديون القصيرة الأجل، ولكي تكون لدينا صورة أوضح حول العلاقة بين نسبة المديونية والمتغيرات التفسيرية في النموذج سنحاول عرض مختلف الارتباطات الثنائية لمتغيرات الدراسة.

2.6.3. حساب الارتباطات الثنائية

يمكن توضيح العلاقة ما بين متغيرات النموذج عن طريق حساب الارتباطات الثنائية بين المتغيرات، وهذا لكي نتفاد الارتباطات القوية بين المتغيرات المستقلة التي ستؤثر حتما بالسلب على النتائج التي سيتم التحصل عليها في النموذج، وبغية

تفادي دراسة الارتباطات الثنائية لكل زوج من المتغيرات، سنقوم بتلخيص ذلك من خلال مصفوفة الارتباطات الثنائية، الموضحة من خلال الجدول الموالي .

الجدول 5: مصفوفة الارتباطات الثنائية

المتغيرات	DT	DMT	DCT	SIZE	AC	ROA	AF	SA	IMP
DT	1.000000	0.390020	0.776534	0.112698	-0.070490	-0.189225	0.059410	0.023074	-0.041523
DMT	0.390020	1.000000	-0.277314	0.063463	0.322674	-0.139987	-0.026137	-0.230266	-0.062145
DCT	0.776534	-0.277314	1.000000	0.074165	-0.294344	-0.101651	0.079873	0.181638	-0.000802
SIZE	0.112698	0.063463	0.074165	1.000000	0.169268	-0.110010	0.021510	-0.163471	0.125354
AC	-0.070490	0.322674	-0.294344	0.169268	1.000000	-0.069050	-0.044833	-0.380399	0.000959
ROA	-0.189225	-0.139987	-0.101651	-0.110010	-0.069050	1.000000	0.034268	0.142461	0.038165
AF	0.059410	-0.026137	0.079873	0.021510	-0.044833	0.034268	1.000000	0.057555	-0.027472
SA	0.023074	-0.230266	0.181638	-0.163471	-0.380399	0.142461	0.057555	1.000000	0.000000
IMP	-0.041523	-0.062145	-0.000802	0.125354	0.000959	0.038165	-0.027472	0.000000	1.000000

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

انطلاقا من مصفوفة الارتباطات الثنائية ، نلاحظ أن نسبة المديونية الإجمالية مرتبطة ارتباطا سلبيا بقيم ضعيفة مع متغيرات الضمانات والمردودية و أكبر ارتباط مع متغير المردودية، كذلك نلاحظ أن هذا المتغير مرتبط ارتباطا عكسيا مع متغير الضمانات وهو عكس التوقعات حيث أن العديد من الدراسات أثبتت أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين متغير الرفع المالي (نسبة المديونية) ومتغير الضمانات نذكر منها (S.Titman & R.Wessels,1988) و (Rajan & Zingales,1995)، ويمكن تفسير ذلك بالنسبة العالية للمديونية قصيرة الأجل في عينة الدراسة ، أما فيما يخص متغير المديونية طويلة والمتوسطة الأجل نلاحظ ارتباطه العالي بدلالة إحصائية موجبة(32,26%) مع متغير الضمانات عكس متغير المديونية قصيرة الأجل فهو مرتبط ارتباطا عكسيا مع متغير الضمانات (-29,43%)، وهو ما يفسر العلاقة العكسية بين هذا الأخير ومتغير المديونية الإجمالية .

تجدر الإشارة كذلك أن متغير قدرة التمويل الذاتي (AF) مرتبط ارتباطات ضعيفة مع كل المتغيرات، لكن نلاحظ من المعطيات الموضحة في الجدول رقم 2 أن هذا المتغير مرتبط ارتباطا سلبيا بقيم ضعيفة مع متغير المديونية الطويلة والمتوسطة الأجل وهو ما يتوافق مع منظور نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل (Myers and Majluf, 1984) أي أن المؤسسات تفضل تمويل استثماراتها عن طريق مواردها المالية الذاتية، وإذا لم تكف هذه الموارد في هذه الحالة تلجأ إلى تمويل الفرق عن طريق الاستدانة، لكن في المقابل نلاحظ العلاقة الطردية بين هذا المتغير ومتغير المديونية قصيرة الأجل (7,98%)، ويمكن تفسير ذلك على أن المؤسسات تعتمد في طلب القروض القصيرة الأجل على قوة نشاطها باعتبار أن

هذا النوع من القروض مكلف جدا للمؤسسة ولا يتطلب تقديم ضمانات والضامن الوحيد للبنك هو نشاط المؤسسة الذي يمكن أن يظهر من خلال قيمة قدرة التمويل الذاتي. أما فيما يخص متغير الضرائب (**Imp**) فلاحظنا أنه مرتبط ارتباطات ضعيفة مع كل المتغيرات التابعة عكس متغير قطاع النشاط (**SA**) مما يعطي انطباع أولي أن متغير قطاع النشاط له تأثير على الاختيارات التمويلية في المؤسسة عكس متغير الضرائب، أي أن التغيرات التي حدثت في هذه الفترة لم تؤثر على السياسة المالية المنتهجة من طرف المؤسسات، ويمكن تفسير ذلك بأن تأثير التغيرات الجبائية على السياسة المالية لا يكون بصفة مباشرة بل يتطلب بعض الوقت لتظهر نتائج هذا التعديل.

7.3. عرض نتائج واختبارات الدراسة

بعد القيام بالمعالجة الإحصائية عن طريق برنامج Stata 11 توصلنا إلى جملة من النتائج باستعمال نموذج الانحدار الخطي للمتغيرات التابعة المحصورة توبت ، وحاولنا بعد ذلك دراسة كفاءة النموذج المتحصل عليه عن طريق جملة من الاختبارات الإحصائية وهذا كما يلي:

1.7.3. اختبارات ملائمة النموذج و نتائج الدراسة:

كأول خطوة ينبغي معرفة النموذج الأفضل لعملية التقدير، هل يتم استخدام نموذج البيانات المدججة أم نموذج الآثار الخاصة (الآثار العشوائية أو الثابتة) وهذا عن طريق اختبار فيشر، وانطلاقا من النتيجة المتحصل عليها من هذا الاختبار سيتم معرفة هل من الضروري استخدام اختبار هوسمان أم لا.

نتائج اختبار فيشر أثبتت أن نموذج الآثار الفردية (العشوائية أو الثابتة) هو الأفضل لعملية التقدير ($\text{Prob} > F = 0.0000$). أما نتائج اختبار هوسمان الذي يسمح من التمييز بين نموذج الآثار الثابتة « estimation Within » والآثار العشوائية « GLS » فقد فضلت استخدام نموذج الآثار الثابتة ($\text{Prob} > \chi^2 = 0.0371$). لكن تجدر الإشارة أن اختبار هوسمان لم يأخذ في الحسبان طابع المتغير التابع في هذه الدراسة والذي هو محدود من الطرفين ويتغير في مجال محدد (0 و 1)، وكما تمت الإشارة إليه سالفًا فإن النموذج الذي يسمح بدراسة هذا النوع من المتغيرات هو نموذج توبت لأن استخدام طريقة المربعات الصغرى في هذا النوع من الدراسات تعطي نتائج أقل كفاءة.

2.7.3. نتائج الدراسة

بعد تحديد النموذج الذي سيتم استخدامه في هذه الدراسة الميدانية، والمتمثل في نموذج الانحدار الخطي للمتغيرات التابعة المحصورة " توبت " في ظل معطيات بائل باستخدام نموذج الآثار العشوائية، تم الوصول إلى النتائج الموضحة في الجدول الوالي باستخدام مختلف نسب المديونية.

الجدول 6: معاملات النموذج النهائي باستخدام مختلف نسب الرفع المالي

المتغير التابع	متغير المديونية الإجمالية (DT)	متغير المديونية المتوسطة وطويلة الأجل (DMT)	متغير المديونية قصيرة الأجل (DCT)
الثابت (C)	-0,1706 (0,439)	0,0618 (0,139)	-0,3511 (0,103)
متغير الضمانات (AC)	-0,089* (0,096)	0,1243** (0,021)	-0,1782*** (0,001)
متغير الحجم (SIZE)	0,0984*** (0,000)	-	0,1011*** (0,000)
متغير المردودية (ROA)	-0,1237*** (0,004)	-0,081* (0,088)	-0,0939** (0,032)
متغير قدرة التمويل الذاتي (AF)	-	-0,0008*** (0,000)	0,0007*** (0,000)
متغير قطاع النشاط (SA)	-	-0,1119** (0,033)	0,0914** (0,041)
متغير الضرائب (IMP)	-0,0421*** (0,006)	-0,0470*** (0,000)	-
عدد الملاحظات المستعملة	472	472	472
عدد الوحدات المقطعية في كل سنة	118	118	118
معامل Rho	0,6974	0,8248	0,6357
معامل Wald chi2 (4 ; 5 ; 5)	28,60	64,26	56,22
عدد الملاحظات المحصورة داخل المجال	450	260	465

حيث: * المتغير له دلالة إحصائية بدرجة ثقة تقدر ب 10%، ** المتغير له دلالة إحصائية بدرجة ثقة تقدر ب 5%، *** المتغير له دلالة إحصائية بدرجة ثقة تقدر ب 1%.

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

- التحليل الإحصائي للنتائج

سنعتمد في هذه النقطة على التحليل الإحصائي للنموذج الذي يهدف إلى تفسير التغيرات في نسبة المديونية الطويلة والمتوسطة بدلالة المتغيرات المستقلة، حيث يلاحظ أن عدد الملاحظات المستخدمة في النموذج قدرت ب 472 ملاحظة (118*4)، كذلك فإن درجة معنوية النموذج مقبولة (له دلالة إحصائية عالية) وهذا انطلاقاً من إحصائية والدكاي تريبيع بدرجة حرية تقدر ب5 (5) $Wald\ chi^2$ والتي قدرت ب 64,26 باحتمال يقدر ب (0%)، هذا الأخير أقل من مستوى المعنوية 1% أي أن النموذج له درجة عالية من المعنوية. وبناءً على معامل « Rho » فإن 82,48% من التغيرات نتجت عن الاختلاف عبر وحدات البانل، والذي يعرف بمعامل الارتباط بين الوحدات $interclass$ « correlation ».

كما نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن كل المتغيرات الخمسة كانت لها دلالة إحصائية، حيث أشارت قيمة الاحتمال ($P > z$) أن كل من متغير قدرة التمويل الذاتي ومتغير الضرائب لهما دلالة إحصائية عالية بمستوى 1%، أما كل من متغير الضمانات ومتغير قطاع النشاط كانت لهما دلالة إحصائية تقدر ب 5%، والمتغير الأقل دلالة إحصائية مقارنة بالمتغيرات المستقلة الأخرى هو متغير المردودية وهذا بمستوى دلالة يقدر ب 10%، ولم تكن أي دلالة إحصائية للثابت.

ويمكن ملاحظة كذلك أن عدد الملاحظات التي كانت محصورة في المجال (0,1) قدرت ب 260 ملاحظة إحصائية ويمكن تفسير ذلك بارتفاع عدد المؤسسات في العينة التي لا تعتمد في سياستها المالية على الديون الطويلة والمتوسطة.

من خلال المعطيات الموضحة في الجدول أعلاه يتضح من الوهلة الأولى ضعف رصيد الثقة بين البنوك والمؤسسات الاقتصادية، حيث من جهة تعتمد البنوك على الضمانات العينية التي تقدمها المؤسسات، ومن جهة أخرى فإن المؤسسة لا تعتمد على أدائها المالي في جلب موارد مالية إضافية إذا كانت هذه الأخيرة كافية لسياستها الاستثمارية.

نلاحظ أيضاً، من خلال الجدول أعلاه، تأثير النسبة العالية للديون القصيرة الأجل على نتائج علاقة الانحدار المتحصل عليها عند استخدام معدل المديونية الإجمالية، لذلك سنعتمد في الخطوات القادمة من التحليل على دراسة العوامل المؤثرة على سياسة المديونية في المؤسسات الجزائرية الخاصة باستخدام كمتغير تابع « نسبة المديونية المتوسطة وطويلة » باعتبارها الجزء الأهم في هيكل رأس المال، رغم أن عدة دراسات في هذا الجانب اعتمدت على المتغيرين الآخرين (معدل المديونية الإجمالية ومعدل المديونية القصيرة الأجل) في تفسير هيكل رأس المال للمؤسسات، أما في هذا البحث سيتم استخدام هذان المتغيرين إلا في جانب التحليل الاقتصادي لنتائج الدراسة عند استخدام كل معطيات العينة.

8.3. اختبارات النموذج

سنحاول في هذه النقطة دراسة جملة من الاختبارات الإحصائية التي تسمح بقياس مدى كفاءة النموذج السابق من الجانب الإحصائي كخطوة أولى، ثم تطبيق اختبار من اختبارات غير معلمية لمعرفة مدى تأثير التغيرات التي تحدث في بعض المتغيرات الكيفية (مثل قطاع النشاط) على المتغير التابع.

1.8.3. اختبارات كفاءة النموذج:

لقياس مدى كفاءة النموذج السابق من الجانب الإحصائي نستعمل جملة من الاختبارات الإحصائية الموضحة فيما يلي:

- اختبار مضاعف لاغرانج « Breusch-pagan test » : أفرت نتائج هذا الاختبار بوجود فرق جوهري بين الوحدات، ومنه نستنتج أن النموذج الأفضل للتقدير هو نموذج الآثار العشوائية وليس نموذج المربعات الصغرى باعتبار أن هناك فرق جوهري بين المؤسسات الموجودة في العينة المدروسة ($\chi^2_{(1)} = 352.05$; $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$).

- اختبار جذر الوحدة : طبقنا هذا الاختبار حسب طريقة Harris-Tzavalis، و أفادت النتائج المحصل عليها باستقرار البيانات (قيمة الاحتمال (P-value) تساوي الصفر).

- اختبار التعدد الخطي « multicollinéarité » : أوضح هذا الاختبار من خلال الجدول رقم 7 غياب ظاهرة التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة (كل قيم Vif كانت اقل من 10) ، ويمكن تأكيد ذلك من خلال معاملات الارتباط بين متغيرات النموذج، حسب الجدول رقم 5، والتي كانت كلها أقل من 0,5.

الجدول 7: معامل تضخم التباين و مؤشر درجة التساهل لمتغيرات المستقلة لنموذج

المتغيرات	VIF	1/VIF
متغير الضمانات (AC)	1,25	0,800404
متغير الحجم (SIZE)	1,10	0,908152
متغير المردودية (ROA)	1,03	0,968347
متغير الاقتصاد الضريبي غير متعلق بالمديونية (NTS)	1,14	0,874669
متغير قدرة التمويل الذاتي (AF)	1,01	0,992746
متغير قطاع النشاط (SA)	1,21	0,825672
متغير الضرائب (IMP)	1,02	0,978124
متوسط VIF	1,11	

المصدر : انطلاقا من المعالجة الإحصائية عن طريق برنامج Stata 11.

- اختبار الارتباط الذاتي الخطي (autocorrelation): النتائج المحصل عليها عن طريق هذا الاختبار أكدت قبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود ارتباط ذاتي في العينة ($\text{Prob} > F = 0.0000$).
- اختبار تجانس تباين الأخطاء « heteroscedasticity »: أظهرت النتائج صحة الفرضية الصفرية التي مفادها أن هناك تجانس في تباين الأخطاء ويظهر ذلك جليا من قيمة معامل $\text{LR chi}^2(117)$ التي تقدر بـ 5314,68 والتي يقابلها احتمال يساوي واحد.
- من خلال حل الاختبارات الإحصائية، فإن النموذج المستخدم له درجة عالية من المعنوية ويسمح بتفسير تغيرات المتغير التابع بدلالة تغير المتغيرات المستقلة، ويلجئ إلى حد كبير فرضيات انحدار التوبت في ظل معطيات بانل باستخدام الآثار العشوائية.

2.8.3. اختبارات اللامعلمية:

لدراسة مدى تطابق العينات العشوائية أي معرفة هل هناك اختلاف جوهري في نسبة المديونية عند تقسيم عينة الدراسة حسب قطاع النشاط نستعمل الاختبارات اللامعلمية التالية :

- اختبار مان-ويتني **The mann-Whitney test**: يستخدم هذا الاختبار لمعرفة مدى تطابق مجتمعين مع افتراض أنهما مستقلين (C.A. Bellara and al., 2001, P.4) أي معرفة هل أحد المجتمعين يعطي قيم أكبر من المجتمع الآخر؟. النتائج المحصل عليها ($\text{Prob} > Z = 0.0000$) تأيد قبول الفرضية التي مفادها أن هناك اختلاف في نسب المديونية بين القطاعين الإنتاجي وخدمي.

- اختبار كروسكال واليس **Kruskal-Wallis Test**: يسمح هذا الاختبار بمعرفة مدى تطابق عدة مجتمعات مستقلة، فهو امتداد للاختبار السابق mann-Whitney الذي يقتصر على دراسة مدى تطابق مجموعتين فحسب. ويعتمد هذا الاختبار على بيانات لمجموعة **K** من العينات العشوائية حجم كل منها $n_1, \dots, n_k$. من خلال النتائج ($\text{Prob} = 0.0001$) أعلاه تم قبول الفرضية البديلة التي تنص على أن المتوسطات في العينات مختلفة، كون الاحتمال (P-value) أقل من مستوى المعنوية 5%.

انطلاقاً من النتائج المتحصل عليها من اختبارات اللامعلمية، والتي أظهرت أن نسب المديونية الطويلة والمتوسطة الأجل تتأثر بتغير قطاع النشاط، بالإضافة إلى العلاقة العكسية الواضحة في نموذج الدراسة بين المتغيرين، هذا ما سيدفعنا إلى تحليل العوامل المؤثرة على مستوى المديونية المتوسطة والطويلة الأجل في كل قطاع على حدا.

9.3. تحليل نتائج النموذج

بناء على النتائج الموضحة في الجدول رقم 06، يمكن تفسير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع كما يلي:

- متغير الضمانات (AC):

أظهرت عدة دراسات العلاقة الطردية بين متغير الضمانات ومتغير الرفع المالي من هذه الدراسات يمكن ذكر دراسة (Rajan & Zingales, 1995) و (P.Gaud & E.Jani, 2002)، ويرجع ذلك إلى أن الأصول العينية تمثل ضمانات قوية تسمح للمؤسسة من تعزيز قدرتها على الاستدانة، لهذا فإن المؤسسات التي لها أصول عينية معتبرة تفضل استخدام الديون على اللجوء إلى التمويل عن طريق الرفع من رأس المال نظرا لمشاكل عدم تماثل المعلومات المترتبة عن هذا الأخير (S.Titman & Wessels, 1988).

لكن انطلاقا من الجدول رقم 05-15 نلاحظ اختلاف تأثير متغير الضمانات على متغير الرفع المالي عند استخدام معدلات المديونية الثلاث وهذا كما يلي:

- العلاقة الطردية ذات الدلالة الإحصائية القوية بين متغير الضمانات ومتغير الاستدانة المتوسطة وطويلة الأجل (0,124)، وهو ما يتوافق مع التوجه النظري للبحث، حيث أن المؤسسات التي لها ضمانات قوية تكون لها فرص كبيرة لاستقطاب موارد مالية معتبرة من القطاع المصرفي، عكس المؤسسات التي لا تعتمد في هيكل أصولها على استثمارات عينية ضخمة، فتكون فرص تمويلها ضعيفة مثل واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إضافة إلى ذلك فإن المؤسسات التي تحظى بفرص تمويل بنكي بسهولة تتفادى الخوض في متاهات التمويل عن طريق رفع رأس المال لما له من آثار سلبية على مصالح المساهمين والمسيرين على حد سواء والناجم أساسا عن مشكل عدم تماثل المعلومات.

- علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية ضعيفة بين متغير الضمانات ومتغير الاستدانة الإجمالية (-0,089) وهذا ما تم الإشارة إليه سالفًا في الدراسة الوصفية لبيانات العينة، ويمكن تفسير هذه النتيجة غير المتوقعة إلى ارتفاع نسبة القروض قصيرة الأجل (كون أغلب المديونية الإجمالية من النوع القصير الأجل)، ويتضح ذلك جليا من العلاقة العكسية ذات الدلالة الإحصائية القوية بين متغير الضمانات و متغير الاستدانة قصيرة الأجل والمقدرة ب (-0,178)، مما أثر سلبا على العلاقة بين متغير الضمانات ومتغير الاستدانة الإجمالية، باعتبار أن المؤسسات لا تعتمد عند التمويل قصير الأجل على ضمانات بل الضامن الوحيد هو قوة نشاطها وتحمل في المقابل مصاريف مالية معتبرة مثل الفوائد على السحب المكشوف.

- متغير الحجم :

أغلب الدراسات أثبتت أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية مع المتغير التابع ، وهذا راجع إلى كون حجم المؤسسة يسمح بتخفيف عبئ تكاليف الإفلاس مما يشجع على الاستدانة، وحسب دراسة (Rajan & Zingales, 1995) ، لاحظ الباحثين أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين في كل البلدان السبعة المدروسة (عدا إيطاليا التي لم تكن للمتغيرات المستقلة أي دلالة إحصائية).

هذه العلاقة كانت ذات دلالة إحصائية طردية بين متغير الحجم والمتغير التابع في كل بلدان الدراسة عدا ألمانيا، وتم تفسير ذلك بأن البنوك الألمانية تستفيد من حماية التشريع الألماني في حالة الوقوع في الإفلاس مما يخفف عبئ هذه التكاليف هذا من جهة، ومن جهة أخرى سهولة حصول المؤسسات الألمانية ذات الحجم الصغير على قروض (P.Gaud & E.Jani, 2002) ، كذلك يمكن تفسير العلاقة الطردية بين حجم المؤسسة ونسبة المديونية إلى عامل السمعة ، حيث المؤسسات ذات الحجم الكبير التي لها سمعة جيدة في السوق يمكن أن تستغلها لجلب موارد مالية جديدة، هذه السمعة تسمح من تعزيز رأسمال الثقة بين البنك و المؤسسة مما يسهل عملية الحصول على ديون، و تسمح كذلك من تخفيض التكاليف المترتبة عن مشكل عدم تماثل المعلومات.

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

أما فيما يخص هذا البحث لاحظنا أنه لا توجد أي علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغير الحجم ومتغير الاستدانة المتوسطة وطويلة الأجل، وهذا ما يمكن تفسيره بأن البنوك الجزائرية تهتم أكثر " بحجم الضمانات" العينية المقدمة من طرف المؤسسة مقارنة "بحجم المؤسسة" في عملية منح القروض الطويلة والمتوسطة الأجل وهذا راجع إلى ضعف رصيد الثقة بين البنوك والمؤسسات، والضامن الوحيد هي الضمانات العينية المقدمة من طرف المؤسسة، في المقابل نلاحظ العلاقة الطردية القوية بين متغير الحجم و كل من متغير المديونية الإجمالية ومتغير المديونية قصيرة الأجل (0,101) و (0,098) على التوالي، ويمكن تفسير هاته النتيجة على أن ضعف الضمانات العينية في عملية منح القروض القصيرة الأجل، يدفع البنك إلى الاعتماد على معيار حجم المؤسسة وسمعتها في السوق كإشارة مالية حول جودة المؤسسة وقوة نشاطها باعتبار هذا الأخير هو الضامن الوحيد في هذا النوع من القروض .

- متغير المردودية :

إن متغير المردودية من المتغيرات التي عرفت عدة تفسيرات من الجانب النظري ، فمن منظور نظرية التوازن فإن هناك علاقة طردية بين هذا الأخير ومتغير الرفع المالي ، باعتبار أن المؤسسات التي تحقق معدل عالي من المردودية تفضل تمويل

احتياجاً عن طريق المديونية، وهذا راجع للفوائد الجبائية التي ستحققها من جراء هذا القرار، أما أنصار نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل فيفترضون أن هناك علاقة عكسية بين هذا المتغير ونسبة الاستدانة وهذا راجع إلى أن المؤسسات التي تحقق نسبة عالية من المردودية تفضل تمويل مشاريعها عن طريق نشاطها أي عن طريق التمويل الذاتي ثم بعد ذلك تحاول أن تمول الفرق عن طريق الاستدانة ، حيث أثبتت عدة دراسات العلاقة العكسية بين متغير المردودية ومتغير الرفع المالي منها (S.T.Hijazi & P.Gaud & E.Jani, 2002), (Rajan & Zingales,1995), (Y.Bentaraq, 2006).

فيما يخص هذا العمل لاحظنا أن هناك علاقة ذات دلالة عكسية بين متغير المردودية و كل من متغير الاستدانة الإجمالية (-0,123)، أو الاستدانة المتوسطة وطويلة الأجل (-0,081)، ومنه فإن نظرية أفضلية مصادر التمويل هي التي تفسر أكثر السلوك المالي للمؤسسات الجزائرية حيث أن المؤسسات التي لها مردودية جيدة تفضل تمويل احتياجها أولاً عن طريق التمويل الذاتي وإن لم يكف تلجأ بعد ذلك إلى التمويل عن طريق الاستدانة.

- متغير قدرة التمويل الذاتي:

كما تم ذكره سابقاً بالنسبة للعلاقة السلبية بين متغير المديونية و متغير المردودية الاقتصادية، توقعنا أن تكون لدينا نفس النتيجة فيما يخص متغير قدرة التمويل الذاتي، باعتبار أن نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل تؤكد العلاقة العكسية بين المتغيرين، فالمؤسسات التي لها قدرة تمويلية ذاتية كبيرة تفضل تمويل مشاريعها عن طريق مواردها الذاتية عوض الخوض في معدلات عالية للديون.

من خلال هذه الدراسة وجدنا تأثير مغاير لهذا المتغير على معدل الرفع المالي باختلاف طريقة حسابه:

- عند استخدام معدل المديونية المتوسطة وطويلة الأجل كمتغير تابع، لاحظنا أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية قوية بين المتغيرين (-0,0008)، لكن بمعدل ميل ضعيف للغاية يقدر بحوالي ثمانية من عشرة آلاف وهذا حسب ما يوضحه الجدول رقم 05-15، ويمكن تفسير هذه النتيجة بإمكانية الخطأ في اختيار المتغير الذي يسمح لنا بقياس قدرة التمويل الذاتي، وكذلك ضعف الارتباط بين هذا المتغير والمتغيرات التابعة كما تمت الإشارة إليه في الجانب الوصفي للدراسة، هذه العلاقة العكسية بين المتغيرين تتوافق مع منظور نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل حيث تفضل المؤسسات التمويل عن طريق الموارد الذاتية على أن تأتي الديون في المرتبة الثانية.

- عند استخدام معدل المديونية قصيرة الأجل كمتغير تابع، لاحظنا أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية قوية بين المتغيرين (0,0007)، لكن بمعدل ميل ضعيف للغاية ويقدر بحوالي سبعة من عشرة آلاف، ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن

المؤسسة تعتمد على قوة نشاطها في استقطاب الموارد المالية القصيرة الأجل وتعتبر قدرة التمويل الذاتي من أهم المؤشرات على قوة الأداء ، مما يبرر العلاقة الطردية بين المتغيرين.

- أما فيما يخص متغير المديونية الإجمالية فلم تكن هناك أي دلالة إحصائية مع متغير قدرة التمويل الذاتي.

- متغير الضرائب:

تم إدراج متغير الضرائب في هذا البحث لدراسة أثر التغيرات الضريبية التي حدثت خلال فترة الدراسة على السياسة المالية في المؤسسة، ووجدنا أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية سالبة قوية بين متغير الضرائب وكل من متغير المديونية طويلة ومتوسطة الأجل (-0,0470) ومتغير المديونية الإجمالية (-0,0421) ، وهذا ما يتوافق مع منظور نظرية العلاقات التوازنية كون أن انخفاض معدل الضرائب على أرباح الشركات يؤدي إلى تخفيض الميزة الجبائية للديون مقارنة بالموارد المالية البديلة، لكن نلاحظ أن ميل العلاقة بين المتغيرين في الحالتين كان أقل ميل (حوالي 4%) مقارنة بالمتغيرات التفسيرية الأخرى عدا متغير قدرة التمويل الذاتي، ويمكن تفسير هاته النتيجة بأن الآثار المتعلقة بالتغيرات الجبائية لا تظهر مباشرة عند حدوث تعديل في القوانين الجبائية بل تتطلب بعض الوقت.

- متغير قطاع النشاط:

حاولت عدة بحوث دراسة مدى تأثير قطاع النشاط على السياسة المالية للمؤسسة، حيث توصلت جملة منها إلى وجود علاقة بين متغير المديونية ومتغير قطاع النشاط. ومن خلال النتائج المتحصل عليها ، فقد لاحظنا وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عكسية بين متغير قطاع النشاط ومتغير الديون الطويلة والمتوسطة الأجل (-0,1119) وعلاقة طردية ذات دلالة إحصائية مع متغير المديونية قصيرة الأجل (0,0914) ، ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن لقطاع النشاط أثرا على سياسة المديونية بالنسبة للمؤسسات الجزائرية، فالتغيرات المفسرة لسياسة المالية في المؤسسات الجزائرية بالنسبة للقطاع الإنتاجي لا تكون لها نفس التأثير بالنسبة لمؤسسات القطاع الخدماتي، لذلك يستحسن دراسة محددات السياسة المالية لكل قطاع على حدى.

4. الخاتمة

تعتبر دراسة محددات سياسة المديونية في المؤسسات من الدراسات التي أخذت قسط كبير من البحوث في جانب مالية المؤسسة، وهذا راجع أساسا إلى تشعب المتغيرات المتعلقة بها واختلاف الاقتصاديات التي قامت فيها هذه الدراسات مما أدى إلى غياب نظرة موحدة حول تأثير هذه المتغيرات على الهيكل المالي للمؤسسات.

وهدفت هذه الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة على سياسة المديونية في المؤسسات الجزائرية الخاصة باستخدام معطيات لعينة من المؤسسات تقدر بـ 118 مؤسسة (أي 472 ملاحظة إحصائية)، باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد للمتغيرات التابعة المحصورة "توبت" في ظل معطيات بانل للآثار العشوائية، حيث تبين من نتائج العينة أن المؤسسات الجزائرية الخاصة تتبع في سلوكها المالي نظرية عدم تماثل المعلومات، فالطرف الذي له الأفضلية من حيث المعلومات (مسير المؤسسة) يقدمون إشارات عن طريق الضمانات المقدمة للطرف الذي له معلومات أقل (أصحاب رؤوس الأموال وفي هذه الحالة البنوك) لاستقطاب قروض جديدة، كذلك فإن نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل تسمح بتفسير هيكل رأس المال في المؤسسات الجزائرية الخاصة حيث لاحظنا أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع ومتغير المردودية، أي أن المؤسسات ذات المردودية العالية لا تفضل تمويل احتياجاها عن طريق الرفع من نسبة الاستدانة بل عن طريق مواردها الذاتية.

من هذه الدراسة يتضح أن المتغير الأكثر تأثرا على نسبة المديونية في المؤسسات الجزائرية الخاصة هو متغير الضمانات، حيث لاحظنا أن له علاقة طردية ذات دلالة إحصائية مع المتغير التابع بمعامل أكبر مقارنة بالمتغيرات الأخرى، هذا ما يمكن تفسيره بأن البنوك في الجزائر تعتمد أساسا في سياستها لمنح القروض المتوسطة وطويلة الأجل على الضمانات التي تقدمها المؤسسات أكثر من اعتمادها على حجم المؤسسة وسمعتها في السوق، وهو ما يفسر أن نظرية عدم تماثل المعلومات هي التي تمكننا من تفسير السلوك المالي للمؤسسات الجزائرية الخاصة. في ظل نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل.

5. المراجع

1. قريشي. ي، (2005)، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر؛
2. العايب. ي، (2011)، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر؛

- 3.Altman. E. I, A Further, (1984), Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question, The Journal of Finance, Vol 39, N° 4. pp. 1067-1089;
- 4.Ang. J. S, Cole. R.A and Lin. J. W, (2000), Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Finance, Vol 55, N°1, pp.81-106;
- 5.Ang. J. S, (1991), Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management , The Journal of Small Business Finance, Vol 1, N°1;
- 6.Baxter. N. D, Leverage, (1967), Risk of Ruin and the Cost of Capital, Journal of Finance., Vol 22, N°3, pp.395-403;
- 7.Bellera. C. A and al (2010) , Normal Approximations to the Distributions of the Wilcoxon Statistics: Accurate to What N? Graphical Insights, Journal of Statistics Education, Volume 18, N°2;
- 8.Bris. A and Welch. I and Zhu. N, (2006) The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization, The Journal of Finance , VOL 61, N° 3,pp. 1253-1303;
- 9.Cheng. S, Shiu. C, (2007), Investor Protection and Capital Structure: International evidence, Journal of Multinational Financial Management, Vol 17, N°1, pp.30-44;
- 10.Dangl. T and Zechner. J, (2004), Credit Risk and Dynamic Capital Structure Choice, Journal of Financial Intermediation, Vol 13, N°2,PP.183-204;

- 11.DeAngelo. H. and Masulis. R. W, (1980),Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation, Journal of Financial Economics, Vol 8, N°1,PP.3-29;
- 12.Dittmar. Amy, (2004), Capital Structure in Corporate : Spin-Offs, Journal of Business, vol 77, N°1, PP.9-44;
- 13.Drukker. D. M,(2003), Testing for Serial Correlation in Linear Panel-Data Models, The Stata Journal, Vol 3, N°2, PP.168-177;
- 14.Fakhfakh. H et Ben Atitallah. R, (2006), les Déterminants de la Structure du Capital des Firmes Tunisiennes: une Etude a Travers la Théorie de Market Timing, AFFI ;
- 15.Frank. M. Z and Goyal. V. K, (2003), Testing the pecking order theory of capital structure, Journal of Financial Economics, Vol 67, N°2, PP.217-248;
- 16.Gaud. P et Jani. E, (2002), Déterminants et Dynamique de la Structure du Capital des Entreprises Suisses : une Etude Empirique, Université de Genève ;
- 17.Harris. M and Raviv. A, (1990), Capital Structure and the Informational Role of Debt, The Journal of Finance, Vol 45, N° 2, PP.321-349;
- 18.Haugen. R and Senbet. L.W,(1978), The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure, Journal of Finance, Vol 33, N°2, PP.383-394;
- 19.Haugen. R and Senbet. L. W, (1988), Bankruptcy and Agency Costs: Their Significance to the Theory of Optimal Capital Structure, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Volume 23, N° 1, PP.27-38;

- 20.Hijazi. Syed Tahir and Bin Tariq. Yasir, (2006),Determinants of Capital Structure:A Case for the Pakistani Cement Industry, The Lahore Journal of Economics, Vol 11, N°1, PP.63–80;
- 21.Ilyas. Jasir,(2008), The Determinants of Capital Structure: Analysis of Non Financial Firms Listed in Karachi Stock Exchange, Journal of Managerial Sciences, Vol 2, N° 2,PP. 279–307;
- 22.Kayhan. A, Titman. S,(2007), Firms' Histories and Their Capital Structures, Journal of Financial Economics, Vol 83, N°1, PP.1–32;
- 23.Latrous. I,(2007), Structure de Propriété et Structure du Capital :Approche Par La Méthode des Equations Simultanées, Université Paris 1 Sorbonne ;
- 24.Leland. H. E and Pyle. D.H, (1977), Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation, The Journal of Finance, VOL 32, N° 2, PP.371–387;
- 25.Margaritis. D, Psillaki. M,(2010), Capital Structure, Equity Ownership And Firm Performance, Journal of Banking & Finance, Vol 34, N°3, PP.621–632;
- 26.MEJRI. I, (2006), les Déterminants de la Maturité de la Dette des Entreprises Françaises, Laboratoire de recherche PRISM, Université Paris1 Panthéon Sorbonne ;
- 27.Modigliani. F and Miller. M. H, (1963), Corporate Incom Taxes and cost of capital: A correction, American Economic Review, Vol 53, N°3, PP.433–443;

- 28.Myers. S.C and Majluf. N.S,(1984), Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do Not Have, Journal of Financial Economics, Vol 13, N°2, PP.187-221;
- 29.Ngobo. P, (2 à 4 juin 2004), Structure du Capital & Performance de l'Entreprise : Le Rôle Modérateur des Différences Culturelles Nationales, Equipe de Recherche : LARGO, Faculté de Droit, Economie et Gestion, 13e conférence de l'AIMS. Normandie. Vallée de Seine, France ;
- 30.Novaes. W and Zingales. L, (2004) Bureaucracy as a Mechanism to Generate Information, the RAND Journal of Economics, Vol. 35, No. 2, PP. 245-259;
- 31.Rajan. R. G and Zingales. L, (1995), What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, The Journal of Finance, Vol 50, N°5, PP.1421-1461;
- 32.Song. Han-Suck, (2005) Capital Structure Determinants, (An Empirical Study of Swedish Companies), Centre of Excellence for Science and Innovation Studies;
- 33.Stanley. D. T and Girth. M, (1971), Bankruptcy: Problem, Process, Reform, The Brookings Institution, Washington, D.C;
- 34.Ting. W,(2011), Top Management Turnover and Firm Default Risk: Evidence From the Chinese Securities Market, China Journal of Accounting Research, Vol 4, N° 1-2, PP.81-89;
- 35.Titman. S and Wessels. R, (1988), The Determinants of Capital Structure Choice, The Journal of Finance, Vol 43, N° 1, PP.1-19;

36. Van Horne. James, (1976), Corporate Bankruptcy and Liquidity Costs, Research Paper No. 205, Stanford Graduate School of Business;
37. Yang. Chau-Chen, Lee. Cheng-few, Gu. Yan-Xiang and Lee. Yen-Wen, (2010), Co-Determination of Capital Structure And Stock Returns - A LISREL Approach : An Empirical Test of Taiwan Stock Markets, The Quarterly Review of Economics and Finance, Vol 50, N°2, PP.222-233.