



أ.بوفليسي نجمة

(جامعة 20 أوت 1955-سكيكدة)

Email : boufliissi_n@yahoo.fr

مجلة البحوث والدراسات الإنسانية العدد 12-2016 ص 339-362

Abstract

The study aims at identifying the factors which influence the choice of the financial structure of Algerian small and medium enterprises, using a database for 82 Algerian Firms during the period 2012-2014. Multiple regressions were used to examine the relationship between independent variables (size- profitability- guaranties - growth- legal form) and total debt as the dependent variable. The results showed a negative significant relationship between profitability and leverage, and this consistent with pecking order theory. Firms that are characterized by high profitability rate and have the potential to detain profits rely on self-financing, which leads to a decline in the rate leverage. The rest of the variables have no effect on leverage.

Keywords: financial structure, small and medium enterprises (SMEs), leverage, profitability, pecking order theory.

المخلص

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد مجموعة العوامل المؤثرة في اختيار الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية باستخدام قاعدة بيانات لاثنتين وثمانين (82) مؤسسة جزائرية في الفترة ما بين (2012-2014). وقد تم استخدام الانحدار المتعدد لفحص العلاقة بين المتغيرات المستقلة (الحجم- المردودية - الضمانات- النمو- الشكل القانوني) ونسبة الاستدانة الإجمالية بوصفها متغيرا تابعا. أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المردودية و الاستدانة، وهذا مايتفق مع نظرية التمويل التسلسلي، فالمؤسسات التي تتميز بارتفاع معدل مردوديتها وتمتلك القدرة على احتجاز الأرباح تعتمد على التمويل الذاتي مما يؤدي إلى انخفاض نسبة الاستدانة بها، وأما بقية المتغيرات فليس لها تأثير على الاستدانة.

الكلمات الدالة: الهيكل المالي، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الاستدانة، المردودية، نظرية التمويل

التسلسلي.

مقدمة:

يعد قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أحد أكبر القطاعات المهيمنة على اقتصاديات الدول، فمعظم دول العالم وخاصة المتقدمة منها تعتمد على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في خططها وبرامجها للتنمية الاقتصادية والاجتماعية، وذلك لأنها أفضل وسيلة تحقق التنمية وتوفر مناصب الشغل وتجلب الثروة، إلى جانب مساهمتها في الوقت نفسه في القيمة المضافة وتوفير السلع والخدمات، كما أنها وسيلة مفيدة لتوجيه المدخرات الصغيرة إلى الاستثمار، وعلى الرغم من الاهتمام الممنوح لهذه المؤسسات إلا أنها لا تزال تعاني العديد من المعوقات التي تحد من نمو أنشطتها، ولعل من أهم تلك المعوقات ما يتعلق بالجانب التمويلي.

إن التمويل و بالتحديد محددات الهيكل المالي من مواضيع البحث التي تستحق المزيد من الاهتمام، فعلى الرغم من تطور البحوث النظرية والميدانية حول الهيكل المالي منذ العمل الرائد لموديجلياني وميلر 1958 Modigliani et Miller لا يزال من الصعب فهم ما يوجه قرار التمويل.

ولقد اعتبرت هذه المقالة و حيادية الهيكل المالي بداية للنظرية الحديثة للهيكل المالي (Benjemaa, S. 2001. p43)، حيث ثبت أنه لا تأثير للهيكل المالي على تكلفة الأموال ومن ثم على قيمة المؤسسة، وكان موديجلياني و ميلر أول من قاد إلى تفكير نظري حقيقي حول تأثير مصادر التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة، وبهذا الفعل تم وضع الأساس النظري لإشكالية هيكل التمويل للمؤسسات و الذي كان القاعدة لظهور نظريات أخرى خاصة بعد إدخال الضرائب على نموذجهما سنة 1963، ومن ذلك نظرية التوازن التي تنص على وجود هيكل تمويل أمثل يتحدد بالموازنة بين فوائد الديون وسلبياتها، وكذلك نظرية الإشارة (Ross 1977) والتي تعتبر الاستدانة مؤشرا على ملاءة المؤسسة، وأيضا نظرية التمويل التسلسلي التي تفترض وجود ترتيب سلمي

لاختيارات التمويل، بداية بالتمويل الذاتي، ثم الاستدانة غير الخطرة، ثم الاستدانة الخطرة، وأخيرا الرفع في رأس المال.

1- مشكلة الدراسة:

لقد شكل موضوع اختيار الهيكل المالي للمؤسسة واحدا من القضايا المهمة التي حازت على اهتمام الكثير من الباحثين في مجال الإدارة المالية، وقد حاولت عدة نظريات تفسير العوامل المؤثرة في اختيار الهيكل المالي للمؤسسة، ثم انتقلت الأبحاث فيما بعد إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة محاولة تفسير سلوكها التمويلي، ولا يزال هذا الموضوع مثيرا للجدل حتى هذه اللحظة.

وتكمن مشكلة هذه الدراسة في تحديد العوامل المؤثرة في اختيار الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية من خلال الإجابة عن السؤال الآتي:

- ماهي طبيعة العلاقة بين الهيكل المالي بوصفه متغيرا تابعا والمتغيرات المستقلة المتمثلة في (الحجم، المردودية، النمو، الضمانات، الشكل القانوني)؟

2- هدف الدراسة:

يتمثل الهدف من هذه الدراسة في محاولة التعرف على السلوك التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، وذلك عبر تحديد العوامل المؤثرة في اختيار هيكلها المالي.

3- أهمية الدراسة:

لقد بدأت الأبحاث حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في منتصف السبعينيات، وهي لازالت مستمرة حتى وقتنا الحالي، ومن هذه البحوث ما يحاول إيجاد تفسير للسلوك المالي لهذه المؤسسات، إلا أن الخصوصيات التي تتمتع بها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة جعلت من قرار اختيار الهيكل المالي أمرا صعبا وبالغ الأهمية، وعلى

الرغم من الاهتمام الكبير بهذا الجانب في الدول المتقدمة إلا أنه أهمل في البلدان النامية، فالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة في هذه الدول لم تأخذ حقها من الدراسة، ومن هذه الدول الجزائر.

4-فرضيات الدراسة:

لتحقيق أهداف الدراسة قمنا بصياغة بعض الفرضيات على النحو الآتي:

الفرضية الرئيسية:

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة المتمثلة في (الحجم، المردودية، النمو، الضمانات، الشكل القانوني) و الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

الفرضيات الفرعية:

1-توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) بين حجم المؤسسة و الهيكل المالي.

2-توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) بين المردودية و الهيكل المالي.

3-توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) بين معدل النمو و الهيكل المالي.

4-توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) بين مستوى الضمانات و الهيكل المالي.

5-توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) بين الهيكل المالي و الشكل القانوني للمؤسسة.

5- الإطار النظري : نتعرض فيه إلى محددات الهيكل المالي

-الحجم:

يعد حجم المؤسسة من أهم العوامل المحددة للهيكل المالي، حيث اتفقت العديد من الدراسات على أن هذا العامل أحد أكثر العوامل تمييزا لاختيارات التمويل لمختلف المؤسسات

(Bradley et Al 1984, Harris et Raviv 1991, Rajan et Zingales 1995).

وعلى الرغم من هذه المكانة التي يحتلها حجم المؤسسة إلا أنه ليس من السهل تحديد تأثيره على الهيكل المالي للمؤسسات، إذ لم تقدم الدراسات التجريبية نتيجة حاسمة لآثار حجم المؤسسة على الاستدانة، ولكن وفقا لنظرية التوازن توجد علاقة طردية بين حجم المؤسسة والاستدانة، في حين تقترح نظرية التمويل التسلسلي علاقة عكسية بين هذين المتغيرين (Karadeniz, E. et al. 2009, p.598)، فحسب نظرية التوازن ونظرية عدم التماثل في المعلومة فإن الحجم له تأثير إيجابي على مستوى المديونية، حيث إن المؤسسات الكبيرة هي أكثر تنوعا مما يجعلها قادرة على تحمل نسب الديون المرتفعة، وهو ما يتماشى مع فرضية أن المؤسسات الكبيرة لديها المزيد من الديون، وبما أن هذه المؤسسات عادة ما تكون أكثر تنوعا ولها قدر أكبر من التدفقات النقدية المستقرة فيمكن أن تتحمل مستويات أعلى من الديون، كما أن حجم المؤسسة له تأثير عكسي على تكاليف الإفلاس (Dejong, A. et al. 2008, p.1960)، وهو ما يؤكد نتيجة (Rajan et Zingales 1995) بأن حجم المؤسسة له علاقة عكسية مع مخاطر الإفلاس، وهو سبب آخر للعلاقة الطردية بين حجم المؤسسة ونسبة الاستدانة.

وعليه فإن المؤسسات الكبيرة التي تتسم بقدرة على تنوع أصولها وأنشطتها من المحتمل أن تكون أقل عرضة للصعوبات المالية وخطر الإفلاس، وذلك ما يولد ضمان ضمني

لما نحي الأموال ويجعلهم أكثر تساهلا في منح القروض، وبالتالي يتوقع أن تعتمد المؤسسات كبيرة الحجم على المزيد من الديون في هيكلها المالي على العكس من المؤسسات صغيرة الحجم، وهذا يعني أن المؤسسات الصغيرة لديها نسب رفع مالي أقل لأنها أكثر عرضة للتصفية عندما تكون في ضائقة مالية (Al-Shubiri, F. 2010, p2482).

كما نجد أن تكلفة التمويل في المؤسسات صغيرة الحجم مرتفعة بسبب عدم التماثل في المعلومات في هذا النوع من المؤسسات، فنقص المعلومات الكافية لدى المقرضين تقودهم إلى المبالغة في تقدير المخاطر مما يجعلهم يطالبون بمعدلات فائدة مرتفعة ووضع شروط معقدة على التمويل، في هذه الحالة فإن المؤسسات صغيرة الحجم ستواجه صعوبات كبيرة في الحصول على القروض، وهذا ما أكدته دراسة فلاح وعلي والتي توصلت إلى أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية بين حجم الشركة والهيكل المالي، هي تفسر هذه العلاقة بأن الشركات صغيرة الحجم تواجه صعوبات أكثر في الحصول على القروض من المؤسسات المالية، حيث نجد أن الشركات صغيرة الحجم تكلفة تمويلها مكلفة مقارنة مع الشركات الكبيرة، والسبب في ذلك أن الشركات الصغيرة الحجم تكون معرضة إلى مخاطر مالية بدرجة أعلى من الشركات الكبيرة (المومني، غ ف. وعلي، م. ح. 2011. ص 376).

ومن جهة أخرى نجد أن المقرضين للمؤسسات الكبيرة يكونون أكثر حذرا من المقرضين للمؤسسات الصغيرة في الحصول على ديونهم والحد من تكاليف الوكالة المرتبطة بالديون، لذلك فإن المؤسسات الكبيرة لديها ديون أعلى (Al-Shubiri, F. 2010, p2473).

وبالإضافة إلى ما سبق فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تتميز بارتفاع تكلفة المعاملات وعدم قدرتها على الدخول إلى السوق المالي، حيث أشار (Ferri et jones

(1979) إلى أن المؤسسات الكبيرة لها قدرة أكبر على الدخول إلى الأسواق المالية، كما تستطيع الاقتراض بأفضل الشروط (Gaud, P. et Jani, E. 2002. p10). كما كشف Marsh عن ميل المؤسسات كبيرة الحجم إلى زيادة الاقتراض طويل الأجل، في حين تتجه المؤسسات الصغيرة إلى الاقتراض قصير الأجل (Marsh, P. 1982. p142). وفي السياق نفسه يؤكد Titman et Wessels على أن تكلفة إصدار الأسهم والسندات مرتبطة بحجم المؤسسة، إذ ترتفع في المؤسسات صغيرة الحجم مقارنة بالمؤسسات كبيرة الحجم، ولذلك تحاول المؤسسة الصغيرة استعمال الديون قصيرة الأجل بشكل أكبر (Titman, S. et Wessels, R. 1988. p17). وهكذا فإنه بسبب التكلفة العالية للتمويل طويل الأجل تلجأ المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى التمويل قصير الأجل، وبالتالي فإن التمويل هنا حتمية وليس خياراً.

- المردودية:

للمردودية دور مهم في تقييم المؤسسة من قبل المقرضين وكذلك في اختيارات التمويل للمديرين، ولذلك فمن الضروري فهم تأثير هذا المتغير على الاستدانة، وقد حاولت النظريات المالية تفسير تأثير معدل مردودية المؤسسة على نسبة الاستدانة بالهيكل المالي واختلفت في ذلك، فنجد أن نظرية التوازن (TOT) Trade-off theory تؤكد العلاقة الطردية بين معدل المردودية ونسبة الاستدانة، وتذهب إلى أن ارتفاع مردودية المؤسسة أكثر الأسباب المؤدية إلى إصدار الديون والحد من عبء الضرائب، أي حماية دخلها من الضرائب بواسطة المزيد من الديون، فالمؤسسات التي لها معدلات مردودية مرتفعة تفضل اللجوء إلى الاستدانة بسبب الوفرة الضريبية (المصاريف المالية تخفض من الوعاء الضريبي)، ومن ثم تعظيم قيمة المؤسسة، فالمؤسسات ذات المردودية تكون أقل عرضة للمخاطر المرتبطة بالتقلبات في التدفقات النقدية للنشاط، وبالتالي

انخفاض التكاليف المرتبطة بالصعوبات المالية كتكلفة الإفلاس، حيث يرى (Frank et al, 2009) أن تكلفة الإفلاس تقل في المؤسسات ذات المردودية، وهذا ما يزيد من قيمة الوفرة الضريبية.

وتعد المردودية كذلك إشارة للمقرضين فيما يتعلق بالصحة المالية للمؤسسة والحد من تباين المعلومات التي تشكل عقبة رئيسية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (Adair, P. et Adaskou, M. 2015. p5)، من جهة أخرى فإن المؤسسة ذات المردودية الجيدة تكون لها قدرة أكبر على تسديد قروضها، كما نجد أن نظرية الوكالة تدعم العلاقة الموجبة بسبب التدفق النقدي الحر لنظرية (Jensen 1986).

وأما حسب نظرية التمويل التسلسلي Pecking order theory (POT) فإن المؤسسات تفضل التمويل الداخلي مقارنة بالتمويل الخارجي، في حين لا تلجأ إلى التمويل الخارجي إلا إذا كان التمويل الداخلي لا يغطي الاحتياجات المالية.

فيما يتعلق بالمردودية الاقتصادية للاستثمارات فإن المعدل المرتفع يعني تراكم كمية مهمة من موارد التمويل الذاتي (Feudjo, JR. et Tchankam, JP 2012. P107) وهذا يعني أن المردودية المرتفعة تؤدي إلى زيادة المصدر الرئيسي لرأس المال وهو الأرباح المحتجزة، وعليه فمن المتوقع أن تعتمد المؤسسات التي تتميز بارتفاع معدل مردوديتها ولها القدرة على احتجاز الأرباح على التمويل الذاتي وبدرجة أقل على القروض، وذلك لأنها لا تحتاج إلى التمويل الخارجي، وهو ما يؤدي إلى انخفاض نسبة الدين بها، فهناك إذن علاقة عكسية بين المردودية والاستدانة حسب هذه النظرية.

ومن جهة أخرى فإذا كان مديرو المؤسسات لا يرغبون في نقل المعلومات الداخلية إلى الخارج فإنهم يفضلون رأس المال الداخلي على التمويل الخارجي (Gharaibeh, H. et al, 2007. p187).

كما بينت (Sogorb Mira, 2005) أن مدراء المؤسسات الصغيرة وهم كذلك ملاك المؤسسة لا يفضلون فقدان السيطرة على شركاتهم ولذلك لا يريدون مساهمين جدد، ولهذا السبب يفضلون التمويل الداخلي على التمويل الخارجي لتمويل نشاطهم، وهو سبب آخر للعلاقة العكسية.

في السياق نفسه توصلت دراسة Chisti et al إلى علاقة عكسية بين المردودية ونسبة الاستدانة فسرّتها بأن المؤسسات لا تعرض نفسها لمزيد من المخاطر لأنها يمكن أن تفقد السيطرة إذا ما فعلت ذلك (Chisti, K A. et Al. 2013. p189).

- معدل النمو:

يعتبر معدل النمو من أهم المتغيرات المستقلة تأثيرا على نسبة الاستدانة بالهيكل المالي، حيث استعملته أغلب الدراسات التجريبية التي بحثت في محددات تمويل المؤسسات بصفة عامة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفة خاصة، كما نجد أن معظم الدراسات السابقة قد قدرت التأثير الكبير لمتغير النمو على الاستدانة، فقدمت النظريات المالية تفسيرات مختلفة لذلك، فحسب نظرية تكلفة الإفلاس وأمام وجود فرص للنمو يتوقع أن تتوقف المؤسسة على اللجوء إلى الاستدانة، وهذا لأن زيادة الاستدانة لدعم فرص النمو تزيد معها تكاليف الإفلاس، وزيادة هذه التكاليف قد تقيد عملية الاقتراض، من جهة أخرى فإن قيمة الأصول تكون شبه معدومة في حالة التصفية.

وأما فيما يخص نظرية الوكالة فكلما كانت فرص النمو أكبر زادت تكلفة الوكالة بين المساهمين والدائنين، وذلك بسبب إحلال الأصول أو نقص الاستثمارات، ولما كانت تكلفة الوكالة للديون تعني ارتفاع تكلفة الأصول المقترضة فمن المرجح أن يعتمد الملاك على مواردهم الذاتية مما يعني توظيفاً أقل للديون في الهيكل المالي للمؤسسة.

ويرى Myers أن الشركات التي لديها معدل نمو عال تميل إلى استخدام الديون قصيرة الأجل بشكل أكبر، وبدرجة أقل الديون طويلة الأجل، وذلك من أجل خفض تكاليف الوكالة (Myers, S. C. 1977. p160)، وقد أكد هذه العلاقة العكسية بين معدل النمو ونسبة الديون طويلة الأجل Titman et Wessels سنة 1988.

نلاحظ هنا اتفاق نظرية الإفلاس ونظرية الوكالة في وجود علاقة عكسية بين معدل النمو ونسبة الاستدانة، وهو ما أكدته العديد من الدراسات التجريبية.

وأما من منظور نظرية التمويل التسلسلي فإن المؤسسة تستخدم التمويل الداخلي أولاً ثم التمويل الخارجي في حالة عدم كفاية التمويل الداخلي، وبالتالي فتتوقع أن المؤسسة تزيد استدانته خلال فترة النمو، فالشركات التي لديها فرص نمو كبيرة تعتمد بالدرجة الأولى على الديون لأنها تمثل مصدر التمويل الخارجي الأقل عرضة للتباين في المعلومات (Zerriaa, M. et Noubbigh, H. 2015. p12)، وبالتالي فإن هذه النظرية تشير إلى علاقة طردية بين النمو والاستدانة، وهو ما أكدته Marsh (1982) في دراسته بأن الشركات ذات فرص النمو المرتفعة تميل إلى استعمال نسب استدانة مرتفعة، وذلك لأن زيادة فرص النمو تعني قدرة المؤسسة على توليد تدفقات نقدية، وهو الأمر الذي يزيد من قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزامات الديون.

وبالنسبة إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يرى Heshmati (2001) أن المؤسسات الصغيرة التي تتميز بنسبة تركيز عالية في الملكية من المتوقع أن النمو المرتفع لها يتطلب المزيد من التمويل الخارجي (Al-Shubiri, F. 2010. p2475).

كما أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تنمو عبر مراحل مختلفة، هي في هذه المراحل تتطلب تغييراً في مصادر التمويل.

هذه العلاقة الموجبة دعمتها العديد من الدراسات التجريبية على عينات من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث توصل Dufour et Molay إلى أن فرص النمو لها تأثير

إيجابي على الديون. وفي الواقع إذا ما افترضنا أن الشركة في مرحلة النمو ليس لها دائما تمويل ذاتي لمواجهة نموها فإن العلاقة الموجبة بين النمو والاستدانة تعني أن المؤسسة تفضل الديون لتمويل العجز في التمويل، وهذا ما يؤكد نتيجة نظرية التمويل التسلسلي (Dufour,D et Molay,E.2010.P10).

-الضمانات (هيكل الأصول):

تؤدي الضمانات أو هيكل الأصول دورا مهما في تحديد الهيكل المالي للمؤسسة، وقد لاحظنا اختلاف نتائج العديد من الدراسات السابقة فيما يخص تأثير متغير الضمانات على الاستدانة في المؤسسة، فمنها ما توصل إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الضمانات و نسبة الاستدانة، إذ كلما زادت الضمانات زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة، وذلك لأن تمويل المقرضين للأصول الثابتة يعرضهم لمخاطر أكبر بسبب الانخفاض الشديد الذي تتعرض له قيمة تلك الأصول في حالة التصفية (Marsh,P.1982. p141).

في حين تشير نتائج دراسات أخرى إلى أن المؤسسة التي يتضمن هيكل أصولها نسبة مرتفعة من الأصول الثابتة تميل إلى استخدام نسبة كبيرة من القروض طويلة الأجل في هيكلها المالي، وهذا وفقا لمبدأ التغطية في التمويل والذي ينص على ضرورة تمويل الأصول الثابتة من مصادر تمويل دائمة، ولذلك نتوقع ارتفاع نسبة الاستدانة في الهيكل المالي كلما زادت نسبة الأصول الثابتة.

في الواقع توفر الأصول الثابتة ضمانا للمقرضين لأنها أقل عرضة للتباين في المعلومات، كما تفقد قيمة أقل في حالة التصفية بالمقارنة مع الأصول الأخرى، سيما وأن الضمان شرط أساسي لدى الجهات المانحة في علاقة الاقتراض.

لقد أكدت دراسة هندي 1987 على ذلك، إذ اتضح أن نسبة الاقتراض تزداد كلما زادت نسبة الأصول الثابتة بوصفها أكثر الأصول ملائمة لتقديمها كضمان للمقرضين (منير، إ.ه. 2000. ص 613).

في هذا السياق يرى Scott 1977 أن المؤسسة التي تمتلك أصولا يمكن تقديمها ضمانا للمقرضين يمكنها الاعتماد بدرجة أكبر على الاقتراض، كما يمكنها الاقتراض بمعدل فائدة منخفض.

وأما (Myers et Majluf (1984 فقد بينا أن إصدار سندات دين مضمونة بالأصول ذات القيمة المحددة يمكن أن يجنب المؤسسة التكاليف المرتبطة بإصدار سندات الدين في حالة عدم تماثل المعلومات (Zerriaa, M. et Noubbigh, h. 2015. p126).

في حين توصل (Jensen et Meckiling (1976 إلى أن تكاليف الوكالة للديون يمكن تخفيضها إذا كانت المؤسسة لديها حصة كبيرة من الأصول الثابتة لأنها تمثل ضمانات للدائنين.

- الشكل القانوني:

تأخذ المؤسسات أشكالا قانونية مختلفة، ولكل شكل مصدر تمويل يتناسب معه، وعليه يمكن لهذا المحدد أن يكون له تأثير على الهيكل المالي للمؤسسة، حيث وجدت دراسة (Rajan et Zinagles (1995 أن الشكل القانوني يؤثر على مستوى الاستدانة.

6- الدراسات السابقة: هناك العديد من الدراسات التي لها علاقة بالموضوع نذكر منها:

- دراسة (Adair et Adaskou. 2015) بعنوان: نظرية التوازن ونظرية التمويل التسلسلي ومحددات استدانة المؤسسات: دراسة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الفرنسية (2002 - 2010)، هدفت هذه الدراسة إلى اختبار فرضيات نظرية التمويل التسلسلي ونظرية التوازن بشأن استدانة المؤسسة (المتغير التابع)، تم استخدام النموذج

الخطي على قاعدة بيانات لـ 2370 مؤسسة صغيرة ومتوسطة فرنسية خلال الفترة (2002 - 2010)، وخلصت الدراسة إلى أنه وفقا لنظرية التوازن يعمل الائتمان التجاري إشارة للدائنين الذين ليس لديهم معلومات خاصة عن الشركة، والحصول على الائتمان يعتمد على الضمانات. كما توصلت إلى وجود علاقة سالبة بين الاستدانة و المردودية، وعلاقة موجبة بين الاستدانة و النمو، وهم ما يتوافق مع نظرية التمويل التسلسلي، في حين أن العلاقة بين الاستدانة وعمر المؤسسة وكذلك حجمها لم يتم تحديد طبيعتها فيما يتعلق بكلتا النظريتين.

-دراسة (Zerriaa et Noubbigh.2015) بعنوان: محددات هيكل رأس المال.
بحثت هذه الدراسة في محددات هيكل رأس المال لعينة من 32 مؤسسة غير مالية مدرجة في سوق تونس للأوراق المالية خلال الفترة (2005-2010). وتم إجراء الدراسة بالاعتماد على مختلف نظريات هيكل رأس المال، وتكشف النتائج أن العوامل الخاصة بالشركة مثل الحجم والمردودية لها تأثير على اختيارات الهيكل المالي في تونس، في حين لم يتم الكشف عن تأثير ذو دلالة لفرص النمو. وتظهر النتائج كذلك أن الشركات المدرجة في البورصة التونسية تضبط الاستدانة على نسبة استدانة هدف.

-دراسة (Forte et al.2013) بعنوان: محددات هيكل رأس المال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم البرازيلية، يتناول هذا البحث محددات هيكل رأس المال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة باستخدام قاعدة بيانات تشمل 19000 شركة برازيلية لمدة 13 سنة (1994 - 2006)، وقد توصلت هذه الدراسة إلى النتائج الآتية :
علاقة عكسية بين المردودية و الاستدانة، وعلاقة طردية بين النمو والاستدانة، وهذا ما يتفق مع نظرية التمويل التسلسلي. كما وجدت الدراسة علاقة طردية بين الحجم والاستدانة، وهذا دليل على أن الشركات الكبيرة تمتلك فرصة كبيرة للوصول إلى أسواق

الائتمان، وأما الشركات الصغيرة والمتوسطة ذات المخاطر العالية فتميل إلى أن تكون أقل استنادة مالية. وأما علاقة العمر بالاستنادة فهي عكسية، بالإضافة إلى أن هذه الشركات تضبط استناداتها حسب نسبة الاستنادة المستهدفة.

-دراسة (Akinyomi et Olagunju, 2013) بعنوان: محددات هيكل رأس المال في نيجيريا، وبحثت هذه الدراسة في محددات هيكل رأس المال لعينة من 24 مؤسسة صناعية نيجيرية، حيث كشفت نتائج تحليل الانحدار أن الاستنادة لها علاقة عكسية مع الحجم والضرائب من جهة وعلاقة طردية مع الضمانات والمردودية والنمو من جهة أخرى، ولكنها علاقة ذات دلالة إحصائية فقط مع الضمانات والحجم.

-دراسة (Hendrawan, 2012) بعنوان: ميزة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة الحجم في باتام، هدفت الدراسة إلى تحديد خصائص المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في باتام (اندونيسيا)، حيث تم أخذ عينة لـ 79 مؤسسة خلال الفترة 2008-2009، وذلك باستخدام نماذج الانحدار. وتوصلت الدراسة إلى أن القدرة على الاستنادة بالنسبة إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في باتام ترتبط طرديا مع موقع المؤسسة، وأنشطة التصدير، والمستوى التعليمي للمسير، في حين ترتبط عكسيا مع الحجم والنمو ونوع الصناعة والمساهم الأجنبي، وأما العمر و استراتيجيّة التنمية فليس لهما تأثير على القدرة على الاستنادة فيما يتعلق بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

-دراسة (المومني وحسن, 2011) بعنوان: محددات اختيار الهيكل المالي لشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى اعتماد قرارات المديرين الماليين بالشركات على العوامل الخاصة بالشركة والمتمثلة في (الحجم، هيكل الأصول، العائد على الأصول، معدل النمو) والعوامل الخاصة بالسوق والمتمثلة في (معدل الضريبة، معدل الفائدة، القيمة السوقية للأسهم بسوق رأس المال) في اختيار وتحديد نسبة الدين للشركات، حيث تم فحص

أثر هذه العوامل باستخدام معادلة الانحدار المتعدد على عينة من 42 شركة من شركات قطاع الخدمات المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة ما بين 1996-2007، وأظهرت الدراسة وجود أثر ذو دلالة إحصائية للعوامل الخاصة بالشركة على الهيكل المالي حيث إن حجم الشركة وهيكل الأصول ومعدل النمو هي عوامل لها أثر إيجابي، في حين أن معدل العائد على الأصول له أثر سلبي، ومن جهة أخرى أثبتت النتائج عدم وجود أثر للعوامل الخاصة بسوق رأس المال على الهيكل المالي.

-دراسة (Al-shubiri.2010) بعنوان: محددات اختيار هيكل رأس المال : دراسة حالة في الشركات الصناعية الأردنية، لقد حاولت هذه الدراسة فحص محددات هيكل رأس المال مثل (عمر الشركة، حجم الشركة، هيكل الأصول(السيولة- الملموسة)، مخاطر الأعمال، معدل النمو، معدل الإيرادات والضريبة) بوصفها متغيرات مستقلة مع نسبة الدين للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي(2000-2004)، وتضمنت نتائج الانحدار المتعدد وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية ما بين حجم الشركة وهيكل الأصول الملموسة ومعدل النمو والضريبة وبين الاستدانة، ووجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية ما بين العائد على الأصول ونسبة الدين، كما أظهرت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين عمر الشركة وهيكل الأصول(السيولة) ومخاطر الشركة من جهة وبين نسبة الدين من جهة أخرى.

-دراسة (Gharaibeh et Al-Najjar.2007) بعنوان: محددات هيكل رأس المال (دراسة عن الشركات الصناعية الأردنية). هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على خيارات التمويل المتاحة للشركات في الدول النامية من خلال دراسة حالة الشركات الصناعية الأردنية، وقد خلصت الدراسة إلى أن خيارات التمويل تتأثر بعدة عوامل منها الربحية، والضرائب، وحجم الشركة، ونسبة النمو، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة

الدفترية، ونسبة الموجودات، والسيولة، والأرباح الموزعة. وأثبتت الدراسة وجود هيكل تمويل محدد مسبقا لدى الشركات الصناعية الأردنية، كما أثبتت أن هذه الشركات تقوم بتعديل هيكل التمويل حسب نسبة الرفع المالي المستهدفة.

7- منهجية الدراسة التطبيقية:

أ- عينة الدراسة :

تتضمن العينة 82 مؤسسة صغيرة ومتوسطة جزائرية خاصة، تستجيب لهدف الدراسة وهو تحليل العوامل المحددة للهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، وهي المؤسسات التي تتوفر فيها الشروط الآتية:

- مؤسسات في حالة نشاط عادي.
- رقم الأعمال لا يفوق 2 مليار دينار جزائري.
- لديها البيانات المالية لثلاث سنوات (2012- 2014).

ب- نموذج الدراسة :

من أجل القيام بهذه الدراسة اقترحنا نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغير التابع الذي يعبر عن الهيكل المالي ومجموعة من المتغيرات المستقلة (الحجم، المردودية، الضمانات، النمو، الشكل القانوني)، لذلك سيكون نموذج الدراسة على النحو الآتي:

$$DT = b_0 + b_1 \text{Taille} + b_2 \text{Rent} + b_3 \text{Gar} + b_4 \text{Croiss} + b_5 \text{Jur} + u$$

حيث:

$$DT : \text{الهيكل المالي} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

b0...b5: معالم النموذج

Taille : حجم المؤسسة = اللوغاريتم الطبيعي لرقم الأعمال السنوي.

$$\text{Rent : المردودية} = \frac{\text{النتيجة قبل الضريبة والغرائب}}{\text{إجمالي صافي الأصول}}$$

$$\text{Gar : حجم الضمانات} = \frac{\text{صافي الأصول المادية}}{\text{إجمالي صافي الأصول}}$$

$$\text{Croiss : معدل النمو} = \frac{\text{رقم الأعمال سنة 2014 - رقم الأعمال سنة 2012}}{\text{رقم الأعمال سنة 2012}}$$

Jur : الشكل القانوني للمؤسسة : المتغير يأخذ القيمة 1 إذا كانت شركة فردية Indiv،
2 إذا كانت شركة الشخص الوحيد EURL، 3 إذا كانت شركة ذات مسؤولية محدودة
SARL، 4 إذا كانت شركة تضامن SNC، 5 إذا كانت شركة مساهمة SPA.
u: متغير عشوائي.

ج- تحليل مصفوفة معاملات الارتباط:

تظهر الارتباط بين مختلف متغيرات النموذج، حيث يلاحظ أن هناك علاقة
ارتباط قوية بين متغير الاستدانة ومتغير المردودية، وعلاقة نوعا ما ضعيفة لكن ذات
دلالة إحصائية عند مستوى دلالة (0.05)، وأما بقية المتغيرات المستقلة فعلاقتها
بالاستدانة كانت ضعيفة. كما كشفت أن علاقات الارتباط بين المتغيرات المستقلة
ضعيفة نسبيا، ولذلك لا توجد مشكلة الارتباط الخطي المتعدد
القوي (Multicollinearity).

الجدول رقم (1): ملخص مصفوفة معاملات الارتباط

SPA	SNC	SARL	EURL	INDIV	Croiss	Gar	Rent	Taille	DT	
									1	DT
								1	-.033	Taille
							1	.074	.598**	Rent

						1	-.222*	.294**	.231*	Gar
					1	-.049	-.108	.093	.182	Croiss
				1	-.109	-.161	.136	-.275*	-.053	Indiv
			1	-.474**	-.069	.020	.000	-.052	.129	EURL
		1	-.227*	-.357**	.101	-.025	-.286**	-.003	.029	SARL
	1	-.094	-.124	-.195	-.052	-.024	.121	-.073	-.092	SNC
1	-.094	-.171	-.227*	-.357**	.165	.242*	.022	.494**	-.053	SPA

** الارتباط معنوي عند مستوى دلالة 0.01 من طرفين

* الارتباط معنوي عند مستوى دلالة 0.05 من طرفين

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج S.P.S.S20

د- تحليل نتائج الانحدار المتعدد:

يلاحظ من خلال الجدول رقم (2) أن متغير الشركة الفردية Indiv قد تم حذفه من النموذج، وذلك بسبب انعدام درجة التساهل ($Tolerance=0$).

الجدول رقم (2): نتائج نموذج الانحدار المتعدد

المودج	B	الخطأ المعياري	Beta	T	Sig
الثابت	0.292	0.204		1.431	0.157
Taille	0.002	0.013	0.020	0.187	0.852
Rent	-1.069	0.176	-0.595	-6.087	0.000
Gar	0.210	0.165	0.125	1.274	0.207
Croiss	0.032	0.018	0.162	1.773	0.080
Jur	EURL	0.059	0.072	0.737	0.463
	SARL	-0.158	-0.161	-1.603	0.113
	SNC	-0.039	-0.024	-0.266	0.791
	SPA	-0.118	-0.121	-1.076	0.285
معامل التحديد R^2	0.427				
F	6.807				

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج S.P.S.S20

كما يوضح الجدول نتائج الانحدار المتعدد لنموذج الدراسة، وهي النتائج التي تبين أن المتغيرات المستقلة المتضمنة في النموذج تفسر 42.7% من التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع، وهو ما يشير إليه معامل التحديد $R^2(0.427)$ ، ويبين اختبار F أن النموذج ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1%.

وكذلك تكشف نتائج النموذج أن المردودية هي المتغير الوحيد ذو الدلالة الإحصائية عند مستوى معنوية 1%. أما بقية المتغيرات ليست ذات دلالة إحصائية، وهو ما كشف عنه اختبار T لهذه المتغيرات، وسيتم دراسة هذه المتغيرات حسب ترتيبها في النموذج.

-الحجم (Taille): كشفت نتائج النموذج عن وجود علاقة موجبة بين الحجم ونسبة الاستدانة الإجمالية، ولكنها علاقة ليست ذات دلالة إحصائية، وهذا يعني أنه لا

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الحجم والهيكل المالي في المؤسسات الجزائرية، وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه بعض الدراسات (Kester1986، Ozkan2001، Akinyomi et Olagunju2015)، وكذلك دراسة قريشي (2005) على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

-المردودية (RENT): علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1%، وهذا يعني أن المردودية لها أثر عكسي ذو دلالة إحصائية على الاستدانة، وهذا التأثير العكسي يؤكد فرضيات نظرية التمويل التسلسلي بأن المؤسسات تفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي ولا تلجأ إلى التمويل الخارجي إلا عند الحاجة. والمؤسسات ذات المردودية الكبيرة، لها أرباح محتجزة تفضل استخدامها لتمويل مشاريعها الحالية أو المحتملة، ولذلك فمن المحتمل أن لا تطلب التمويل الخارجي.

وتتماشى الدراسة الحالية مع عدة دراسات (Daskalakis et Psillaki (2008، Colot et AL(2010)، Dufour et Moulay(2010)، Adair et Adaskou(2015).

-الضمانات (GAR): تشير النتائج إلى وجود علاقة موجبة ولكن ليست ذات دلالة إحصائية، وهذا يعني أن الضمانات ليس لها أي تأثير على الهيكل المالي على الرغم من أهمية هذا المتغير، خاصة وأن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تعتمد على التمويل البنكي كمصدر تمويل خارجي أين تشترط البنوك ضمانات، ويمكن إرجاع السبب إلى كيفية قياس متغير الضمانات التي تم اعتمادها في الدراسة الحالية، حيث تم قياسه بالأصول المادية فقط، في حين أن أغلب الدراسات اعتمدت مقياس الأصول الثابتة أو الأصول الثابتة زائد المخزون .

وعلى الرغم من أن هذه النتيجة تخالف العديد من الدراسات إلا أنها اتفقت مع دراسة كل من قريشي (2005) والعايب (2011) في البيئة الجزائرية .

-النمو (Croiss): كذلك كشفت النتائج عن عدم تأثير متغير النمو على المتغير التابع، حيث إن العلاقة الطردية بينه و بين الهيكل المالي لم تكن لها دلالة إحصائية عند مستويات الدلالة المتعارف عليها، ويمكن إرجاع السبب إلى تذبذب نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذي يؤثر على رقم الأعمال، حيث لاحظنا انطلاقا من عينة الدراسة أن رقم الأعمال قد يكون في سنة صغيرا جدا و في سنة أخرى كبيرا جدا، ولهذا لم يظهر أثر هذا المتغير على الهيكل المالي، وهذه النتيجة تتماشى مع نتائج عدة دراسات تجريبية (Olagunju (2015) Akinyomi (2015) Zerriaa et Noubbigh (2015)، العايب (2011).

-الشكل القانوني (Jur): نلاحظ ضعف متغيرات الشكل القانوني كلها في تفسير الاستدانة، وهو ما يعني أن الشكل القانوني ليس له تأثير على الهيكل المالي، فجميع العلاقات بين متغيرات الشكل القانوني و نسبة الاستدانة ليست ذات دلالة إحصائية.

خاتمة:

لقد حاولنا في هذا المقال الاهتمام بالسلوك التمويلي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية، وذلك بهدف تحليل محددات اختيار هيكلها المالي عبر تحديد طبيعة العلاقة بين الهيكل المالي (الاستدانة الاجمالية) و مجموعة من المتغيرات المستقلة . بينت نتائج الانحدار المتعدد وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي و مردودية المؤسسة، وهي النتيجة التي توصلت إليها عدة دراسات سابقة سواء على المؤسسات الكبيرة أم الصغيرة و المتوسطة، إذن فإن المردودية لها تأثير في تحديد الهيكل المالي للمؤسسة، وهذا ما نلاحظه على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة التي تعتمد بشكل كبير على الأموال الخاصة ولا تلجأ إلى التمويل الخارجي (البنكي) إلا إذا كان التمويل الداخلي لا يغطي احتياجاتها المالية، وهذه النتيجة تؤكد نظرية التمويل التسلسلي.

وأما بقية المتغيرات فلم يكن لها تأثير واضح على الهيكل المالي، والأثر غير الواضح لهذه المتغيرات يرجع إلى إشكالية التمويل لهذا النوع من المؤسسات، كما نشير إلى أن طبيعة البيانات المحاسبية قد يكون لها تأثير على النتائج.

في ضوء نتائج الدراسة توصي الباحثة بمايلي:

- إعطاء أهمية أكبر لإشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.
- إجراء المزيد من الدراسات حول هذا الموضوع.
- إحداث بنوك معلومات خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، وذلك من أجل السماح للباحثين بإجراء دراسات مكثفة على هذه الأخيرة.
- الاهتمام بالعوامل المرتبطة بالمسير و التي يمكن أن يكون لها تأثير في اختيار الهيكل المالي، وذلك بالقيام بدراسات في هذا المجال.

المراجع:

- 1- المومني، غ ف.حسن، ع م، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان ، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 38 ، العدد 2 ، 2011، ص ص 367-378.
- 2- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية "مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، ط4، الإسكندرية، 2000.
- 3-Adair.p, Adaskou.M, Trade-off theory vs. pecking order theory and the determinants of corporate leverage: Evidence from a panel data analysis upon French SMEs (2002–2010), Cogent Economics and Finance, vol.3, 2015, pp1-12.
- 4-AL- Shubiri.f, Determinants of Capital Structure Choice: A Case Study of Jordanian Industrial Companies
An-Najah Univ. J. of Res. (Humanities), Vol. 24(8), 2010, pp2457-2494.
- 5-Akinyomi.O J, Olagunju.A, Determinants of Capital Structure in Nigeria, International Journal of Innovation and Applied Studies, Vol.3 No.4, Aug. 2013, pp. 999-1005.
- 6-Ben Jemaa.S, Le financement des entreprises familiales tunisiennes : Problèmes structurels et conjoncturels, La Revue du Financier, 2001, pp41-56.
- 7- Chisti.K.A, et al, Impact of Capital Structure on Profitability of Listed Companies (Evidence From India) The USV Annals of Economics and Public Administration, Vol13, Issue 1(17), 2013, pp183-191.
- 8-Dejong.A, Kabir.R, Nguyen.TT, Capital Structure around the World: The Roles of Firm and Country-Specific Determinants, Journal of Banking and Finance, vol.32(9), 2008, pp1954-1969.
- 9- Dufour.D, Molay.E, La Structure Financière des PME françaises : une analyse sectorielle sur données de panel, 31ème Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, pp1-18.
- 10- Feudjo.J.R, Tchankam.J.R, Les déterminants de la structure financière : comment expliquer le "paradoxe de l'insolvabilité et de l'endettement" des PMI au Cameroun ? », Revue internationale P.M.E. : économie et gestion de la petite et moyenne entreprise, vol. 25, n° 2, 2012, pp99-128.

- 11-Forte.D,et al, Determinants of the Capital Structure of Small and Medium Sized Brazilian Enterprises, Brazilian Administration Review,vol.10(3),2013,pp347-369.
- 12- Hendrawan.B, The Small Medium-Sized Enterprise's characteristic in Batam Free Trade Zone that Able to Acquire Debt, Procedia Economics and Finance, vol.4,2012,pp76 – 85.
- 13-Gaud. P, et Jani. E,Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses: une étude empirique,2002, www.hec.unige. (page consultée le 27/07/2013).
- 14-Gharaibeh.h, Al-Najjar.B, Determinant of capital structure :(Evidence from Jordanian Data), Jordan Journal of Business Administration,vol 3(2),2007,pp.185-194.
- 15- Karadeniz.E,et al,Determinants of capital structure: evidence from Turkish lodging companies. International International Journal of Contemporary Hospitality Management,vol. 21(5), pp.594-609.
- 16- Marsh.P,The choice Betewen Equity and Debt, Journal Of Finance,37,March, 1982,pp.121-144.
- 17- Myers. S.C, Determinants of corporate borrowing, Journal of Financial Economics 5, 1977,pp. 147-175.
- 18-Modigliani.F, Miller.M H,The cost of capital-corporation finance and the theory of investment, American Economic Review, 48(3),1958,pp. 261-297.
- 19- Zerriaa.M, Noubbigh.H, Determinants of Capital Structure: Evidence from Tunisian Listed Firms, International Journal of Business and Management,Vol.10(9),2015,pp.121-135.
- 20- Titman. S,Wessels.R,The determinants of capital structure choice,Journal of Finance, 43(1),1958,pp.1-19.