

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المدرسة العليا للتجارة - الجزائر-

رسالة دكتوراه علوم تجارية ومالية
فرع مالية

الموضوع:

محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

دراسة حالة الجزائر

تحت إشراف الأستاذ الدكتور:
براق محمد

من إعداد الطالب:
عربي حمزة

أعضاء لجنة المناقشة:

- 1
 - 2 أ د براق محمد
 - 3
 - 4
 - 5
 - 6
- مقررا أستاذ المدرسة العليا للتجارة

السنة الجامعية: 2014-2015

كلمة شكر وعرّفان

أحمد وأشكر الله الواحد الأحد الذي انعم عليّ بنعمة العلم والعقل، وأمدني بالعزيمة والإرادة لإتمام هذا العمل.

يسعدني بعد حمد الله وشكره أن أتقدم بخالص الشكر والتقدير، وبأخلص آيات الاحترام والعرّفان بالجميل للأستاذ الفاضل الدكتور محمد براق، الذي أنار لي الطريق بعلمه الغزير وتوجيهاته السديدة، والذي كان لإرشاداته القيمة وروحه الطيبة الفضل الأكبر في إنجاز هذا البحث .

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر الجزيل لكل من ساهم من قريب أو بعيد في إتمام هذا العمل، وأخص بالذكر عمال المركز الوطني للسجل التجاري بالمحمدية.

وأخيرا أتوجه بخالص شكري وعظيم تقديري لأفراد عائلتي على ما قدموه في صبر وصمت حتى يكتمل هذا البحث ويرى النور.

إهداء

أهدي هذا العمل الى كل من أحب الله وجعل طاعته سبيله وجعل رضاه مبتغاه وجعل من سنة نبيه محمد صلى الله عليه وسلم طريقا للوصول إلى النجاة؛

إلى من وهبني عمرها فكانت حياتي، وغمرتني بحنائها فكانت فؤادي، وسلحتني بسلاحها فكانت أخلاقي ... أمي؛

إلى من كان مثلي الأعلى في الحياة، ومن علمني معنى الصبر والكفاح، ومن تعب من أجل سعادتني، وينحني لأجل استقامتي، قرّة عيني ... أبي؛

إلى من أظهروا لي أجمل ما في الحياة، سندي وقوتي ... إخوتي وأخواتي، أخص بالذكر أحمد علي ومحمد الأمين؛

إلى رفيقة دربي، وشريكتي في الحياة، الروح التي سكنت روحي، نصفي الثاني ... زوجتي؛

إلى زينة الحياة الدنيا، سعادتني وفرحتي، فلذاتي كبدي ... ابنتاي تسنيم ورنيم؛

إلى جميع أهلي وأقاربي من قريب وبعيد، أخص بالذكر جدتي الغالية حفظها الله؛

إلى من أثار لي الطريق في سبيل تحصيل ولو قدر بسيط من المعرفة ... أساتذتي الكرام؛

إلى رفقاء الدرب الذين كانوا بمثابة إخوة ... أصدقائي وزملائي الأعزاء؛

إلى كل هؤلاء وبأسمى معاني الحب والوفاء، أهدي هذا العمل.

الفهرس

	شكر و عرفان
	إهداء
I	الفهرس.....
IX	قائمة الجداول.....
XI	قائمة الأشكال.....
XI	قائمة الرسوم البيانية.....
XII	قائمة المختصرات الأساسية.....
XIII	الملخص.....
أ - ح	المقدمة العامة.....
1	الباب الأول: مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مصادر تمويلها، واقعها وإشكالية تمويلها
2	الفصل الأول: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مصادر التمويل وتكلفة رأس المال
3	المبحث الأول: مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
3	المطلب الأول: عوامل صعوبة تحديد تعريف موحد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
3	1- اختلاف درجة النمو.....
3	2- تنوع الأنشطة الاقتصادية.....
3	3- اختلاف فروع النشاط الاقتصادي.....
4	4- العوامل السياسية والتقنية.....
4	المطلب الثاني: معايير تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
4	1- المعايير النوعية.....
5	2- المعايير الكمية.....
5	المطلب الثالث: التعاريف المختلفة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
6	1- تعريف البنك العالمي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
6	2- تعريف الاتحاد الأوروبي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
6	3- تعريف دول جنوب شرق آسيا.....
7	4- تعريف الولايات المتحدة الأمريكية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
7	5- تعريف اليابان للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
7	المطلب الرابع: خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
7	1- الخصائص العامة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
9	2- الخصائص المالية والمحاسبية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
10	المطلب الخامس: المعوقات والمشاكل التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
11	المبحث الثاني: مصادر التمويل في المؤسسة.....
11	المطلب الأول: مصادر التمويل قصيرة الأجل.....
11	1- الائتمان التجاري.....
12	2- القروض البنكية قصيرة الأجل.....

- 13 3- التمويل عن طريق أوراق السوق النقدي
- 14 المطلب الثاني: مصادر التمويل متوسطة الأجل
- 14 1- القروض البنكية متوسطة الأجل
- 15 2- الاستئجار
- 15 المطلب الثالث: مصادر التمويل طويلة الأجل
- 16 1- الأسهم العادية
- 17 2- الأسهم الممتازة
- 18 3- السندات
- 19 4- الأرباح المحتجزة
- 20 5- القروض البنكية طويلة الأجل
- 21 6- التمويل بالاندماج والخيارات والتعهدات
- 23 المبحث الثالث: مفهوم وحساب تكلفة رأس المال
- 23 المطلب الأول: مفهوم تكلفة رأس المال
- 24 المطلب الثاني: تكلفة مصادر التمويل
- 24 1- تكلفة التمويل بالأسهم العادية
- 26 2- تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة
- 27 3- تكلفة التمويل بالمدىونية
- 28 4- تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة
- 28 المطلب الثالث: حساب تكلفة رأس المال
- 32 **الفصل الثاني: واقع وإشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية**
- 33 المبحث الأول: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية وتعدادها
- 33 المطلب الأول: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية
- 33 المطلب الثاني: مراحل تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
- 33 1- المرحلة الأولى 1962-1982
- 35 2- المرحلة الثانية 1982-1988
- 36 3- المرحلة الثالثة ما بعد 1988
- 37 المطلب الثالث: تعداد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية
- 37 1- تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
- 38 2- توزيع أصحاب المهن الحرة حسب قطاع النشاط
- 39 3- تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب قطاع النشاط
- 40 4- التوزيع الجغرافي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
- 41 المطلب الرابع: دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في الاقتصاد الوطني
- 41 1- دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التشغيل
- 42 2- دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في إحداث القيمة المضافة
- 43 3- دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التجارة الخارجية
- 43 المبحث الثاني: إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية
- 44 المطلب الأول: الصعوبات التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
- 44 المطلب الثاني: هشاشة العلاقة بين البنك والمؤسسة
- 45 المطلب الثالث: مشكلة التمويل من طرف المؤسسة

46	المطلب الرابع: ثقل العبء الضريبي.....
47	المبحث الثالث: هيئات تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.....
47	المطلب الأول: مصادر التمويل المباشرة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
47	1- البنوك التجارية.....
49	2- الهيئات التمويلية الحكومية.....
54	المطلب الثاني: مصادر التمويل غير المباشرة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر... ..
54	1- صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
56	2- صندوق ضمان قروض استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
57	3- التعاونات والاتفاقيات الدولية.....
60	المطلب الثالث: هيئات دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.....
60	1- وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
61	2- حاضنات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
63	3- الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار.....
64	4- الوكالة الوطنية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
66	5- الوكالة الوطنية للوساطة والضبط العقاري.....
70	الباب الثاني: طرق وأساليب تقييم المشاريع الاستثمارية والمفاضلة بينها، ومحددات الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
71	الفصل الثالث: تقييم المشاريع الاستثمارية والمفاضلة بينها في المؤسسة.....
72	المبحث الأول: تقييم واختيار المشاريع في حالة التأكد التام.....
72	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار.....
72	1- تعريف الاستثمار.....
73	2- تصنيف الاستثمارات.....
77	3- محددات الاستثمار.....
78	المطلب الثاني: معايير تقييم واختيار المشاريع التي لا تأخذ الزمن بعين الاعتبار.....
78	1- معيار فترة الاسترداد.....
80	2- طريقة مردودية الوحدة النقدية.....
80	3- طريقة معدل العائد المحاسبي.....
81	المطلب الثالث: معايير تقييم واختيار المشاريع التي تأخذ الزمن بعين الاعتبار.....
81	1- معيار القيمة الحالية الصافية.....
83	2- معدل العائد الداخل.....
85	3- معيار مؤشر الربحية.....
86	4- محدودية رأس المال.....
87	المبحث الثاني: تقييم واختيار المشاريع في حالة المخاطرة وعدم التأكد.....
87	المطلب الأول: تقييم واختيار المشاريع في حالة المخاطرة.....
87	1- مفهوم المخاطرة.....
88	2- التوقع الرياضي.....
90	3- التباين.....
91	4- معيار التوقع التباين.....

91	.....5- معيار معامل الاختلاف
92	.....6- طريقة البرمجة الخطية
92	.....المطلب الثاني: تقييم واختيار المشاريع في حالة عدم التأكد
92	.....1- مفهوم عدم التأكد
93	.....2- معايير الاختيار التي تعتمد على مصفوفة القرار
97	.....3- استخدام تحليل الحساسية في تقييم المشاريع
100	.....المبحث الثالث: تحليل التدفقات النقدية للمشاريع الاستثمارية
100	.....المطلب الأول: تعريف التدفقات النقدية
100	.....المطلب الثاني: حساب التدفقات النقدية
102	.....المطلب الثالث: أثر التضخم على التدفقات النقدية
103	.....1- أثر التضخم على التدفقات النقدية في حالة عدم وجود الضرائب
103	.....2- أثر التضخم على التدفقات النقدية في حالة وجود الضرائب
105	.....الفصل الرابع: محددات الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية
106	.....المبحث الأول: محددات الاستثمار في الدراسات السابقة ومنهجية الدراسة الإحصائية
106	.....المطلب الأول: محددات الاستثمار في المؤسسات في الدراسات التجريبية السابقة
106	.....1- رقم الأعمال
107	.....2- التدفقات النقدية
109	.....3- الديون
110	.....4- فرص النمو
111	.....5- معدل تكلفة رأس المال
112	.....6- الناتج الوطني الإجمالي
113	.....المطلب الثاني: منهجية الدراسة الإحصائية ووصف العينة
113	.....1- تقديم العينة
114	.....2- تحديد المتغيرات التابعة والمستقلة
116	.....3- وصف العينة
119	.....4- تقديم النموذج الإحصائي المستخدم
124	.....المبحث الثاني: تحديد نموذج الانحدار الخطي واختبار فرضياته للاستثمار ولهيكّل الأصول
125	.....المطلب الأول: تحديد نموذج الانحدار الخطي للاستثمار
125	.....1- تحديد النموذج الخطي المتعدد
127	.....2- اختبار فرضيات نموذج الانحدار الخطي المتعدد
130	.....المطلب الثاني: تحديد نموذج الانحدار الخطي لهيكّل الأصول
130	.....1- تحديد نموذج الانحدار الخطي المتعدد
131	.....2- اختبار فرضيات النموذج
133	.....المبحث الثالث: عرض وتحليل النتائج المتعلقة بمحددات الاستثمار
134	.....المطلب الأول: عرض النتائج
134	.....المطلب الثاني: تحليل النتائج
135	.....1- تحليل النتائج المتعلقة بنسبة الاستثمار المحققة
136	.....2- تحليل المتغيرات المؤثرة على هيكل الأصول
140	.....الباب الثالث: العوامل المؤثرة على الهيكلة المالية للمؤسسات، وعلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

141	.....	الفصل الخامس: الأسس النظرية المفسرة للهيكلية المالية للمؤسسات
142	.....	المبحث الأول: مفهوم الهيكلية المالية للمؤسسة والعوامل المؤثرة عليها
142	.....	المطلب الأول: مفهوم الهيكلية المالية
143	.....	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على قرار تركيبة الهيكلية المالية
143	.....	1- المخاطر التشغيلية والمالية
143	.....	2- الموقف الضريبي للمؤسسة
144	.....	3- المرونة المالية أو التمويلية
144	.....	4- درجة تحفظ أو جراءة الإدارة
144	.....	5- هيكل الأصول
144	.....	6- معدل النمو
145	.....	7- التحكم أو السيطرة
145	.....	8- أحوال وظروف سوق رأس المال
145	.....	المبحث الثاني: نظريات الهيكلية المالية للمؤسسات
145	.....	المطلب الأول: النظريات الكلاسيكية لتفسير الهيكلية المالية
145	.....	1- نظرية صافي الربح
147	.....	2- النظرية التقليدية
148	.....	3- نظرية صافي ربح العمليات
150	.....	4- نظرية موديقلياني وميلر
161	.....	5- نظرية التوازن
164	.....	المطلب الثاني: النظريات الحديثة لتفسير الهيكلية المالية
164	.....	1- نظرية الوكالة
168	.....	2- أثر الضريبة الشخصية على الهيكلية المالية
169	.....	3- نظرية الترتيب السلمي
171	.....	4- نظرية الإشارة
172	.....	المبحث الثالث: المساهمات النظرية للهيكلية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
172	.....	المطلب الأول: خصائص قرار التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
173	.....	المطلب الثاني: إسقاط النظريات الكلاسيكية على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
174	.....	المطلب الثالث: إسقاط النظريات الحديثة على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
177	.....	الفصل السادس: محددات الهيكلية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية
178	.....	المبحث الأول: محددات الهيكلية المالية في الدراسات التجريبية السابقة ومنهجية الدراسة
178	.....	المطلب الأول: محددات الهيكلية المالية في الدراسات التجريبية السابقة
178	.....	1- حجم المؤسسة
180	.....	2- المرودية
181	.....	3- الضمانات
184	.....	4- معدل النمو
185	.....	5- الأصول الملموسة
185	.....	المطلب الثاني: منهجية الدراسة الإحصائية
185	.....	1- تقديم العينة
186	.....	2- تحديد متغيرات الدراسة
189	.....	3- النماذج الإحصائية المستعملة في التحليل

191	المبحث الثاني: محددات الاستدانة الكلية والاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل
191	المطلب الأول: محددات الاستدانة الكلية
191	1- الوصف الإحصائي للمتغيرات
192	2- تحديد واختيار فرضيات نموذج الانحدار الخطي المتعدد
196	المطلب الثاني: محددات الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل
196	1- تحديد المتغيرة التابعة
197	2- وصف البيانات
198	3- تقدير نموذج التحليل التمييزي
198	4- نتائج التصنيف حسب نموذج التحليل التمييزي
199	المطلب الثالث: محددات الفرق في الاستدانة الكلية
200	المبحث الثالث: عرض وتحليل النتائج المتعلقة بالاستدانة الكلية والاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل
200	المطلب الأول: عرض النتائج
201	1- النتائج المتعلقة بمستوى الاستدانة الكلية
201	2- النتائج المتعلقة بمستوى الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل
202	3- النتائج المتعلقة بالفرق في الاستدانة الكلية
202	المطلب الثاني: تحليل النتائج
202	1- المردودية
204	2- الضمانات
205	3- النمو
206	4- الحجم
207	5- الشكل القانوني
211	الباب الرابع: محددات سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة، وفي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
212	الفصل السابع: الأسس النظرية المفسرة لسياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة
213	المبحث الأول: مدخل إلى سياسة توزيع أرباح السهم
213	المطلب الأول: مفهوم وأشكال توزيع أرباح السهم
213	1- مفهوم توزيع أرباح السهم
213	2- أشكال توزيع أرباح السهم
217	المطلب الثاني: إجراءات توزيع أرباح السهم
217	1- موعد الإعلان عن توزيع أرباح السهم
217	2- موعد فقدان حق المطالبة بأرباح السهم الموزعة
217	3- موعد إحصاء دفتر تحويلات الأسهم
217	4- موعد توزيع أرباح السهم
218	المطلب الرابع: القيود المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح
218	1- قيود توزيع الأرباح
219	2- فرص الاستثمار
219	3- بدائل التمويل المتاحة
219	4- أثر سياسة توزيع أرباح السهم على تكلفة الملكية
219	5- تقضيات المساهمين الحاليين

220	المبحث الثاني: أنواع ونماذج سياسة توزيع أرباح السهم
220	المطلب الأول: أنواع سياسات توزيع أرباح السهم
220	1- سياسة الفائض في توزيع أرباح السهم
221	2- سياسة توزيع أرباح السهم الثابتة
221	3- سياسة توزيع أرباح السهم المستقرة
222	4- سياسة توزيع أرباح السهم مع العلاوة
222	المطلب الثاني: نماذج سياسة توزيع أرباح السهم
223	1- نموذج لنتنر
224	2- نموذج والتر
225	3- نموذج قوردين
226	4- نموذج كالاي
229	5- نموذج ميرتون ومارش وتكاليف المعلومات
230	المبحث الثالث: نظريات سياسة توزيع أرباح السهم ومساهماتها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
230	المطلب الأول: نظريات سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة
230	1- نظرية حيادية سياسة توزيع أرباح السهم
234	2- نظرية عصفور في اليد
235	3- نظرية التفضيل الضريبي
238	4- تأثير الزبائن
240	5- نظرية الإشارة وعدم تماثل المعلومات
242	6- نظرية الوكالة
244	7- نظرية دورة حياة المؤسسة في توزيعات أرباح السهم
246	المطلب الثاني: المساهمات النظرية لسياسة توزيع أرباح السهم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
249	الفصل الثامن: محددات توزيع الأرباح في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية
250	المبحث الأول: الجانب القانوني لتوزيع الأرباح والضرائب عليها وأهم الدراسات التجريبية
250	المطلب الأول: الجانب القانوني لتوزيع الأرباح والضرائب عليها حسب القانون التجاري
250	1- الجانب القانوني لتوزيع الأرباح
252	2- الضريبة على الأرباح وعلى أرباح السهم
254	المطلب الثاني: الدراسات التجريبية لمحددات توزيع أرباح السهم
254	1- وقائع عملية لسياسة توزيع الأرباح في الدول
255	2- نتائج الدراسات التجريبية حول سياسة توزيع أرباح السهم
259	المبحث الثاني: محددات توزيع أرباح السهم وقرار التوزيع
259	المطلب الأول: تحديد متغيرات وتقديم عينة الدراسة ووصفها الإحصائي
260	1- تحديد المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة
261	2- خصائص العينة
264	المطلب الثاني: تحديد المتغيرات المفسرة لنسب توزيعات أرباح السهم
264	1- تحديد نموذج الانحدار الخطي لنسب توزيع أرباح السهم
265	2- اختبار فرضيات النموذج
268	المطلب الثالث: محددات قرار توزيع أرباح السهم
268	1- الخصائص الوصفية لكل مجموعة

270	.....2- اختبار الفرق بين متوسطي المجتمعين
272	.....3- تحديد نموذج التحليل التمييزي
273	.....4- جودة نموذج التحليل التمييزي
273	.....المبحث الثالث: عرض وتحليل النتائج المتعلقة بسياسة توزيع أرباح السهم وقرار التوزيع
273	.....المطلب الأول: عرض النتائج
273	.....1- تقديم ووصف العينة
274	.....2- عرض النتائج المتعلقة بسياسة توزيع أرباح السهم
275	.....3- عرض النتائج المتعلقة بقرار المؤسسة اتجاه توزيع أرباح السهم
275	.....المطلب الثاني: تحليل النتائج
275	.....1- المرودية
276	.....2- حجم المؤسسة
277	.....3- الشكل القانوني
282	.....الخاتمة العامة
311-289	.....قائمة المراجع
iii-i	.....الملاحق

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1-1)	حدود تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب الاتحاد الأوربي	6
(2-1)	حدود تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية	34
(3-1)	إجمالي عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية	39
(4-1)	تطور وحركية عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة بين 2011 و 2012	39
(5-1)	توزيع أصحاب المهن الحرة حسب قطاع النشاط في 2012/12/31	40
(6-1)	حركية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة حسب قطاع النشاط بين سنتي 2011 و 2012	41
(7-1)	التوزيع الجغرافي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب الترتيب للولايات الأولى	42
(8-1)	تطور عدد العمال حسب طبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	43
(9-1)	تطور القيمة المضافة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة	44
(10-1)	التجارة الخارجية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة	45
(11-1)	القروض الممنوحة للاقتصاد من طرف البنوك	51
(12-1)	المشاريع الممولة من طرف الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب حسب قطاع النشاط	52
(13-1)	القروض الممنوحة حسب نوع النشاط	54
(14-1)	المشاريع الممولة من طرف الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة إلى غاية 2012/12/31	55
(15-1)	وضعية الملفات المعالجة من طرف صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة	58
(16-1)	وضعية الضمانات المقدمة من طرف صندوق ضمان قروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب قطاع النشاط في 2012	59
(17-1)	عدد المشاريع التي استضيفت في حضانات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	65
(18-1)	إحصائيات حول مراكز التسهيل إلى غاية 2012/12/31	65
(19-1)	توزيع المشاريع الاستثمارية حسب قطاع النشاط	67
(20-1)	عدد المؤسسات المستفيدة من البرنامج الوطني للتأهيل حتى سنة 2008	68
(21-1)	حجم الاستثمارات المقدمة حسب قطاع النشاط	69
(1-2)	مشاريع المؤسسة مع رأس المال المستثمر لكل مشروع	89
(2-2)	مصروفة القرار	96
(3-2)	حركة التدفقات النقدية للمشروع	104
(4-2)	وصف إحصائيات العينة	120
(5-2)	توزيع عدد المؤسسات بين الشكل القانوني ونسب الاستثمار المحققة	122
(6-2)	تحليل التباين ANOVA لنموذج الانحدار الخطي المتعدد	129
(7-2)	المتغيرات المفسرة للاستثمار	129
(8-2)	معاملات الارتباط الخطي بين المتغيرات	131
(9-2)	نتائج اختبار التتابع	131

132	تحليل التباين <i>ANOVA</i> لنموذج وايت <i>White</i>	(10-2)
133	نتائج اختبار جارك بير <i>Jarque Berra</i>	(11-2)
134	تحليل التباين <i>ANOVA</i> لنموذج الانحدار الخطي	(12-2)
135	المتغيرات المفسرة لهيكل الأصول	(13-2)
136	نتائج اختبار التتابع	(14-2)
136	معاملات متغيرات اختبار وايت	(15-2)
137	نتائج اختبار جارك بير <i>Jarque Berra</i>	(16-2)
197	الوصف الإحصائي للمتغيرات	(1-3)
198	جدول تحليل التباين <i>ANOVA</i> لنموذج الانحدار الخطي المتعدد	(2-3)
199	المتغيرات المفسرة لمستوى الاستدانة الكلية	(3-3)
200	نتائج اختبار التتابع	(4-3)
201	تحليل التباين لنموذج وايت <i>White</i>	(5-3)
202	نتائج اختبار جارك بير <i>Jarque Berra</i>	(6-3)
203	وصف البيانات	(7-3)
204	نموذج التحليل التمييزي لما $DLMT=1$	(8-3)
204	المتغيرات المؤثرة على مستوى الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل	(9-3)
205	نتائج التصنيف	(10-3)
206	تحليل التباين <i>ANOVA</i> لنموذج الانحدار الخطي لفرق الاستدانة الكلية	(11-3)
206	المتغيرات المفسرة على الفرق في الاستدانة الكلية بين سنتي 2010 و 2011	(12-3)
269	الوصف الإحصائي للعينة	(1-4)
270	توزيع المؤسسات حسب نسب توزيع أرباح السهم	(2-4)
270	علاقة نسبة توزيع أرباح السهم بالشكل القانوني	(3-4)
271	توزيع المؤسسات حسب رقم الأعمال	(4-4)
272	تحليل التباين <i>ANOVA</i> لنموذج الانحدار الخطي المتعدد	(5-4)
272	المتغيرات المفسرة لنسب توزيع أرباح السهم	(6-4)
273	نتائج اختبار التتابع	(7-4)
274	تحليل التباين لنموذج وايت <i>White</i>	(8-4)
275	نتائج اختبار جارك بير <i>Jarque Berra</i>	(9-4)
276	الوصف الإحصائي لكل مجموعة	(10-4)
278	تحليل التباين للفرق بين المتوسطات	(11-4)
279	اختبار نموذج التحليل التمييزي لما $Div=1$	(12-4)
279	المتغيرات المؤثرة في نموذج التحليل التمييزي	(13-4)
280	تطبيق نموذج التحليل التمييزي	(14-4)

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
86	التحديد البياني لمعدل العائد الداخلي	(1-2)
147	القيمة السوقية للمؤسسة	(1-3)
152	تكلفة رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة حسب النظرية التقليدية	(2-3)
164	تأثير الضرائب على القيمة السوقية للمؤسسة حسب نظرية موديليانى وميلر	(3-3)
165	أثر تكلفة الإفلاس على القيمة السوقية للمؤسسة	(4-3)
167	القيمة السوقية للمؤسسة في وجود الضرائب وتكاليف الإفلاس	(5-3)
225	التواريخ الأساسية لتوزيع أرباح السهم	(1-4)
245	نظرية موديليانى وميلر، عصفور في اليد والتفضيل الضريبي	(2-4)

قائمة الرسوم البيانية

الصفحة	عنوان الرسم البياني	رقم الرسم
197	توزيع سحابة النقاط لمستوى الاستدانة الكلية	(1-3)
201	توزيع سحابة النقاط بين البواقي ومستوى الاستدانة الكلية	(2-3)
274	توزيع سحابة النقاط بين البواقي ومستوى الاستدانة الكلية	(1-4)

قائمة المختصرات الأساسية

بيان الاختصار	المصطلح
Analyse de variance	<i>ANOVA</i>
Chiffre d'affaire	<i>CA</i>
Cash Flow	<i>CF</i>
Croissance	<i>CR</i>
Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée	<i>EURL</i>
Garanties	<i>GAR</i>
Investissement	<i>Inv</i>
Coût des dettes	<i>kd</i>
Rentabilité	<i>RE</i>
Société à responsabilité limitée	<i>SARL</i>
Société en Nom Collectif	<i>SNC</i>
Société par action	<i>SPA</i>
Structure d'actif	<i>StIn</i>
Taille	<i>TA</i>
Total de dettes	<i>TD</i>
Total de dettes long et moyenne terme	<i>TDLM</i>

الملخص

يهدف هذا البحث إلى معرفة محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من خلال معرفة محددات أدوات السياسة المالية في المؤسسة، والتي تتمثل في محددات الاستثمار، محددات الهيكل المالية ومحددات توزيع أرباح السهم، ومعرفة أثر إشكالية التمويل على هذه المحددات مقارنة بمحددات السياسة المالية في المؤسسات في الدول المتطورة. ومن خلال هذا البحث، تم التوصل إلى أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، كما أن هذه المؤسسات تعاني من إشكالية في تمويلها. هذه الإشكالية، كان لها أثر محدود على محددات السياسة المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، فهي تتشابه في بعض المحددات مع الدول المتطورة، والتي تتمثل في النمو، رقم الأعمال، الأرباح المحققة، الأصول الملموسة والشكل القانوني.

Summary

This research aims to find out the determinants of financial policy for small and medium enterprises, through the knowledge of the determinants of instruments of the financial policy in the firms, which is in the determinants of investment, the determinants of capital structure and the determinants of dividend Policy, and see the impact of the problem of financial on these parameters compared to the determinants of fiscal policy in firms in developed countries. Through this research, it was concluded to the importance of small and medium enterprises in Algeria, and that these firms are suffering from the problem of funding. This problem, has had a limited impact on the determinants of financial policy in small and medium Algerian enterprises, they are similar in some limitations with the developed countries, which is the growth, turnover, profits earned, tangible assets and legal form.

المقدمة العامة

1- أهمية الموضوع

تشير الكثير من الإحصائيات إلى أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تمثل ما نسبته 90% من مجموع المؤسسات في الدول المختلفة، وأن نسبة العاملين فيها في معظم دول العالم لا تقل عن 80% من إجمالي عدد القوى العاملة. فهي مجال خصب لتوفير فرص العمل للباحثين عن عمل، والتخفيف من حدة الفقر عن طريق توفير فرص العمل التي توفرها للقوى العاملة لاسيما القوى العاملة غير الماهرة أو القوى العاملة محدودة المهارة.

تمثل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في منطقة آسيا وحوض الباسيفيك ما نسبته 95% من إجمالي حجم المشاريع وتشغل ما نسبته 65-85% من إجمالي قوة العمل. كما تشير بيانات البنك العالمي وصندوق النقد الدولي إلى أن الصناعات الصغيرة والمتوسطة تشكل ما نسبته 25-35% من حجم الصادرات العالمية للمواد المصنعة، كما بلغت هذه النسبة معدلات عالية في بعض الدول الآسيوية، حيث تقدر في الصين بنحو 60% وتايوان 56% من حجم صادراتها.

أما في الاتحاد الأوروبي، فإنه طبقا لإحصائيات فيفري 2011، فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تمثل ما نسبته 99% من إجمالي المؤسسات وتوظف ما نسبته 66,7%، كما تساهم بأكثر من 58% من القيمة المضافة الإجمالية للاتحاد الأوروبي.

وعلى صعيد دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، تمثل المؤسسات الصغيرة ما نسبته 75% من المؤسسات الصناعية في المملكة العربية السعودية، و88% في الكويت، و93% في قطر، وتساهم هذه المؤسسات بتشغيل أكثر من نصف القوى العاملة في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية.

أما في الجزائر وبالضبط في نهاية سنة 2012، فقد بلغ عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المصرح بها 711.832 مؤسسة، حيث ارتفعت بنسبة أكبر من 110% مقارنة بسنة 2009، كما أنها تشغل 1.848.117 يد عاملة.

وتشير الدراسات التي أجرتها المراكز البحثية إلى أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وضعت كأولى الحلول للتخلص من آثار الأزمة المالية العالمية. وتكمن أهمية هذه المؤسسات في أنها تمثل الركيزة الأولية لنشأة الصناعة لأي دولة، إضافة إلى تميزها بقلّة استثماراتها الرأسمالية نسبيا وارتفاع العائد التشغيلي للاستثمار واعتمادها على المواد الخام المحلية في الكثير من الأحيان، هذا

إضافة إلى قدرتها على تنويع الإنتاج والتكيف مع الظروف والمتغيرات الاقتصادية والاستغلال الأمثل للموارد وذلك لأنها تدار عادة من قبل القطاع الخاص، إضافة إلى مساهمتها في محاربة الفقر والبطالة من خلال تدريب وتشغيل الشباب وتوفير فرص عمل جديدة، كما أنها تساهم بنصيب كبير من القيمة المضافة وتوفير السلع والخدمات بأسعار في متناول شريحة كبيرة من ذوي الدخل المحدود، كما تعتبر وسيلة جيدة لتوجيه المدخرات الصغيرة إلى الاستثمار وتدعيم التجديد والابتكار، إضافة إلى دورها في تنمية الصادرات.

لم تتوقف الأبحاث التي تتعلق بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال الفترة الماضية، حيث تزايدت عدد الندوات والمجلات المتعلقة وكذا أطروحات الدكتوراه التي اهتمت بهذه المؤسسات، ويرجع ذلك إلى أن الظرف الاقتصادي المتمسم بالتباطؤ في النمو الاقتصادي وارتفاع درجات عدم التأكد في الأسواق العالمية، وبالتالي، فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تمثل أحسن وسيلة للاستجابة للتغيرات السريعة بما تتميز به من المرونة واللامركزية.

للمؤسسات عدة وظائف تدرج من خلال تحليل النشاط الكلي لها وتقسيمه على أنشطة جزئية كل حسب دورها، وهذا التحليل يسمح بتوجيه الموارد البشرية والمالية والمادية في سياق الإستراتيجية المتبعة من طرف المؤسسة لتحقيق أهدافها، حيث تعتبر الوظيفة المالية من أهم وظائف المؤسسة، فهي مجموعة من المهام أو العمليات التي تسعى إلى البحث عن الأموال في مصادرها الممكنة وفي إطار محيطها، بعد تحديد الاحتياجات التي تريدها من خلال برامجها وخططها الاستثمارية وكذا برامج تمويلها وحاجاتها اليومية، وبعد تحديد الاحتياجات ودراسة الإمكانيات للحصول على الأموال تأتي عملية اختيار أحسن البدائل المتاحة.

يعتبر موضوع تقييم المشاريع واختيارها من المواضيع التي حظيت باهتمام كبير في البلدان المتقدمة وبخاصة بعد الحرب العالمية الثانية، انطلاقاً من اهتمامها بأهمية تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة والنادرة، حيث تعود أهمية تقييم واختيار المشاريع إلى ندرة الموارد الاقتصادية وبخاصة رأس المال وإلى التقدم العلمي والتكنولوجي وما يترتب عليه من بدائل وفرص استثمارية وفي كافة المجالات، ذلك التعدد الذي يتطلب ضرورة المفاضلة والاختيار بين الفرص الاستثمارية المتاحة للوصول إلى الفرصة الاستثمارية المناسبة. وقد نتج عن هذا الاهتمام أساليب عدة في تقييم المشاريع واختيارها في ظل عدم التأكد والتي تتناول معالجة العديد من المتغيرات والاحتمالات وأثرها على النتائج المرجوة.

من بين أهم الأساليب في تقييم المشاريع واختيارها تلك الأساليب التي تأخذ القيمة الزمنية للنقود بعين الاعتبار، من بينها فترة الاسترداد ومعدل العائد المحاسبي، معدل العائد الداخلي وصافي القيمة الحالية.

وحتى تحقق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مشاريعها، يجب عليها أن تعتمد على مصادر التمويل المختلفة، والتي تتكون من المصادر الداخلية والمصادر الخارجية. وبما أن لكل مصدر من هذه المصادر التمويلية تكلفته الخاصة به، فإن اختيار الهيكله المالية لها محددات يستوجب على المؤسسة مراعاتها، ومعرفة محددات الهيكله المالية صنعت حدثا مهما في الأدبيات المالية وذلك بعد الدراسة التي قام بها مودigliani وميلر (1958) Modigliani&Miller والتي حاولت إعطاء شرح نظري لهذه الهيكله في ظل بعض الفرضيات. حسب هاريس ورافيف (1991) Harris&Raviv، فإن الهيكله المالية هي تعبير عن نظام التفضيل العقلاني لمسيريها في محيط تضارب المصالح وعدم تماثل المعلومة بين الأعوان الاقتصادية (بين المسيرين والمساهمين والدائنين)، والحصول على التمويل عن طريق الديون ليس محدودا وإنما المؤسسة هي التي تضع حدا لهذا المصدر بطريقة تسمح لها بتخفيض تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين والدائنين، والذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة الوكالة والإفلاس. وفي هذا الإطار، فإن المؤسسة تبحث عن نسبة الديون المثلى في الهيكله المالية والتي ينتج عنها تحقيق الهدف الأساسي للمساهمين وهو تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

تمثل أرباح السهم تلك الدفعات التي يتم دفعها إلى حملة الأسهم من الأرباح التي تحققها المؤسسة من مختلف أنشطتها إما على شكل نقدي أو على شكل أسهم، وقرار توزيع أرباح السهم يعتبر أحد أهم القرارات المالية في المؤسسة فهو يبين الكيفية التي يتم من خلالها تحديد أرباح المؤسسة لتوزيعها أو لإعادة الاستثمار.

من بين النماذج التي تناولت سياسة توزيع أرباح السهم هي نموذج لينتر (1956) Linter الذي توصل إلى أن أرباح المؤسسة تعتبر محددًا رئيسيًا لأرباح السهم، ونموذج مودigliani وميلر (1961) Modigliani&Miller الذي بين بأن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة عن سياستها في توزيع الأرباح. كما تؤثر على سياسة توزيع الأرباح كل من نظرية الوكالة ونظرية الصفقات وذلك بعد عدة دراسات تجريبية مختلفة أجريت، على غرار دراسة ميلر وروك (1985) Miller&Rock ودراسة باتاشاريا (1979) Bhattacharya .

2- أسباب اختيار الموضوع

من أهم الأسباب الذاتية التي أدت إلى اختيار هذا الموضوع هو تخصص المالية المدروس في التدرج وفي ما بعد التدرج، إضافة إلى الرغبة أكثر في التحكم في السياسة المالية للمؤسسة من خلال اختيار المشاريع وتحديد الهيكل المالية المثلى وسياسة توزيع الأرباح بما يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

أما من بين الأسباب الموضوعية، هو الضعف الكبير الذي تشهده المؤسسات الجزائرية في اتخاذ هذه القرارات المالية، إضافة إلى البيئة الاقتصادية التي تعمل في ظلها هذه المؤسسات، خاصة في انعدام البدائل التمويلية، كما أن الهيكل المالية وسياسة توزيع الأرباح التي تنتهجها المؤسسات مهمة كثيرا لإعطاء الصورة الحقيقية لوضعية المؤسسة.

3- أهداف البحث

يمكن تلخيص أهداف هذا البحث في العناصر التالية:

- تحديد مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أهميتها وخصائصها.
- معرفة مختلف مصادر التمويل للمؤسسة وتكاليفها، وتحديد تكلفة رأس المال.
- إبراز مكانة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ومعرفة أهم هيئات دعم وتمويل هذا المؤسسات.
- تحديد مختلف معايير تقييم المشاريع والمفاضلة بينها، ومعرفة محددات الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.
- تلخيص أهم ما توصلت إليه نظريات الهيكل المالية بشكل يسمح للمؤسسة بفهمها، ومعرفة أهم محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.
- تلخيص أهم ما توصلت إليه النظريات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح وتحديد محددات توزيع الأرباح بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

4- الدراسات السابقة

- توجد عدة دراسات سابقة أجريت تتعلق بأحد عناصر السياسة المالية للمؤسسة، من بينها:
- الدراسة التي قام بها يوسف قريشي سنة 2005 والتي تتمثل في أطروحة دكتوراه بعنوان: "سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: دراسة ميدانية"

تمثل هدف هذه الدراسة في معرفة المتغيرات المفسرة لهيكل التمويل لمعرفة طبيعة سياسة التمويل التي تميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، وذلك بالاعتماد على دراسة ميدانية لعينة من 128 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في الفترة الممتدة بين 2001-2003.

أكدت دراسة قريشي على أهمية نظرية الوكالة، دورة حياة المؤسسة ونظرية الترتيب السلمي للتمويل في تفسير اختيارات التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

- الدراسة التجريبية التي قام بها ساراسكويرو وآخرون (2012) Serrasquerio et al وهي عبارة عن بحث نشر كمقال بعنوان:

"هل تختلف محددات الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة عن تلك المحددات في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة القائمة؟ تأكيد تجريبي باستعمال بيانات اللوحة"

"Do the investment determinants of new SMEs differ from those of existing

SMEs? Empirical evidence using panel data"

عالج الباحثون في هذا المقال محددات الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة القائمة أو القديمة، وذلك من خلال عينة تكونت من 1854 مؤسسة صغيرة ومتوسطة.

خلصت هذه الدراسة إلى وجود اختلاف جوهري بين محددات الاستثمار في كل من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة القديمة والجديد، وتتمثل المحددات في المبيعات، الوضع الاقتصادي، التمويل الداخلي والتمويل الخارجي والتدفقات النقدية.

- الدراسة التجريبية التي قام بها فيليب قاد وإليون جاني Philippe Gaud et Elion Jani (2002) في بحث لهما نشر كمقال تحت عنوان:

"محددات وديناميكية هيكل رأس المال للمؤسسات السويسرية: دراسة تجريبية"

"Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : étude empirique"

تمثل هدف هذا البحث في دراسة محددات الهيكلية المالية للمؤسسات السويسرية، وذلك من خلال عينة مكونة من 106 مؤسسة مسعرة في البورصة السويسرية في الفترة ما بين 1991 و2000.

تم التأكيد في هذه الدراسة على تفسير نظرية التمويل السلمي لتمويل المؤسسات السويسرية.

- دراسة عيسى بدروني سنة 2011، وهي عبارة عن مذكرة تخرج ماجستير في المالية بعنوان:

"محددات توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة - دراسة حالة الجزائر -"

تمثل هدف هذا البحث في معرفة أهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية، والتي قام من خلالها بدراسة تجريبية لعينة تتكون من 266 مؤسسة خاصة جزائرية.

خلصت هذه الدراسة إلى توافق توزيعات أرباح السهم في المؤسسات الجزائرية مع نظرية قورن، وتأثير كل من التدفقات النقدية، الشكل القانوني، المردودية على تحديد سياسة توزيع أرباح السهم.

5- إشكالية البحث

من خلال ما سبق، تتبلور معالم إشكالية هذا البحث فيما يلي:

ما هي محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عامة، والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية خاصة؟

يمكن أن نتفرع هذه الإشكالية إلى عدة أسئلة فرعية تساعد في الإجابة عليها:

- ما هو مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وما هي مكانتها ودورها في الجزائر؟
- ما هي مختلف مصادر التمويل، وما هي تكلفتها، وما هي تكلفة رأس المال؟
- كيف يتم تقييم المشاريع واختيارها بالنسبة للمؤسسة؟
- ما هي أهم النظريات التي قامت بدراسة الهيكلية المالية وسياسة توزيع الأرباح؟
- كيف تقوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية باختيار مشاريعها، وما هي محددات الهيكلية المالية ومحددات توزيع الأرباح الخاصة بها؟

6- فرضيات البحث

تتمثل الفرضية العامة للبحث في كون أن للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية دور ومكانة بارزين خاصة بعد التوجه إلى الاقتصاد الحر، كما أن تقييم المشاريع واختيارها لا يتم بطريقة علمية، بل يرجع الأمر إلى قرار رئيس المؤسسة، إضافة إلى أن نسبة كبيرة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية هي مؤسسات عائلية، وتختلف محددات كل من الهيكلية المالية ومحددات توزيع الأرباح اختلافا بارزا في الجزائر عن مثيلاتها في باقي الدول، ويرجع ذلك إلى طبيعة البيئة الاقتصادية الجزائرية التي لا تتسم بالمرونة، إضافة إلى انعدام البدائل التمويلية التي تعتبر من أهم العوائق لتحديد الهيكلية المالية المناسبة.

أما فيما يتعلق بالفرضيات الجزئية فهي تتمثل في العناصر الموالية:

- يتم تقييم المشاريع باستعمال القيمة الحالية الصافية التي تعطي الفرق في القيمة السوقية للمؤسسة، ويتم اختيار المشروع الذي يحقق أكبر قيمة حالية صافية، أما في الجزائر فإن اختيار المشاريع للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ترجع لاعتبارات ذاتية وليست موضوعية.
- كون أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تنشط في اقتصاد غير مرن ويسوده النظام البنكي الذي لا يتسم بالمرونة بدوره، فإن محددات الهيكلية المالية ومحددات توزيع الأرباح تختلف عن مثيلاتها في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في باقي دول العالم.

7- المناهج المتبعة

يستلزم انجاز هذا البحث إتباع المنهج الوصفي لعرض أهم الطرق والأساليب التي بواسطتها يتم اختيار المشاريع، وكذا عرض أهم النظريات التي تتحدث عن الهيكلية المالية، وعلى سياسة توزيع الأرباح، والمنهج التحليلي، وذلك من خلال إسقاط ما هو نظري على الواقع الجزائري، بواسطة تحليل نتائج الدراسات الميدانية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

8- هيكل البحث

نظرا إلى الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية، فإن البحث يتم تقسيمه إلى أربعة أبواب، وكل باب ينقسم بدوره إلى فصلين، فصل نظري وفصل تطبيقي.

في الباب الأول، وفي الفصل الأول، يتم التطرق إلى مختلف تعاريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أهميتها ومكانتها، وكذا مميزاتها وخصائصها وعوائقها، كما يتم التطرق إلى مختلف مصادر التمويل وتكلفة كل مصدر إضافة إلى تقديم تكلفة رأس المال، أما في الفصل الثاني فيتم التطرق إلى واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، من خلال عرض تعريفها وكذا دورها

ومكانتها في الاقتصاد الجزائري وأهم العقبات والمشاكل التي تواجهها، إضافة إلى تقديم أهم البدائل التمويلية المتاحة وعرض إشكالية التمويل التي تعاني منها هذه المؤسسات.

أما في الباب الثاني، وفي الفصل الأول، سيتم عرض مختلف تعاريف المشاريع وأنواعها، وأهميتها، وكذا أهم أساليب تقييمها، ومزايا وعيوب كل أسلوب، إضافة إلى عملية اختيار المشاريع. أما في القسم الثاني، فيتم معرفة آلية اختيار المشاريع بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية من خلال دراسة ميدانية لعدد من هذه المؤسسات.

في الباب الثالث والذي يختص بدراسة الهيكلة المالية، فسيتم عرض مختلف النظريات المفسرة للهيكلة المالية وأهم العوامل المؤثرة عليها في الجزء النظري، وفي الجزء التطبيقي يتم دراسة محددات الهيكلة المالية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية من خلال دراسة ميدانية لعدد من هذه المؤسسات.

وفي الباب الرابع والأخير، يتم التطرق إلى الأدبيات المالية التي تركزت على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة وأهم النظريات المفسرة لهذه السياسة، ثم دراسة محددات توزيع الأرباح في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

الباب الأول: مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مصادر تمويلها، واقعها

وإشكالية تمويلها

من أهم روافد عملية التنمية المستدامة تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول بشكل عام، والدول النامية بشكل خاص، وذلك باعتبارها منطلقا أساسيا لزيادة الطاقة الإنتاجية من ناحية، والمساهمة في معالجة مشكلتي الفقر والبطالة من ناحية أخرى. ولذلك أعطت دول كثيرة أهمية كبيرة لهذه المؤسسات. ونظرا لأهمية هذه المؤسسات، أخذت معظم الدول النامية تركز جهودها عليه، حيث أصبحت تشجع إقامتها، خاصة بعد أن أثبتت قدرتها ومرونتها في معالجة المشكلات الرئيسية التي تواجه مختلف الاقتصاديات.

ولإقامة هذه المؤسسات، وجب توفير مصادر التمويل المتنوعة واللازمة التي تتسجم مع نوع المؤسسة، حجمها ونشاطها، حيث يمكن تقسيم هذه المصادر إلى ثلاثة أقسام، مصادر تمويل قصيرة الأجل، مصادر تمويل متوسطة الأجل ومصادر تمويل طويلة الأجل، ولكل طريقة خصائصها ومزاياها. وللحصول على التمويل اللازم للمؤسسة، وجب عليها تقدير تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل، فكل مصدر تكلفته، والتكلفة المرجحة لتكاليف مصادر التمويل تسمى تكلفة رأس المال، وتحديد تكلفة رأس المال أهمية بالغة للمؤسسة.

بغض النظر عن الدول النامية، فقد اهتمت الجزائر اهتماما خاصا بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وأعطتها مكانتها الخاصة، وذلك من خلال ما تقدمه لها من وسائل وآليات وهيئات تمويل ودعم مختلفة، إضافة إلى الاتفاقيات المبرمة مع مختلف الدول والهيئات التي لها خبرة واسعة في مجال تمويل وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إلا أن ذلك لم يحد من مشكلة التمويل التي تعاني منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية. فالحشاشة بين المؤسسة والبنك وكذا خصائص هذا النوع من المؤسسات إضافة إلى ثقل العبء الضريبي عليها ساهم بدرجة كبيرة في تقادم إشكالية التمويل.

في هذا الباب، سيتم عرض مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الجانب النظري، وكذا مصادر التمويل الممكنة إضافة إلى تكلفة كل مصدر، وأخيرا تكلفة رأس المال في الفصل الأول. أما في الفصل الثاني، فسيتم معرفة واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، إشكالية التمويل التي تعاني منها، مع تقديم أهم آليات وهيئات دعم وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سواء المباشرة أو غير المباشرة.

خلاصة الباب الأول

للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أهمية بالغة في تطوير اقتصاديات الدول، فمرونتها وحجمها سمحا لها بأن تنسجم مع المتغيرات الاقتصادية الكلية. كما أن معظم المؤسسات كبيرة الحجم تستند على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة بواسطة المقاوله بالباطن. رغم هذه الأهمية، إلا أنها لا تخلو من عدة معوقات، لعل أهمها البحث عن التمويل اللازم وبالشروط المطلوبة.

أعطت الجزائر وعلى غرار باقي دول العالم المتطورة والنامية أهمية بالغة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بعد توجه إلى الاقتصاد الحر، حيث بينت الإحصائيات أن أكثر من 1,8 مليون يد عاملة نهاية سنة 2012 امتصت من طرف هذه المؤسسات، كما تظهر الإحصائيات القيمة المضافة المحدثة وحجم التجارة الخارجية.

رغم هذه الأهمية، إلا أن هذه المؤسسات تعاني العديد من المعوقات في الجزائر، أهمها إشكالية التمويل، فضيقة مصادر التمويل الخارجية، وانعدام البورصة، والعلاقة الهشة بين المؤسسة بالبنك، جعلت من السلطات الجزائرية اتخاذ عدة إجراءات، منها إنشاء العديد من الهيئات التمويلية المباشرة وغير المباشرة، واستحداث صناديق ضمان القروض البنكية، وإبرام الكثير من الاتفاقيات الدولية ومع الهيئات والمنظمات المختصة في مجال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

يعتبر اختيار مصادر التمويل الأنسب من أهداف الوظيفة المالية في المؤسسة، التي تأخذ على عاتقها اختيار أنسب المصادر بأقل تكلفة، حيث تمثل تكلفة رأس المال القاعدة لاختيار الكثير من القرارات المالية المهمة، أهمها اختيار المشاريع، والباب الموالي يقدم المشاريع الاستثمارية وكيفية المفاضلة بينها.

الفصل الأول: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مصادر التمويل وتكلفة رأس المال

تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إحدى أهم الدعامات الأساسية لاقتصاد البلدان المتطورة والنامية على حد سواء، ولهذا توجه لها اهتماما كبيرا، وأيضا لما تتميز به هذه المؤسسات من خصائص ومميزات تجعلها تؤدي دورا كبيرا في التنمية.

رغم ما تشهده المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من اختلاف في تعريفها، إلا أنها تشترك في الكثير من الخصائص. ولقيام المؤسسة بنشاطاتها المختلفة، وجب عليها توفير بعض الشروط، ومن بين أهم هذه الشروط هو تحديد الهيكلية المالية اللازمة، حيث يتم اعتماد هذه الهيكلية انطلاقا من مصادر التمويل المختلفة، والمتمثلة في المصادر قصيرة الأجل، متوسطة الأجل والمصادر طويلة الأجل، كما أن عليها اختيار المصدر أو المصادر التمويلية المناسبة، فكل مصدر أدواته، ولكل أداة ضوابطها ومميزاتها.

لكل مصدر من مصادر التمويل تكلفة خاصة، ويستوجب على المؤسسة تحديد تكلفة كل مصدر بدقة، والتكلفة المرجحة لتكاليف مصادر التمويل تسمى بتكلفة رأس المال، وتحديد هذه التكلفة يعتبر أمرا ضروريا في الكثير من القرارات خاصة قرارات التمويل والاستثمار.

يتمحور هذا الفصل حول تحديد مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، انطلاقا من صعوبة التعريف، وتعريفها في مختلف الدول والهيئات والمنظمات العالمية، ثم عرض خصائصها ومعوقاتهما. إضافة إلى عرض مختلف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة، وخصائص كل مصدر. وأخيرا، تحديد تكلفة كل مصدر، وتحديد التكلفة المرجحة لرأس المال، وأهميتها والعوامل المؤثرة عليها.

يتم معالجة هذا الفصل في المباحث الموالية:

- مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- مصادر التمويل في المؤسسة؛
- مفهوم وحساب تكلفة رأس المال.

المبحث الأول: مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يعتبر التباين في اقتصاديات الدول من أهم العوائق التي تؤدي إلى عدم وضع تعريف شامل وموحد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث يوجد أكثر من خمسين تعريف لها.⁽¹⁾ فالمشكلة الأساسية تكمن في وضع الحدود الفاصلة بين المؤسسة المصغرة، الصغيرة، المتوسطة والكبيرة.

المطلب الأول: عوامل صعوبة تحديد تعريف موحد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

توجد عدة صعوبات تواجه وضع تعريف واضح يحظى بالإجماع للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث توجد عدة قيود تتحكم في إيجاد هذا التعريف الشامل والموحد. من أهم هذه القيود اختلاف درجة النمو، اختلاف النشاط الاقتصادي، اختلاف فروع النشاط، تعدد معايير التعريف.

1- اختلاف درجة النمو

يتمثل اختلاف درجة النمو في عدم تكافؤ التنمية لقوى الإنتاج والتي تميز الاقتصاد الدولي، واختلاف مستويات النمو، وكذا مستوى تطور التكنولوجيا المستعملة في كل بلد ووزن الهياكل الاقتصادية المتمثلة في المؤسسات الاقتصادية، فالمؤسسة الصغيرة والمتوسطة في ألمانيا أو اليابان أو أي بلد صناعي آخر تعتبر كبيرة في بلد نامي كالجزائر أو موريتانيا.

2- تنوع الأنشطة الاقتصادية

يغير تنوع الأنشطة الاقتصادية في أحجام المؤسسات ويميزها من فرع لآخر، فالمؤسسات الصناعية تختلف عن المؤسسات التجارية وعن المؤسسات الخدمائية، وتختلف أيضا تصنيفات هذه المؤسسات من قطاع لآخر لاختلاف الحاجة للعمالة ورأس المال، فالمؤسسات الصناعية تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة لإقامة استثماراتها أو التوسع فيها، كما تحتاج إلى يد عاملة كثيرة مؤهلة ومتخصصة، الأمر الذي لا يطرح في المؤسسات التجارية أو المؤسسات الخدمائية بنفس الدرجة، وكذلك الأمر بالنسبة للمستوى التنظيمي.

3- اختلاف فروع النشاط الاقتصادي

ينفرع كل نشاط اقتصادي إلى عدد كبير من الفروع، فالنشاط التجاري ينقسم إلى التجارة بالجملة والتجارة بالتجزئة، أو إلى التجارة الداخلية والتجارة الخارجية، وينقسم النشاط الاقتصادي بدوره إلى مؤسسات الصناعة الاستخراجية ومؤسسات الصناعة التحويلية، وكل منها تضم عددا من

¹ - يوسف قرشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005، ص:19.

الفروع الصناعية، منها المؤسسات الغذائية وصناعة الغزل والنسيج وغيرها. وتختلف كل مؤسسة حسب فرع النشاط الذي تنتمي إليه من حيث كثافة اليد العاملة وحجم الاستثمارات الذي يتطلبه نشاطها.

4- العوامل السياسية والتقنية

يمكن أن يحدد هذان العاملان مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتبيان حدودها، والتمييز بين المؤسسات حسب رؤية واضعي السياسات والاستراتيجيات التنموية، وهذا من خلال معرفة مدى اهتمام الدولة ومؤسساتها بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمساعدات التي تقدمها لهذا القطاع لمواجهة الصعوبات التي تعترض طريقها. أما العامل التقني، فهو يظهر من خلال مستوى الاندماج بين المؤسسات، فحينما تكون هذه الأخيرة أكثر قابلية للاندماج يؤدي هذا إلى توحيد عملية الإنتاج وتمركزها في مصنع واحد، وبالتالي يتجه حجم المؤسسة إلى الكبر، بينما تكون العملية الإنتاجية مجزأة إلى عدد كبير من المؤسسات، يؤدي ذلك إلى ظهور عدة مؤسسات صغيرة ومتوسطة.

المطلب الثاني: معايير تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

من أهم المعايير التي تحدد مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المعايير النوعية والمعايير الكمية.

1- المعايير النوعية

من خلال نتائج الدراسة التي قام بها البروفيسور بولتون Bolton في بريطانيا في الستينيات، والتي عرف من خلالها المؤسسة الصغيرة والمتوسطة اعتمادا على ثلاثة معايير، وهي:⁽¹⁾

- أن تكون المؤسسة مسيرة من طرف مالكيها بصفة شخصية.
- أن تكون حصتها في السوق محدودة.
- أن تكون مستقلة.

فالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب بولتون تسير من طرف مالكيها بطريقة مباشرة، كما تتميز بهيكل تنظيمي أفقي، وعدم وجود تفويض للمسؤوليات من طرف مالك المؤسسة. كما أن حصة هذه المؤسسات في السوق محدودة وضعيفة، فهي لا تستطيع التأثير بصورة فعالة في أسعار البيع عن

¹ - عاشور كتوش ومحمد طرشي، تنمية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الملتقى الدولي الأول حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلوي، الشلف، 17-18 أبريل 2006، صص: 1033-1034.

طريق تغيير كميات السلع التي تنتجها. أما فيما يتعلق بالاستقلالية، ففروع المؤسسات الكبرى لا يمكن اعتبارها مؤسسات صغيرة أو متوسطة.

2- المعايير الكمية

تشمل المعايير الكمية على مؤشرات اقتصادية وتقنية، مثل عدد العمال، حجم الإنتاج، القيمة المضافة وغيرها، ومؤشرات نقدية والتي تشمل على رقم الأعمال ورأس المال المستثمر.⁽¹⁾

تتعدد المعايير الكمية المستخدمة للتمييز بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات الكبيرة. ففي دراسة خاصة قامت بها لجنة الاتحاد الأوروبي، لوحظ أن في مختلف دول الاتحاد يتم التمييز بين المؤسسات بالاعتماد على المعايير الكمية والتي تختلف من بلد إلى آخر، كما لوحظ أيضا أن هذه المعايير لا تختلف من بلد إلى آخر فحسب، بل تختلف حتى في داخل نفس البلد وتختلف من برنامج إلى آخر.⁽²⁾

يعتبر معيار عدد العمال من بين أكثر المعايير المستخدمة للفرقة بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات الكبيرة، وذلك لعدة أسباب، أهمها توفر البيانات المتعلقة بعدد العمال في أغلب الدول، وسهولة استخدام هذا المعيار خاصة عند إجراء المقارنات الدولية أو القطاعية. رغم أهمية عدد العمال كمعيار للفرقة، إلا أنه لا يعكس بالضرورة الحجم الحقيقي للمؤسسة، لأنه يتجاهل حجم رؤوس الأموال المستثمرة وتقنيات الإنتاج المطبقة ودرجة الكثافة الرأسمالية. لذا، فإنه إلى جانب معيار عدد العمال، توجد معايير أخرى منها رقم الأعمال ومجموع الميزانية.

المطلب الثالث: التعاريف المختلفة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تتفرد كل دولة بتعريف خاص بها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بغض النظر عن التوصيات التي تقدمها بعض المؤسسات والمنظمات الدولية، فبعض الدول تقدم تعاريف ترتبط بدرجة نموها الاقتصادي، وتقدم دولا أخرى تعاريف قانونية مثل الولايات المتحدة الأمريكية واليابان، والبعض يقدم تعاريف إدارية كهولندا. في هذا المطلب، سيتم عرض مختلف التعاريف في بعض الهيئات الدولية والدول للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

¹- شهرزاد زغيب وليلى عيساوي، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر واقع وآفاق، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عمار تليجي، الأغواط، 08-09 أفريل 2002، ص: 171-173.

²- عاشور كتوش ومحمد طرشي، مرجع سابق، 2006، ص: 1034.

1- تعريف البنك العالمي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

حسب البنك العالمي، فقد أعطى شروطاً لتكون المؤسسة إما مصغرة، صغيرة أو متوسطة، حيث تتعلق هذه الشروط برقم الأعمال، إجمالي الأصول وعدد العمال. فإذا كان عدد العمال أقل من عشرة عمال وإجمالي الأصول أقل من 100.000 دولار أمريكي، ونفس المبلغ بالنسبة لرقم الأعمال، فإن المؤسسة تعتبر مصغرة. أما المؤسسة الصغيرة فهي التي تضم أقل من خمسين عاملاً، وأصولها أقل من 3 مليون دولار أمريكي ونفس المبلغ بالنسبة لرقم الأعمال. وتكون المؤسسة متوسطة إذا كان عدد عمالها أقل من 300 عاملاً وأصولها أقل من 15 مليون دولار أمريكي ونفس المبلغ بالنسبة لرقم الأعمال.

2- تعريف الاتحاد الأوروبي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المحرك الرئيسي للاقتصاد في الاتحاد الأوروبي، فهي تؤدي دوراً أساسياً في الاقتصاد الأوروبي، حيث فاق عدد المؤسسات 23 مليون كما توظف أكثر من 75 مليون عاملاً في 25 دولة أوروبية.

يرتكز تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب الاتحاد الأوروبي على ثلاثة عناصر أساسية. وهي عدد العمال، رقم الأعمال السنوي والميزانية السنوية.

يوضح الجدول رقم (1-1) الحدود الفاصلة بين المؤسسة المتوسطة، الصغيرة والمصغرة حسب الاتحاد الأوروبي.

الجدول رقم (1-1): حدود تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب الاتحاد الأوروبي

نوع المؤسسة	عدد العمال	رقم الأعمال (مليون أورو)	مجموع الميزانية (مليون أورو)
متوسطة	<250	≤ 50	≤ 43
صغيرة	<50	≤ 10	≤ 10
مصغرة	<10	≤ 2	≤ 2

المصدر: La nouvelle définition des PME, guide de utilisation et modèle de déclaration: Publications, Commission Européenne, 2006, p : 14.

3- تعريف دول جنوب شرق آسيا

قام اتحاد جنوب شرق آسيا بدراسة حول المؤسسات، بغية تحديد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات الكبيرة والمؤسسات الأسرية، وذلك اعتماداً على معيار عدد العمال، خلصت هذه الدراسة إلى ما يلي: (1)

- تكون المؤسسة أسرية إذا كان عدد عمالها أقل من 10.

1- عبد السلام أبو قحف، اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي، مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2001، ص: 98.

- تكون المؤسسة صغيرة إذا كان عدد العمال من 10 إلى 49 عامل.
- أما المؤسسة المتوسطة فعدد عمالها بين 50 و 99 عامل.
- كل مؤسسة عدد عمالها أكبر من 100 عامل فهي مؤسسة كبيرة.

4- تعريف الولايات المتحدة الأمريكية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعرف الولايات المتحدة الأمريكية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بأنها تلك المؤسسات المستقلة في الملكية والإدارة، وتستحوذ على نصيب محدود من السوق، ولا يتعدى عدد عمالها 300 عامل بالإضافة إلى رأس مال لا يتجاوز تسعة ملايين دولار أمريكي بالنسبة للمؤسسات الصغيرة.

5- تعريف اليابان للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

قامت اليابان بوضع تعريف واضح ومحدد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كأول خطوة لتشجيع تنمية وتطوير هذه المؤسسات. فقد نص القانون الأساسي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على ضرورة القضاء على كافة الحواجز والعقبات التي تواجه هذه المؤسسات، كما عرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في عام 1999 حسب القطاعات كما يلي:

- قطاع الخدمات، ويكون عدد العمال 100 أو أقل ورأس المال 50 مليون ين أو أقل.
- قطاع مبيعات التجزئة، ويكون عدد العمال أقل من 51 ورأس المال 50 مليون ين أو أقل.
- قطاع مبيعات الجملة، ويكون عدد العمال أقل من 101 ورأس المال 100 مليون ين أو أقل.
- قطاع الصناعة والقطاعات الأخرى، ويكون عدد العمال أقل من 301، ورأس المال 300 مليون ين أو أقل.

المطلب الرابع: خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تتمتع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمجموعة من الخصائص التي تجعل الكثير من النظريات الاقتصادية المطبقة على المؤسسات الكبيرة لا تتواءم معها.

1- الخصائص العامة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالخصائص العامة الموالية: (1)
- مؤسسات صغيرة أو متوسطة بمؤشر عدد العاملين فيها، أي أنها تستخدم عددا محدودا من العاملين. وفي أغلب الأحيان تهيمن المصالح الشخصية في تنظيمها، مما يجعلها تتمتع بمرونة

1- ناصر سليمان ومحسن عواطف، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالصيغ المصرفية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، 23-24 فيفري 2011، ص ص: 5-6.

- عالية والقدرة على التغيير، لأنها تملك تنظيماً بسيطاً لا يسمح بتخصص عالٍ، وقد تكون هذه الميزة هي أحد أسباب الانتشار الواسع للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- في الكثير من الأحيان تكون المؤسسة الصغيرة والمتوسطة مؤسسة أفراد. مما يجعل المالك مضطراً لإدارتها بنفسه، لأن عواقب أي خطأ تمتد إلى ثروته الشخصية.
- تمارس المؤسسة الصغيرة والمتوسطة نشاطاً واحداً، وهذا ما يساعد في تقليل تعقيد متطلبات إدارة المؤسسة، مما يتطلب مهارات وطرق تسيير بسيطة يمكن لأي شخص مهما كانت درجة تعلمه ورأس مال محدود جداً أن يقيم مؤسسة صغيرة.
- تمتاز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمعدلات فشل عالية ممثلة في الغلق أو التصفية أو موت المالك، وتهديد الفشل قائم على مدى حياة العمل الصغير.
- تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بقلة عدد العاملين بها ومحلية النشاط، هذا ما يؤدي إلى وجود نوع من الألفة والمودة والعلاقة الطيبة بين المؤسسة والعملاء، مما يجعل تقديم الخدمة أو السلعة يتم في جو يسوده طابع الصداقة.
- تتميز سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالحدودية النسبية، إضافة إلى المعرفة الشخصية للعملاء، الأمر الذي يجعل من السهل التعرف على شخصياتهم واحتياجاتهم التفصيلية وتحليلها، ودراسة اتجاهات تطورها في المستقبل، وبالتالي سرعة الاستجابة لأي تغير في هذه الاحتياجات والرغبات واستمرار هذا التواصل، وهذه المعرفة تضمن للبيانات التحديث المستمر.
- تتميز إدارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بأداء الرجل الواحد، حيث يقوم المدير المالك مع عدد قليل من المساعدين بوظائف الإنتاج، التمويل، الشراء، البيع والاتصالات الشخصية، كما أنه لا يوجد بها استشاريون للوظائف الإدارية المتخصصة، مما يؤدي بها إلى عدم الاستفادة من مزايا التخصص وتقسيم العمل.
- تتميز منتجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بضيق السوق المحلية التي تعرض فيها أحياناً وقد تكون سوقاً إقليمياً، كما يتطلب تصنيع المنتجات درجة عالية من الخبرة والمهارة إضافة إلى تميزها بانخفاض تكاليف النقل.
- تتميز بأنها صناعات مغذية لغيرها من الصناعات في إطار المقاوله من الباطن، ولها دور كبير في توسيع قاعدة الإنتاج المحلي، مع قصر الوقت اللازم لإعداد دراسات تأسيسها بما فيها دراسة الجدوى لإقامتها والشروع في إنشائها وإعداد مخططاتها إلى جانب قصر الفترة اللازمة لتشغيلها التجريبي حين تأسيسها.

2- الخصائص المالية والمحاسبية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- بالإضافة إلى الخصائص السابقة، فإن للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة عدة خصائص مالية ومحاسبية تعمل على إبراز حاجتها الدائمة للتمويل عبر مختلف مراحل نموها، تتمثل فيما يلي: (1)
- صغر رأس مالها واعتمادها على مصادر تمويل داخلية، بسبب صعوبة حصولها على تمويل خارجي بقيوده التي تعطي الحق للممول بالتدخل في إدارة شؤون العمل، مما يزيد من حدة المخاطر المالية الممكن التعرض لها.
 - تكاليف إنتاج عالية عكس المؤسسات الكبيرة التي تستطيع الاستفادة من اقتصاديات الحجم، ومن المزايا الاقتصادية المختلفة للإنتاج الكبير.
 - تكاليف إدارية عالية تتمثل في تكاليف تنفيذ القوانين والتعليمات الرسمية والحكومية. إضافة إلى التكاليف الثابتة التي لا تتأثر بحجم الإنتاج أو الأرباح، فنسبة المصاريف الإدارية إلى المصاريف العامة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تكون أعلى منها في المؤسسات الكبيرة مما يزيد من تكاليف الإنتاج.
 - صعوبة الحصول على تمويل، وإذا توفر، فغالبا ما تكون تكاليفه عالية مما يؤدي بها إلى عدم القدرة على تكوين احتياطات مالية للنمو.
 - الحاجة الكبيرة لاستخدام الأرباح للحاجة الشخصية، فحتى ولو كانت الأرباح عالية فإن صاحب العمل يقوم بسحب أكثرها لتلبية حاجته المعيشية الخاصة على حساب حاجة مؤسسته، مما يجعلها ضعيفة ماليا ويؤثر ذلك في عمليات التقييد المحاسبي لديها.
 - صعوبة توفير ضمانات كافية للبنوك، خاصة في المراحل الأولى من النشاط، مما يجعلها تعتمد على التمويل الذاتي أو العائلي أساسا، وتمويل نموها يكون من مصادر داخلية.
 - صعوبة إعداد القوائم المالية لافتقار المسير للخبرة المالية والمحاسبية، واعتمادها على محاسبة بسيطة في التقييد.
 - تتميز بوجه عام بقلّة رأس المال المطلوب نسبيا. رغم ذلك، تواجه المؤسسة الصناعية الصغيرة صعوبات في الحصول على التمويل اللازم، حيث لا تستطيع زيادة رأس مالها بطرح أسهم أو الاقتراض اللازم.
 - تتميز بتقسيم دورة حياتها إلى عدة مراحل، وكل مرحلة لها احتياجات مالية خاصة، فمرحلة الانطلاق تكون معتمدة على الخزينة، ويتغير الهدف بالتقليل من المصاريف المالية وضمان أكثر استقرار في تمويلها في مرحلة النضج. أما في النمو، فيتم فيها البحث عن قيمة إضافية وجديدة لرأس المال وتطوير النشاط.

1- ناصر سليمان ومحسن عواطف، مرجع سابق، 2011، ص ص: 6-7.

المطلب الخامس: المعوقات والمشاكل التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يواجه نمو وتطور قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في كافة أنحاء العالم مجموعة من المشاكل، قد تختلف هذه المشاكل من منطقة لأخرى ومن قطاع لآخر، ولكن هناك البعض مما قد تعتبر مشاكل موحدة أو متعارف عليها تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مهما كان البلد الذي تنتمي إليه. وتعتبر طبيعة المشاكل التي تتعرض لها هذه المؤسسات متداخلة مع بعضها البعض. بشكل عام، يعتبر جزء من هذه المشاكل داخلياً، وهي المشاكل التي تحدث داخل المؤسسة أو بسبب مالكتها. في حين أنها تعتبر مشاكل خارجية إذا حدثت بفعل وتأثير عوامل خارجية أو البيئة المحيطة بها.

يمكن تلخيص أهم المشاكل التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل عام في كافة أنحاء العالم في العناصر الموالية:⁽¹⁾

- تكلفة رأس المال التي تنعكس مباشرة على ربحية هذه المؤسسات من خلال دفع سعر فائدة مرتفع مقارنة بالسعر الذي تدفعه المؤسسات الكبيرة. إضافة إلى ذلك، تعتمد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الاقتراض من البنوك، مما يؤدي إلى زيادة التكلفة التي تتحملها.
- التضخم من حيث تأثيره في ارتفاع أسعار المواد الأولية وتكلفة العمل، مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف التشغيل. وهنا تعترض هذه المؤسسات مشكلة رئيسية وهي مواجهتها للمنافسة من المؤسسات الكبيرة، مما يمنعها ويحد من قدرتها على رفع الأسعار لتجنب أثر ارتفاع أجور العمالة وأسعار المواد الأولية.
- التمويل، فالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تواجه صعوبات تمويلية بسبب حجمها (نقص الضمانات) وبسبب حداتها. فالمؤسسات التمويلية تتعرض إلى جملة من المخاطر عند تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مختلف مراحل نموها. ونظراً لهذه المخاطر تتجنب البنوك التجارية توفير التمويل اللازم لذا النوع المؤسسات.
- الضرائب، حيث يعتبر نظام الضرائب أحد أهم المشاكل التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في جميع أنحاء العالم. وتظهر هذه المشكلة من جانبين سواء لأصحاب هذه المؤسسات من حيث ارتفاع الضرائب، أو نظراً لعدم توفر البيانات الكافية عن هذه المؤسسات مما يضيق عمل جهاز الضرائب.
- المنافسة والتسويق اللذان يعتبران من المشاكل الجوهرية التي تتعرض لها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وأهم مصادر المنافسة هي الواردات والمؤسسات الكبيرة.

¹ - ماهر حسن المحروق وإيهاب مقابلة، المشروعات الصغيرة والمتوسطة: أهميتها ومعوقاتهما، مركز المنشآت الصغيرة والمتوسطة، عمان، 2006، ص ص: 4-5.

- ندرة المواد الأولية، من حيث الندرة الطبيعية، عدم القدرة على التخزين، ضرورة اللجوء إلى الاستيراد وتغيرات أسعار الصرف.

المبحث الثاني: مصادر التمويل في المؤسسة

لقيام المؤسسة بمختلف نشاطاتها سواء التشغيلية أو الاستثمارية، عليها أن تبحث عن مصادر للتمويل، والتي يمكن تقسيمها في المؤسسة إلى مصادر قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل.

المطلب الأول: مصادر التمويل قصيرة الأجل

يمكن إجمال مصادر التمويل قصيرة الأجل في نوعين أساسيين وهما الائتمان التجاري والقروض البنكية قصيرة الأجل.

1- الائتمان التجاري

يعتبر الائتمان التجاري من مصادر التمويل قصيرة الأجل، وتوجد عدة أسباب تجعل المؤسسة تعتمد على الائتمان التجاري كمصدر للتمويل.

1-1 مفهوم الائتمان التجاري

يعتبر الائتمان التجاري من أكثر مصادر التمويل قصيرة الأجل انتشارا واستخداما من قبل المؤسسة⁽¹⁾ كما يعتبر من مصادر التمويل قصيرة الأجل يمنحه المورد إلى المشتري عند شراء بضاعة بقصد إعادة بيعها أو استخدامها كمادة أولية قصد تحويلها إلى منتجات مصنعة، حيث يحتاج المشتري إلى هذا النوع من التمويل في حالة عدم كفاية رأس المال العامل⁽²⁾.

يمكن تعريف الائتمان التجاري بعبارة أخرى على أنه سماح المؤسسة لزمائنها بتسديد قيمة السلع أو الخدمات التي تنتجها بعد مدة زمنية يتم الاتفاق عليها بين الطرفين تلي استلامهم للسلع أو استفادتهم من الخدمات⁽³⁾.

يتمثل الائتمان التجاري في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر فيها المؤسسة، أو تستخدمها في العملية الصناعية، ويعد من أهم مصادر التمويل قصيرة الأجل التي تعتمد عليها المؤسسة بدرجة أكبر من اعتمادها على الائتمان البنكي أو غيره من المصادر الأخرى قصيرة الأجل، كما قد يكون هو المصدر الوحيد قصير الأجل المتاح لبعض المؤسسات.

¹ -Petersen Mitchell A and Rajan Raghuram G, "Trade credit: theories and evidence", NBER working paper, 1996, p: 1.

² -دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2009، ص: 221.

³ -عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية، النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثالثة، 2009، ص: 293.

1-2- أسباب استخدام الائتمان التجاري كمصدر من مصادر التمويل

توجد عدة أسباب لاستخدام الائتمان التجاري كمصدر من مصادر التمويل للمؤسسة، أهمها: (1)

- التكلفة، ويقصد بها انخفاض تكلفة التمويل عند الاعتماد على الائتمان التجاري كوسيلة للتمويل، وخاصة في حالة استفادة المشتري من فترة الخصم الممنوحة في شروط البيع، أو إذا كان الائتمان بدون شروط تسديد. كما أن الانخفاض في التكلفة قد يعود إلى قبول الموردين لمخاطر أكثر من المؤسسات المالية للمرونة التي يتمتع بها هذا الائتمان، لأن هدف منح الائتمان التجاري هو جذب المزيد من العملاء والاحتفاظ بالعملاء الحاليين.
- المصدر الوحيد المتاح للحصول على التمويل، أي في حالة عزوف البنك عن منح التمويل أو التشدد في شروط منح القروض، يتجه العميل نحو الاستفادة من الائتمان التجاري نظراً لسهولة الحصول عليه.
- السهولة في منح الائتمان التجاري، فطبيعة منح الائتمان التجاري لا تتضمن إجراءات متعددة وروتينية مثل التعامل مع البنوك أو المؤسسات المالية الأخرى، وعادة ما يتم منح الائتمان بوسائل الاتصال المتاحة، ويعتمد على فاتورة البيع لضمان الحصول على قيمة الائتمان دون المطالبة بتقديم أية وثائق كما أن تعدد حالات التعامل تمنح المرونة أحياناً في تأخير التسديد دون تحمل أية تكاليف جديدة.
- المرونة، ويقصد بها أن المورد يستعمل أسلوب البيع بالأجل عند احتياج استخدام هذا الأسلوب دون أية التزامات تجاه العميل، فالمورد الذي يتعامل بالبضائع الموسمية يفضل استخدام أسلوب البيع بالأجل لغرض تخفيض تكلفة المخزون، وبالنسبة للمشتري فهو يحصل على الائتمان دون تقديم أية ضمانات أو رهن الأصول، ويكون المورد أكثر تفهماً لظروف السوق والبيئة الاقتصادية في حالة وجود صعوبات في البيع.

2- القروض البنكية قصيرة الأجل

يعرف القرض على أنه الثقة التي يوليها البنك لشخص ما سواء أكان طبيعياً أم معنوياً، بأن يمنحه مبلغاً من المال لاستخدامه في غرض محدد، خلال فترة زمنية متفق عليها وبشروط معينة لقاء عائد مادي متفق عليه وبضمانات تمكن البنك من استرداد قرضه في حال توقف العميل عن السداد. (2)

1- دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، 2009، ص ص: 226-227.

2- منال خطيب، تكلفة الائتمان المصرفي وقياس مخاطر بالتطبيق على أحد المصارف التجارية السورية، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة حلب، 2004، ص: 4.

كما يمكن تعريف القرض البنكي بأنه تلك الخدمات المقدمة للعملاء التي يتم بمقتضاها تزويد الأفراد والمؤسسات في المجتمع بالأموال اللازمة على أن يتعهد المدين بسداد تلك الأموال وفوائدها والعمولات المستحقة عليها والمصاريف دفعة واحدة، أو على أقساط في تواريخ محددة.⁽¹⁾ وفي أغلب الأحوال، فإن فائدة القروض البنكية قصيرة الأجل تدفع في نهاية مدة الاستحقاق مع مبلغ القرض.⁽²⁾

تعتبر القروض البنكية قصيرة الأجل والتي تسمى بقروض رأس مال التشغيل من أهم القروض البنكية، إذ حتى في الدول التي لا تخصص فيها المصارف بالإقراض لأجل قصيرة، فإن القروض موضوع البحث تكون ذات أهمية بارزة وتؤلف نسبة ملحوظة من مجموع القروض المصرفية، وتستخدم هذه القروض في العادة لغرض شراء المخزون أو البيع على الحساب (أي مسك الحسابات المدينة) أو تعزيز باقي فقرات الموجودات المتداولة أو سداد مصروفاتها التشغيلية.

3- التمويل عن طريق أدوات السوق النقدي

بالإضافة إلى الائتمان التجاري والقروض البنكية، فقد سادت في السنوات الأخيرة مصادر أخرى للتمويل قصير الأجل لمؤسسات الأعمال التي تتمتع بقابلية عالية للتسويق أو التحويل إلى نقد، وهي تتمثل في الأوراق التجارية والقبولات المصرفية.

3-1- الأوراق التجارية

الورقة التجارية هي مستند دين قصير الأجل صادر من مدين لأمر الدائن، تصدرها مؤسسات كبيرة للحصول على حاجاتها من التمويل وتشتريها بشكل رئيسي مؤسسات الأعمال الأخرى ومؤسسات التأمين والبنوك والمؤسسات المالية الأخرى، حيث يتراوح استحقاق الورقة التجارية بشكل عام بين شهرين وستة أشهر، وتباع إما مباشرة في السوق النقدية أو من خلال وسطاء الأوراق المالية، ويتغير سعر الفائدة على الورقة التجارية من وقت لآخر.⁽³⁾

تباع الأوراق التجارية من قبل المصدر مباشرة في السوق النقدية، أو تباع من خلال الوسطاء، ويجري الوسيط تحليل دقيق للمركز المالي والائتماني لمصدر الورقة التجارية.

3-2- القبولات المصرفية

وهي تمثل التزاماً من طرف البنك لضمان طرف آخر بدفع مبلغ محدد وبتاريخ معين إلى طرف ثالث. وبموجب هذا القبول، فإن البنك يتعهد بالدفع في تاريخ الاستحقاق المثبت في حالة عدم قدرة البنك بالدفع، ويشاع استخدام هذه القبولات في التجارة الخارجية. وبشكل عام، فإن آجال هذه

¹ - عبد الحميد عبد اللطيف، البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 103.

² - John A Tracy, The Fast Forward MBA in Finance, John Wiley & Sons, Inc, New York, Second Edition, 2002, p: 83.

³ - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2007، ص: 316.

القبولات يقل عن 270 يوم، وتمثل تكلفة القبولات البنكية رسوم مقابل الالتزام الذي يقوم به البنك، أو عمولات للالتزام، ومعدل الفائدة على القرض في حالة قيام البنك بالدفع بدلا عن مصدر القبول البنكي، وبالعادة فإن الفائدة تحدد على القيمة الاسمية للقبول البنكي.⁽¹⁾

والقبول البنكي يشبه الورقة التجارية، حيث إن كلاهما تتم المتاجرة بهما فيما بين المستثمرين، وإن كلاهما ذات آجال تقل عن 270 يوما، كما أن كلاهما ذات فوائد مخصصة، إلا أنهما يختلفان في الأسلوب المستخدم في إصدارهما ومخاطرة كلا منهما.

المطلب الثاني: مصادر التمويل متوسطة الأجل

هناك مصدران رئيسيان للتمويل متوسط الأجل بالنسبة للمؤسسة، ويتمثل هذان المصدران في كل من القروض البنكية متوسطة الأجل والاستئجار.

1- القروض البنكية متوسطة الأجل

يستعمل هذا النوع من القروض في تمويل الأصول الثابتة التي لا يتجاوز عمرها الاقتصادي عشر سنوات، حيث تمثل البنوك والمؤسسات المالية المختصة المصدر الرئيسي لها، وغالبا ما يسدد القرض على شكل أقساط سنوية أو نصف سنوية.

يمكن تعريف القروض متوسطة الأجل بأنها تلك القروض التي تتراوح مدتها بين سنة واحدة وسبع سنوات. رغم الطول النسبي لأجال مثل هذه القروض، إلا أنها لا تعد مصدرا للتمويل الدائم الذي تحصل عليه المؤسسة،⁽²⁾ ويستعمل هذا النوع من القروض البنكية بكثرة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.⁽³⁾

توجه هذه القروض لتمويل الاستثمارات التي لا يتجاوز عمر استعمالها سبع سنوات، مثل الآلات والمعدات ووسائل النقل وتجهيزات الإنتاج بصفة عامة. ونظر للطول النسبي لهذه المدة، فإن البنك يكون معرضا لخطر تجميد الأموال ناهيك عن الأخطار الأخرى المتعلقة باحتمالات عدم السداد والتي يمكن أن تحدث تبعا للتغيرات التي يمكن أن تطرأ على مستوى المركز المالي للمقرض. يمكن أن تقدم هذه القروض سواء من البنوك وحدها أو من البنوك بمساعدة الهيئات المالية المتخصصة، ويتوقف هذا على طبيعة هذه القروض.

¹ - عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سابق، 2009، ص: 359.

² - سعد عبد الحميد مطاوع، الإدارة المالية مدخل حديث، بدون ذكر دار النشر ولا سنة النشر، ص: 353.

³ - Vanderhoeght Jan et De Brabander Koen, **Règle d'or pour une bonne politique de financement dans votre PME**, Fédération des entreprises de Belgique, Belgique, 2005, p :30.

2- الاستئجار

يعرف الاستئجار على أنه عملية يقوم بموجبها البنك أو أية مؤسسة مالية أو مؤسسة تأجير مؤهلة قانوناً لذلك، بوضع آلات أو معدات أو أصول مادية أخرى بحوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها تسمى ثم الإيجار.⁽¹⁾ كما يعرف الاستئجار على أنه عقد يبرم بين طرفين يسمى الأول بالمؤجر (مالك الأصل) والثاني المستأجر (مستخدم الأصل)، حيث يقوم الأول بمنح الثاني حق استخدام الأصل خلال فترة زمنية معينة، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنهما وذلك مقابل قيمة إيجار يحدد يتم تسديدها في شكل أقساط لنفس الفترة المتفق عليها في العقد المبرم.⁽²⁾

المطلب الثالث: مصادر التمويل طويلة الأجل

تتمثل مصادر التمويل طويلة الأجل في المؤسسة في كل من الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، السندات، الأرباح المحتجزة والقروض البنكية طويلة الأجل.

1- الأسهم العادية

تعتبر الأسهم العادية وسيلة من وسائل التمويل طويل الأجل الخارجية، والتي تأخذ عدة قيم.

1-1- تعريف الأسهم العادية

تمثل الأسهم العادية أموال الملكية في المؤسسة، حيث يتكون رأس مال المؤسسة المساهمة من عدة حصص متساوية تسمى بالأسهم، وتمثل الأسهم العادية المصدر الرئيسي لتمويل الدائم للمؤسسة خاصة في حالة المؤسسات التي تكون في أول مراحل التشغيل.⁽³⁾ كما يمكن تعريفها بأنها "تلك الأسهم التي لا تمتلك أية تفضيلات أو أسبقيات خاصة سواء في دفع مقسوم الأرباح أو في حالة الإفلاس والتصفية. وتعد هذه الأسهم الأساس لهدف المنشأة في تعظيم قيمتها في سوق الأوراق المالية، كما أنها تمثل رأس المال الذي يقدمه المالكون عند تأسيس المنشأة، وهي التي تمتلك حق إدارة المنشأة"⁽⁴⁾، كما يمكن لحامل الأسهم العادية المشاركة في الجمعيات العامة.⁽⁵⁾

1- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص: 76.

2- عبد الجليل بوداح، بدائل التمويل الخارجي في المشروعات الصغيرة والمتوسطة، الدورة التدريبية حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، سطيف، 2003، ص: 10.

3- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى وسيد الصبفي، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص: 253.

4- عدنان تايه النعيمي وياسين كاتب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان، 2007، ص 182.

5 - Jacques Teulié et Patric Topsacalian, Finance, Librairie Vuibert, Paris, 1994, p :203.

كما تعتبر الأسهم شهادات ملكية تخول لصاحبها الحصول على جزء من موجودات المؤسسة المالية الحقيقية، وهي تختلف عن أدوات الدين بكونها لا تحمل قيمة اسمية أو مدة استحقاق، فهي تبقى متداولة في الأسواق، إلا في حالة قيام المؤسسة بإعادة شرائها أو عند حل المؤسسة أو تصفيتها.⁽¹⁾

1-2-2- مقاييس القيمة للأسهم العادية

للسهم عدة قيم تتمثل في القيمة الاسمية، القيمة الدفترية، القيمة السوقية، القيمة الذاتية، القيمة التصفوية وقيمة السهم حسب العائد.⁽²⁾ وهذا ما سيتم عرضه في هذه النقطة.

1-2-1- القيمة الاسمية

يتم التعبير على القيمة الاسمية للسهم بمبلغ محدد لكل سهم وذلك في عقد تأسيس المؤسسة، ويترك للمؤسسة الحرية في اختيار القيمة الاسمية، إلا أن هذه الحرية قد تكون مقيدة من قبل القوانين. وتستخدم القيمة الاسمية في التعبير عن قيمة الأسهم العادية في دفاتر المؤسسة، ولا تحظى هذه القيمة باهتمام المستثمرين لأنه لا توجد أية علاقة بين القيمة الاسمية والقيمة السوقية.

1-2-2- القيمة الدفترية

يتم احتساب القيمة المحاسبية (القيمة الدفترية) للسهم العادي عن طريق قسمة حقوق الملكية (بافتراض عدم وجود أسهم ممتازة) على عدد الأسهم العادية المصدرة، ولا توجد علاقة بين القيمة المحاسبية والقيمة السوقية للسهم.

1-2-3- القيمة السوقية

تمثل القيمة السوقية سعر بيع السهم في السوق، وهذا السعر يتحدد نتيجة التقاء قوى العرض والطلب على هذا السهم. ومن أهم العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم العادي هي الظروف الاقتصادية المتوقعة إضافة إلى توقعات المساهمين بشأن ربحية المؤسسة في المستقبل، والمستويات المتوقعة لأسعار الفائدة وغيرها.

1-2-4- القيمة الذاتية

يمكن احتساب القيم الذاتية للسهم العادي عن طريق إيجاد القيمة الحالية للمنافع التي يتوقع المساهم تحقيقها نتيجة لاحتفاظه بهذا السهم، وتتمثل هذه المنافع في العوائد التي يمكن أن يحققها السهم إضافة إلى المبلغ المتوقع الحصول عليه عند بيعه.

يمكن صياغة القيمة الذاتية للسهم العادي رياضياً كما يلي:

$$V_C = \sum_{i=1}^N \frac{R_i}{(1+k_e)^i} + \frac{P_N}{(1+k_e)^N}$$

¹ - عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين العيسى، النقود البنوك والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2004، ص: 113.

² - سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص: 371-376.

حيث تمثل:

V_C : القيمة الذاتية للسهم.

R_i : العائد على السهم في السنة i .

P_N : سعر البيع المتوقع في نهاية المدة.

k_e : معدل المخاطرة، وتمثل معدل العائد على السهم الذي ينتظره المساهم.

1-2-5- القيمة التصفوية

وهي القيمة التي يتوقع المساهم الحصول عليها مقابل السهم في حالة تصفية المؤسسة وسداد الالتزامات عليها وسداد الأسهم الممتازة، وعادة لا تؤدي تصفية المؤسسة وإنهاء أعمالها إلى نتائج جيدة بالنسبة للمساهم العادي، فقد لا يحصل إلا على جزء ضئيل من القيمة الاسمية لسهمه.

وقد تشكل القيمة التصفوية قيمة ما يحصل عليه السهم العادي من بيع المؤسسة كمؤسسة مستمرة وسداد التزاماتها وتوزيع نواتج البيع على الأسهم العادية، وفي هذه الحالة تسمى هذه القيمة بالقيمة الحقيقية للسهم.⁽¹⁾

2- الأسهم الممتازة

تعتبر الأسهم الممتازة من بين أنواع من الأسهم، حيث تمنح لحاملها حقوقاً إضافية لا يتمتع بها حامل السهم العادي.

2-1- تعريف الأسهم الممتازة

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية في المؤسسة، وتمثل الأسهم الممتازة مصدر تمويل طويل الأجل، وإن كان هذا المصدر أقل انتشاراً من الأسهم العادية.⁽²⁾ تعرف الأسهم العادية على أنها شكل من أشكال رأس المال المستثمر في المؤسسة، وتتمتع لمالكها عائد محدد ومركز ممتاز اتجاه حملة الأسهم العادية.⁽³⁾

وتعتبر الأسهم الممتازة من مصادر التمويل طويلة الأجل للمؤسسات المساهمة العامة، ولها خاصية الجمع بين صفات أموال الملكية والاقتراض، فهي تأتي في المرتبة الثانية بعد الديون في الأولوية عند تصفية المؤسسة. وبالتالي، قبل المساهمين العاديين، ويمثل السهم الممتاز مستند ملكية، إن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي.

1- محمد طنبوب ومحمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص: 167-168.

2- نفس المرجع السابق، ص: 168.

3- محمد عقل مفلح، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص: 113.

2-2- أسباب إصدار الأسهم الممتازة

- توجد عدة أسباب تؤدي إلى إصدار الأسهم الممتازة، من بينها:
- رغبة المؤسسة في استعمال أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة. ففي الغالب لا تحمل الأسهم الممتازة حق التصويت، وبالتالي عدم الاشتراك في الإدارة بصورة مباشرة أو غير مباشرة، وهي في ذلك تشبه السندات، ولكن تفضل المؤسسة إصدار أسهم ممتازة بدلا من السندات لكي لا تتحمل أعباء مالية ثابتة والمتمثلة في فوائد السندات، سواء تحقق الربح أو لم يتحقق، بينما يمكنها التوقف عن دفع عوائد الأسهم الممتازة دون أن تعتبر مقصرة في دفع التزاماتها.
 - زيادة موارد الأموال المتاحة للمؤسسة، حيث إن الكثير من المستثمرين يفضلون الأسهم الممتازة على الأسهم العادية، رغبة منهم في الحصول على عائد محدد، كما أن ذلك يؤدي إلى تنويع مصادر التمويل للمؤسسة.
 - المتاجرة بالملكية لرفع عائد الاستثمار للأسهم العادية، وذلك من خلال الفرق بين حصة استثمارها في المؤسسة وبين العائد الذي تدفعه المؤسسة لحاملي هذه الأسهم.

3- السندات

تعتبر السندات من بين أدوات التمويل بالاستدانة في المؤسسة، حيث تعتبر حصة مديونية في المؤسسة يلزمها دفع فوائد لحامل سنداتها.

3-1- تعريف السندات

السندات هي عبارة عن صكوك تصدرها المؤسسة، وهي تمثل بذلك عقدا أو اتفاقا بين المؤسسة المقترضة والأعوان المقرضين بمقتضى هذا الاتفاق، يقرض الطرف الثاني مبلغا معيناً للطرف الأول الذي يتعهد برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة، فهو بذلك عبارة وثيقة تثبت الاقتراض لقاء فوائد تدفع سنويا.⁽¹⁾ كما تعرف السندات على أنها أوراق مالية ذات دخل ثابت وتتمتع بقابلية التداول، وهي تمثل عقدا طويلا الأجل تلتزم بموجبه المؤسسة بتسديد دفعات دورية من الفوائد، التي تمثل تكلفة استخدام الأموال، إضافة إلى أصل المبلغ لمن يحمل السند.⁽²⁾ فالسند عبارة عن جزء من قرض في صورة صك مكتوب، تتعهد فيه جهة إصداره بسداد عائد دوري محدد يحسب بمعدل من القيمة الاسمية للسند.⁽³⁾

3-2- العوامل المقيدة لإصدار السندات كمصدر تمويل

لا يتم إصدار السندات بطريقة عشوائية، بل له محددات تتحكم به وتؤثر عليه، من بينها:

1- شاكر القزوين، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1989، ص: 124.

2- عدنان تايه النعيمي وياسين كاتب الخرشنة، مرجع سابق، 2007، ص: 172.

3- إبراهيم علي إبراهيم عبد ربه، رياضيات التمويل والاستثمار، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص: 348.

- تمثل السندات تكلفة ثابتة على المقترض، فإذا كانت هناك عائدات متذبذبة كثيرا للمؤسسة، فإنها تنشأ عنها مخاطر كبيرة، الأمر الذي قد يؤدي إلى حدوث بعض الحالات التي تعجز فيها عن الوفاء بهذه الالتزامات الثابتة. ويفضل استعمال هذا النوع من التمويل في حالة ما إذا اتصفت إيرادات المؤسسة بالثبات النسبي.
- تزايد الاقتراض يزيد مخاطر المقترض المالية، وقد يرفع من تكلفة الاقتراض بدرجة قد تزيد عن العائد المتوقع تحقيقه على الأموال المقترضة.
- هناك حدود لما يمكن للمؤسسة أن تقترضه، تتمثل بالعلاقة بين مجموع الديون قصيرة الأجل والديون المتوسطة وطويلة الأجل ومجموع حقوق المالكين، بالإضافة إلى كفاية التدفقات النقدية لخدمة دين المؤسسة.
- وجود بعض القيود القانونية على إصدار السندات.
- وجود بعض الالتزامات التعاقدية التي تحد من الاستدانة بمختلف أشكالها أو من إصدار السندات.

4- الأرباح المحتجزة

تمثل الأرباح المحتجزة مصدرا تمويليا داخليا أو ذاتيا طويل الأجل، والتي تستطيع المؤسسة تشكيلها بنفسها.

4-1- تعريف الأرباح المحتجزة

تمثل الأرباح المحتجزة أرباحا تحققت بالفعل غير أن المؤسسة قررت احتجازها لتمويل عملياتها وعدم توزيعها على المالكين. كما تمثل مصدرا داخليا هاما لتمويل احتياجات المؤسسة طويلة الأجل، وتمثل الجزء من الأرباح الذي يتم الاحتفاظ به لغرض إعادة استثماره. كما تستخدم الأرباح المحتجزة في حالة المؤسسة التي تعاني من مشاكل مالية، كتلك التي ترغب في تخفيض ديونها، أو تلك التي تواجه ظروفًا اقتصادية متقلبة، كما يتم الاعتماد عليها لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة في حالة إصدار أسهم أو لتجنب الأعباء الثابتة التي تترتب على بيع الأوراق المالية⁽¹⁾.

تعد الأرباح المحتجزة استثمارا إضافيا إجباريا من المساهمين يساعد في تحقيق أهداف المؤسسة وتحسين مركزها المالي.

4-2- مبررات احتجاز الأرباح

هناك الكثير من الأمور التي تبرر عملية حجز الأرباح وعدم توزيعها، بل وتجعل عملية الحجز عملية مالية ضرورية وسليمة، من بينها:

1- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى وسيد الصيفي، مرجع سابق، 2007، ص256.

- تطبيق قوانين الدولة وتطبيق النظام الأساسي للمؤسسة، حيث إنه تنص القوانين على أن تحتفظ المؤسسات المساهمة بجزء من الأرباح باسم احتياطي قانوني وكذلك قد ينص النظام الداخلي على الاحتفاظ بجزء من الأرباح كاحتياطات.
- المحافظة على السيولة ومركز رأس المال العامل، فوجود الربح وتحققه في المؤسسة تظهره الحسابات الختامية التي تبين نتائج عمل المؤسسة. فقد تنتج عن بيع بضاعة على الحساب بسعر يزيد عن تكلفتها، ولكن هذه الأرباح لم تحصل فعلاً. في حين أن عملية توزيع الربح على المالكين تتم نقداً، وهذا الأمر يؤدي إلى إضعاف سيولة المؤسسة. وبالتالي إضعاف مركز رأس المال العامل. وفي مثل هذه الحالة، فإن عملية احتجاز الأرباح جزئياً أو كلياً تؤدي إلى المحافظة على السيولة وتؤدي إلى قدرة المؤسسة على تمويل عملياتها التوسعية بدون اللجوء إلى المصادر الخارجية بشكل كبير.
- تمويل عمليات التوسع والنمو، فالمؤسسات تلجأ إلى تمويل عمليات التوسع والنمو خاصة إذا كانت الأرباح كافية لهذه العمليات، وهذا ما يعفي المؤسسة من اللجوء إلى الاقتراض.
- تخفيض تكلفة الاقتراض، وذلك بحجز جزء من الأرباح والقيام بتسديد القروض كلياً أو جزئياً، مما يؤدي إلى تخفيض الفوائد التي تتحملها المؤسسة لتسديد هذه القروض. كما تكون غالباً المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي ترغب في توسيع نشاطها الإنتاجي غير قادرة على الحصول على الأموال من مصادر خارجية. وبالتالي، فإنه من الأفضل لها الاعتماد على الأرباح المحتجزة لمقابلة النمو، حتى تبلغ مرحلة النضج ثم تبدأ في توزيع الأرباح⁽¹⁾.

5- القروض البنكية طويلة الأجل

تعتبر القروض البنكية طويلة الأجل من أهم مصادر التمويل طويلة الأجل للمؤسسات ولا سيما الكبيرة منها، وذلك لإمكانية الحصول عليها بمبالغ كبيرة وإمكانية ترتيب وفائها بشكل يتناسب والتدفق النقدي المتوقع تحقيقه من الأصل الذي سيتم تمويله.

5-1- تعريف القروض البنكية طويلة الأجل

هي القروض التي تزيد آجالها عن خمس سنوات وقد تصل إلى عشر سنوات أو عشرين سنة، تمنح لتمويل الأنشطة والعمليات ذات الطبيعة الرأسمالية، أو بناء المصانع، وإقامة مشاريع

1- أحمد جميل توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، دمشق، بدون ذكر سنة النشر، ص: 405.

جديدة،(1) تقدم مثل هذه القروض عادة من البنوك المتخصصة مثل البنوك العقارية التي تمنح قروضا قد تصل إلى عشرين عام.(2)

كما تعد القروض طويلة الأجل من مصادر التمويل الخارجية، وهو بمثابة عقد يلتزم بموجبه المقرض على تسديد فوائد دورية طويلة سنوات القرض إضافة إلى أصل المبلغ المقرض ضمن برنامج زمني وأجال يتم الاتفاق عليها مع المقرض.

5-2- دوافع الاقتراض بالديون طويلة الأجل

- تلجأ المؤسسة للاقتراض بالديون طويلة الأجل لعدة أسباب، منها:(3)
- عدم إمكانية طرح أسهم جديدة أو التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة.
 - ضعف الطلب في السوق المالية واحتمالات عدم تغطية الإصدار.
 - عدم تأثير الاقتراض في السيطرة الحالية على إدارة المؤسسة.
 - يقارب هذا النوع من التمويل في طبيعته رأس المال إلى حد ما، لذا يمكن استعماله لتمويل الموجودات الثابتة.
 - يوفر للمؤسسة مرونة الاقتراض قصير الأجل.

6- التمويل بالاندماج والخيارات والتعهدات

توجد طرق أخرى للتمويل طويل الأجل للمؤسسة، وهي حديثة نسبيا مثل التمويل عن طريق الاندماجات أو باستعمال الخيارات أو بالتعهدات (التراخيص).(4)

6-1- التمويل بالاندماج

يعد الاندماج من القرارات المالية المهمة التي تنسم بعد التكرار ومن شأنها أن تحدث تغييرات هيكلية أساسية في إدارة المؤسسات المندمجة. كما يستخدم مصطلح الاندماج للإشارة إلى أي تجميع ينتج عنه مؤسسة واحدة بدلا من اثنين أو أكثر، وتنصب على إحداث تغييرات هيكلية أساسية، وقد تترك عملية الاندماج بعض الآثار الإيجابية والسلبية على كل من الأرباح والأسعار السوقية لأسهم المؤسسة.

كما أن أي قرار تمويل يجب أن يسترشد بتأثير هذا التمويل على القيم السوقية لأسهم المؤسسة، وهذه التأثيرات يجب تحديدها وتحديد أثر هذا القرار على الأرباح والتوزيعات المستقبلية.

1- عبد المعطي رضا الرشيد وآخرون، إدارة الائتمان، دار وائل للطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 1999، ص: 104.
 2- محمد عبد العزيز عجمية وإيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية- دراسات نظرية وتطبيقية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 186-185.
 3- عدنان تايه النعيمي وياسين كاتب الخرشنة، مرجع سابق، 2007، ص: 119.
 4- محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، 2010، ص: 718-720.

ورغم أن التنبؤ بالأحداث في المستقبل يعتبر أمرا صعبا إلا أن كلا من المدراء والمساهمين يعطون أهمية كبيرة للتأثيرات الحالية الفورية للاندماج على ربحية السهم.

2-6- التمويل بالخيارات

تقدم الخيارات نوعا من التمويل الحديث للمؤسسة، حيث يقدم عدة مزايا للبيئة التمويلية بشكل عام، حيث يساعد على تكامل أسواق رأس المال والمديونية، بالإضافة إلى مهمة التوزيع الكفوء للأخطار بين الأطراف الراغبة بتحملها مما ينعكس بدوره على تخفيض تكلفة رأس المال الإجمالية.

كما أن التعامل بالخيارات يوفر الحماية أو التحوط من تقلبات أسعار أدوات الملكية والمديونية، وأن توفير مثل هذا التحوط من شأنه أن يطمئن المتعاملين بالأوراق المالية ويشجع التداول بها، فضلا عن أنه يساعد على تقليل أو القضاء على عدم كفاءة الأسواق المالية من خلال تخفيض تكلفة المعاملات المنعكس أصلا بهوامش أقل بين تكلفة الأموال التي تهدف المؤسسة الحصول عليها وبين معدلات الفائدة على هذه الأموال، فضلا عن تعديله للقيود التشريعية والضريبية ونظام التسويات.

3-6- التمويل بالتعهدات

تمثل التعهدات إحدى وسائل التمويل بالملكية بإصدار الأسهم الجديدة، وهي بهذا تعد شكلا آخر من أشكال التمويل الخارجي المتاحة التي توفرها السوق المالية ضمن إطارها الواسع. وتعتبر خيارات شراء الأسهم من الأوراق المالية الممكن إصدارها من طرف المؤسسة للتمويل، وهي إحدى الأدوات المالية التي تمثل خيارات يعود أمر ممارستها إلى المستثمرين، وللمؤسسة درجات متفاوتة من المقدررة على فرض ممارسة هذه الخيارات.

تعرف خيارات شراء الأسهم على أنها أدوات مالية تعطي لحاملها خيارا من دون إلزام في شراء عدد محدد من الأسهم العادية للمؤسسة بسعر محدد وخلال مدة زمنية محددة. وعادة ما يتم إصدار هذه الخيارات مع السندات والأسهم الممتازة، وذلك لجعلها ذات عائد أكبر للمستثمرين. ففي حالة السندات مثلا، سوف يحصل المستثمر إضافة للدفعات الدورية للفائدة على زيادة في قيمة الخيار في حالة تحسن سعر السهم للمؤسسة في السوق.

ويتضمن خيار شراء الأسهم تحديد عدد الأسهم الممكن شراؤها بخيار واحد، وسعر ممارسة الخيار، ويمكن أن يكون هذا السعر ثابتا أو متصاعدا مع الزمن. وعادة ما يحدد سعر ممارسة الخيار بعلاوة من سعر السهم في السوق وقت الإصدار. كما يتضمن تاريخ انتهاء الصلاحية أو بدون تاريخ

انتهاء للصلاحيّة. إضافة لكل ذلك، فقد تكون هذه الخيارات قابلة للفصل عن الأوراق المالية المرتبطة بها، حيث يمكن بيعها والمتاجرة بها منفصلة عن الورقة المالية المرتبطة بها.

المبحث الثالث: مفهوم وحساب تكلفة رأس المال

يعتبر موضوع تكلفة رأس المال من أهم المواضيع الهامة والرئيسية في مجال الإدارة المالية في المؤسسة، والتي يجب على المؤسسة تحديده بدقة أخذاً بعين الاعتبار كل الظروف المؤثرة على هذه التكلفة.

المطلب الأول: مفهوم تكلفة رأس المال

تعتبر تكلفة رأس المال عاملاً محورياً في اختيار المشاريع الاستثمارية،⁽¹⁾ وهي أدنى معدل عائد مطلوب على الاستثمار، كما أنها تعتبر معياراً للأداء المالي، أي هي مقياس حسن استخدام الأموال. وتمثل كذلك معدل خصم المشاريع الاستثمارية.⁽²⁾ كما تتمثل تكلفة رأس المال في نسبة تتجاوز مع التغييرات الحاصلة في كل من العوامل الاقتصادية والعوامل الخاصة بالمؤسسة. أي أن اختلاف تكلفة رأس المال يعود إما لعوامل اقتصادية أو عوامل خاصة بالمؤسسة.⁽³⁾

يمكن تعريف تكلفة رأس المال بأنها مقدار ما تدفعه المؤسسة من أجل الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة. ويمكن النظر إلى تكلفة رأس المال على أنها الحد الأدنى من العائد الذي يطلبه المستثمرون الذين يقومون باستثمار أموالهم في الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسة.⁽⁴⁾

كما يمكن أن تعرف بأنها عبارة عن معدل المردودية المفروض على الأصول الاقتصادية التي تم تمويلها عن طريق كل من الأموال الخاصة والديون.⁽⁵⁾ وتعرف كذلك بأنها الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة، وتحقيق معدل عائد أقل من هذا

¹ - Jean-Marc Suret; Cécile Carpentier et Jean-François L'Her, **Le coût du capital des entreprises à base de connaissance au Canada**, Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations, Montréal, 1990, p: 2.

² - محمد علي إبراهيم العامري، **مرجع سابق**، 2007، ص: 297.

³ - عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص: 367.

⁴ - سعد عبد الحميد مطاوع، **مرجع سابق**، ص 469.

⁵ - Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, Dalloz, Paris, 3^{ème} Edition, 1998, p : 487.

المعدل يؤدي إلى سوء الحالة المالية للمؤسسة ويترتب عليه انخفاض القيمة السوقية لها. (1) أما رياضياً، فتعرف بأنها التكلفة المتوسطة المرجحة بين تكلفة الديون وتكلفة الأموال الذاتية. (2)

من خلال ما سبق، يمكن تعريف تكلفة رأس المال نظرياً بأنها معدل العائد الأدنى الذي يجب أن يتحقق في مشاريع المؤسسة والعائد الأدنى الذي يطلبه المستثمرون. أما رياضياً، فتكلفة رأس المال تعبر عن المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة، وبذلك فهي تعبر عن تكلفة مصادر التمويل. وهو المعدل الذي بواسطته يتم حساب القيمة الحالية الصافية، وعند استخدام معدل العائد الداخلي، فإنه يتم مقارنة هذا المعدل مع تكلفة رأس المال حتى يصبح بالإمكان اتخاذ قرار الاستثمار أو عدم الاستثمار في المشروع.

وبما أن تكلفة رأس المال تمثل المتوسط الحسابي المرجح لتكاليف مصادر التمويل، فإنه يجب تحديد تكلفة كل عنصر من عناصر الهيكل المالية للمؤسسة، ثم حساب تكلفة رأس المال. كما تمثل تكلفة كل عنصر من عناصر التمويل الأساس للكثير من القرارات التي تعتمدها الإدارة المالية في المؤسسة. (3)

المطلب الثاني: تكلفة مصادر التمويل

لكل مصدر من مصادر التمويل المختلفة تكلفة خاصة به، وعلى المؤسسة تحديد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل التي اعتمدت عليها بغية الوصول إلى تكلفة رأس المال.

1- تكلفة التمويل بالأسهم العادية

يمكن حساب تكلفة التمويل بالأسهم العادية باستعمال عدة طرق، أهمها طريقة تقييم أرباح السهم وطريقة تسعير الأصول الرأسمالية.

1-1 تعريف تكلفة التمويل بالأسهم العادية

تعرف تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية على أنها العائد الذي يطلبه حملة الأسهم لقاء امتلاكهم له، وتمثل تكلفة التمويل بالأسهم العادية رياضياً بمعدل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون لحساب القيمة الحالية لتوزيع أرباح السهم الدورية المتوقع توزيعها في المستقبل من قبل المؤسسة. (4)

1 - عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص: 157.
2 - Aswath Damodaran, **Finance d'entreprise : Théorie et pratique**, Nouveau Horizon, Belgique, 2^{ème} édition, 2007, p:752.

3 - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص ص: 706-707.

4 - عدنان تابه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، 2009، ص: 372.

2-1- طريقة تقييم أرباح السهم

يسمى نموذج تقييم أرباح السهم في حالة نمو الأرباح التي ستوزعها المؤسسة في السنوات القادمة بنسب ثابتة بنموذج قوردن (1962) Gordon، وهو ما يتطلب من المساهمين توقع الأرباح التي ستوزعها المؤسسة في السنة الأولى فقط. ففي ضوء هذا النموذج، فإن تكلفة التمويل الممتلك تتكون من جزئين، أولهما هو ربح السهم مقسوما على القيمة السوقية للسهم، أما الجزء الثاني فهو معدل النمو المتوقع لأرباح السهم الناتجة عن استثمار الأموال المملوكة⁽¹⁾. يمكن صياغة نموذج قوردن لتقييم أرباح السهم كما يلي:

$$k_C = \frac{D_0}{P_0} + g$$

حيث تمثل:

k_C : تكلفة التمويل بالأسهم العادية.

D_0 : قيمة توزيع أرباح السهم في الفترة الأولى.

P_0 : السعر الحالي للسهم.

g : معدل النمو المتوقع لربح السهم.

ولتقدير تكلفة التمويل بالأسهم العادية هي استخدام نموذج قوردن مع تكييف النموذج ليشتمل تكلفة الإصدار للتمويل الجديد، بافتراض أن ربح السهم ينمو بنسبة ثابتة g ، وعليه فإن تكلفة التمويل بالأسهم العادية تصاغ كما يلي:

$$k_C = \frac{D_0}{P_0(1-F)} + g$$

حيث تمثل F تكلفة الإصدار للأسهم الجديدة.

3-1- طريقة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يحتل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية *Capital Asset Pricing Model CAPM* الذي جاء به شارب (1964) Sharpe⁽²⁾ مكانة كبيرة في حساب تكلفة التمويل بالأسهم العادية، حيث يوازن نموذج تسعير الأصول المالية بين معدل العائد المطلوب من السهم العادي (تكلفته) وبين مخاطرته، فهو يفترض بأن المساهم يملك محفظة مالية متنوعة. والعوائد على الأصول لا تتحرك

¹ - Myron J Gordon, "the Saving Investment and Valuation of a Corporation", the Review of Economics and Statistics, MIT Press Journals, Cambridge, Vol.44, No 1, 1962.

² - William F Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk", The Journal of Finance, The American Finance Association, Vol. 19, No. 3 , 1964, pp: 425-442

بنفس الاتجاه ولا بنفس الوقت ولا بنفس المقدار. نتيجة هذا التنوع، تصبح المخاطرة الوحيدة المتبقية هي المخاطرة المرتبطة بالتغيرات في السوق بشكل عام.

- تتحدد تكلفة التمويل بالأسهم العادية بدلالة المخاطرة الذي تتضمنها، بالنظر لعدة عوامل، منها: (1)
- طبيعة المخاطرة المرتبطة بالاستثمار، من مخاطر تشغيلية مرتبطة بنشاط المؤسسة المصدرة للأوراق المالية ومخاطر مالية.
- المدة الزمنية المأخوذة لتقدير التدفقات، فكلما كانت في المدى البعيد كلما زاد الخطأ وحالة عدم التأكد، وهو ما يؤدي إلى زيادة علاوة المخاطر.
- يعطى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية كما يلي: (2)

$$E(R_i) = R_f + (E(R_m) - R_f) \cdot [Cov(R_m, R_i) / Var(R_m)]$$

حيث تمثل:

R_i : عائد السهم للمؤسسة i .

R_m : عائد للمحفظة التي تضم جميع المؤسسات أو عائد السوق.

R_f : معدل العائد للأصل بدون مخاطرة.

E ، Var و Cov تمثل التوقع، التباين والتباين المشترك على الترتيب.

في الصيغة السابقة، يمكن استخراج المخاطرة النظامية أو مخاطرة السوق β ، أو كما تسمى بيتا السوق (Market beta) التي تصاغ كما يلي: (3)

$$\beta_i = \frac{Cov(R_m, R_i)}{Var(R_m)}$$

2- تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة

تمثل تكلفة الأسهم الممتازة معدل العائد الذي يرغب حاملو هذه الأسهم التي أصدرتها المؤسسة في الحصول عليه. ونظرا لأن الأسهم الممتازة تعتبر من الاستثمارات الأبدية التي ليس لها

¹ - هواري سويبي، "أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقة العدد 5، 2007، ص: 114.

² - C. R. Narayanaswamy and Herbert E. Phillips, "CAPM, Valuation of Firms, and Financial Leverage", Quarterly Journal of Business and Economics, University of Nebraska-Lincoln College of Business Administration (USA), Vol. 26, No. 1, 1987, pp: 87-88.

³ - Eugene F. Fama and Kenneth R. French, "The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence", Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, Vol. 18, No. 3, 2004, p: 28.

تاريخ استحقاق، ويحصل حملتها على نسبة ثابتة من الأرباح⁽¹⁾. كما تمثل تكلفة الأسهم الممتازة نسبة الأرباح الدورية المدفوعة لحملتها إلى صافي المبلغ الذي تحصل عليه المؤسسة من بيع هذه الأسهم، ويتم حساب تكلفة هذا المصدر من مصادر التمويل طويلة الأجل بالعلاقة الموالية:⁽²⁾

$$k_p = \frac{D}{P_0 - C}$$

تمثل k_p تكلفة الأسهم الممتازة، وتمثل P_0 القيمة السوقية للأسهم الممتازة، أما D فتمثل قيمة أرباح السهم الممتاز الثابتة، وتمثل C تكاليف الإصدار.

3- تكلفة التمويل بالمدىونية

يعتبر كل من نوعية الدين ومعدلات فائدة سندات المؤسسة المقررين الرئيسيين لتكلفة الدين، وهما يتأثران بعوامل مختلفة كالحجم، قطاع النشاط، الرافعة المالية، التدفق النقدي، الربحية وعدد من العوامل النوعية الأخرى.⁽³⁾ تعطي القروض إعفاءات ضريبية، مما يعني أن تكلفة القروض بعد الضريبة أقل من تكلفتها قبلها،⁽⁴⁾ حيث تتمثل تكلفة التمويل بالديون في المؤسسة في تكلفة الاقتراض بعد خصم الضرائب.⁽⁵⁾

وبما أن فوائد القروض من الأعباء التي تتضمنها قائمة الدخل، فإن المؤسسة تحقق من ورائها اقتصاداً ضريبياً أو وفورات ضريبية تتمثل في مقدار الفائدة مضروباً في معدل الضريبة.

ومنه، يمكن صياغة تكلفة الديون رياضياً كما يلي:

$$k_d = r - (r \times \tau)$$

حيث تمثل:

r : معدل الفائدة على الدين.

τ : معدل الضريبة على الأرباح.

$(r \times \tau)$: الاقتصاد الضريبي.

وبتبسيط العلاقة السابقة، فإن تكلفة التمويل بالمدىونية تصبح:

$$k_d = r(1 - \tau)$$

¹ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2004، ص: 729.

² - عدنان تايه النعمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، 2009، ص: 371.

³ - Justin Petit, **Strategic Corporate Finance -Applications in Valuation and Capital Structure-**, John Wiley & Sons incorporated, New Jersey, 2007, p :14.

⁴ - عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية - مدخل اتخاذ القرارات-، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2007، ص: 367.

⁵ - Geddes H.Ross, **An Introduction to Corporate Finance: Transaction and Techniaues**, John wiley& Sons LTD, England, Second Edition, 2006, p: 165.

4- تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة

تمثل الأرباح المحتجزة أرباحاً قد تحققت، غير أن المؤسسة قررت احتجازها بدلاً من توزيعها على المساهمين، وذلك بهدف استخدامها في تمويل الاستثمارات. لذا، فإن المساهمين يعتبرون هذه الأرباح تكلفة، وتتمثل هذه التكلفة في مقدار العائد الذي كان بإمكانهم الحصول عليه لو أن المؤسسة قامت بتوزيع هذه الأرباح عليهم.

وبما أن هدف الإدارة المالية هو تحقيق مصالح الملاك، فإن المؤسسة لا ينبغي عليها أن تحتجز الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع على استثمارها يساوي على الأقل معدل العائد على الاستثمار في فرص بديلة متاحة للملاك، ونظراً لأن احتجاز الأرباح لا ينطوي عليه أية مصاريف، فإن تكلفة الاعتماد على هذه الأموال هو معدل العائد الواجب تحقيقه من استثمار هذه الأموال والذي يجب أن يتساوى مع معدل العائد الذي يطلبه المساهمون، والذي يمكن حسابه باستخدام النماذج التي تم بواسطتها حساب تكلفة التمويل بالأسهم العادية.⁽¹⁾

$$k_R = k_C \quad \text{ومنه، فإن:}$$

حيث يمثل:

k_R : تكلفة الأرباح المحتجزة.

k_C : تكلفة الأسهم العادية.

المطلب الثالث: حساب تكلفة رأس المال

بعد حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل طويلة الأجل، وباعتبار أن مصادر هيكل رأس المال في المؤسسة غير متساوية كما أن تكلفة كل مصدر مختلفة عن الأخرى، فإنه لا يمكن استعمال المتوسط الحسابي البسيط لتقدير هذه التكلفة.

يجب القيام بحساب التكلفة الإجمالية للتمويل لحساب تكلفة رأس المال لأي مؤسسة، والتي هي عبارة عن متوسط التكلفة المرجحة للأموال، والمقصود بكلمة المرجحة هو الحصة النسبية لكل

¹ - محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى وجمال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص: 407.

عنصر من عناصر هيكل رأس المال، وبالتالي يكون لكل مصدر من مصادر التمويل وزن معين مقابل مصادر التمويل الأخرى.(1)

يمكن صياغة تكلفة رأس المال كما يلي:

$$k = \frac{D}{E+D} k_d (1-\tau) + \frac{E_P}{E+D} k_P + \frac{E_C}{E+D} k_C + \frac{E_R}{E+D} k_R$$

حيث تمثل:

k : تكلفة رأس المال.

E_P : الأسهم الممتازة. E_C : الأسهم العادية. E_R : الأرباح المحجوزة.

E : الأموال الذاتية، حيث $E = E_P + E_C + E_R$

D : مقدار الديون. k_d : تكلفة الديون.

k_P : تكلفة الأسهم الممتازة.

τ : معدل الضريبة على الأرباح.

فإذا كانت k_e تمثل تكلفة الأموال الذاتية، فإنه يمكن تبسيط العلاقة السابقة كما يلي:(2)

$$k = \frac{D}{E+D} k_d (1-\tau) + \frac{E}{E+D} k_e$$

وباعتبار أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا مجموع الديون مع الأموال الذاتية، أي

$V = E + D$ ، فإن تكلفة رأس المال تصبح كما يلي:

$$k = \frac{D}{V} k_d (1-\tau) + \frac{E}{V} k_e$$

توجد أربع قواعد يجب أخذها بعين الاعتبار عند حساب تكلفة رأس المال، وهي:(3)

- الحساب باستعمال القيم السوقية، فينبغي أن تستند الأوزان المستخدمة لحساب تكلفة رأس المال على القيم السوقية للديون والسندات وليس على القيم الدفترية.

¹ - بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة بفلسطين، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2005، ص: 70.

² - Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, Dalloz, Paris, 7^{ème} édition, 2009, p : 848.

³ - Geddes H Ross, **OP-cit**, 2006, pp: 162-164.

- على المؤسسة أن تحدد تكلفة محددة لرأس المال تكون هدفا للإدارة المالية للوصول إليها خلال فترة زمنية معينة، وبالتالي تحديد التشكيلة المثلى بين التمويل بالديون أو بالأموال الذاتية المرغوب فيها.
- يجب على المؤسسة أن تحدد مصدر التمويل المناسب، سواء إصدار أسهم جديدة أو طرح سندات في السوق المالية أو الحصول على قرض بنكي أو استعمال الأرباح المحتجزة عند احتياجها للتمويل. لكن بما يتناسب مع هدفها ومع تكلفة رأس المال المناسبة، وأن لا تتحرف على هدفها في حالة وجود خلل ما في التمويل، أي تبقى قرب النسب المستهدفة.
- يجب حساب تكلفة رأس المال بعد خصم الضرائب، تماما كما يتم حساب التدفقات النقدية الصافية أي بعد الضرائب أيضا.
- تطابق أسعار الفائدة الاسمية مع التدفقات النقدية الاسمية. على العموم، فإنه يجب استخدام معدلات العائد أو التكاليف الاسمية بما يتطابق مع التدفقات النقدية الاسمية المستعملة في التدفقات النقدية الحرة. فعند وجود تضخم كبير، يمكن حساب التدفقات النقدية الحقيقية بسعر الخصم الحقيقي. لكن مع وجود هذا النوع من التضخم، فإن معدلات التضخم العالية عادة ما تكون متقلبة جدا، وبالتالي التقلب في حساب التدفقات النقدية الحقيقية. لذا، فإنه يجب حساب التدفق النقدي الاسمي بواسطة سعر خصم اسمي، وحساب التدفق النقدي الحقيقي بواسطة سعر خصم حقيقي.

خلاصة الفصل الأول

يختلف تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من دولة إلى أخرى، ومن هيئة لأخرى، فمنها من يعرفها على أساس معيار واحد كعدد العمال أو رقم الأعمال المحقق، ومنها من يستعمل معيارين أو أكثر، وهذا ما جعل مقارنة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين الدول عملية معقدة. ويرجع هذا الاختلاف إلى التفاوت بين الدول فيما يتعلق بدرجة النمو، وكذا إلى اختلاف النشاط الاقتصادي. كما تمتلك هذه المؤسسات العديد من الخصائص وتواجه الكثير من المعوقات.

تختلف وتتعدد مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة للقيام بمهامها ونشاطاتها، فمن المصادر من هي قصيرة الأجل، ومنها ما هي متوسطة الأجل، وتوجد كذلك المصادر طويلة الأجل، ولكل مصدر من هذه المصادر تكلفته الخاصة، وعلى اعتبار أن المؤسسة تهتم أكثر بالاستثمارات طويلة الأجل، والتي يتم تمويلها بواسطة مصادر رأس المال المتمثلة في بدائل التمويل طويلة الأجل، والتي تمثل جزء من الهيكل المالية، فإنه يكفي حساب تكلفة كل عنصر من مصادر التمويل طويلة الأجل.

تمثل التكلفة المرجحة لتكاليف مصادر التمويل تكلفة رأس المال، أو التكلفة المرجحة لمصادر التمويل. ولهذه التكلفة أهمية بالغة لدى المؤسسة، فمن خلالها يتم اختيار أنسب المشاريع، واتخاذ القرار في تحديد الهيكل المالية المثلى وكذلك قرار توزيع أو احتجاز الأرباح، رغم ما يواجه تحديد تكلفة رأس المال من صعوبات ومعوقات وكذلك محددات تؤثر عليها.

بعد معرفة أهم ما يتعلق بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وأهميتها ومعوقاتهما، وكذلك مختلف مصادر التمويل، وجب معرفة واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أهميتها، ومختلف مصادر التمويل المتاحة، وهذا ما سيتم عرضه في الفصل الموالي.

الفصل الثاني: واقع وإشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية

تعتبر الجزائر من بين الدول النامية التي أعطت اهتماما كبيرا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث شهد تطورها مرحلتين رئيسيتين، مرحلة الاقتصاد المخطط والذي كان فيه الاهتمام بالمؤسسات الكبيرة وتهميش قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومرحلة التوجه إلى الاقتصاد الحر، والذي شهد الاهتمام بالقطاع الخاص، مما أدى إلى نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبرز دورها في الاقتصاد الوطني.

تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية العديد من المشاكل والمعوقات، أهمها إشكالية التمويل التي تعاني منها، خاصة في ظل غياب فعالية السوق المالية، وقلة المؤسسات الحكومية المتخصصة لدعم مثل هذه المؤسسات، وهو ما أجبرها على التمويل ذاتيا، أو اللجوء إلى البنوك، والتي تفرض عليها عدة شروط وقيود ليست في متناول هذه المؤسسات خاصة عند نشأتها، أبرز هذه الشروط تقديم الضمانات.

وأمام إشكالية التمويل، سعت الجزائر إلى إنشاء عدة هيئات تمويلية واستحداث مجموعة من البرامج والآليات الداعمة لتلبية احتياجاتها المالية، إضافة إلى إبرام العديد من الاتفاقيات الدولية ومع المنظمات العالمية.

يتضمن هذا الفصل المباحث الموالية:

- تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية وتعدادها؛
- إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية؛
- هيئات تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

المبحث الأول: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتعدادها

في هذا المبحث، سيتم تقديم تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، وأهم مراحل تطورها منذ الاستقلال، ثم عرض تعداد هذه المؤسسات في الجزائر.

المطلب الأول: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يوضح الجدول رقم (1-2) الموالى الحدود الفاصلة بين المؤسسة المصغرة، الصغيرة والمتوسطة.

الجدول رقم (1-2): حدود تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية

المؤسسة / المعيار	عدد العمال	رقم الأعمال (دينار جزائري)	مجموع الميزانية (دينار جزائري)
متوسطة	250 - 50	200 مليون - 2 مليار	100 مليون - 500 مليون
صغيرة	49 - 10	10 مليون - 200 مليون	10 مليون - 100 مليون
صغيرة جدا	9 - 1	أقل من 10 مليون	أقل من 10 مليون

المصدر: Gestion&Entreprise, Revue de l'Institut National de la Productivité et du développement industriel, Boumerdes, N 24-25, Janvier 2004, p :13.

من خلال الجدول أعلاه، فإن المؤسسة المتوسطة هي تلك المؤسسة التي تشغل ما بين 50 و250 شخصا، ويكون رقم أعمالها بين 200 مليون دينار جزائري و2 مليار دينار جزائري أو حصيلتها السنوية بين 100 مليون دينار جزائري و500 مليون دينار جزائري. أما المؤسسة الصغيرة فهي التي تشغل من 10 إلى 49 شخصا، ورقم أعمالها بين 10 مليون دينار جزائري و200 مليون دينار جزائري أو حصيلتها السنوية من 10 مليون دينار جزائري و100 مليون دينار جزائري. أما المؤسسة الصغيرة جدا أو المصغرة فهي التي تشغل أقل من 9 عمال، ورقم أعمالها أقل من 10 مليون دينار جزائري ونفس المبلغ بالنسبة لحصيلتها السنوية.

المطلب الثاني: مراحل تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

شهد تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر عدة مراحل منذ الاستقلال، يتم التركيز على ثلاث مراحل، وهي من سنة 1962 إلى سنة 1982، ثم المرحلة الثانية من سنة 1982 إلى سنة 1988، والمرحلة الثالثة ما بعد سنة 1988.

1- المرحلة الأولى 1962-1982

لقد كانت حوالي 98% من منظومة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملكا للمستوطنين الفرنسيين قبيل الاستقلال، وكانت تلك التي تعود إلى الجزائريين محدودة على المستوى العددي وعلى المستوى الاقتصادي من حيث مساهمتها في العمالة والقيمة المضافة. وبعد الاستقلال مباشرة ونتيجة

للهجرة الجماعية للفرنسيين، صارت معظم تلك المؤسسات متوقفة عن الحركة الاقتصادية، الأمر الذي جعل الدولة تصدر قانون التسيير الذاتي ثم التسيير الاشتراكي للمؤسسات منذ 1961 (الأمر رقم 20/62 الصادر في 1962/08/21 المتعلق بتسيير وحماية الأملاك الشاغرة، والمرسوم رقم 20/62 الصادر بتاريخ 1962/10/22 المتعلق بلجان التسيير في المؤسسات الزراعية الشاغرة والمرسوم رقم 38/62 الصادر بتاريخ 1962/11/22 المتعلق بلجان التسيير في المؤسسات الصناعية الشاغرة وغيرها) كشكل من أشكال إعادة تشغيلها وتسييرها، وأصبحت تابعة للدولة⁽¹⁾.

تميز الاقتصاد الوطني في هذه المرحلة بالاقتصاد المخطط، وأعطت الحكومة أهمية كبرى للمشاريع الثقيلة وللمؤسسات الوطنية الكبيرة، مثل الشركة الوطنية للصناعات الميكانيكية *Société Nationale de Construction Mécanique -SONACOM-*، الشركة الوطنية للماء والكهرباء *Société Nationale d'Electricité et de gaz -SONELEC-*، وغيرها.

أدى الاهتمام بالمؤسسات الكبيرة إلى تهميش المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تماما خلال هذه المرحلة، حيث كان قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يتشكل في معظمه من المؤسسات التي سلمت إلى لجان التسيير الذاتي بعد رحيل مالكيها الأجانب، والتي تم إدماجها ضمن أملاك المؤسسات الوطنية⁽²⁾. كما تأسست في هذه المرحلة ما يقارب 600 مؤسسة سنويا في المتوسط، حيث عرفت هذه الأخيرة عدة قيود، أهمها:⁽³⁾

- قيمة مشاريع الاستثمارات لا تتجاوز 30 مليون دينار جزائري في حالة إنشاء مؤسسة ذات مسؤولية محدودة أو مؤسسة ذات أسهم، و 10 مليون دينار جزائري في حالة إنشاء مؤسسة فردية أو مؤسسة تضامن.
- لا يتعدى تمويل البنك 30% من المبلغ المستثمر، وهو ما يظهر صعوبة تمويل المشاريع المعتمدة.

شهدت هذه المرحلة إصدار عدة قوانين، منها:⁽⁴⁾

- القانون الأول الخاص بالاستثمار، والذي صدر سنة 1963، وكان هدفه ضبط الاستقرار على البيئة العامة بعد الاستقلال، ولم يكن له أثر كبير على تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

¹- صالح صالح، "أساليب تنمية المشروعات المصغرة والصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد الجزائري"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، العدد 03، 2004، ص ص: 26-27.

²- نجية ضحاك، *المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين الأمس واليوم، آفاق تجرية الجزائر*، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، 17-18 أبريل 2006، ص: 138.

³- نفس المرجع السابق، ص: 138.

⁴- مشروع تقرير: من أجل سياسة لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، الدورة العامة العشرون، 2002، ص ص: 8-9.

- القانون الجديد الخاص بالاستثمارات، الذي تم إصداره سنة 1966، الذي كان يهدف إلى تحديد نظام يتكفل بالاستثمار الخاص في إطار التنمية الاقتصادية. وقد تضمن هذا القانون احتكار الدولة للقطاعات الاقتصادية الحيوية وإلزام اعتماد المشاريع الخاصة من طرف لجنة وطنية على أساس معايير انتقائية. رغم ذلك، فقد بقيت شروط الاعتماد معقدة كثيرا لدرجة أنها أدت إلى فقدان مصداقية اللجنة الوطنية التي توقف نشاطها سنة 1982.

2- المرحلة الثانية 1982-1988

منذ بداية الثمانينيات، بدأت سياسات اقتصادية جديدة تحاول إحداث إصلاحات هيكلية في الاقتصاد الوطني للتخفيف من حدة الأزمات المتنامية، وقد كان المخططان الخماسيان الأول من 1980 إلى 1984 والثاني من 1985 إلى 1989 يجسدان مرحلة الإصلاحات في ظل استمرار الاختيار الاشتراكي، وإعادة الاعتبار نسبيا للقطاع الخاص والتراجع عن سياسات الصناعات المصنعة لحساب الصناعات الخفيفة والمتوسطة العامة والخاصة.⁽¹⁾

وقد توجت مساعي الحكومة التي تهدف إلى تأطير وتوجيه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى ظهور أول قانون يتعلق بالاستثمار الاقتصادي الوطني الخاص المؤرخ في 1982/08/21، الذي أورد بعض الإجراءات التي تستفيد منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومنها حق التحويل الضروري لشراء التجهيزات وفي بعض الحالات المواد الأولية، والاستفادة ولو بشكل محدود من الرخص الإجمالية للاستيراد ومن نظام الاستيراد بدون دفع.

رغم ذلك، استمر هذا الجهاز الجديد في تعزيز بعض العقبات التي تحول دون توسع قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من بينها:⁽²⁾

- إجراءات الاعتماد الإلزامية لكل استثمار.
- لا يتعدى التمويل الذي تقدمه البنوك 30% من قيمة الاستثمارات المعتمدة.
- لا ينبغي أن تتجاوز مشاريع الاستثمار 30 مليون دينار جزائري لإنشاء مؤسسات ذات مسؤولية محدودة أو ذات أسهم، و10 مليون دينار جزائري لإنشاء مؤسسات فردية أو مؤسسات تضامن.
- يمنع امتلاك عدة مشاريع.

¹- صالح صالح، مرجع سابق، 2004، ص: 27.

²- المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، مرجع سابق، 2002، ص: 10 - 11.

بعد قانون 1982، جاءت بعض القوانين والإصلاحات، من بينها إنشاء الديوان الوطني للمتابعة والتنسيق للاستثمار الخاص سنة 1983، وفتح الغرفة الوطنية للتجارة المتعلقة بأصحاب المؤسسات الخاصة سنة 1987.(1)

3- المرحلة الثالثة ما بعد 1988

شهدت هذه المرحلة بروز مبدأ جديد يقوم على الحرية والمساواة في المعاملة للمؤسسات الجزائرية العمومية والخاصة، مع إلغاء كل الاحتكارات وتحرير التجارة الخارجية.

فتح القانون في المادة رقم 183 والمتعلقة بالقرض والنقد الذي يتضمن مبدأ حرية الاستثمار الأجنبي المجال لكل أشكال مساهمة الرأسمال الأجنبي، كما نص على حرية إنشاء البنوك الأجنبية.(2) كما صدر القانون رقم 91-19 في 19 فيفري 1991 المتضمن تحرير التجارة الخارجية، حيث يخضع القطاع العام والخاص لنفس معايير وشروط التصدير والاستيراد.

كما تم المصادقة على المرسوم التشريعي رقم 12/93 المتعلق بترقية الاستثمار، والذي صدر لتدعيم وتعزيز إرادة تحرير الاقتصاد والسياسة الجديدة لترقية الاستثمار. يتمحور هذا القانون حول الجوانب الموالية:(3)

- الحق في الاستثمار بحرية.
- المساواة بين المتعاملين الوطنيين الخواص منهم والأجانب أمام القانون.
- ينحصر تدخل السلطات العمومية في تقديم التحفيزات للمستثمرين أساسا عبر تخفيضات جبائية كما ينص على ذلك القانون.
- إنشاء وكالة ترقية ودعم الاستثمارات ومتابعتها لمساعدة المتعاملين على إتمام الإجراءات العادية عبر الشباك الموحد.
- إلغاء الاعتماد المسبق برخصة المؤسسات الإدارية للاستثمار واستبداله بتصريح بسيط.
- تحديد الحد الأقصى لدراسة الملفات بشهرين.
- استمرارية الضمانات والتشجيعات المحصلة على المستويين الجبائي والجمركي.
- الإسراع في التحويلات وتعزيز الضمانات، إضافة إلى الرأسمال المستثمر والمداخيل الناتجة عنه.

1- نجية ضحاك، مرجع سابق، 2006، ص: 138.

2- المجلس الوطني للاقتصادي والاجتماعي، مرجع سابق، 2002، ص: 13.

3- نفس المرجع السابق، ص: 13-14.

- تعديل التشجيعات المخصصة للاستثمارات المنجزة في المناطق التي ينبغي ترقيتها ونظام خاص بالاستثمارات المنجزة في مناطق التبادل الحر.

كما شهدت هذه المرحلة تحولات عميقة للانتقال من اقتصاد إداري إلى اقتصاد انفتاح يؤدي فيه القطاع الخاص المحلي والأجنبي دورا محوريا، وقد تم ذلك تحت مراقبة صندوق النقد الدولي، من خلال التزام الجزائر بتنفيذ برنامج الاستقرار الاقتصادي قصير المدى من 1994/04/01 إلى 1995/05/31، وتطبيق برنامج التصحيح الهيكلي متوسط المدى من 1995/03/31 إلى 1998/04/01. إضافة إلى ذلك، فقد عقدت مجموعة من الاتفاقيات مع البنك الدولي، من أهمها برنامج التعديل الهيكلي سنة 1998 لمدة سنتين.

هذا وقد أدى تطبيق منظومة من السياسات النقدية والمالية والتجارية والاقتصادية إلى خوصصة الكثير من المؤسسات العامة، وساهمت في تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بعض الأنشطة والمجالات المرتبطة باقتصاديات الانفتاح، الأمر الذي جعل الدولة تتخذ العديد من الإجراءات لاحتواء الآثار السلبية وتفعيل الجوانب الإيجابية التي تساعد على تطور المؤسسات الاقتصادية، سواء تعلق الأمر ببرامج التأهيل الاقتصادي أو المنظومة القانونية لتطوير الاستثمار وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الأمر رقم 03/01 الصادر في 2001/08/20، القانون التوجيهي رقم 18/01 الصادر بتاريخ 2001/12/12، والمراسيم الصادرة سنة 2003 المتعلقة بالمشاتل ومراكز التسهيل وغيرها، وكذا المراسيم الصادرة ديسمبر 2003 المتعلقة بالوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر وأشكال الدعم والاستفادة في إطار الآلية الجديدة.⁽¹⁾

المطلب الثالث: تعداد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية

شهد اهتمام الجزائر بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ارتفاعا ملحوظا في عددها. حيث عرض تطور تعداد هذه المؤسسات.

1- تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

ارتفع عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في نهاية 2012 إلى 711.832 مؤسسة، 18.32% منها تعتبر مؤسسات بأشخاص طبيعية و22.58% مؤسسات حرفية. كما تتضمن هذه المؤسسات 557 مؤسسة عمومية اقتصادية، وهو ما يوضحه الجدول رقم (1-3).

1- صالح صالح، مرجع سابق، 2004، ص ص: 27-28.

الجدول رقم (1-3): إجمالي عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية

نوع المؤسسة	عدد المؤسسات	النسبة (%)
1- مؤسسات خاصة		
مؤسسات ذات أشخاص معنوية	420.117	59,02
مؤسسات ذات أشخاص طبيعية	130.394	18,32
نشاطات حرفية	160.764	22,58
المجموع الجزئي 1	711.275	99,02
2- مؤسسات عمومية		
مؤسسات ذات أشخاص معنوية	557	0,08
المجموع الجزئي 2	557	0,08
المجموع الكلي	711.832	100

المصدر: *Bulletin d'information statistique de la PME, Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement, n°22, Avril 2013, p:9.*

كما شهدت سنة 2012 إنشاء 55.144 مؤسسة صغيرة ومتوسطة خاصة وإعادة تفعيل 5.876 مؤسسة صغيرة ومتوسطة إضافة إلى نمو أكثر من 52 ألف مؤسسة.

يوضح الجدول رقم (1-4) تطور عدد وحركية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة بين سنتي 2011 و2012.

الجدول رقم (1-4): تطور وحركية عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة بين 2011 و2012.

2012	حركة المؤسسات في 2012				2011	طبيعة المؤسسة
	نمو	شطب	إعادة التفعيل	إنشاء		
420.117	28.356	8.050	5.876	30.530	391.761	شخص معنوي
130.394	10.299	323	-	10.622	120.095	شخص طبيعي
160.764	13.833	109	-	13.992	146.881	نشاطات حرفية
711.275	52.538	8.482	5.876	55.144	658.737	المجموع

المصدر: *Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement, Op-cit., Avril 2013, p: 10.*

2- توزيع أصحاب المهن الحرة حسب قطاع النشاط

يدخل ضمن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات الشخص الطبيعي أصحاب المهن الحرة، مثل الموثقين، المحامين، المحضرين القضائيين، الأطباء، المهندسين المعماريين والفلاحين وغيرهم. والجدول رقم (1-5) يوضح توزيع أصحاب المهن الحرة في 2012/12/31.

والملاحظ من الجدول، أن نسبة الفلاحين ويدخل فيها البيطرة وبائعي المعدات الفلاحية، تعد الأكبر من بين المهن الحرة، حيث تجاوزت 60%، ثم يليها كل من الأطباء بمختلف الأنواع، سواء طب عام أو أخصائيين، جراحة الأسنان، بنسبة 27,2% ثم قطاع العدالة بنسبة 10,61%.

الجدول رقم (5-1): توزيع أصحاب المهن الحرة حسب قطاع النشاط في 2012/12/31

قطاع النشاط	الصحة	القضاء	الفلاحة	المجموع
العدد	35.462	13.829	81.103	130.394
النسبة (%)	27,20	10,61	62,20	100
إنشاء	2.188	1.336	7.098	10.622
شطب	28	9	286	323
نمو	2160	1.327	6.812	10.299

المصدر: Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement, **Op-cit.**, Avril 2013, p: 11.

3- تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب قطاع النشاط

أما عن توزيع وتطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة حسب قطاع النشاط، فيوضح الجدول رقم (6-1)، توزيع هذه المؤسسات حسب قطاع النشاط وكذا تطورها بين سنتي 2011 و2012، مع إبراز عدد المؤسسات المنشأة والمشطوبة والتي تمت إعادة تفعيلها.

الجدول رقم (6-1): حركية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة حسب قطاع النشاط بين سنتي 2011 و2012

قطاع النشاط	2011	حركية المؤسسات خلال 2012			الفرق	2012
		إنشاء	شطب	إعادة تفعيل		
الفلاحة والصيد البحري	4 006	281	55	45	271	4 277
الماء والطاقة	106	6	2	1	5	111
المواد الطاقوية	599	27	4	4	27	626
الخدمات والأشغال البترولية	293	22	3	1	20	313
المناجم والمحاجر	958	44	10	10	44	1 002
البناء والأشغال العمومية	135 752	7 335	3 004	2 139	6 470	142 222
الصناعة الميكانيكية والإلكترونية	9 900	472	123	101	450	10 350
مواد البناء	8 225	582	83	78	577	8 802
تحويل البلاستيك	2 603	216	33	17	200	2 803
الصناعة الغذائية	19 172	1 157	363	232	1 026	20 198
الصناعة النسيجية	4 727	365	63	53	355	5 082
الصناعة الجلدية	1 718	50	15	11	46	1 764
صناعة الخشب والورق	13 701	836	218	191	809	14 510
صناعات متنوعة	3 844	174	46	36	164	4 008
النقل والاتصالات	36 620	3 209	960	557	2 806	39 426
التجارة	69 837	6 447	1 162	928	6 213	76 050
الفندقة والإطعام	21 251	1 480	409	268	1 339	22 590
خدمات المؤسسات	26 595	5 096	828	613	4 881	31 476
الخدمات المقدمة للعائلات	26 977	2 149	582	520	2 087	29 064
المؤسسات المالية	1 329	180	16	19	183	1 512
المؤسسات العقارية	1 124	166	22	24	168	1 292
الخدمات الاجتماعية	2 424	236	49	28	215	2 639
القطاع الحرفي والصناعة التقليدية	146 881	13 992	109	0	13 883	160 764
باقي القطاعات	120 095	10 622	323	0	24 182	130 394
المجموع	658 737	55 144	8 482	5 876	52 538	711 275

المصدر: Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement, **Op-cit.**, Avril 2013, p: 15.

حسب الجدول السابق، فإن القطاع الحرفي يمثل أكبر نسبة في عدد المؤسسات حسب القطاع سنة 2012 بنسبة 22,60%، بسنة نمو 9,45% بين سنتي 2011 و2012، ثم يليها قطاع البناء والأشغال العمومية بنسبة 20% من عدد المؤسسات وبنسبة نمو 4,77%، يمكن إرجاع ذلك لسياسة الدولة الرامية إلى تدارك التأخر في المشاريع الخاصة بهذا القطاع، خاصة في مجال بناء السكن مما شجع على قيام مقاولات خاصة في هذا الشأن نظرا لضخامة حجم المشاريع المسجلة في إطار برنامج الإنعاش الاقتصادي.

يلي قطاع البناء والأشغال العمومية قطاع التجارة بنسبة 10,69% من إجمالي عدد المؤسسات وبنسبة نمو 8,9%، ثم يأتي في المرتبة الرابعة قطاع النقل والاتصالات، فعدد المؤسسات في هذا القطاع تساوي 39.426 مؤسسة بنسبة 5,54% من إجمالي المؤسسات وبنسبة نمو 7,66%. أما بالنسبة للقطاع الذي شهد أعلى نسبة نمو بين سنتي 2011 و2012، فهو قطاع خدمات المؤسسات بنسبة نمو 18,35%، ويمثل عدد مؤسسات هذا القطاع حوالي 4,43% من إجمالي عدد المؤسسات في سنة 2012. ثم قطاع المؤسسات العقارية بنسبة نمو 14,95% وبعدها قطاع المؤسسات المالية بنسبة نمو 13,77%.

4- التوزيع الجغرافي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يوضح الجدول رقم (7-1) التوزيع الجغرافي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب الترتيب للولايات الأولى في الجزائر (إحدى عشرة ولاية).

الجدول رقم (7-1): التوزيع الجغرافي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب الترتيب للولايات الأولى

النسبة (%) 2012	2012	2011	2008	2005	
11,52	48 419	45 636	38 096	30 257	الجزائر
5,89	24 754	18 370	19 643	16 227	وهران
5,89	24 754	23 109	17 840	13 170	تيزي وزو
4,61	19 374	17 962	14 009	10 167	بجاية
4,45	18 730	15 672	13 555	9 968	سطيف
4,04	16 969	15 672	11 526	8 111	تيبازة
3,57	15 004	13 787	10 897	8 258	بومرداس
3,35	14 073	12 938	10 243	7 838	البلدية
3,20	13 450	12 561	10 240	7 499	قسنطينة
2,45	10 297	97 55	8 160	6 882	الشلف
2,54	10 670	10 041	8 299	6 660	عنابة
51,53	216 494	195 503	164 516	127 042	المجموع

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على: Ministère de l'industrie, de la Petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement, **Op-cit**, Avril 2013, p:18
أصدرتها وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية سابقا، رقم: 8-10-12-14-15.

ويوضح الجدول رقم (7-1) تركز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الشمال وبدرجة أكثر الوسط، حيث تتركز نسبة 11,52% من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر العاصمة فقط، ثم بنسبة 5,89% في كل من وهران وتيزي وزو، تليها كل من بجاية، سطيف وتيبازة بأكثر من 4%. والملاحظ أيضا أن إحدى عشرة ولاية تستحوذ على 51,53% من إجمالي عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سنة 2012.

المطلب الرابع: دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في الاقتصاد الوطني

للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دور في الاقتصاد الوطني، خاصة فيما يتعلق باستقطابها لليد العاملة وبالمقابل امتصاص البطالة، إضافة إلى مساهمتها الكبيرة في إحداث القيمة المضافة وكذلك مكانتها في التجارة الخارجية.

1- دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التشغيل

يوضح الجدول رقم (8-1) تطور عدد العمال حسب طبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية بين سنتي 2011 و2012.

الجدول رقم (8-1): تطور عدد العمال حسب طبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

التطور (%)	2012		2011		طبيعة المؤسسة
	النسبة (%)	العدد	النسبة (%)	العدد	
					المؤسسات الخاصة
7,09	58,95	1 089 467	58,99	1 017 374	أصحاب الرواتب
7,98	38,49	711 275	38,2	658 737	العمال
7,44	97,44	1 800 742	97,21	1 676 111	المجموع الجزئي
-1,48	2,56	47 375	2,79	48 086	المؤسسات العمومية
7,19	100	1 848 117	100	1 724 197	المجموع

المصدر: Revue de l'Institut National de la Productivité et du développement industriel : Op-cit, Boumerdes, N 24-25, Janvier 2004, p :12.

ويتضح من خلال الجدول أعلاه دور المؤسسات الخاصة في استقطاب اليد العاملة، حيث شغلت أكثر من 1,8 مليون موظف في نهاية 2012، يتوزعون بين أصحاب الرواتب والعمال، وبنسبة نمو 7,44% مقارنة بسنة 2011، أما القطاع العمومي فلا يستقطب إلا نسبة 2,56% من إجمالي عدد العمال في سنة 2012، كما شهد عدد العمال في القطاع العمومي انخفاضا مقارنة بسنة 2011 بنسبة 1,48%.

2- دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في إحداث القيمة المضافة

لمعرفة الوزن الحقيقي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد الوطني، فإنه يجب معرفة القيمة المضافة الناتجة عنها على المستوى الوطني، والجدول رقم (1-9) يوضح تطور القيمة المضافة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب القطاعات من سنة 2004 إلى 2007.

القيمة المضافة المحدثة من قبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة تفوق مثيلاتها العمومية بنسب كبيرة، فالمؤسسات الخاصة في قطاع البناء والأشغال العمومية تفوق قيمتها المضافة 78% في كل السنوات، بينما لا تتجاوز المؤسسات العمومية 22%، وترتفع النسبة في قطاع التجارة، حيث إن المؤسسات الخاصة تساهم بأكثر من 93% من القيمة المضافة بينما ترجع النسبة المتبقية إلى المؤسسات العمومية.

الجدول رقم (1-9): تطور القيمة المضافة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. (مليار دينار جزائري)

2007		2006		2005		2004		القطاع القانوني	قطاع النشاط
%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة		
79,43	539,09	79,72	486,37	79,81	403,37	78,12	358,33	الخاص	البناء
20,57	139,62	20,28	123,69	20,19	102,05	21,88	100,34	العمومي	والأشغال العمومية
100	678,71	100	610,06	100	505,42	100	458,67	المجموع	
79,19	657,35	75,39	576,94	69,86	417,59	70,54	349,06	الخاص	النقل
20,81	172,72	24,61	188,29	30,14	180,19	29,46	145,81	العمومي	والمواصلات
100	830,07	100	765,23	100	597,78	100	494,87	المجموع	
78,93	56,6	80,69	50,32	79,77	45,65	71,15	36,06	الخاص	خدمات
21,07	15,11	19,31	12,04	20,23	11,58	28,85	14,62	العمومي	المؤسسات
100	71,71	100	62,36	100	57,23	100	50,68	المجموع	
88,07	71,12	87,24	65,3	87,45	60,88	87,01	54,5	الخاص	الفندقة
11,93	9,63	12,76	9,55	12,55	8,74	12,99	8,14	العمومي	والإطعام
100	80,75	100	74,85	100	69,62	100	62,64	المجموع	
84,13	127,98	82,18	110,86	80,48	101,79	78,42	93,5	الخاص	الصناعة
15,87	24,14	17,82	24,04	19,52	24,69	21,58	25,73	العمومي	الغذائية
100	152,12	100	134,9	100	126,48	100	119,23	المجموع	
93,26	776,82	94,02	675,05	94,17	629,18	93,43	567,19	الخاص	التجارة
6,74	56,18	5,98	42,91	5,83	38,95	6,57	39,86	العمومي	
100	833	100	717,96	100	668,13	100	607,05	المجموع	

المصدر: نشرية المعلومات الإحصائية التي تصدرها وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، رقم 12،

2008، ص: 49.

في نهاية السداسي الأول لسنة 2009، بلغت القيمة المضافة لقطاع التجارة أكثر من 883 مليار دينار جزائري، وهو أكبر مبلغ مقارنة بالقطاعات الأخرى، ثم يليها قطاع النقل والمواصلات بمبلغ 830 مليار دينار جزائري، ثم قطاع البناء والأشغال العمومية بأكثر من 678 مليار دينار جزائري.

رغم أن عدد مؤسسات قطاع البناء والأشغال العمومية يفوق كثيرا عدد مؤسسات قطاع التجارة، إلا أن القيمة المضافة المحدثة في قطاع التجارة تفوق القيمة المضافة المحدثة في قطاع البناء والأشغال العمومية، وهو ما يبين أهمية قطاع التجارة في الاقتصاد الوطني، كما يبرز أن كثرة عدد المؤسسات في قطاع ما ليس بالضرورة مؤشرا على أهمية هذا القطاع في الاقتصاد الوطني.

3- دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التجارة الخارجية

يوضح الجدول رقم (10-1) التجارة الخارجية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

الجدول رقم (10-1): التجارة الخارجية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (الوحدة بالمليون دولار أمريكي)

المجموعات الإنتاجية	2007	2008	نسبة التطور%
الاستيراد	27 631	39 156	41.71
التصدير	60 163	78 233	30.04
الميزان التجاري	32 532	39 077	20.12

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على نشرية المعلومات الإحصائية التي تصدرها وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، رقم: 14-12.

سجل قطاع التجارة الخارجية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لسنة 2008 كما هو موضح في الجدول رقم (10-1)، ما يلي:

- القيمة الإجمالية للصادرات هي 78.3 مليار دولار أمريكي، أي بزيادة تقدر بحوالي 30% مقارنة مع نتائج سنة 2007.
- القيمة الإجمالية للواردات 39.16 مليار دولار أمريكي، بزيادة 41.71% مقارنة مع نتائج سنة 2007.

المبحث الثاني: إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية

اعتمدت الجزائر العديد من البرامج التنموية للنهوض بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك على عدة مستويات، أهمها التأهيل، التكوين، نظام المعلومات، القدرة على المنافسة، التمويل وغيرها. رغم ذلك، تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إشكالية كبيرة في التمويل، تتعلق أساسا بخصوصية هذه المؤسسات والمؤسسات التمويلية خاصة البنوك.

المطلب الأول: الصعوبات التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مجموعة من الصعوبات التي أدت إلى وجود إشكالية في التمويل، أهم هذه الصعوبات تخلف النظام البنكي وغياب ثقافة السوق المالية.

تتمثل أهم صعوبة من الصعوبات التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تخلف النظام البنكي وعدم موضوعية القيود والشروط التي يفرضها لتمويل القطاع الخاص، والتي تميل إلى الجانب القانوني أكثر من الجانب الاقتصادي. فقد عمل النظام البنكي على خدمة مؤسسات الدولة في تنمية المشاريع الضخمة. وبالتالي، فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التابعة للقطاع الخاص لم تكن تنمو ولم تجد الدعم المالي اللازم إلا على هامش مشاريع القطاع العام. هذا في الوقت الذي أثبتت فيه تجارب الدول المتقدمة أن النمو الاقتصادي الكلي مرده إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. فعادة ما تتوفر هذه الأخيرة على سوق في حالة نمو لمنتجاتها الأصلية أو لمنتجات جديدة في طور الابتكار.

إضافة إلى ما سبق، فإن النظام البنكي عادة ما يولي اهتمامه للقطاع التجاري للاستيراد والتصدير على حساب القطاع الصناعي، وهذا لارتفاع درجة المخاطرة في القطاع الصناعي، مع نقص الضمانات وقلة حجم الأموال الخاصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

أما السبب الثاني فيرجع إلى غياب ثقافة السوق المالية، وهذا ما جعل منظومة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تعمل وفقا لنماذج التسيير التقليدي وبموارد مالية ضئيلة. فوجود سوق مالية تحفز القطاع الخاص بوجه الخصوص إلى اللجوء لعمليات التمويل المباشر.

كما أن غياب البورصة في الجزائر أدى إلى تضيق مجالات التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التي أصبحت تعتمد على البنوك فقط. وفي غياب البورصة وإشكالية التمويل البنكي، فإن المؤسسة تكون مجبرة وفي الكثير من الأحيان من تمويل نفسها ذاتيا، أي من مساهمات مالكيها بدلا من التمويل الخارجي.

المطلب الثاني: هشاشة العلاقة بين البنك والمؤسسة

نظرا للدور الفعال الذي تقوم به البنوك الجزائرية، إلا أن هناك تحفظا كبيرا منها في مجال تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي غالبا ما تقع في مشاكل لتمويل نشاطاتها، وهذا بدوره يهدد بقاء واستمرار هذه المؤسسات.

يرتبط عزوف البنوك عن تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تماما بنظرة البنك للمؤسسة على عدم قدرتها لتسديد أموالها، والتي تكون في الغالب عبارة عن قروض قصيرة الأجل أو قروض متوسطة وطويلة الأجل، حيث يعتبر البنك أن التسديد هو الخطر الأكبر على المركز المالي له.⁽¹⁾

كما أن طلب التمويل في البنك يأخذ وقتا طويلا، ويرجع ذلك إلى مركزية قرارات منح القروض بغض النظر عن دراسة الملف من مختلف الجوانب، حيث يرى المسكرون والمستثمرون بأن سبب تأخير تحقيق استثماراتهم وتمويلاتهم وارتفاع تكاليفها يعود إلى غياب موارد التمويل الخارجي الكافية، واعتبار أن النظام المالي لا يتميز بالفعالية وغير قادر على التأقلم مع متطلباتهم، حتى العمليات الجارية كتحويل ومسك الحسابات أو تحرير الأموال المودعة تتطلب وقتا وتكلفة. إضافة إلى ذلك، لم تسمح مركزية القرار لمختلف الوكالات بتقديم معلومات كافية فيما يخص الوفرة المالية للمؤسسة، وهذا ما يخاف منه المستثمرون والمسكرون، وهو قلة الشفافية في التعاملات البنكية.

حتى ولو تقدمت المؤسسة بطلب تمويل من البنك، فإن شروط الاستفادة منه تكون تعجيزية لبعض المؤسسات خاصة في طور البداية، حيث تواجه المؤسسة عدة مشاكل لحصولها على تمويل بنكي، مثل المدة، الفوائد، نقص الضمانات وشروط أخرى متنوعة. لأن الموافقة على القرض البنكي من العمليات الصعبة والأساسية للبنك، إذ يقوم بدراسة وضعية المؤسسة، وغالبا ما تكون المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخاصة في البداية بوضعية ليست جيدة ولا تتوفر على ضمانات كافية. هذه الأخيرة تنقسم إلى نوعين، ضمانات عينية لبعض الأشكال من القروض كحجز أو رهن أو ملكية عقارية، وضمانات شخصية حينما تتطلبها الصيغة القانونية، كالكفالة وتعهد الشركاء أو تأمين القرض. كما أن محدودية صلاحيات الوكالات البنكية في عملية منح القروض بسبب عدم الاستقلالية النسبية له الدور الكبير في إشكالية التمويل التي تعاني منها المؤسسات.⁽²⁾

المطلب الثالث: مشكلة التمويل من طرف المؤسسة

يكون مشكل التمويل من طرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة أكبر منه في البنوك، فالبنك هو الذي يملك الأموال التي تحتاجه المؤسسة، وعادة ما تكون قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي ضعيفة، فتكون بحاجة ماسة لتلك الأموال. وبالتالي، تجد نفسها مقيدة بشروط غالبا ما تجعلها مترددة

¹ - محفوظ جبار، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشاكل تمويلها، ملتقى دولي حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف، 25-28 ماي 2003، ص: 405.

² - شهرزاد برجى، إشكالية استغلال مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير، تخصص مالية دولية، مدرسة الدكتوراه التسيير الدولي للمؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012، ص: 231.

في طلب التمويل. بالإضافة إلى هذا، فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غالبا ما ترفض طلبات تمويلها، لأن نشاطها عادة ما يكون محلي وغير واسع وهو ما يزيد مخاوف البنك.(1)

المطلب الرابع: ثقل العبء الضريبي

تتحمل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية أعباء ضريبية لا تساعد على أي حال من الأحوال على العمل الإنتاجي، بل تؤدي هذه الأعباء إلى تنامي الأنشطة الموازية التي تصب في خانة التهرب الضريبي.

لذا، فإن تخفيف العبء الضريبي الذي تتحمله المؤسسات قصد حمايتها وتشجيع الاستثمارات أصبح ضروريا، ومن بين الإجراءات الضريبية:(2)

- تخفيض الضريبة على أرباح المؤسسات.
- ارتفاع سقف الأجور غير الخاضعة للضرائب.
- انخفاض النسبة الهامشية الأعلى للضريبة على الدخل الإجمالي.
- الإعفاء من الرسم على القيمة المضافة فيما يخص السلع والخدمات التي تدخل مباشرة في انجاز الاستثمار.

رغم هذه الإجراءات، إلا أن تصريحا لرئيس الغرفة الجزائرية للتجارة أكد بأن 10 مليار دولار من رقم أعمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والحرفيين الناشطين في السوق الموازية تستفيد من الغش الضريبي سنويا، وهو ما كلف خسائر لإدارة الضرائب لا تقل عن 3 مليار دولار سنويا.(3)

وأرجع رئيس الغرفة ارتفاع التهرب الضريبي وتفضيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للنشاط خارج رقابة الإدارة الجبائية إلى ارتفاع نسب الضريبة المطبقة على مؤسسات القطاع الاقتصادي، كما بين إلى أن تخفيف الضغط الضريبي من شأنه دعم البيئة الاستثمارية لهذه المؤسسات، وعدم تحويل أرباح المؤسسات الأجنبية إلى الخارج وإعادة استثمارها في الجزائر.(4)

1- محفوظ جبار، مرجع سابق، 2003، ص: 405.

2- يوسف قريشي، مرجع سابق، 2005، ص: 60-61.

3- عبد الوهاب بوكرواح، "تهرب ضريبي بـ 21 مليار في 2009"، جريدة الشروق اليومية، العدد 2820، الصادرة في 2010/01/13.

4- نفس المرجع السابق.

- إضافة إلى ذلك، فإنه توجد عدة مبررات للتهرب الضريبي من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تتمثل أهمها فيما يلي:⁽¹⁾
- درجة معرفة أصحاب المؤسسات للتشريعات والتنظيمات الضريبية ضعيفة نسبياً، حتى وإن وجدت فهي سطحية.
 - يستخدم مسيرو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مختلف الطرق سواء كانت قانونية أو غير قانونية قصد تفادي دفع الضرائب.
 - عدم رضا أغلب مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن حجم الضرائب والرسوم المفروضة عليهم، وهو ما أدى بهم إلى التهرب.
 - الاقتناع بعدم وجود عدالة ضريبية لدى أغلب المسيرين.
 - عدم كفاية الرقابة الجبائية المفروض حالياً على المؤسسات، وذلك للفائض التي تتضمنها الإدارة الجبائية.

المبحث الثالث: هيئات تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

في هذا المبحث، سيتم تقديم مختلف مصادر التمويل المباشرة وغير المباشرة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، وكذا عرض مختلف هيئات دعم هذه المؤسسات.

المطلب الأول: مصادر التمويل المباشرة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

بغية الحد من إشكالية التمويل التي تعاني منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، قامت هذه الأخيرة بإنشاء عدة هيئات تمويل مباشرة حكومية إضافة إلى البنوك التجارية.

1- البنوك التجارية

تؤدي البنوك التجارية من خلال ما تقدمه من قروض وخدمات دوراً كبيراً في إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتسهيل نشاطاتها، وتزداد أهميتها في الدول النامية نتيجة لضعف الأسواق المالية فيها.

كان تمويل المؤسسات قبل قانون النقد والقرض لسنة 1990 يتحدد بناء على ما يقرره المخطط الوطني وتصادق عليه الخزينة العمومية تحت إشراف الوزارة المكلفة بالتخطيط، لكن بعد هذا القانون والذي شجع على الاستثمار الخاص، أصبح المجال مفتوحاً أمام المؤسسات الصغيرة

¹ - نصر رجال، محاولة تشخيص ظاهرة التهرب الضريبي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير، تخصص تدبير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، قسم العلوم الاقتصادية، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2007، ص: 184-185.

والمتوسطة للاستفادة من القروض البنكية، حيث تم إلغاء مبدأ تخصص البنوك، وأصبح بإمكان كل بنك تمويل الاستثمارات في مختلف القطاعات الاقتصادية، وهذا ما ساعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الحصول على ما تحتاجه من تمويل.

قامت السلطات الجزائرية بوضع بروتوكول بشأن ترقية الوساطة المالية المشتركة بين قطاع تلك المؤسسات والبنوك العمومية (البنك الوطني الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، القرض الشعبي الجزائري، الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي وبنك التنمية المحلية) الذي تم توقيعه في 23 ديسمبر 2001، والذي ينص على ما يلي:⁽¹⁾

- توفير شروط ترقية العلاقات السليمة بين قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والبنوك العمومية، وهذا طبقا لقواعد الحيطة المعتمدة المحددة من طرف بنك الجزائر.
- توجيه القروض البنكية لصالح الأنشطة المنتجة، ذات القدرة الكبيرة على النمو والقيمة المضافة والقدرة على امتصاص البطالة.
- تفعيل توظيف خطوط القروض الخارجية عبر برنامج اتصال مباشر وفعال.
- تطوير منهجية موحدة وتشاورية، وذلك بالتعاون مع الوزارة المكلفة بالمالية والوزارة المكلفة بالشؤون الخارجية لبحث وتعبئة التمويلات الخارجية لدى الممولين الدوليين.
- مرافقة ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات القدرة التصديرية عن طريق التمويل الملائم.
- تطوير الخبرة البنكية اتجاه المؤسسات عند إعداد مخطط النشاطات المتوقعة.
- وضع برامج تكوينية لمسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وإطارات البنك حول إجراءات تقديم التدفقات المالية.
- وضع في متناول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وشروط تقديم ملفات القروض.
- المبادرة بتحسين زبائن البنك من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أجل تنظيمهم في شكل نادي الأشغال كشريك للبنوك العمومية.

يوضح الجدول رقم (1-11) القروض الممنوحة للاقتصاد من طرف البنوك إلى كل من القطاع الخاص، القطاع العام والإدارات المحلية.

¹ - السعيد برييش، التمويل التأجيري كبديل لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006، ص: 5.

الجدول رقم (1-11): القروض الممنوحة للاقتصاد من طرف البنوك (الوحدة مليار دج)

المجموع	الإدارة المحلية	القطاع الخاص	القطاع العام	
3086,5	0,8	1600,6	1485,2	2009
3268,1	0,8	1806,7	1460,6	2010
3726,5	0,7	1983,5	1742,4	2011
4568,1	0,5	2362,8	2204,8	إلى غاية مارس 2013

المصدر: النشرة الإحصائية الثلاثية، بنك الجزائر، 2013، ص: 13.

تنقسم تمويلات البنوك التجارية الجزائرية بين القطاع العام والقطاع الخاص بنسب متقاربة، بينما لا تتعدى نسبة 0,03% من التمويلات للإدارات المحلية، بلغ نسب تمويل القطاع الخاص الذي يشكل قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة النسبة الأكبر فيه 51,72% ابتداء من جانفي 2012 وإلى غاية مارس 2013، بمبلغ 2362,8 مليار دينار جزائري، أما في سنة 2011 فبلغ حجم تمويل القطاع الخاص مبلغ 1983,5 مليار دينار جزائري، أي بنسبة 53,23% من حجم التمويلات للاقتصاد.

2- الهيئات التمويلية الحكومية

تتمثل الهيئات التمويلية الحكومية في كل من الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب، الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر، الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة وهيئات التمويل التأجيري.

2-1 الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب

تعتبر الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب *Agence nationale de soutien à l'emploi des jeunes -ANSEJ-* هيئة ذات طابع خاص يتابع نشاطها وزير التشغيل والتضامن الوطني، أنشئت عام 1997، ويشكل جهاز دعم تشغيل الشباب أحد الحلول الملائمة ضمن سلسلة الإجراءات المتخذة لمعالجة مشكل البطالة في ظل المرحلة الانتقالية للاقتصاد الجزائري.⁽¹⁾

أسندت للوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب المهام الآتية:⁽²⁾

- تدعيم وتقديم الاستشارة ومرافقة الشباب ذوي المشاريع في إطار تطبيق مشاريعهم الاستثمارية.
- تسيير (وفقا للتشريع والتنظيم المعمول بهما) تخصيصات الصندوق الوطني لدعم تشغيل الشباب، لاسيما منها الإعانات وتخفيض نسب الفوائد، في حدود الأغلفة التي يضعها الوزير المكلف بالعمل والتشغيل تحت تصرفها.

¹ - محمد قرقب، عرض حول التوجيه والإرشاد في برامج وأجهزة التشغيل بالجزائر، الندوة الإقليمية عن دور الإرشاد والتوجيه في تشغيل الشباب، طرابلس، 2005، ص: 14.

² - الموقع الإلكتروني الرسمي للوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب: www.ansej.org.dz (تم الاطلاع يوم 23 ديسمبر 2012)

- تبليغ الشباب ذوي المشاريع بمختلف الإعلانات التي يمنحها الصندوق الوطني لدعم تشغيل الشباب وبالامتيازات الأخرى التي يحصلون عليها.
- متابعة الاستثمارات التي ينجزها الشباب أصحاب المشاريع، مع الحرص على احترام بنود دفاتر الشروط التي تربطهم بالوكالة ومساعدتهم عند الحاجة لدى المؤسسات والهيئات المعنية بإنجاز الاستثمارات.
- إقامة علاقات متواصلة مع البنوك والمؤسسات المالية في إطار التركيب المالي للمشاريع وتطبيق خطة التمويل ومتابعة إنجاز المشاريع واستغلالها.

يوضح الجدول رقم (1-12) المشاريع الممولة من طرف الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب حسب قطاع النشاط منذ بداية نشاط الوكالة وحتى 2012/12/31.

الجدول رقم (1-12): المشاريع الممولة من طرف الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب حسب قطاع النشاط -حتى نهاية 2012-

قطاع النشاط	عدد المشاريع الممولة	عدد العمال المستحدث	مبلغ الاستثمار (دج)
الخدمات	73 221	179 758	210 328 527 568
نقل المسافرين	17 066	40 207	41 304 490 843
الحرف	30 977	96 638	73 601 576 467
نقل البضائع	52 870	90 647	136 078 567 426
الفلاحة	24 812	62 230	71 318 568 083
الصناعة	11 513	37 910	47 003 634 058
البناء والأشغال العمومية	17 401	57 759	62 369 492 423
المهن الحرة	5 043	11 966	8 304 301 446
الصيانة	4 713	12 325	9 171 606 789
الصيد	750	3 749	4 685 203 788
المياه	464	1 863	2 795 211 906
نقل بالبارد	10 317	19 503	24 779 329 998
المجموع	249 147	614 555	691 740 510 995

المصدر: Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement, **Op-cit.**, Avril 2013, p:35.

وكما هو موضح في الجدول رقم (1-12)، فإن الوكالة تقوم بتمويل النشاطات الخدمائية بصفة عامة، فنسبة تمويل قطاع الخدمات بلغ 30,40% من إجمالي التمويلات، وهذا ما ساهم في استحداث 179.758 منصب شغل، ثم قطاع نقل البضائع بنسبة 19,67% من إجمالي التمويلات، وهو ما ساهم في استحداث أكثر من 90 ألف منصب شغل، ثم قطاع الحرف وبعدها قطاع الفلاحة. ساهمت الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب منذ نشأة نشاطها وإلى غاية 2012/12/31 بتمويل 249.147 مشروع واستحداث 614.555 منصب شغل.

2-2- الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر

أنشئت الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر *Agence nationale de gestion du microcrédit - ANGEM* بموجب المرسوم التنفيذي رقم 14-04 المؤرخ في 22 جانفي 2004 كهيئة ذات طابع خاص، يتابع نشاطها وزير التشغيل والتضامن الوطني، مهمتها تطبيق سياسة الدولة في مجال محاربة البطالة والفقير عن طريق تدعيم أصحاب المبادرات الفردية من أجل مساعدتهم على إحداث نشاطات لحسابهم الخاص ويتضمن دور الوكالة تقديم الدعم والاستشارة والمرافقة للمبادرين وضمان المتابعة لإنجاح المشاريع المجسدة.⁽¹⁾

تشكل الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر أداة لتجسيد سياسة الحكومة فيما يخص محاربة الفقر، وتتمثل مهامها الأساسية فيما يلي:⁽²⁾

- تسيير جهاز القرض المصغر وفق التشريع والتنظيم المعمول بهما.
 - دعم ونصح ومرافقة المستفيدين من القرض المصغر في تنفيذ أنشطتهم.
 - منح سلف بدون فوائد.
 - إبلاغ المستفيدين ذوي المشاريع المؤهلة للجهاز، بمختلف المساعدات التي تمنح لهم.
 - ضمان متابعة الأنشطة التي ينجزها المستفيدون مع الحرص على احترام بنود دفاتر الشروط، بالإضافة إلى مساعدتهم عند الحاجة لدى المؤسسات والهيئات المعنية لتنفيذ مشاريعهم.
- وبهذه الصفة، تكلف الوكالة على وجه أخص بما يلي:
- تشكيل قاعدة المعطيات حول الأنشطة والأشخاص المستفيدين من الجهاز.
 - نصح ودعم المستفيدين من جهاز القرض المصغر في عملية التركيب المالي ورصد القروض.
 - تكوين علاقات دائمة مع البنوك والمؤسسات المالية في إطار التركيب المالي للمشاريع وتنفيذ خطة التمويل، ومتابعة إنجاز المشاريع واستغلالها، والمشاركة في تحصيل الديون غير المسددة في آجالها.
 - إبرام اتفاقيات مع كل هيئة، مؤسسة أو منظمة هدفها القيام بأنشطة إعلامية وتحسيسية، وكذا مرافقة المستفيدين من القرض المصغر في إطار تنفيذ أنشطتهم وذلك لحساب الوكالة.

يوضح الجدول رقم (1-13) القروض الممنوحة حسب قطاع النشاط من طرف الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر منذ بداية نشاطها وإلى غاية 2012/12/31.

¹ - محمد قرطب، مرجع سابق، 2005، ص: 17.

² - الموقع الرسمي للوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر: www.angem.dz، (تم الاطلاع يوم 26 ديسمبر 2013)

الجدول رقم (1-13): القروض الممنوحة حسب قطاع النشاط (حتى 2012)

قطاع النشاط	عدد القروض	النسبة %	المبلغ الموافق (دج)
الفلاحة	76 291	16,89	2 983 852 354,77
صناعات جد صغيرة	157 184	34,81	6 032 825 712,26
البناء والأشغال العمومية	36 658	8,12	1 732 835 935,77
الخدمات	95 256	21,09	4 646 022 252,04
الحرف	86 158	19,08	2 922 405 084,03
التجارة	61	0,01	13 044 852,51
المجموع	451 608	100	18 330 986 191,38

المصدر: Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de L'investissement, **Op-cit.**, Avril 2013, p: 40.

حسب الجدول أعلاه، فإن عدد القروض الممنوحة من طرف الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر حسب قطاع النشاط، ويبرز أن الصناعات جد صغيرة تأخذ أكبر نسبة من التمويلات، وتمثل نسبة 34,81% من إجمالي عدد القروض الممنوحة، بمبلغ تجاوز 6 مليار دينار جزائري، أي بنسبة 32,9% من إجمالي مبلغ التمويل، وهي تتمثل أساسا في تمويل الماكثات بالبيت، خاصة لشراء ماكينات الخياطة. ثم قطاع الخدمات بنسبة 21,09% بمبلغ 4,64 مليار دينار جزائري. أما قطاع التجارة فلم يحظ سوى بنسبة 0,01% من عدد القروض الممنوحة، وبمبلغ 13 مليون دينار جزائري. وبصفة إجمالية، فإن الوكالة قدمت 18,33 مليار دينار جزائري لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

2-3- الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة

يعتبر الصندوق الوطني للتأمين على البطالة *Caisse Nationale d'Assurance Chômage -CNAC-* هيئة حكومية أنشئت سنة 1994 للتخفيف من العواقب الاجتماعية الناجمة عن التسريحات الجماعية للأجراء العاملين بالقطاع الاقتصادي⁽¹⁾، حيث يقدم الصندوق إعانات للبطالين ذوي المشاريع البالغين ما بين خمس وثلاثين سنة وخمسين سنة، ويقدم صيغة واحدة للتمويل وهي صيغة التمويل الثلاثي التي لا تتجاوز 5 مليون دينار جزائري، كما يلي:

- يمنح البنك أو المؤسسة المالية 70% من المبلغ الإجمالي للاستثمار، يتحمل الصندوق نسبة 75% من معدل الفائدة الذي يطبقه البنك في حالة الاستثمار في قطاع الفلاحة، الري والصيد البحري، و50% في حالة الاستثمار في باقي القطاعات.
- يمنح الصندوق قرضا بدون فائدة للمستفيد بنسبة 25% من المبلغ الإجمالي للاستثمار إذا لم يتجاوز المبلغ 2 مليون دينار جزائري، وإذا تجاوز المبلغ 2 مليون دينار جزائري وأقل أو يساوي 5 مليون دينار جزائري فنسبة مشاركة الصندوق هي 20%.

¹ فوزية حفيف، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب، البلدة، 2009، ص: 109.

- يتحمل المستفيد 5% إذا لم يتجاوز المبلغ الكلي للاستثمار 5 مليون دينار جزائري، و10% إذا كان المبلغ أكبر من 2 إلى 5 مليون دينار جزائري.

يوضح الجدول رقم (14-1) المشاريع الممولة حسب قطاع النشاط من طرف الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة إلى غاية 2012/12/31.

الجدول رقم (14-1): المشاريع الممولة من طرف الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة إلى غاية 2012/12/31

قطاع النشاط	المشاريع الممولة	النسبة %	عدد العمال	النسبة %	مبلغ التمويل (دج)	النسبة %
الزراعة	3 398	4,58	7 972	5,52	10 975 173 091	5,51
الحرف	2 511	3,39	6 822	4,72	5 649 514 298	2,84
'BTPH	3 647	4,92	12 677	8,78	11 361 264 053	5,70
المياه	152	0,21	548	0,38	862 981 362	0,43
الصناعة	4 346	5,86	12 492	8,65	14 266 823 521	7,16
الصيانة	406	0,55	1 006	0,70	887 800 498	0,45
الصيد	95	0,13	213	0,15	439 332 374	0,22
المهن الحرة	234	0,32	516	0,36	612 107 371	0,31
الخدمات	13 962	18,83	30 525	21,13	45 875 871 981	23,02
السوق	35 662	48,11	56 631	39,20	87 407 684 342	43,87
نقل المسافرين	9 717	13,11	15 055	10,42	20 922 861 904	10,50
المجموع	74 130	100	144 457	100	199 261 414 794	100

البناء والأشغال العمومية: BTPH'

المصدر: Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement, Op-cit., Avril 2013, p:41.

وكما يظهر من الجدول أعلاه، فإن أكبر حصة ممولة من طرف الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة هي قطاع السوق، حيث استحوذ على 43,87% من إجمالي التمويل بأكثر من 87,4 مليار دينار جزائري، وساهم في استحداث 39,20% من مناصب الشغل، و48,11% من عدد المشاريع الممولة. يليها قطاع الخدمات بنسبة 23,02% من إجمالي حجم التمويل، وبنسبة 21,13% من إجمالي عدد العمال المستحدث و18,83% من إجمالي عدد المشاريع الممولة. ثم قطاع نقل المسافرين وقطاع الصناعة، ونسب متقاربة كل من قطاع البناء والأشغال العمومية والقطاع الفلاحي. وبصفة عامة، فإن الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة قام بتمويل 74.130 مشروع بمبلغ تجاوز 199,26 مليار دينار جزائري، وكان له الدور في استحداث 144.457 منصب شغل.

2-4- التمويل التاجيري

ظهرت عدة هيئات تقوم بالتمويل التاجيري، أبرزها الشركة العربية للإيجار المالي، الشركة الجزائرية لإيجار المنقولات والشركة المغربية للإيجار المالي، وتعتبر كلها من مصادر التمويل المباشرة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، وهو ما سيتم إيجازها في هذه النقطة.

2-4-1- الشركة العربية للإيجار المالي

أنشئت الشركة العربية للإيجار المالي -ALC- *Arabe Leasing Corporation* في أكتوبر 2001 برأسمال قدره 758 مليون دينار جزائري، وتعتبر أول مؤسسة خاصة للإيجار المالي،⁽¹⁾ مهتمها القيام بالتمويل التأجيري في مجال العقارات، إضافة إلى تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأصحاب المهن الحرة والمؤسسات الكبرى. وقد بدأت المؤسسة نشاطها في ماي 2002 بمنح أولى قروضها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بقيمة إجمالية قدرها 75.5 مليون دينار.⁽²⁾

2-4-2- الشركة الجزائرية لإيجار المنقولات

تعتبر الشركة الجزائرية لإيجار المنقولات *Société Algérienne de Leasing Mobilier -SALEM-* مؤسسة ذات أسهم، رأسمالها 200 مليون دينار جزائري، وهو موزع بين الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي بنسبة 90% والمجموعة القابضة للميكانيك بنسبة 10%، ويتكون زبائنها من مؤسسات صناديق التعاون الفلاحي، المستثمرون في الفلاحة والصيد البحري، المقاولون والخواص.

2-4-3- الشركة المغربية للإيجار المالي

أنشئت الشركة المغربية للإيجار المالي سنة 2006 بمبادرة من مؤسسة تونس للإيجار المالي وبنك الأمان *AMEN*، تهدف هذه المؤسسة لأن تصبح الشريك المفضل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وذلك بتمويلها بالمعدات اللازمة لعملها كمعدات النقل والمكتبية والأشغال العمومية.

المطلب الثاني: مصادر التمويل غير المباشرة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

إلى جانب مصادر التمويل المباشرة، توجد عدة مصادر غير مباشرة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، من بينها صناديق ضمان القروض. إضافة إلى ذلك، فإن الاتفاقيات الدولية تعتبر من بين مصادر التمويل غير المباشرة.

1- صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

أنشئ صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة *Fonds de Garantie des Crédits -FGAR-* بموجب المرسوم التنفيذي رقم 373/02 المؤرخ في 11 نوفمبر 2002، المتعلق بتطبيق القانون التوجيهي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المتضمن للقانون الأساسي لصندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. فهو مؤسسة عمومية تحت وصاية وزارة

¹ الموقع الإلكتروني الرسمي للشركة العربية للإيجار المالي www.arableasing-dz.com. (تم الاطلاع عليه يوم 13 فيفري 2010)

² فوزية حفيف، مرجع سابق، 2009، ص:111.

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية. يتمتع هذا الصندوق بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية، وانطلق في النشاط بصورة رسمية في 14 مارس 2004. يهدف الصندوق إلى تسهيل الحصول على القروض المتوسطة من خلال منح الضمان للمؤسسات التي تفتقر إلى الضمانات العينية اللازمة التي تشترطها البنوك.(1)

يتولى الصندوق المهام المالية:(2)

- التدخل في منح الضمانات لفائدة المؤسسات التي تنجز استثماراتها في مجال إنشاء المؤسسات، تجديد أجهزة الإنتاج وتوسعة المؤسسات الموجودة.
- تسيير الموارد الموضوعة تحت تصرف الصندوق وإقرار أهلية المشاريع والضمانات المطلوبة.
- التكفل بمتابعة تحصيل المستحقات المتنازع عليها ومتابعة المخاطر الناجمة عن منح ضمان القروض.
- ضمان متابعة البرامج التي تضمنها الهيئات الدولية لفائدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتقديم الاستشارة التقنية لفائدتها والمستفيدة من ضمان القروض.
- إعداد اتفاقيات مع البنوك والمؤسسات المالية.
- تلقي بصفة دورية معلومات عن التزامات البنوك والمؤسسات المالية التي تمت تغطيتها بضمانه.

خلال سنة 2012، تم منح مبلغ 5,601 مليار دينار جزائري على شكل ضمانات، بمبلغ متوسط 26,930 مليون دينار جزائري للضمان، و 2,684 مليار دينار جزائري على شكل شهادات ضمان، بمبلغ متوسط 24,623 مليون دينار جزائري لشهادة الضمان. هذا وقد شملت نسبة 69% من الضمانات للمشاريع الجديدة.

كما ساهم صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في إنشاء 79 مؤسسة صغيرة ومتوسطة خلال سنة 2012 بمبلغ 1,705 مليار دينار جزائري وتوسعة 129 مؤسسة صغيرة ومتوسطة بمبلغ 3,896 مليار دينار جزائري. كما زادت الالتزامات الإجمالية للصندوق بنسبة 44% للضمانات الممنوحة و 46% بالنسبة لشهادات الضمان.(3)

¹ - الموقع الإلكتروني الرسمي لصندوق ضمان قروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة www.fgar.dz. (تم الاطلاع عليه يوم 23 ديسمبر 2012)

² - مختار راجي، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير، تخصص نقود ومالية وبنوك، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب، البلية، 2009، ص: 144.

³ - Ministère de l'industrie, de la Petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement, **Bulletin d'information statistique de la PME**, n°22, Avril 2013, p:33.

يوضح الجدول رقم (1-15) وضعية الملفات المعالجة من طرف صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أبريل 2004 إلى غاية 2012/12/31.

الجدول رقم (1-15): وضعية الملفات المعالجة من طرف صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

شهادات الضمان		عروض الضمان		
من 2004 إلى 2012	2012	من 2004 إلى 2012	2012	
354	109	800	208	عدد الضمانات الممنوحة
31 696 920 940	8 848 127 149	75 296 446 602	16 886 147 549	التكلفة الإجمالية للمشاريع (دج)
17 476 017 870	5 750 263 075	45 180 204 408	11 551 717 729	مبلغ القروض المطلوبة (دج)
55%	%65	60%	%68	المعدل المتوسط للتمويل المطلوب
8 052 308 816	2 683 916 682	19 946 974 424	5 601 580 899	مبلغ الضمانات الممنوحة (دج)
46%	%47	%44	%48	المعدل المتوسط للضمان الممنوح
22 746 635	24 623 089	24 933 718	26 930 677	المبلغ المتوسط للضمان (دج)
15 624	3 455	36 533	7 326	عدد العمال المستحدثين

المصدر: Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement, Op-cit., Avril 2013, p:34.

قام صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمنح 800 عرض ضمان منذ نشأته وإلى غاية نهاية سنة 2012، بتكلفة إجمالية تجاوزت 75,29 مليار دينار جزائري، هذا ما ساهم في استحداث 36.533 منصب شغل، كما بلغ المبلغ المتوسط للضمان 24,9 مليون دينار جزائري. في المقابل، قامت نفس الهيئة بتقديم 254 شهادة ضمان بتكلفة إجمالية تجاوزت 31,69 مليار دينار جزائري، مقابل طلب 17,47 مليار دينار جزائري، بمعدل متوسط 55%، وهذا ما ساهم في استحداث 15.624 منصب شغل. وبالتالي، فقد ساهم صندوق القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من استحداث 52.157 منصب شغل ومنح 28 مليار دينار جزائري كضمان.

2- صندوق ضمان قروض استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

أنشئ صندوق ضمان قروض استثمار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة *Caisse de garantie des crédits d'investissements pour la PME -CGCI-PME-* في 19 أبريل 2004، إلا أن بداية النشاط الفعلي لم تكن إلا في السداسي الثاني لعام 2009، وهو عبارة عن شركة ذات أسهم، يقدر رأسمالها بحوالي 30 مليار دينار جزائري، حيث يهدف الصندوق إلى تغطية كافة المخاطر المرتبطة بقروض الاستثمارات الممنوحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما يساعد على

إنشاء هذه المؤسسات وتطويرها. كما أطلق الصندوق سنة 2011 مرحلة جديدة من تنويع العروض عقب قرار السلطات بتفويض إدارة الصندوق لتغطية ضمان التمويل الزراعي.⁽¹⁾

يوضح الجدول رقم (1-16) وضعية الضمانات المقدمة من طرف صندوق ضمان قروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة منذ بداية نشاطه إلى غاية 2012/12/31.

الجدول رقم (1-16): وضعية الضمانات المقدمة من طرف صندوق ضمان قروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب قطاع النشاط في 2012

قطاع النشاط	عدد الملفات	النسبة %	مبلغ الضمان (مليون دج)	النسبة %	عدد العمال المستحدث	النسبة %
BTPH	195	31	3056	28	3586	36
النقل	164	26	907	8	1178	12
الصناعة	203	33	5997	55	4429	44
الصحة	31	5	604	6	476	5
الخدمات	30	5	278	3	320	3
المجموع	623	100	10842	100	9989	100

المصدر: Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement, **Op-cit.**, Avril 2013, p:38.

وكما هو موضح من خلال الجدول السابق، فإن صندوق ضمان قروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ركز ضماناته للقطاع الصناعي، حيث قدم الصندوق ضمان 33 مؤسسة بنسبة 33% من إجمالي عدد الضمانات، بمبلغ 5.997 مليون دينار جزائري، الأمر الذي أدى إلى استحداث 4429 منصب شغل، ثم قطاع البناء والأشغال العمومية، الذي استفاد من ضمان 195 ملف بمبلغ إجمالي 3056 مليون دينار جزائري، وهذا ما أدى إلى استحداث 3586 منصب شغل، ثم قطاع النقل، الصحة وأخيرا الخدمات. وبشكل إجمالي، فقد قامت صندوق ضمان قروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة منذ بداية نشاطه وإلى غاية 2012/12/31 بضمان 623 ملف بمبلغ إجمالي 10.842 مليون دينار جزائري، وساهم بإنشاء 9989 منصب شغل.

3- التعاونات والاتفاقيات الدولية

قامت الجزائر بإبرام العديد من التعاونيات والاتفاقيات مع مختلف الهيئات والدول بهدف دعم وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، سيتم تقديم أهم هذه التعاونيات والاتفاقيات.

3-1- برنامج ميديا

في إطار الشراكة الأورومتوسطية، قامت الجزائر بوضع برنامج ميديا *MEDA* سنة 1998، الذي يهدف بالأساس إلى تحسين القدرة التنافسية لهذه المؤسسات عن طريق تأهيلها وتأهيل محيطها،

¹ - الموقع الإلكتروني الرسمي: www.cgci.dz. (تم الاطلاع عليه يوم 28 ديسمبر 2013)

حيث خصص مبلغ يفوق 62,5 مليون أورو كغلاف مالي لتطبيق هذا البرنامج، يمول الاتحاد الأوروبي مبلغ 57 مليون أورو والمبلغ المتبقي تتحمله الجزائر.

تتمثل المهام الأساسية للبرنامج فيما يلي:

- تأهيل وتحسين قدرات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للاندماج والسير مع التطور المفروض عليها للانتقال إلى الاقتصاد الحر.
 - تحسين وترقية وسائل ومؤسسات التمويل كإنشاء مؤسسات تمويلية خاصة مثل رأسمال المخاطرة.
 - إعادة تأهيل هياكل الدعم والمتابعة المكلفة بدعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
 - إعداد شبكة وطنية للمعلومات الاقتصادية والمالية والتقنية الخاصة بالقطاع.
- تجسد برنامج ميديا في مرحلتين من التمويل والدعم، المرحلة الأولى من سنة 1996 إلى غاية سنة 2000، أما المرحلة الثانية فكانت بين سنتي 2000 و2006.

في المرحلة الأولى ومن خلال هذا البرنامج، تم تخصيص غلاف مالي قدره 62.9 مليار أورو، منها 57 مليون أورو مموله من طرف الاتحاد الأوروبي، وقد أحدث هذا البرنامج حوالي 445 عملية تأهيل. أما المرحلة الثانية، فقد اشتملت على غلاف مالي قدره 106 مليون أورو، التي تم بها إنجاز جهاز لتغطية الضمانات البنكية لفائدة هذه المؤسسات بقيمة 20 مليون أورو.

وكحصيلة لصندوق ضمان القروض بإسناد من برنامج ميديا للسداسي الأول لسنة 2009، فقد قام الصندوق بضمان 11 قرض بقيمة إجمالية 324.112.900 دينار جزائري.⁽¹⁾

وقد قامت وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصالح مندوبية المفوضية الأوروبية في مارس من عام 2007 بإبرام اتفاقية حول تمديد برنامج ميديا في المرحلة الثانية، الذي رصد له الطرف الأوروبي 40 مليون أورو والطرف الجزائري 3 مليون أورو، والذي يهدف إلى تأهيل 500 مؤسسة صغيرة ومتوسطة جزائرية.

3-2- التعاون الجزائري الألماني

تضمن التعاون الجزائري الألماني في إطار تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ما يلي:⁽²⁾

1- وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، نشرية المعلومات الإحصائية رقم 15، 2009، ص:37.
2- عبد المجيد قدي وعبد الوهاب دادن، محاولة تقييم برامج وسياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006، ص:8-9.

- مشروع إرشاد وتكوين بتكلفة إجمالية تقدر بأكثر من 3 ملايين أورو، ويستفيد قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بتكوين 50 متخصصا و250 عونا مرشدا.
- مشروع دعم وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بغلاف مالي يقدر بحوالي 2,3 مليون أورو، وهدفه ترقية الحركة الجمعوية بالمؤسسات.

3-3- التعاون الجزائري الكندي

تم الاتفاق في التعاون الجزائري الكندي على تنمية القطاع الخاص في الجزائر لتحسين شروط تنافسية القطاع الإنتاجي، وتم توقيع هذا الاتفاق بين ممثل الخارجية الجزائري والوكالة الكندية للتنمية الدولية، وتقدر تكلفة هذا التعاون بحوالي 7,4 مليون دولار لمدة سنتين.⁽¹⁾

3-4- التعاون الجزائري الإيطالي

بالنسبة للتعاون الجزائري الإيطالي، فقد تم التوقيع بين وزير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية الجزائري والوزير الإيطالي للنشاطات الإنتاجية في أبريل 2002 من أجل إقامة علاقات بين رجال الأعمال الجزائريين ونظرائهم الإيطاليين، وكذا إنشاء مركز تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للدعم من إيطاليا.⁽²⁾

3-5- التعاون الجزائري النمساوي

تم الاتفاق بين البنك الوطني الجزائري والبنك المركزي النمساوي في إطار الاستفادة من قرض بقيمة 30 مليون أورو، بعد مفاوضات دامت سنة، ويوضع هذا القرض تحت تصرف العاملين الاقتصاديين والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتمويل الواردات.

3-6- التعاون مع الهيئات والمؤسسات الدولية

أبرمت العديد من التعاونات مع مختلف الهيئات والمؤسسات الدولية، إلا أنه سيتم ذكر التعاون مع الوكالة الفرنسية للتنمية ومنظمة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية.

3-6-1- الوكالة الفرنسية للتنمية

يتواجد مقر الوكالة الفرنسية للتنمية بالجزائر منذ 1967، ولم تجر إلا بروتوكولات بين الحكومات. ومنذ عام 1992، بدأ تدخل الوكالة من خلال مواردها وإجراءاتها الخاصة لتمويل القطاع العام وكذا القطاع الخاص، من خلال فرعها بالجزائر بمنح قروض مباشرة أو منح ضمانات أو عمليات على الأموال الخاصة.

¹- يوسف حميدي، مستقبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في ظل العولمة، أطروحة دكتوراه علوم، فرع التحليل الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2009، ص: 100.

²- يوسف قريشي، مرجع سابق، ص: 73.

وفي عام 1998، عقدت الوكالة أول قرض طويل الأجل مقدار 15 مليون أورو لصالح القرض الشعبي الجزائري، حيث وجه لتمويل استثمارات توسيع وتجديد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المحلية. وفي عام 2002، تم عقد ثاني قرض طويل الأجل بقيمة 40 مليون أورو والذي منح لصالح القرض الشعبي الجزائري أيضا لمواجهة نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والذي يعمل على مضاعفة وتوسيع بعض الخدمات المالية كالاتماد الإيجاري وعقد تحويل الفواتير.⁽¹⁾

3-6-2- منظمة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية

تأسست منظمة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية سنة 1967 بفيينا، ويتمثل هدفها في ترقية التنمية الصناعية في الدول النامية عن طريق وضع برامج صناعية مدمجة لكل دولة. بدأت عملها في الجزائر عام 1999، ضمن برنامج تطوير التنافسية وإعادة الهيكلة الصناعية الذي خص ثمان مؤسسات عمومية و40 مؤسسة صغيرة ومتوسطة. كما تعمل المنظمة على تقديم مساعدات فنية لتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في فرع الصناعات الغذائية بإحداث وحدة لتسيير البرنامج، واختيار مكتب دراسات لإعداد تشخيص هذا الفرع.⁽²⁾

المطلب الثالث: هيئات دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

إضافة إلى هيئات التمويل المباشرة وغير المباشرة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، توجد عدة هيئات تدعم هذه المؤسسات، وعلى رأسها وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

1- وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

أنشئت وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بموجب مرسوم تنفيذي رقم 211/94 المؤرخ في 18 جويلية سنة 1994 والتي حددت أهدافها بداية بترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، غير أنه وسعت صلاحيتها طبقا للمرسوم رقم 190/2000 المؤرخ في 11 جويلية 2000 والذي يحدد صلاحيات وزارة المؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة.

تتمحور مهامها في ما يلي:⁽³⁾

- حماية طاقات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها.
- ترقية الاستثمارات المنشأة والموسعة والمطورة.

¹- عبد الوهاب دادن، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية-، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص: 284.

²- يوسف حميدي، مرجع سابق، 2009، ص: 102.

³- المرسوم التنفيذي رقم 211-94، المؤرخ في 18 جويلية 1994، الجريدة الرسمية، العدد 42، 16 جويلية 2000، ص: 6-7.

- ترقية استثمارات الشراكة ضمن قطاع المؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة.
- إعداد استراتيجيات لتطوير المؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة.
- ترقية وسائل تمويل المؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة.
- ترقية المبادلة.
- تحسين فرص الاستفادة من العقار الموجه لنشاطات الإنتاج والخدمات.
- إعداد الدراسات الاقتصادية المتعلقة بترقية هذا القطاع.
- تعزيز القدرة التنافسية للمؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة.
- تنسيق النشاطات مع الولايات والفضاءات الوسيطة.
- ترقية التشاور والحركة الجهوية للمؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة.
- التعاون الدولي والإقليمي والجهوي في هذا المجال.

وخارج الإطار القانوني التشريعي، تجهز وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال إدخال نماذج وطرق جديدة في التسيير، واتخاذ إجراءات استعجالية لتحسين المحيط الاقتصادي، الإداري، القانوني وغيرها.

2- حاضنات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعتبر حاضنات الأعمال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الآليات المعتمدة لدعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المبتدئة، فهي كيان قانوني قائم بذاته يعمل على توفير جملة من الخدمات والتسهيلات للمستثمرين الصغار الذين يبادرون بإقامة مؤسسات بهدف إعطائهم دفع أولي يمكنهم من تجاوز أعباء مرحلة الانطلاق⁽¹⁾ وهي تمثل نمطا جديدا من البنى الداعمة للنشاطات الابتكارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أو للمطورين المبدعين والذين يفتقرون للإمكانيات الضرورية لتطوير أبحاثهم وتقنياتهم المبتكرة وتسويقها.

ويجب التفرقة بين حاضنات الأعمال ومشاتل المؤسسات، فحاضنات الأعمال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي تلك التي توفر الدعم والرعاية للمؤسسات المحتضنة قبل انطلاقها ويستمر عادة مدة ثلاث سنوات إلى غاية تمكن المؤسسة من الاعتماد على ذاتها في إدارة وتسيير شؤونها. وبالتالي، فالحاضنة تعبر عن هياكل الاستقبال والدعم المرافقة للمؤسسات الناشئة، في حين تعبر المشتلة عن هياكل إيواء المؤسسات حديثة النشأة، فبعدما تحصل المؤسسة على مقومات النهوض من الحاضنة تستطيع الاختيار بين الانتماء إلى المشاتل أو الاستقلال عنها.

¹ - حسين رحيم، ترقية شبكة دعم الصناعات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: نظام المحاضن، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، جامعة عمار تليجي، الأغواط، 8-9 أفريل 2002، ص: 8.

أما المشرع الجزائري، فقد عرف مفهوم الحاضنات والذي تضمن المشاتل وفقا للمرسوم التنفيذي رقم 78/03 المؤرخ في 25 فيفري 2003 الذي يتضمن القانون الأساسي لمشاتل المؤسسات على أنها مؤسسات عمومية ذات طابع صناعي وتجاري تتمتع بالشخصية المعنوي والاستقلالية المالية.

ولتجسيد قانون إقامة مشاتل وحاضنات الأعمال، سعت وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية في إنشاء 11 حاضنة في كل من ولاية الأغواط، باتنة، البليدة، تلمسان، سطيف، عنابة، قسنطينة، وهران، الوادي، تيزي وزو والجزائر العاصمة، بالإضافة إلى أربع ورشات ربط في كل من الجزائر العاصمة، سطيف، قسنطينة وهران. وفي إطار البرنامج التكميلي لدعم النمو خلال الفترة 2005-2009، تم تخصيص مبلغ 4 مليار دينار جزائري لدعم قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وسجلت انطلاق 4 حاضنات إلى غاية 2011. في كل من عنابة، وهران، غرداية والبليدة.

يوضح الجدول رقم (1-17)، عدد المشاريع التي استضيفت في بعض حاضنات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر إلى غاية 2012/12/31، حيث استضافت كل من عنابة، وهران، غرداية وبرج بوعريريج 33 مشروعا سنة 2012، وهو عدد صغير جدا مقارنة بعدد المؤسسات التي أنشئت سنة 2012.

الجدول رقم (1-17): عدد المشاريع التي استضيفت في حاضنات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

حاضنات المؤسسات	عدد المشاريع المستضافة	
	2012	2011
عنابة	9	8
وهران	13	9
غرداية	9	3
برج بوعريريج	2	9
المجموع	33	29

المصدر: Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement, **Op-cit.**, Avril 2013, p:28.

يوضح الجدول رقم (1-18) إحصائيات حول مراكز التسهيل المختلفة المتواجدة في الجزائر إلى غاية 2012/12/31، حيث ورد إلى مراكز التسهيل 4180 مشروع لم يدعم منه سوى 2052، وهي أقل من النصف، كما ساهمت مراكز التسهيل المختلفة باستحداث 587 مؤسسة و1544 منصب شغل.

الجدول رقم (1-18): إحصائيات حول مراكز التسهيل إلى غاية 2012/12/31

عدد العمال المستحدث	المؤسسات المستحدثة	خطة الأعمال الموضوعة	المشاريع المدعمة	المشاريع الواردة	مركز التسهيل
90	24	46	142	452	تيزازة
494	301	47	455	1 155	وهران
67	22	29	58	107	أدرار
394	59	16	448	569	برج بوعرييج
220	13	22	174	328	إليزي
125	34	3	368	427	جيجل
31	12	-	39	65	تمنراست
31	84	2	244	484	النعامة
56	11	22	36	242	تندوف
75	2	2	29	236	الجلفة
142	25	53	59	75	سيدي بلعباس
-	-	-	-	40	البليدة
1 544	587	242	2 052	4 180	المجموع

المصدر: Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de l'investissement, **Op-cit.**, Avril 2013, p:29.

3- الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار

تعتبر الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار *Agence nationale de développement de l'investissement -ANDI-* مؤسسة عمومية ذات صبغة إدارية، تم إنشاؤها سنة 2001 في إطار الإصلاحات الأولى التي تمت مباشرتها في الجزائر خلال التسعينيات والمكلفة بالاستثمار، حيث شهدت الوكالة تطورات تهدف للتكيف مع تغيرات الوضعية الاقتصادية والاجتماعية للبلاد. خولت لهذه المؤسسة الحكومية التي كانت تدعى في الأصل وكالة ترقية ودعم ومتابعة الاستثمار من 1993 إلى 2000، ثم أصبحت الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار مهمة تسهيل وترقية واصطحاب الاستثمار.

تقدم الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار الخدمات الموالية⁽¹⁾:

- استقبال ونصح المستثمرين على مستوى الهياكل المركزية والجهوية.
- تساهم في تنفيذ سياسات واستراتيجيات التنمية بالتآزر مع القطاعات الاقتصادية المعنية.
- ضمان ترقية وتنمية ومتابعة الاستثمارات.
- التأكد من احترام الالتزامات التي يتعهد بها المستثمرون خلال مدة الإعفاء.
- استقبال وإعلام المستثمرين الوطنيين والأجانب.
- تسهيل الإجراءات المتعلقة بإقامة المشاريع.

¹- المرسوم التنفيذي 03-01 المؤرخ في 2001، المادة: 03، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد: 55، الصادر في 26 سبتمبر 2001، ص: 08.

- منح الامتيازات المرتبطة بالاستثمار.
- ضمان التزام المستثمرين بدفاتر الشروط المتعلقة بالاستثمار.
- تسهيل القيام بالشكليات الإدارية للمؤسسات، وتجسيد المشاريع بواسطة خدمات الشباك الوحيد.

يوضح الجدول رقم (1-19) توزيع المشاريع الاستثمارية حسب قطاع النشاط بين سنتي 2011 و2012.

الجدول رقم (1-19): توزيع المشاريع الاستثمارية حسب قطاع النشاط

المجموع	الاتصال	الزراعة	الصحة	السياحة	الخدمات	الصناعة	BTPH	النقل	قطاع النشاط	
7803	-	31	72	55	891	1004	1267	4383	2011	المشاريع المعلنة
7715	1	84	80	136	955	1135	1460	3864	2012	
100	0,01	1,09	1,04	1,76	12,38	14,71	18,92	50,08	% النسبة	
-1,13	-	170,97	11,11	147,27	7,18	13,05	6,8	-11,84	% التطور	
1 378 176	-	16 688	5628	430 328	127 991	580 470	111 861	105 210	2011	دينار مليون
815 545	142 454	6447	20 356	94 182	34 252	328 762	123 558	65 534	2012	
100	17,47	0,79	2,50	11,55	4,20	40,31	15,15	8,04	% النسبة	
140 110	-	33 691	1208	14 291	10 310	35 211	26 499	18 900	2011	عدد العامل
91 415	480	1108	2615	6072	8325	31 482	26 965	14 368	2012	
100	0,53	1,21	2,86	6,64	9,11	34,44	29,50	15,72	% النسبة	

المصدر: Ministère de l'industrie, de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de L'investissement, **Op-cit.**, Avril 2013, p:31.

حسب الجدول رقم (1-19)، فإن أكبر قطاع استفاد من دعم الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار هو قطاع النقل، بنسبة 50% من عدد المشاريع المعلنة، وبمبلغ 65.534 مليون دينار جزائري، واستحدث هذا القطاع أكثر من 14 ألف منصب شغل في سنة 2012، ثم يليه قطاع البناء والأشغال العمومية بنسبة 18,9% من عدد المشاريع وبمبلغ 123,55 مليون دينار جزائري، أما قطاع الصناعة الذي كان له أكبر مبلغ في التمويل بنسبة 40,31% من إجمالي المبلغ الممول، وبنسبة 14,71% من عدد المشاريع المعلنة واستحدث أكبر نسبة 34,44% وهو ما يعادل استحداث 31.482 منصب شغل.

4- الوكالة الوطنية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

أنشئت الوكالة الوطنية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة *Agence nationale de développement de la PME -ANDPME-* بموجب المرسوم التنفيذي رقم 165/05 المؤرخ في 03 ماي 2005. وهي مؤسسة عمومية ذات طابع إداري، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية، وتقع تحت وصاية الوزير المكلف بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، في إطار التكفل بمتابعة

تنفيذ البرنامج الوطني لتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذي أعدته وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والحرف، وهو برنامج يمس كل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ويمتد إلى غاية 2013.

- للوكالة الوطنية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عدة مهام، أهمها:
- تنفيذ استراتيجية القطاع في تعزيز وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- تنفيذ البرنامج الوطني لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومتابعته.
- ترقية الخبرة والاستشارة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- متابعة ديمغرافية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من حيث الإنشاء والتوقيف وتغيير النشاط.
- إنجاز دراسات حول فروع النشاطات الاقتصادية والمذكرات الظرفية الدورية.
- جمع واستغلال ونشر معلومات محددة في ميدان نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- وتوضح العناصر الموائية إستراتيجية الوكالة:
- تحسين محيط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لاسيما في الحصول على المعلومات وتنمية أدوات التسيير، وذلك بإنشاء قواعد معلومات تخص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وإصدار مناشير المعلومات، وترقية استخدام الانترنت وتكنولوجيا المعلومات والاتصال فضلا عن تسهيل وصول هذه المؤسسات لمختلف المرافق التي تمنحها السلطات العمومية زيادة على المساعدات والدعم الدولي.
- تطوير منهج القطاعية وإنشاء شبكات الربط للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك بتشجيع عمليات إعادة التأهيل الجماعية وإنجاز دراسة للفروع، وبطاقات فرعية مع تحفيز إنشاء جماعات المصالح المشتركة لهذه المؤسسات.
- تطوير منهج الجوارية والاستماع إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك بالتقرب من الوكالة الوطنية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال فروعها وتكثيف الاجتماعات والمناقشات مع المؤسسات والجمعيات المهنية والهيئات التمثيلية.
- تعزيز المشاورات الوطنية فيما يخص دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باللجوء للاستشاريين الوطنيين لرفع مستوى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فضلا عن إجراءات المرافقة الخاصة للاستشارة الوطنية كالتكوين.

أما عن حصيلة الوكالة الوطنية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فالجدول رقم (1-20) يوضح عدد المؤسسات المستفيدة من البرنامج الوطني للتأهيل حتى سنة 2008، حيث بلغ عدد

المؤسسات المصغرة المستفيدة من برنامج التأهيل 168 مؤسسة وهو ما يعادل نسبة 55% والباقي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

الجدول رقم (1-20): عدد المؤسسات المستفيدة من البرنامج الوطني للتأهيل حتى سنة 2008

نوع المؤسسة	العدد	النسبة %
صغيرة ومتوسطة	137	45
صغيرة جدا (مصغرة)	168	55
المجموع	305	100

المصدر: الموقع الرسمي للوكالة الوطنية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: www.andpme.org.dz، تم الاطلاع يوم 26 ديسمبر 2013.

5- الوكالة الوطنية للوساطة والضبط العقاري

تعتبر الوكالة الوطنية للوساطة والضبط العقاري *Agence nationale d'intermédiation et de régulation foncière -ANIREF-* مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري، تخضع لوصاية وزارة الصناعة وترقية الاستثمارات، أنشئت بموجب المرسوم التنفيذي رقم 119-07 المؤرخ في 23 أبريل 2007 المحدد لمهامها وقانونها الأساسي.

أسندت للوكالة المهام الموالية:

- التسيير بموجب اتفاقية الأملاك العقارية المبنية وغير المبنية.
- ترقية الحافظة العقارية وتسويقها.
- إنشاء آلية تجسد الطلبات وفق نظام يواكب المستثمرين لتوجههم من أجل إقامة مشاريعهم الاستثمارية.
- إنشاء بنك للمعلومات والتحديث المستمر له.
- إنشاء مرصد عقاري اقتصادي عن طريق جدول أسعار العقار الاقتصادي وإعداد تقارير وفق تغيرات السوق العقارية.

يوضح الجدول رقم (1-21) حجم الاستثمارات وعدد العمال حسب قطاع النشاط المستحدث من طرف الوكالة الوطنية للوساطة والضبط العقاري.

الجدول رقم (1-21): حجم الاستثمارات المقدمة حسب قطاع النشاط

النسبة %	عدد العمال	النسبة %	حجم الاستثمار مليون دج	النسبة %	عدد المشاريع	قطاع النشاط
31	3 992	30	14 809	36	58	مواد البناء
3	665	14	6 737	2	3	الخدمات
12	1 398	12	6 211	7	11	صناعات مصنعة أخرى
14	1 838	12	5 915	17	27	الصناعة الغذائية
5	677	8	3 819	6	9	الصناعة الكيميائية، الصيدلانية والشبه صيدلانية
7	835	7	3 324	7	12	الصناعة الميكانيكية
8	1 048	5	2 714	7	11	عمل المعادن
10	1 285	5	2 550	6	9	الصناعة الكهربائية والإلكترونية
4	533	4	2 218	6	10	الصناعة البلاستيكية
3	181	2	750	2	4	التعبئة والتوزيع
2	200	1	355	2	3	صناعة الورق
0	42	0	171	1	2	صناعة وتوزيع الغاز والمواد الحرارية
1	70	0	138	1	2	صناعة الصلب والمعادن
100	12 764	100	49 711	100	161	المجموع

المصدر: *Bilan des opérations de mise en concession réalisée, Agence nationale d'intermédiation et de régulation foncière, Synthèse globale octobre 2009/mars 2011, 2011, pp:19-23.*

يوضح الجدول أعلاه هيمنة قطاع البناء على الاستفادة من الوكالة الوطنية للوساطة والضبط العقاري، فقد استفاد 58 مشروع من هذا القطاع بحجم استثمار 14.809 مليون دينار جزائري وهو ما يعادل نسبة 30% من إجمالي حجم الاستثمار، وساهم هذا القطاع باستحداث 3.992 منصب عمل، ثم قطاع الخدمات، رغم استفادة 3 مشاريع فقط، إلا أن حجم الاستثمار بلغ 6.737 مليون دينار جزائري بنسبة 14% واستحدث 3% من اليد العاملة، ثم تليها قطاع الصناعة الغذائية والصناعية الكيميائية. وكحصيلة إجمالية لمساهمة الوكالة الوطنية للوساطة والضبط العقاري، فقد ساهمت في تمويل 161 مشروع بمبلغ إجمالي 49.711 مليون دينار جزائري وساهمت في استحداث 12.764 منصب شغل.

خلاصة الفصل الثاني

تعرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية وفقا لثلاثة معايير، عدد العمال، رقم الأعمال وحجم الميزانية. كما وضعت حدودا للفرقة بين المؤسسات المصغرة، الصغيرة والمتوسطة. كما شهد تطور المؤسسات عدة مراحل، أهمها من الاستقلال وحتى 1982، وهي المرحلة التي همشت فيها هذه المؤسسات. أما المرحلة الثانية، فقد امتدت من 1982 وإلى غاية 1988، حيث شهدت مساعيا لتأطير وتوجيه هذه المؤسسات. أما مرحلة ما بعد 1988، فقد أعطي لهذه المؤسسات المكانة اللازمة لها.

في المرحلة الثالثة، شهد عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة نموا، وبرزت مكانتها الاقتصادية من خلال عدد المناصب المستحدثة، والقيمة المضافة، وكذلك حجم التجارة الخارجية.

تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية إشكالية في تمويلها، فغياب البورصة والضمانات التي تطلبها البنوك والعبء الضريبي، أدى إلى اتخاذ عدة إجراءات، من بينها إنشاء عدة هيئات تمويلية حكومية، أبرزها الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب ووكالة تسيير القرض المصغر. إضافة إلى إنشاء صناديق لضمان القروض البنكية التي تهتم بتقديم الضمانات، مقابل الحصول على قروض بنكية. وإبرام الاتفاقيات، مثل برنامج ميذا مع الاتحاد الأوروبي، والذي يهدف إلى تطوير قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

الباب الثاني: طرق وأساليب تقييم المشاريع الاستثمارية والمفاضلة بينها، ومحددات الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تكتسب المشاريع الاستثمارية أهمية مميزة في الحياة الاقتصادية والاجتماعية لكل المجتمعات، فهي تعتبر عماد الاقتصاد الوطني، ووجودها يشكل دعامة أساسية من دعائم النمو والتنمية، كما تعتمد المؤسسات على تطوير نفسها ونموها ورفع قيمتها السوقية بالاختيار الأحسن للمشاريع.

يعتبر اتخاذ قرار اختيار المشاريع في المؤسسة من بين أحد أهم القرارات المالية المهمة، وذلك لما للاستثمار من أثر على القيمة السوقية لها، والمفاضلة بين هاته المشاريع لا تتم إلا بعد تقييمها بمختلف الطرق، والتي تختلف من معايير تقييم المشاريع في التأكد إلى عدم التأكد وكذلك المخاطرة.

لا تقل أهمية المشاريع الاستثمارية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، رغم ما تعانيه من إشكالية في تمويلها الذي يتسم في ضيق مصادر التمويل وكذا في العلاقة الهشة بين البنك والمؤسسة من جهة، وخصوصية هذه المؤسسات من جهة أخرى.

يهدف هذا الباب إلى معرفة مفهوم المشروع الاستثماري، وأهم أنواعه وخصائصه، وكذلك معرفة مختلف طرق التقييم والمفاضلة بين المشاريع، سواء في حالة التأكد، والتي تنقسم بدورها إلى المعايير التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، والمعايير التي لا تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، أو في حالة المخاطرة، حيث يمثل التباين أهم ركائز تقييم المشاريع في هذه الحالة، أو المعايير المختلفة للمفاضلة بين المشاريع في حالة عدم التأكد.

كما يهدف هذا الباب أيضا إلى معرفة محددات الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، من خلال معرفة محددات الاستثمار في المؤسسات في الدراسات التجريبية السابقة، ثم إجراء دراسة قياسية إحصائية باستعمال نموذج الانحدار المتعدد الذي يقوم على طريقة المربعات الصغرى، بعد تحديد العينة ومصدر الحصول عليها، وكذلك توضيح الطريقة الإحصائية المستعملة. وهو ما يؤدي إلى تحليل نتائج الانحدار الخطي وإسقاط العوامل المفسرة على مختلف نتائج الدراسات التجريبية السابقة، وكذا معرفة أثر إشكالية التمويل على اتخاذ قرار الاستثمار في هذه المؤسسات.

خلاصة الباب الثاني

من خلال ما جاء في الباب الثاني، تركز المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية في تقييمها أولاً حسب الحالة، حيث توجد حالة التأكد التام، حالة المخاطرة وحالة عدم التأكد، وكل حالة تركز على معايير تقييم تختلف عن الأخرى، كما أن تقييم هذه المشاريع يركز أيضاً على تحليل وتحديد التدفقات النقدية بدقة، ومعرفة أثر التضخم والضرائب عليها.

أكدت الدراسة الإحصائية على تأثير كل من نمو رقم الأعمال السنوي، تكلفة التمويل بالديون، التدفقات النقدية، حجم الاستثمار الكلي السابق، الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل والشكل القانوني المتمثل في مؤسسات التضامن على نسبة الاستثمار المحققة، وتأثير الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، رقم الأعمال، التدفقات النقدية ومستوى الاستدانة الكلية ومؤسسات ذات أسهم على هيكل الأصول.

تؤثر إشكالية التمويل التي تواجه هذه المؤسسات في الاعتماد على الأموال الداخلية أو الذاتية للتمويل بدل التمويل الخارجي، فالاستثمار أكثر حساسية في المؤسسات التي تعاني إشكالية في تمويلها، عكس المؤسسات التي تنتمي إلى بيئة تتوفر فيها مصادر التمويل وتؤدي البورصة دورها الأساسي. كما أن الاستدانة وتكلفة التمويل بالاستدانة من بين العوامل المؤثرة على حجم الاستثمار، وهو ما يبين دور السياسة النقدية في التأثير على حجم الاستثمار من خلال معدل الفائدة، فرفع معدل الفائدة يؤدي إلى تخفيض حجم الاستثمار والعكس. كما تؤثر الاستدانة على حجم الاستثمار الكلي في هذه المؤسسات، ويرجع ذلك إلى توجيه الديون إلى تحقيق الاستثمار خاصة وأن أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تنسم بصغر سنها، وسعيها نحو النمو.

كما أكدت الدراسة على عدم تأثير رقم الأعمال على الاستثمار، فخصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تجعلها حساسة جداً للتقلبات رغم المرونة التي تتميز بها، وهذه الحساسية تؤثر على رقم أعمالها، وهو ما يجعل رقم الأعمال متذبذباً وغير مستقر، ولا يمكن أن تعتمد عليه هذه المؤسسات في تحديد استثماراتها التي تتميز بطول آجالها.

إضافة إلى ذلك، فإن خصوصية الشركات ذات أسهم تكمن في قدرتها على تجميع الأموال وتوجيهها نحو الاستثمار، وهو ما أكدته العلاقة الطردية بين هذه المؤسسات وهيكل الأصول.

الفصل الثالث: تقييم المشاريع الاستثمارية والمفاضلة بينها في المؤسسة

يعد الاستثمار بشكل عام جزء هاماً من الاقتصاد الذي كان وما زال سبباً في تقدم ورقي المجتمعات، وهو السبيل أمام المجتمعات النامية للحاق بركب التقدم والرقي من خلال الاهتمام بالاستثمار والتوسع في مجالاته.

وبالنسبة للمؤسسات، فإن اتخاذ قرار الاستثمار يعد من بين أهم القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة، إضافة إلى قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح، وذلك لما للاستثمار من أهمية في نمو المؤسسة ورفع قيمتها السوقية، فإذا أثبتت دراسة الجدوى المالية للاستثمار قابليته للتنفيذ ودوره الإيجابي، فإن ما يحققه هذا الاستثمار هو قيمة الزيادة في القيمة السوقية للمؤسسة.

يتمثل هدف هذا الفصل في معرفة أهمية الاستثمار في المؤسسة، وطرق تقييمها والمفاضلة بينها، حيث يهتم المبحث الأول بمفهوم الاستثمار، من خلال إعطاء تعريفه وتصنيفه وأهم محدداته، وكذلك مراحل إنشاء المشروع الاستثماري، كما يتم إعطاء أهم معايير تقييم واختيار المشاريع في حالة التأكد، وفيها المعايير التي لا تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود كمعيار فترة الاسترداد ومردودية الوحدة النقدية الواحدة، والمعايير التي تأخذ القيمة الزمنية للنقود بعين الاعتبار كمعيار القيمة الحالية الصافية ومعدل العائد الداخلي.

وخصص المبحث الثاني لتقديم معايير تقييم المشاريع والمفاضلة بينها في حالة المخاطرة وعدم التأكد، وذلك بعد تحديد مفهوم المخاطرة وعدم التأكد، والفرق بينهما، مع الإشارة إلى تحليل الحساسية للمشاريع.

وخصص المبحث الثالث لتحليل التدفقات النقدية، باعتبارها الأساس في تقييم المشاريع، وكيفية حسابها، وأثر التضخم على التدفقات النقدية في حالة وجود الضرائب وحالة عدم وجود الضرائب.

وبالتالي، فإن هذا الفصل سيعالج في المحاور الموالية:

- تقييم واختيار المشاريع في حالة التأكد؛
- تقييم واختيار المشاريع في حالة المخاطرة وعدم التأكد؛
- تحليل التدفقات النقدية للمشاريع الاستثمارية.

المبحث الأول: تقييم واختيار المشاريع في حالة التأكد التام

تعتبر قرارات الإنفاق الرأسمالي من أهم القرارات التي يتخذها المدير المالي في المؤسسة، نظرا لكبر حجم الإنفاق الرأسمالي ولتأثير مثل هذه القرارات على عوائد المؤسسة لفترات طويلة. وبالتالي، وجب على المؤسسة تقييم واختيار المشاريع خاصة في حالة التأكد.

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار

يتضمن مفهوم الاستثمار تعريف الاستثمار وكذا تصنيفاته ومحدداته.

1- تعريف الاستثمار

اختلفت الآراء والأفكار في إعطاء أو تحديد معنى دقيق ومتكامل لمفهوم الاستثمار، فهناك من يعرفه على أساس الحاجة إليه والهدف من قيامه، وهناك من يعرفه على أساس وظيفته.⁽¹⁾

يعرف برادل Pradel الاستثمار على أنه عملية ناتجة عن تدخل نشاط العميل الذي له هدف إحداث رأس المال، بمعنى الممتلكات الدائمة التي تتسبب في إشباع الرغبات المختلفة.⁽²⁾ كما يمكن تعريف الاستثمار على أنه التضحية بمنفعة حالية يمكن تحقيقها من إشباع استهلاك حالي من أجل الحصول على منفعة مستقبلية يمكن الحصول عليها من استهلاك مستقبلي أفضل.⁽³⁾

ويعرف كونسو (1974) Conso الاستثمار من الجانب الاقتصادي على أنه تكوين لرأس المال الثابت وإحداث تراكم في المؤسسة وزيادة أصولها، وهو ما يؤدي إلى زيادة إنتاجها على مدى فترات مختلفة. أما من الجانب المالي، فالاستثمار هو توظيف فوري لمبالغ مالية قصد إحداث أو اكتساب أصول ثابتة على أمل الحصول على أرباح في فترات زمنية لاحقة. وعليه، وحسب منظور الجانب المالي، فإن الاستثمار يمثل تحويل الأموال إلى نشاط فعلي متبوع بتدفق أموال، أي من موارد إلى إنتاج إلى مبيعات إلى تحصيلات صافية.

أما من الجانب المحاسبي، فإن الاستثمار يمثل توظيفا دائما للأموال وإنفاقا رأسماليا، بمعنى شراء أو إنشاء أصول يتحقق منها العائد في الأجل الطويل، ويكون موزعا على فترات زمنية متعددة. وفي هذا الإطار، يمكن التمييز بين الاستثمارات المرتبطة بدورة الاستغلال، والتي تمثل جميع السلع

1- عبد الحميد برحومة، محددات الاستثمار وأدوات مراقبتها، أطروحة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، فرع اقتصاد، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007، ص: 5.

2- حسين عمر، التنمية والتخطيط الاقتصادي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994، ص: 163.

3- كاظم جاسم العيسوي، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات تحليل نظري وتطبيقي، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2001، ص: 16.

أو الأصول الإنتاجية بمختلف أشكالها والتي تستعمل بطريقة مادية كوسيلة عمل، مثل الأثاث والمباني وغيرها، واستثمارات خارج دورة الاستغلال والتي تمثل جميع الأصول التي لا تستعمل في العملية الإنتاجية، بل تستعمل لأغراض أخرى، مثل شراء الأسهم والسندات للمضاربة⁽¹⁾.

مما سبق، يمكن تعريف الاستثمار على أنه التخلي عن استخدامات أموال حالية ولفترة زمنية معينة من أجل الحصول على مزيد من التدفقات النقدية في المستقبل، تكون بمثابة تعويض عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة، وكذلك تعويض عن الانخفاض المتوقع في القوة الشرائية للأموال المستثمرة بسبب عامل القيمة الزمنية للنقود، مع إمكانية الحصول على عائد معقول مقابل تحمل عنصر المخاطرة.

2- تصنيف الاستثمارات

يتم الفصل بين الأنواع المختلفة للاستثمار حسب معايير تأخذ بعين الاعتبار الإطار الذي يتم فيه تنفيذ الاستثمار وطبيعة الأصول المستعملة في ذلك.

2-1- التصنيف حسب الموقع الجغرافي للاستثمار

يمكن أن تصنف أنواع الاستثمارات حسب موقعها الجغرافي إلى نوعين من الاستثمارات، وهي الاستثمارات المحلية والاستثمارات الأجنبية أو الخارجية.

فالاستثمارات المحلية هي تلك الأصول والاستثمارات التي ينشئها أو يتولاها المستثمرون سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو معنويين، أو تلك التي تقوم بها الدولة في بلد المستثمر، دون النظر إلى مصدر تمويل تلك الاستثمارات سواء كانت محلية أو خارجية، ويمكن أن تكون هذه الاستثمارات قصيرة الأجل أو متوسطة وطويلة الأجل، كما تشمل شتى المجالات الاستثمارية، حيث توجد استثمارات محلية تخضع للأساليب العلمية والفنية في التقييم، وهي تلك الاستثمارات التي تكون أغراضها محددة بتعظيم العائد المادي في مجالات الاستثمار المختلفة، سواء كانت قصيرة الأجل أو متوسطة وطويلة الأجل.

كما توجد استثمارات محلية لا تتحدد أغراضها بالعائد المادي فحسب، وإنما تمتد أغراضها لتشمل أهدافا اجتماعية واقتصادية وسياسية، وتصل تكاليفها ومنافعها إلى أطراف متعددة بما في ذلك الأجيال القادمة. لذا، فإن مثل هذه المشاريع تخضع لتحليل التكاليف والمنافع الاجتماعية⁽²⁾.

¹ - Pierre Conso, **La gestion financière de l'entreprise**, Dunod, Paris, Tome 2, 1974, pp: 368-369.

² - حامد العربي الحضري، **تقييم الاستثمارات**، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، 2000، ص ص: 23-26.

أما الاستثمارات الخارجية أو الأجنبية فهي تشمل جميع الفرص المتاحة للاستثمار في الأسواق الأجنبية ومهما كانت أدوات الاستثمار المستخدمة. وتتم الاستثمارات الخارجية من قبل الأفراد والمؤسسات المالية إما بشكل مباشر أو غير مباشر، فإذا قام المستثمر مثلاً بشراء عقار في بلد غير بلده أو شراء الدولة لأسهم مؤسسة أجنبية فإن الاستثمار في هذه الحالة يعتبر استثماراً خارجياً مباشراً. أما لو قام المستثمر بشراء حصة من محفظة أوراق مالية لمؤسسة استثمار محلية تستثمر أموالها في بورصة بلد آخر، فإن الاستثمار في هذه الحالة يكون استثماراً خارجياً غير مباشر بالنسبة للفرد المستثمر، حتى وإن كان مباشراً بالنسبة لمؤسسة الاستثمار.⁽¹⁾

فالاستثمارات الخارجية المباشرة هي التي تتم في شكل مشاريع أو مؤسسات تؤسس في البلدان المضييفة للاستثمارات بناء على اتفاقيات ثنائية أو متعدد الأطراف، أو بموجب القوانين المحلية للبلد المضيف للاستثمارات الخارجية، أما الاستثمارات غير المباشرة فهي التي تتم عن طريق المؤسسات المالية الإقليمية والدولية وغيرها.

للاستثمارات الخارجية مجموعة من المزايا والعيوب أيضاً، فمن أهم مزاياها أنها توفر للمستثمر مرونة كبيرة في اختيار أدوات استثمارية ذات عائد مرتفع، كما أن تعدد هذه الأدوات يهيئ له توزيع مخاطر الاستثمارات. كما تتميز مجالات الاستثمار الأجنبية بوجود أسواق منتظمة ومتخصصة لتبادل جميع أدوات الاستثمار المعروفة. مثل أسواق الأوراق المالية، أسواق السلع، أسواق العقار وغيرها. كما تتوفر في هذه الأسواق قنوات اتصال نشطة وفعالة تيسر إيصال المعلومات اللازمة والمناسبة للمستثمر، هذا بالإضافة إلى خبرات متخصصة من المحللين الماليين والسماصرة.

ومع المزايا الكثيرة للاستثمارات الخارجية، فإن هناك بعض الاعتبارات التي لا بد من مراعاتها من قبل المستثمر، ولعل من أهمها واجب الشعور بالانتماء الوطني والذي يجعل المستثمر يميل بطبيعته إلى توظيف أمواله في مجالات الاستثمار المحلية وذلك في حدود الطاقة الاستيعابية، لأن العائد المرتفع على الاستثمارات الخارجية والذي يتوقعه المستثمر يجب أن لا ينسيه العائد الاجتماعي المحقق من الاستثمارات المحلية والمتمثل في القيمة المضافة للنتاج المحلي والتي تنشأ عن هذه الاستثمارات. أما الاعتبار الآخر الواجب مراعاته من قبل المستثمر في مجالات الاستثمارات الخارجية هو ارتفاع درجات المخاطرة التي ترتبط باحتمالات تغير الظروف السياسية والاجتماعية

1- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الرابعة، 2006، ص: 76.

والقوانين الضريبية وارتفاع معدلات التضخم وغيرها، ولعل من أهم هذه المخاطر ما يعرف بمخاطر تغير القوة الشرائية للوحدة النقدية والتي تنشأ عن تقلب أسعار العملة الأجنبية.(1)

2-2- التصنيف حسب مدة الاستثمار

تنقسم الاستثمارات حسب مدة الاستثمار إلى استثمارات قصيرة الأجل والتي تشمل كلا من الودائع الزمنية والأوراق المالية، والتسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل التي تتمثل في تمويل رأس المال العامل وتمويل التجارة الداخلية والخارجية، وتختلف منهجية تقييم وتحليل هذه الاستثمارات عن الاستثمارات طويلة الأجل لعدة أسباب، أهمها أن الاستثمارات قصيرة الأجل أقل خطورة من الاستثمارات طويلة الأجل من خلال عامل الزمن الذي يكون محفوظاً بمخاطر عدم التأكد، كما يتمتع هذا النوع من الاستثمارات بعامل السيولة وقابلية تحويلها إلى نقدية بشكل أسرع من الاستثمارات طويلة الأجل، إضافة إلى تمتعها بضمانات ذاتية.(2)

كما توجد الاستثمارات طويلة الأجل، والتي تشمل الأصول والمشاريع الاقتصادية التي تؤسس أو تقتنى بقصد الاحتفاظ بها وتشغيلها لمدة طويلة، ويكون من الصعوبة أحياناً تحويلها إلى نقدية ولو عن طريق البيع، ويكون هدف المستثمر منذ اختيارها كمشروع استثماري هو الحصول على التدفقات النقدية التي يضمن من خلالها استرداد رأس المال المستثمر في زمن معين مع ضمان معدل من الدخل يتناسب ومخاطر الصناعة التي ينتمي إليها المشروع.

وتتميز الاستثمارات طويلة الأجل بأنها تحقق دخلاً سنوياً مستمراً، كما تحقق أرباحاً رأسمالية تتمثل في زيادة قيمة الأصول بقدر أكبر أحياناً من معدلات التضخم. كما يكون لهذه المشاريع في أغلب الأحيان قيمة متبقية. وفي المقابل، فإنها تتطلب حجماً كبيراً نسبياً من الأموال المستثمرة، كما تتطلب عناية خاصة، واحترافية في إدارتها وتشغيلها. وتكمن مخاطر الاستثمار فيها في مخاطر عدم التأكد الذي يفرضه الزمن الطويل للاستثمار، بالإضافة إلى المخاطر القطرية أو المخاطر الدولية.(3)

2-3- التصنيف النوعي لمجالات الاستثمار

تصنف مجالات الاستثمار من زاوية نوع الأصل محل الاستثمار إلى استثمارات حقيقية واستثمارات مالية، حيث يعتبر الاستثمار حقيقياً أو اقتصادياً متى وفر للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي كالعقار والسلع والذهب وغيرها. ويقصد بالأصل الحقيقي كل أصل له قيمة اقتصادية في حد ذاته، ويترتب على استخدامه منفعة اقتصادية إضافية تظهر إما في شكل سلعة أو في شكل خدمة. ويقوم مفهوم الاستثمار الحقيقي أو الاقتصادي على افتراض أن الاستثمار في الأصول الحقيقية هو

1- محمد مطر، مرجع سابق، 2006، ص: 77.

2- حامد العربي الحضري، مرجع سابق، 2000، ص: 45-46.

3- نفس المرجع السابق، ص: 47-48.

فقط ما يترتب عليه إحداث منافع اقتصادية إضافية تزيد من ثروة المستثمر، ومن ثم ثروة المجتمع، وذلك بما تحدثه من قيمة مضافة.

يواجه المستثمر في الأصول الحقيقية عدة مشاكل، أهمها اختلاف درجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار بين أصل وآخر، لأن هذه الأصول تكون في الغالب غير متجانسة مما يزيد من صعوبة عملية تقييمها، وكذا عدم توفر سوق ثانوي فعال لتداول هذه الأصول يكون الاستثمار فيها في معظم الأحيان منخفض السيولة. كما يترتب على المستثمر في الأصول الحقيقية نفقات غير مباشرة مرتفعة نسبياً، فبالإضافة إلى تكاليف الصفقات المالية توجد نفقات النقل والتخزين والصيانة وغيرها.

أما الاستثمارات المالية فهي تشمل الاستثمار في الأوراق المالية، حيث يترتب على عملية الاستثمار فيها حيازة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي يتخذ شكل سهم أو سند أو شهادة إيداع وغيرها، والأصل المالي يمثل حقا ماليا يخول لحامله المطالبة بأصل حقيقي ويكون عادة مرفقا بمستند قانوني، كما يترتب لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية للمؤسسة المصدرة للمورقة المالية. أما ما يحدث في السوق الثانوية للأوراق المالية فهو لا يعدو كونه عملية تحويل ملكية يتخلى بموجبها البائع عن ملكية أصل الورقة المالية، كما أن مجرد عملية تداول الورقة لا تنشأ أية منفعة اقتصادية إضافية أو قيمة اقتصادية مضافة للنتائج المحلي، وذلك رغما عن الارتفاع الذي قد يتحقق في سعر الورقة المالية.⁽¹⁾

2-4- التصنيف حسب الغاية من الاستثمار

يصنف الاستثمار حسب الغاية منه أو الهدف من إنشائه إلى استثمار تطوير واستثمار حماية، فالغاية من استثمار التطوير هو تطوير المؤسسة وذلك بالرفع من طاقتها الإنتاجية عن طريق استخدام وسائل إنتاج حديثة، والذي ينقسم إلى نوعين، استثمار الطاقة وذلك بالزيادة في الطاقة الإنتاجية للمؤسسة بهدف تنويع تشكيلة المنتجات والزيادة في حجمها، واستثمار استراتيجي ويهتم بتحضير ووضع خطط مستقبلية للمؤسسة لتخفيض التكاليف وتوسيع حصة المؤسسة في السوق والتقليص من مخاطر تحقيق خسائر ناجمة عن انحرافات قد تحدث أثناء تنفيذ الخطط.⁽²⁾

أما استثمار الحماية، فالغرض منه هو حماية نشاطات المؤسسة وخاصة الرئيسية منها من خطر التوقف، كأن تستثمر مؤسسة تعمل في مجال النسيج في زراعة القطن باعتباره مادة أولية أساسية للعملية الإنتاجية وذلك لتفادي الانقطاع في التموين من هذه المادة الأساسية.

1- محمد مطر، مرجع سابق، 2006، ص: 79.
2- عبد الحميد برحومة، مرجع سابق، 2007، ص: 7.

3- محددات الاستثمار

للاستثمار عدة محددات تتحكم به وتؤثر عليه، من بينها سعر الفائدة، التغيرات في الدخل الوطني، الضرائب، تراكم رأس المال وغيرها.⁽¹⁾

3-1- سعر الفائدة

تجد غالبية المؤسسات الإنتاجية ضرورة للاقتراض من أجل الحصول على احتياجاتها من المشتريات الرأسمالية المختلفة، سواء بهدف الإحلال أو التوسع، أو التطوير عن طريق شراء أحدث ما وصلت إليه التكنولوجيا الحديثة بالنسبة للمعدات والآلات الرأسمالية. لكن كلما ارتفعت تكلفة الفائدة التي يجب أن تدفع للحصول على هذه الأموال بهدف الاستثمار، كلما زاد عدم إقبال رجال الأعمال على الاقتراض المالي. وبالتالي، فإنه توجد علاقة عكسية بين معدل الفائدة وحجم الاقتراض، ومنه الاستثمار.

3-2- التغيرات في الدخل الوطني

عندما تحدث زيادة إيجابية في الدخل الوطني، يتوقع رجال الأعمال حدوث زيادة في المبيعات في المستقبل، مما يشعرهم ذلك بالتفاؤل، وهذا ما يدفعهم إلى زيادة مستوى المخزون من السلع والخدمات الذي يعتبر جزء من الاستثمار، ويتم التخطيط من أجل مواجهة الإنفاق الجديد على المعدات الرأسمالية. كما يعتبر مستوى الدخل الوطني من المؤثرات الاستراتيجية في تحديد مستوى طلب المستهلكين على منتجات المشاريع المختلفة. فزيادة الدخل الوطني تؤدي إلى زيادة طلب المستهلكين، مما يدفع المؤسسات الإنتاجية إلى زيادة إنفاقها الاستثماري من أجل التوسع لتلبية احتياجات الطلب الاستهلاكي المتوقع، نظرا لتوقعها الحصول على عائدات كبيرة من استثماراتها.

3-3- الكفاية الحدية لرأس المال

يقصد بالكفاية الحدية لرأس المال الإنتاجية الحدية لرأس المال، أو العائد المتوقع من استثمار حجم معين من الأموال. فالعلاقة الإنتاجية لرأس المال والأموال المستثمرة هي علاقة طردية، لأنه عند ارتفاع الإنتاجية الحدية يؤدي ذلك إلى ارتفاع المداخيل. وبالتالي، التشجيع على الاستثمار ومنه زيادة الأموال المستثمرة، أما عند انخفاض الإنتاجية الحدية، فذلك يعني انخفاض المداخيل المتوقعة من ذلك الاستثمار، ومن انخفاض الأموال المستثمرة.

3-4- التقدم العلمي والتكنولوجي

يؤدي التقدم التكنولوجي إلى ظهور نوع جديد من الآلات المتطورة ذات الطاقات الإنتاجية العالية، وهو ما يدفع بالمنتج أو المستثمر إلى العمل على إحلال الآلات القديمة بالجديدة، وذلك في ظل المنافسة السائدة في السوق.

1- كاظم حاسم العيساوي، مرجع سابق، 2002، ص ص: 33-35.

3-5- الضرائب

لهيكل الضرائب التي تفرض على دخل قطاع الأعمال تأثير مباشر وغير مباشر على الاستثمار، إذ أن الضرائب التي تفرض على الأرباح تؤدي إلى تخفيض الأرباح، ويؤدي توقع المستثمرين زيادة الضرائب في المستقبل إلى تقليل الإنفاق الاستثماري، بينما يؤدي التوقع بتخفيض الضرائب إلى زيادة الإنفاق الاستثماري في المستقبل. كما أن الضرائب التي تفرض على دخول الأفراد تؤدي إلى تقليل الطلب الاستهلاكي. وبالتالي يؤثر ذلك على الإيرادات السنوية للمؤسسات، فإذا توقعت المؤسسة زيادة الضرائب على دخل الأفراد، فإنها تقلل من الاستثمار، ويحدث العكس إذا توقعت انخفاضاً في الضرائب في المستقبل على دخل الأفراد، فإنها تتوسع في إنفاقها الاستثماري.

3-6- درجة المخاطرة

تعتبر العلاقة بين درجة المخاطرة والاستثمار علاقة عكسية، حيث كلما زادت درجة المخاطرة انخفضت كمية الاستثمار. أما في حالة العكس، يزيد حجم الاستثمار. كما قد تكون علاقة طردية من جهة أخرى. وعليه، لا بد من توفير الحد الأدنى من الضمانات في إطار القوانين المشجعة للاستثمار خاصة في الدول النامية. وهذه المخاطر قد ترتبط بمدى توفر الاستقرار السياسي والاقتصادي في الدولة، لأن ذلك يؤدي إلى انخفاض درجة المخاطرة، ومنه التشجيع على الاستثمار.

3-7- الزيادة السكانية

تؤثر الزيادة السكانية على توقعات المؤسسات بالنسبة للاستثمار، إذ أنه مع زيادة السكان وتحقيق التنمية الاقتصادية، يشجع على زيادة الإنفاق الاستثماري نظراً لتوقع زيادة في الطلب الاستهلاكي، ومن ثم زيادة في الأرباح. ففي حالة زيادة السكان، يتم التوسع في المدن الجديدة التي تحتاج إلى كثير من السلع الاستثمارية والسلع الاستهلاكية، كما يتم التوسع في الطرق ووسائل المواصلات وبناء المساكن والمصانع وتوفير السلع اللازمة. وهذا ما يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستثماري.

المطلب الثاني: معايير تقييم واختيار المشاريع التي لا تأخذ الزمن بعين الاعتبار

ترتكز هذه المعايير على أن قيمة النقود ثابتة حسب الزمن، أي أن قيمة الوحدة النقدية اليوم هي نفس قيمة الوحدة النقدية في المستقبل.

1- معيار فترة الاسترداد

يعتبر معيار فترة الاسترداد *Délai de Récupération* من الطرق البسيطة التي تستخدم لقياس القيمة الاقتصادية لمشروع معين، كما تعتبر طريقة للمفاضلة والمقارنة بين عدة بدائل

للمشروع الاستثماري المراد دراسته، ويقصد بفترة الاسترداد تلك الفترة التي تسترد فيها المشاريع التكاليف الاستثمارية، أو الفترة التي تتساوى عندها التدفقات الداخلة والخارجة، وكلما كانت فترة الاسترداد أقصر يكون المشروع أفضل، أو هي الفترة التي يسترد فيها الرأسمال المستثمر وهذا على أساس عائدات المشروع. وتحدد هذه الفترة بالسنوات والأشهر، وفي حالة المفاضلة بين عدة مشاريع، فإنه يتم اختيار المشروع الذي لديه أقل فترة استرداد.⁽¹⁾

يمكن حساب فترة الاسترداد في حالة ثبات التدفقات النقدية بالصيغة الموالية:

$$DR = \frac{Inv_0}{RN}$$

تمثل DR فترة الاسترداد، وتمثل Inv_0 تكلفة الاستثمار أو الاستثمار الأولي، أما RN فهي تمثل العوائد الصافية للمشروع.

أما في حالة عدم ثبات التدفقات النقدية، فإنه يجب حساب التدفق النقدي الداخل التراكمي حتى الوصول إلى التكلفة الأولية للمشروع، وبالتالي حصر فترة الاسترداد بين y_1 التي تمثل السنة التي تساوت فيها التدفقات النقدية وتكلفة المشروع و y_0 السنة التي تسبقها، يقابل السنة y_1 التدفق النقدي التراكمي x_1 أما السنة y_0 فيقابلها التدفق النقدي التراكمي x_0 . وتعطى الصيغة الرياضية كما يلي:

$$DR = y_0 + \frac{y_1 - y_0}{x_1 - x_0} (x - x_0)$$

لطريقة فترة الاسترداد مزايا وعيوب، فمن مزاياها سهولة الحساب، وكذا أهميتها بالنسبة للمستثمر الذي يرغب في استرداد أمواله في أقل فترة ممكنة، خاصة في حالة عدم اطمئنانه للظروف الاقتصادية. كما يعطي هذا المعيار نظرة مبدئية حول فائدة المشروع من عدمه. إضافة إلى أنه يعالج مشكلة عدم التأكد عن طريق تفضيل المشاريع التي يسترجع رأسمالها في أسرع وقت، فكلما زادت فترة الاسترداد زادت معها درجة عدم التأكد.⁽²⁾

أما عن عيوب هذه الطريقة، فهي لا تعطي أهمية للتدفقات النقدية بعد فترة الاسترداد، فإذا كانت المقترحات الاستثمارية ذات تدفقات نقدية عالية في السنوات ما بعد فترة الاسترداد فإنه لا يؤخذ بها، كما أن هذه الطريقة قد تميز المشاريع ذات درجة خطر عالية، لكون أن المشاريع ذات معدل

¹ - محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص:195.

² - Guedj Norbert, **Finance d'entreprise, Les règles des jeux**, Edition d'organisation, paris, 2^{ème} édition, 2004, p :290.

العائد المرتفع في بداية حياتها يكون لها درجة خطر عالية نسبياً. وأهم عيب لهذه الطريقة هو عدم أخذها بعين الاعتبار للقيمة الزمنية للنقود.⁽¹⁾

2- طريقة مردودية الوحدة النقدية

تعتبر طريقة مردودية الوحدة النقدية *Critère de Rendement* من بين الطرق المستعملة في عملية تقييم واختيار المشاريع في حالة التأكد وفي حالة ثبات قيمة الوحدة النقدية على مر الزمن. وهي تعبر عن مردودية كل وحدة نقدية مستثمرة في المشروع، وحتى يتم قبول المشروع يجب أن تفوق مردودية الوحدة النقدية له الواحد، وفي حالة المفاضلة بين المشاريع، فإن المشروع الذي له أكبر مردودية للوحدة النقدية يكون أفضل مشروع.

فإذا كان مشروع ما مدة حياته n ، تكلفته الأولية I_0 ، يعطي تدفقات نقدية سنوية cf_t ، فإن مردودية الوحدة النقدية لهذا المشروع r تعطى رياضياً كما يلي:

$$r = \frac{\sum_{t=1}^N cf_t}{I_0}$$

لا تختلف مزايا هذه الطريقة مع طريقة معيار فترة الاسترداد، خاصة في سهولة الحساب، إلا أنها تختلف مع الطريقة السابقة في كونها تأخذ بعين الاعتبار جميع التدفقات النقدية. وكذلك الأمر فيما يتعلق بالعيوب، فطريقة مردودية الوحدة النقدية لا تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود.

3- طريقة معدل العائد المحاسبي

يعتمد معيار معدل العائد المحاسبي *Taux de Rendement Comptable* على الربح المحاسبي، وتأخذ بعين الاعتبار كل الأرباح المتوقعة خلال العمر الافتراضي للوصول إلى متوسط العائد لرأس المال المستثمر، ويستخدم متوسط صافي الربح المستخرج من القوائم المالية المحاسبية وليس متوسط صافي التدفقات النقدية، ويعبر عن متوسط صافي الربح كحاصل قسمة صافي الأرباح السنوية المتوقعة على عدد سنوات العمر الافتراضي للمشروع.

$$TRC = \frac{BNM}{MI} \text{ يعطى معدل العائد المحاسبي رياضياً كما يلي:}$$

تمثل BNM متوسط صافي الربح أما MI فهي متوسط الاستثمار.

¹- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات الكمية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 1999، ص 302-304.

يعطى متوسط صافي الربح في حالة مشروع مدة حياته N ويعطي ربحا صافيا سنويا BN_t كما يلي:

$$BNM = \frac{\sum_{t=1}^N BN_t}{N}$$

يتم استخدام هذا المعدل في اتخاذ القرار الاستثماري والمفاضلة بين المشاريع المقترحة بلجوء المؤسسة إلى تحديد مستوى أو حد أدنى لمتوسط معدل العائد المقبول لديها. ومن خلال ذلك، يتم رفض أو قبول المشروع، فالمشاريع التي لها متوسط عائد أكبر من معدل العائد الأدنى في حالة المشاريع الوحيدة، أما في حالة التفاضل بين المشاريع، فيختار المشروع الذي لديه أكبر متوسط عائد محاسبي.

تتلخص مزايا طريقة متوسط العائد المحاسبي في كونها تتميز بالبساطة والسهولة في الحساب والتطبيق، كما تأخذ هذه الطريقة كل التدفقات النقدية للمشروع بما في ذلك القيمة المتبقية. أما عن عيوب هذه الطريقة، فهي تتمثل في عدم أخذها بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود. ثم أن اختلاف الطرق المحاسبية المستخدمة في مختلف المؤسسات يؤدي إلى اختلاف النتائج. ومن بين عيوبه أيضا، اعتماد الطريقة على البيانات المحاسبية التي من مبادئها التكلفة التاريخية، والذي له عدة انتقادات بسبب تأثيره على ثقة البيانات.

المطلب الثالث: معايير تقييم واختيار المشاريع التي تأخذ الزمن بعين الاعتبار

ظهرت عدة طرق لتقييم والمفاضلة بين المشاريع تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، لأن من أهم عيوب الطرق التقليدية هو ثبات القيمة الزمنية للنقود.

1- معيار القيمة الحالية الصافية

يعتبر معيار القيمة الحالية الصافية -VAN- *Valeur Actuelle Nette* من أهم معايير تقييم والمفاضلة بين المشاريع التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، فهي مرتبطة ارتباطا مباشرا بمعدل الاستحداث المستخدم في استحداث التدفقات النقدية.

تمثل القيمة الحالية الصافية الفرق بين القيمة الحالية وتكلفة الاستثمار، أي الفرق بين التدفقات النقدية الناجمة عن الاستثمار والمستحقة إلى بداية نشاط المشروع مع رأس المال المستثمر في المشروع، كما تمثل الفرق الصافي المستحدث للأرباح المحصل عليها وتكاليف الاستثمار،⁽¹⁾ ويمكن

¹ - Ardalan Abol, Economic and Financial analysis for engineering and project management, Technomic Publications, New Holland, 1993, p 20

القول أن معيار القيمة الحالية الصافية تركز على المقارنة بين المبلغ الإجمالي المستحدث للمشروع مع القيمة الحالية للقدرة على التمويل الذاتي المتوقع.(1)

تتمثل مراحل حساب القيمة الصافية الحالية فيما يلي:(2)

- تحديد كل التدفقات النقدية المرتبطة بالمشروع الاستثماري، سواء التدفقات الداخلة أو الخارجة.
- تحديد معدل الاستحداث للمشروع الاستثماري بدقة، والذي يعبر أيضا عن تكلفة رأس المال للمشروع الاستثماري.
- حساب التدفقات النقدية الداخلة والخارجة باستعمال معدل الاستحداث.
- جمع كل التدفقات النقدية الداخلة والخارجة المستحدثة، حيث يسمى المجموع بالقيمة الحالية.
- حساب القيمة الصافية الحالية.

تعطى الصيغة الرياضية للقيمة الصافية الحالية يلي:(3)

$$VAN = \sum_{t=1}^N cf_t(1+k)^{-t} + VF(1+k)^{-N} - \sum_{t=0}^N I_t(1+k)^{-t}$$

تمثل k معدل الاستحداث، أما cf_t فهي التدفقات النقدية الصافية في الزمن t ، باعتبار أن مدة حياة المشروع هي n ، ويحسب التدفق النقدي الصافي cf_t بطرح تكاليف التشغيل D_t للسنة t من الإيرادات R_t للسنة t وتصبح $cf_t = R_t - C_t$ ، و يمثل $\sum_{t=1}^N cf_t(1+k)^{-t}$ القيمة الحالية، أما VF فهي القيمة المتبقية للمشروع في نهاية مدة حياته، وتمثل I_t تكلفة المشروع في الزمن t بافتراض أن تكلفة المشروع موزعة حسب السنوات.

يختلف معدل الاستحداث من مؤسسة إلى أخرى، حسب الهيكلة المالية للمشروع وتكلفة كل مصدر من مصادر التمويل. وبالتالي، فإنه لا يجب أن يكون المشروع مقبولا لجميع المؤسسات أو العكس، قد يوجد مشروع مرفوض في مؤسسة ما لكنه مقبول في مؤسسة أخرى.

حسب القيمة الحالية الصافية، فإن المشروع يقبل إذا فقط إذا كانت هذه القيمة أكبر تماما من الصفر، وهذا يعني أن التدفقات النقدية الصافية المستحدثة قد غطت تكاليف المشروع تماما وأعطت فائضا ماليا يتمثل في ربح أو فائض خزينة قدره القيمة الصافية الحالية.

¹ - Guedj Norbert, **Op-cit**, 2004, p :291.

² - Richard A Defusco and all, **Quantitative Investment Analysis**, John Wiley & Sons, Inc, USA, Second Edition, 2007, p: 40.

³ - Guedj Norbert, **Op-cit**, 2004, p :291.

2- معدل العائد الداخلي

يعني معدل العائد الداخلي *TRI* - *Taux de Rendement Interne* ذلك المعدل الذي إذا ما تم استخدامه كمعدل الاستحداث في صيغة القيمة الحالية الصافية فإن هذه القيمة تساوي الصفر، أي هو معدل الاستحداث الذي يساوي بين التدفقات النقدية المستحدثة مع التكلفة الأولية للمشروع.⁽¹⁾

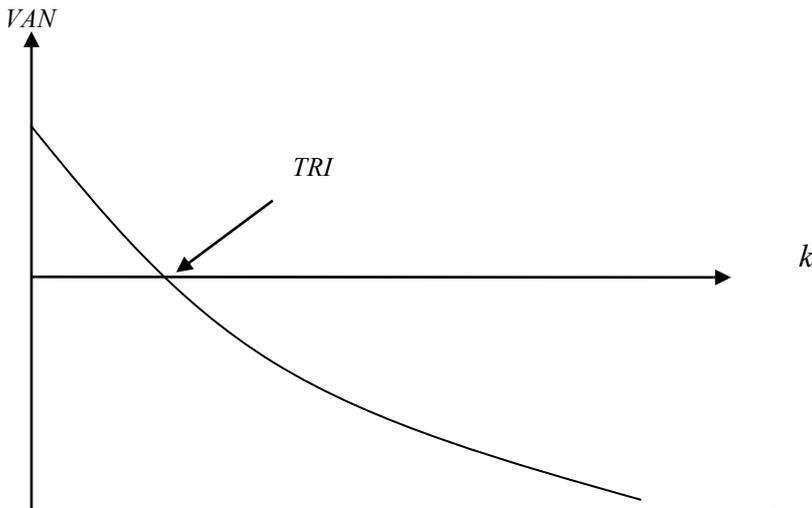
فإذا كان هناك مشروع ما، مدة حياته N ، وتكلفته I_t ، يعطي المشروع تدفقات نقدية صافية سنوية CF_t حيث $t \in \{1, N\}$ كما يعطي قيمة متبقية في نهاية عمر المشروع VF . حسب التعريف السابق، فإن معدل العائد الداخلي *TRI* لهذا المشروع يحسب كما يلي:

$$VAN = 0 \Leftrightarrow \sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+TRI)^t} + \frac{VF}{(1+TRI)^N} - \sum_{t=0}^N \frac{I_t}{(1+TRI)^t} = 0$$

$$\Leftrightarrow \sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+TRI)^t} + \frac{VF}{(1+TRI)^N} = \sum_{t=0}^N \frac{I_t}{(1+TRI)^t}$$

يمثل الشكل رقم (1-2) التحديد البياني لمعدل العائد الداخلي، حيث يلاحظ من خلال هذا الشكل أن العلاقة بين القيمة الحالية الصافية ومعدل الاستحداث هي علاقة عكسية، ونقطة تقاطع الدالة مع محور الفواصل الذي يمثل معدل الاستحداث هي النقطة التي تتساوى فيها التدفقات النقدية الصافية المستحدثة مع تكاليف المشروع المستحدثة، وهي التي تعبر عن معدل العائد الداخلي للمشروع حسب التعريف.

الشكل رقم (1-2): التحديد البياني لمعدل العائد الداخلي



المصدر: Guedj Norbert, Op-cit, 2004, p :293.

¹ - Jacques Chrissos et Roland Gillet, Décision d'investissement, Dareios & Pearson Education, Paris, 3^{ieme} Edition, 2012, p : 149.

يمكن استنتاج حسب الشكل رقم (2-1) ما يلي:

- إذا كان معدل العائد الداخلي أكبر من معدل الاستحداث والذي هو معدل تكلفة رأس المال فإن المشروع مقبول بالنسبة للمؤسسة.
- يتم رفض المشروع إذا كان معدل العائد الداخلي أقل من معدل الاستحداث.
- إذا كان الأمر يتعلق بالمفاضلة بين المشاريع، فإن المشروع الذي له أكبر معدل عائد داخلي هو المشروع المفضل بالنسبة للمؤسسة.

باعتبار أن حل المعادلة $\sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+TRI)^t} + \frac{VF}{(1+TRI)^N} = \sum_{t=0}^N \frac{I_t}{(1+TRI)^t}$ غير ممكن عمليا، فإنه

يمكن إيجاد قيمة تقريبية لمعدل العائد الداخلي TRI بواسطة البرامج الإحصائية، كما توجد تقنية الحصر لإيجاد هذه القيمة التقريبية، وذلك عن طريق إيجاد معدلين للاستحداث، يوافق المعدل الأول القيمة الحالية الصافية سالبة VAN_1 ، ومعدل ثاني k_2 تكون فيه القيمة الحالية الصافية موجبة VAN_2 . وبالتالي، فإن $TRI \in [k_1, k_2]$.

بعد حصر معدل العائد الداخلي، يمكن استعمال الصيغة الرياضية الموالية لإيجاد القيمة التقريبية لمعدل العائد الداخلي كما يلي:

$$TRI \cong k_2 + (k_1 - k_2) \cdot \frac{|VAN_2|}{VAN_1 + |VAN_2|}$$

تجدر الإشارة إلى أنه كلما كان المجال $[k_1, k_2]$ صغيرا فإن قيمة TRI تكون دقيقة.

- لمعيار معدل العائد الداخلي عدة مزايا وكذلك عدة عيوب، فمن أهم مزايا هذا المعيار ما يلي:
- يراعي القيمة الزمنية للنقود باستعماله التدفقات النقدية المستحدثة.
- يعتبر مقياسا داخليا للمؤسسة.
- يعطى هذا المعيار معلومات عن معدل الفائدة الأقصى الذي يمكن للمشروع تحمله في حالة تمويله بالاقتراض الكلي.
- ينسجم مع هدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

أما بالنسبة لعيوب هذا المعيار، ما يلي:

- ظهور أكثر من معدل عائد داخلي في بعض الحالات لنفس المشروع.
- تعقد وطول عملية حسابه، حيث كلما زادت مدة حياة المشروع زادت درجة تعقيد الحساب.
- عدم أخذه بعين الاعتبار مشكلة عدم التأكد وظروف المخاطرة.

3- معيار مؤشر الربحية

يقدم معيار مؤشر الربحية -IP- *Indice de profitabilité* فعالية الأموال المستثمرة في المشروع، فهو يقاس بواسطة قسمة صافي التدفقات النقدية المستحدثة على تكلفة الاستثمار، وهو يمثل أيضا نسبة العوائد على التكاليف أو ما يسمى بمردودية كل وحدة نقدية مستثمرة.

يمكن قياس مؤشر ربحية IP مشروع ما بواسطة الصيغة الرياضية الموالية: (1)

$$IP = \frac{\sum_{t=1}^N cf_t (1+k)^{-t} + VF(1+k)^{-N}}{\sum_{t=0}^N I_t (1+k)^t}$$

$$IP = \frac{VAN}{\sum_{t=0}^N I_t (1+k)^t} + 1$$

تمثل N مدة حياة المشروع، أما cf_t فهي التدفقات النقدية في الفترة t حيث $t \in [1, N]$ ، وتمثل k معدل الاستحداث، أما I_t فهي تكلفة المشروع في الفترة t حيث $t \in [0, N]$ ، VF هي القيمة المتبقية للمشروع في نهاية مدة حياته.

فإذا كان البسط $\sum_{t=1}^N cf_t (1+k)^{-t} + VF(1+k)^{-N}$ أكبر من المقام $\sum_{t=0}^N I_t (1+k)^t$ وهذا ما يعني

أن $IP > 1$ ، فإن المشروع مقبول، لأن التدفقات النقدية الصافية المستحدثة تغطي تكاليف المشروع. أما إذا كان العكس، فيعني ذلك أن التدفقات النقدية الصافية المستحدثة لا تغطي التكاليف، أي $IP < 1$ ، وبالتالي فإن المشروع مرفوض. وتوضح الصيغة الرياضية لمؤشر الربحية أنه كلما ارتفع معدل الاستحداث k انخفض مؤشر الربحية IP ، أي وجود علاقة عكسية بين معدل الاستحداث ومؤشر الربحية.

وفي حالة المفاضلة بين المشاريع، فإنه يجب المفاضلة بين المشاريع التي لها مؤشر ربحية أكبر من الواحد، وفي هذه الحالة، فإنه يتم اختيار المشروع الذي له أكبر مؤشر ربحية، لأن ذلك يعني أن الوحدة النقدية المستثمرة في ذلك المشروع تعطي أكبر عائد مقارنة بعائد الوحدة النقدية في المشاريع الأخرى.

لمعيار مؤشر الربحية مزايا وعيوب، تتمثل مزايا مؤشر الربحية فيما يلي:

- يمكن استعماله في حالة عدم تساوي التدفقات النقدية الصافية.

¹ - Guedj Norbert, **Op-cit**, 2004, p :292.

- يأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود.

- يمكن الاعتماد عليه في حالة المفاضلة بين عدة مشاريع ذات تكاليف وأعمار مختلفة.

أما بالنسبة للعيوب، فهي تتمثل في فشلها في بعض الأحيان، مما يؤدي إلى حرمان المؤسسة من فرص استثمارية ينجم عنها مكاسب، وهو ما يترك أثرا منعكسا على ثروة المساهمين.⁽¹⁾

4- محدودية رأس المال

لقد تم افتراض في معايير تقييم واختيار المشاريع أن مشكلة التمويل غير مطروحة، لكن الواقع يتسم بالندرة وقلة كمية التمويل، مما يفرض على المؤسسة تخطيط استثماراتها بطريقة تؤدي إلى الاستغلال الأمثل لمواردها، ومن الأسباب الجوهرية التي تؤدي إلى محدودية رأس المال هي سوق التمويل نفسها، التي تحدد نسب التمويل من أجل التقليل من مخاطر الإسراف في تمويل المشاريع، وكذا ضرورة تقييد المؤسسة للتنمية السريعة، حتى لا تؤدي بها إلى عدم التحكم واختلال وظائفها. ولهذا، فإنه يفرض على المؤسسة دراسة الاستخدام الأمثل للموارد المالية في ظل فرضية الندرة النسبية للأموال اللازمة للتمويل.

فإذا واجهت مؤسسة ما n مشروع، لكل مشروع له قيمة حالية صافية، فإن كل مشروع يستلزم رأس مال. يوضح الجدول رقم (1-2) مشاريع المؤسسة مع القيمة الحالية الصافية ورأس المال المستثمر لكل مشروع.

الجدول رقم (1-2): مشاريع المؤسسة مع رأس المال المستثمر لكل مشروع

المشروع j	القيمة الحالية الصافية VAN_j	رأس المال المستثمر I_j
1	VAN_1	I_1
2	VAN_2	I_2
.....
N	VAN_N	I_N

المصدر: حسين بلعجوز والجودي صاطوري، تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013، ص: 157.

تكون المؤسسة أمام محدودية رأس المال لما : $\sum_{j=1}^N I_j > I_0$ ، حيث تمثل I_0 رأس المال

المتاح. وبالتالي، تتضح مشكلة المؤسسة في تعظيم مجموع القيمة الحالية الصافية للمشاريع في ظل محدودية رأس المال، ويمكن صياغة مشكلة اختيار المشاريع بالنسبة للمؤسسة بافتراض قابلية التجزئة والتعدد للمشاريع بالبرنامج الخطي الآتي:

¹ نصر الدين بن مسعود، دراسة وتقييم المشاريع الاستثمارية، مع دراسة حالة شركة الإسمنت بيني صاف، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2010، ص: 164.

$$\begin{cases} MaxZ = a_1VAN_1 + a_2VAN_2 + \dots + a_NVAN_N \\ s/c: a_1I_1 + a_2I_2 + \dots + a_NI_N \leq I_0 \end{cases}$$

وإذا كانت المشاريع غير قابلة للتعدد وقابلة للتجزئة، فإنه يجب إضافة القيد $a_j \leq 1$ ، أما إذا كانت المشاريع غير قابلة للتعدد وغير قابلة للتجزئة فإنه يجب إضافة القيد $a_j \in N$ ، حيث N هي مجموعة الأعداد الطبيعية.

المبحث الثاني: تقييم واختيار المشاريع في حالة المخاطرة وعدم التأكد

لا يمكن تجاهل المخاطرة في تقييم واختيار المشاريع، عكس ما تم دراسته سابقاً، حيث تم افتراض أن كل المعلومات المتعلقة بالمشروع الحالية والمستقبلية معروفة ومحددة بشكل تام، إلا أن الواقع عكس ذلك، فبالرغم من معرفة تكلفة المشاريع بدرجة عالية من الدقة إلا أن التقديرات الخاصة بالتدفقات الداخلة والخارجة الناجمة عن تشغيل المشروع ليست معلومة وتتسم بعدم التأكد.

المطلب الأول: تقييم واختيار المشاريع في حالة المخاطرة

قبل معرفة أهم معايير تقييم واختيار المشاريع في حالة المخاطرة، فإنه يجب معرفة مفهوم المخاطرة، ثم إعطاء أهم معايير تقييم واختيار المشاريع في حالة المخاطرة.

1- مفهوم المخاطرة

في التعامل مع مفهوم المخاطرة، فإن معظم الناس يبنون مسألة المخاطرة على الصدفة في الحد منها.⁽¹⁾ تشير المخاطرة إلى مجموعة من العواقب الفريدة من نوعها لاتخاذ قرار مع إمكانية تعيين الاحتمالات الخاصة باتخاذ هذا القرار.⁽²⁾ وهي الحالة التي تجعل المشروع أمام أكثر من مجموعة واحدة من التدفقات النقدية التي يمكن أن تترتب على قبوله ولا يعرف متخذ القرار عند اتخاذ القرار أي مجموعة منها سوف تتحقق،⁽³⁾ والمقصود بالمخاطرة أيضاً التقلب المتوقع في العائد المستقبلي. وبالتالي، فإن عملية تقييم المشاريع في ظل ظروف المخاطرة تكون مبنية على أساس التوزيعات الاحتمالية للعوائد الممكن الحصول عليها في مدة تشغيل هذا المشروع.

يفترض المحلل أو صاحب اتخاذ القرار في ظل حالة المخاطرة ما يلي:

¹ - Douglas Sease and John Prestbo, **Barrons's Guide to Making Investment Decisions**, Library of Congress Cataloging in Publication Data, New York, 1999, p:12.

² - Richard Pike and Bill Neale, **Corporate Finance and Investment, Decisions & Strategies**, Pearson Education, London, Fifth Edition, 2006 p: 196.

³ - أحمد تمام محمد سالم، **تقييم المشاريع الاستثمارية غير المؤكدة**، جامعة الأزهر، بدون ذكر سنة النشر، ص: 12.

- على علم بكافة حالات الاقتصاد والأعمال المستقبلية الممكنة التي يمكن أن تحدث، والتي بدورها تؤثر على المعلومات والمقاييس الملائمة للقرار.
- قادر على وضع احتمال معين على قيمة حدوث كل حالة من تلك الحالات المستقبلية الممكنة.

2- التوقع الرياضي

يقصد بالتوقع الرياضي في مجال تقييم واختيار الاستثمارات بالقيمة المتوقعة للقيمة الاقتصادية للمشروع المراد دراسته، وهذا على أساس أخذ الظروف متوقعة الحدوث مستقبلاً مرجحة بالاحتمالات الموافقة لكل ظرف،⁽¹⁾ ويعرف المستقبل الاحتمالي في هذا المجال على أنه الوضع الذي من خلاله يمكن قياس القيم التي تأخذها التدفقات النقدية باحتمال وقوعها. ونتيجة لذلك، فكل تدفق نقدي لمشروع استثماري معين هو متغير عشوائي معروف بقانون الاحتمال.⁽²⁾

ولحساب التوقع الرياضي، يجب حساب قيمة المشروع في ظل الظروف المتوقعة، مع تحديد الاحتمالات بصورة موضوعية قائمة على تجارب ماضية، ثم تحديد القيمة الصافية الحالية لكل احتمال. وبالتالي، يكون متخذ القرار أمام شجرة القرارات، فإذا كان هناك n حالة، يقابل كل حالة i احتمال p_i حيث $i = [1, \dots, n]$. ويقابل كل احتمال قيمة حالية صافية VAN_i . بعد ذلك، يتم حساب التوقع الرياضي للقيمة الحالية الصافية $E(VAN)$ بالصيغة الرياضية الموالية:

$$E(VAN) = \sum_{i=1}^n p_i VAN_i$$

كما يمكن حساب التوقع الرياضي للقيمة الحالية الصافية انطلاقاً من الصيغة الرياضية للقيمة الحالية الصافية.

مما سبق، فإن:

$$\begin{aligned} VAN &= \sum_{t=1}^N cf_t (1+k)^{-t} + VF (1+k)^{-N} - \sum_{t=0}^N I_t (1+k)^{-t} \\ &= \left[cf_1 (1+k)^{-1} + cf_2 (1+k)^{-2} + \dots + cf_N (1+k)^{-N} + VF_N (1+k)^{-N} \right] \\ &\quad - \left[I_0 + I_1 (1+k)^{-1} + \dots + I_N (1+k)^{-N} \right] \end{aligned}$$

1- أحمد نور، المحاسبة الإدارية، دار النهضة العربية، بيروت، 2000، ص: 93.
2- إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي - الإدارة المالية دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2006، ص: 350.

ومنه، فإن التوقع الرياضي للقيمة الحالية الصافية هي: (1)

$$E(VAN) = E \left[\sum_{t=1}^N cf_t(1+k)^{-t} + VF(1+k)^{-N} - \sum_{t=0}^N I_t(1+k)^{-t} \right]$$

$$E(VAN) = E \left[cf_1(1+k)^{-1} + cf_2(1+k)^{-2} + \dots + cf_N(1+k)^{-N} + VF(1+k)^{-N} \right] \\ - E \left[I_0 + I_1(1+k)^{-1} + \dots + I_N(1+k)^{-N} \right]$$

$$= E \left[cf_1(1+k)^{-1} \right] + E \left[cf_2(1+k)^{-2} \right] + \dots + E \left[cf_N(1+k)^{-N} \right] + E \left[VF(1+k)^{-N} \right] \\ - \left[E(I_0) + E(I_1(1+k)^{-1}) + \dots + E(I_N(1+k)^{-N}) \right]$$

فإذا كانت:

- التدفقات النقدية عبارة عن متغيرات عشوائية مستقلة عن بعضها البعض.
- القيمة المتبقية للمشروع هي أيضا قيمة عشوائية.
- معدل الاستحداث معلوم.
- التكاليف الأولية للمشروع معلومة أيضا.

فإن:

$$E(VAN) = \left[E(cf_1)(1+k)^{-1} + E(cf_2)(1+k)^{-2} + \dots + E(cf_N)(1+k)^{-N} + E(VF)(1+k)^{-N} \right] \\ - \left[I_0 + I_1(1+k)^{-1} + \dots + I_N(1+k)^{-N} \right]$$

حسب معيار التوقع الرياضي للقيمة الحالية الصافية، فإن متخذ القرار يختار المشروع الذي له توقع رياضي أكبر من الصفر، أي $E(VAN) > 0$. أما إذا كانت $E(VAN) < 0$ فإن المشروع مرفوض. أما في حالة المفاضلة بين عدة مشاريع، فإنه يؤخذ بعين الاعتبار المشاريع التي لها توقع رياضي للقيمة الحالية الصافية الموجبة فقط، وإذا تحقق ذلك، فإن المشروع الذي له أكبر توقع رياضي هو المشروع المفضل بالنسبة للمؤسسة.

من مزايا تقييم واختيار المشاريع حسب التوقع الرياضي سهولة الحساب، كما أنها أكثر المعايير استخداما في تقييم المشاريع في حالة المخاطرة. أما من بين عيوبها، فهي إهمال درجة المخاطرة عند التركيز على القيمة الحالية الصافية المتوقعة.

¹ - Guedj Norbert, **Op-cit**, 2004, p :311.

3- التباين

يعتبر التباين أحد مقاييس التشتت الإحصائية التي تستخدم في تقييم مخاطر المشاريع الاستثمارية في حالة المخاطرة، وهو يستخدم لقياس درجة الاختلاف بين المتغير العشوائي والقيمة المتوقعة وذلك حسب الظروف الاحتمالية.

فإذا قام متخذ القرار بتحديد n حالة، يقابل كل حالة i احتمال p_i حيث $i = [1, \dots, n]$ ويقابل كل احتمال قيمة حالة صافية VAN_i . وبعد حساب القيمة الحالية الصافية المتوقعة $E(VAN)$ ، فإن تباين القيمة الحالية الصافية $V(VAN)$ أو δ_{VAN}^2 يعطى رياضياً كما يلي:

يمكن حساب تباين القيمة الحالية الصافية $E(VAN)$ كما يلي:

$$V(VAN) = \delta_{VAN}^2 = \sum_{i=1}^n [p_i \cdot (VAN_i - E(VAN))^2]$$

$$V(VAN) = V \left[\sum_{t=1}^N cf_t (1+k)^{-t} + VF (1+k)^{-N} - \sum_{t=0}^N I_t (1+k)^{-t} \right]$$

$$= V [cf_1 (1+k)^{-1} + cf_2 (1+k)^{-2} + \dots + cf_N (1+k)^{-N} + VF (1+k)^{-N}]$$

$$- V [I_0 + I_1 (1+k)^{-1} + \dots + I_N (1+k)^{-N}]$$

$$= V [cf_1 (1+k)^{-1}] + V [cf_2 (1+k)^{-2}] + \dots + V [cf_N (1+k)^{-N}] + V [VF (1+k)^{-N}]$$

$$- [V(I_0) + V(I_1 (1+k)^{-1}) + \dots + V(I_N (1+k)^{-N})]$$

فإذا كانت:

- التدفقات النقدية عبارة عن متغيرات عشوائية مستقلة عن بعضها البعض.
- القيمة المتبقية عبارة عن متغير عشوائي أيضاً.
- معدل الاستحداث معلوم.
- التكاليف الأولية للاستثمار معلومة أيضاً.

فإن:

$$V(VAN) = [V(cf_1)(1+k)^{-2} + E(cf_2)(1+k)^{-4} + \dots + E(cf_N)(1+k)^{-2N} + E(VF)(1+k)^{-2N}]$$

تتم عملية التقييم والمفاضلة بين المشاريع باختيار المشروع الذي لديه أقل قيمة للتباين، وهذا ما يعني المشروع الذي له أقل تشتت لمختلف القيم الحالية الصافية عن القيمة الحالية الصافية المتوقعة.

من مزايا التقييم واختيار المشاريع حسب التباين أنها تساعد في تحديد التقدير من خلال التدفقات النقدية الصافية وذلك طبقاً لدرجة انحرافها وتشتتها عن القيمة المتوقعة، كما يفضل استخدامها نظراً لسهولة حسابها. أما من عيوب هذا المعيار، عدم فعاليته في حالة ما إذا كانت أعمار المشاريع مختلفة.

4- معيار التوقع التباين

يعتبر معيار التوقع/التباين من أهم المعايير المستعملة للمقارنة بين المشاريع في حالة المخاطرة، فإذا كان هناك مشروعان وتم حساب القيمة الحالية الصافية لكل مشروع، وكذلك تباين كل مشروع، فإنه يمكن استعمال معيار التوقع/التباين في الحالتين الموائيتين: (1)

- القيمة الحالية الصافية للمشروع الأول أعلى من القيمة الحالية الصافية للمشروع الثاني، أما تباين القيمة الحالية الصافية للمشروع الأول أقل أو تساوي تباين القيمة الحالية الصافية للمشروع الأول.

- القيمة الحالية الصافية للمشروع الأول أعلى أو تساوي من القيمة الحالية الصافية للمشروع الثاني، أما تباين القيمة الحالية الصافية للمشروع الأول أقل من تباين القيمة الحالية الصافية للمشروع الثاني.

5- معيار معامل الاختلاف

يعتبر معامل الاختلاف من بين الأدوات الإحصائية المستعملة في تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية، وهو يعتبر أيضاً من بين المقاييس النسبية للمخاطرة، (2) ويعطى معامل الاختلاف CV

$$CV = \frac{\delta}{E(VAN)}$$

رياضياً بالصيغة الموائية:

$$\delta = \sqrt{V(VAN)}$$

تمثل δ الانحراف المعياري، وتحسب كما يلي

يمثل معامل الاختلاف مقدار ما تتحمله كل وحدة نقدية واحدة من القيمة الحالية الصافية المتوقعة للمخاطرة. وبالتالي، فإنه كلما انخفض معامل الاختلاف، فإن المشروع يكون أحسن. لكن إذا كان معامل الاختلاف سالبا، ما يعني أن $E(VAN) < 0$ ، فإن المشروع مرفوض. وفي حالة التفاضل بين المشاريع، يجب أن يكون معامل الاختلاف موجبا، ثم أحسن مشروع هو الذي له أقل معامل اختلاف.

¹ - Richard Pike and Bill Neale, **Op-cit**, 2006, p: 203.

² - **Idem**, 2006, p: 202.

6- طريقة البرمجة الخطية

تعتبر البرمجة الخطية كأسلوب رياضي يستخدم لإيجاد حلول للمشاكل التي تواجهها الإدارة، ولوضع الخطط العلمية واتخاذ القرارات الاقتصادية خاصة تلك المتعلقة بتوزيع الموارد المتاحة على الاستخدامات المختلفة، بهدف تحقيق أعلى مستوى من العوائد أو تخفيض التكاليف إلى أدنى مستوى.

من أهم شروط تطبيق طريقة البرمجة الخطية ما يلي:

- أن يكون للمسألة هدف واضح ومحدد، وهو تحقيق أعلى عائد أو أقل تكلفة ممكنة.
- وجود عدد من المتغيرات التي تتأثر بالقرارات التي تتخذ وفق البرنامج المقترح.
- وجود قيود تفرضها الوفرة النسبية للموارد المتاحة.
- وجود علاقات خطية معروفة ومحددة بين مختلف المتغيرات.

أما في حالة المفاضلة بين المشاريع، فإن تطبيق البرمجة الخطية يتطلب ما يلي:⁽¹⁾

- تحديد القيمة المتوقعة لكل مشروع.
- حساب صافي القيمة الحالية لكل مشروع.
- تعظيم القيمة الحالية الصافية.

المطلب الثاني: تقييم واختيار المشاريع في حالة عدم التأكد

من الصعب اختيار أحسن مشروع من عدة مشاريع مقترحة للمؤسسة في حالة عدم التأكد،⁽²⁾ فالاختيار في ظل المخاطرة يكون على أساس تواجد تجارب ماضية كافية تمكن متخذ القرار من معرفة الظروف ممكنة الحدوث مستقبلاً، إلا إنه في الغالب لا تتوفر معلومات سابقة عن المشروع لتحديد الاحتمالات، وبالتالي يكون متخذ القرار أمام مشكل عدم التأكد.

1- مفهوم عدم التأكد

يقصد بحالة عدم التأكد الحالة الطبيعية التي يتعذر فيها التنبؤ بالأحداث واحتمالاتها بناء على معطيات كمية أو إحصائية فعلية، ويتم الاعتماد في ذلك على الحكم الشخصي، وميله إلى التفاؤل أو التشاؤم. وتستخدم الأساليب الإحصائية للقيام بتنبؤات متعددة للتدفقات النقدية والمتعلقة بالبدائل المتاحة، وترجيح هذه التنبؤات باحتمالاتها التقديرية على أساس تفاؤلي أو تشاؤمي أو أكثر توقعاً.⁽³⁾

¹ - عبد الحميد برجومة، مرجع سابق، 2007، ص: 41.

² - Nathalie Traverdet Popiolek, Guide du Choix d'investissement, Edition d'organisation, Paris, 2006, p : 209.

³ - سمير محمد عبد العزيز، الاقتصاد الإداري، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1991، ص: 345.

وبالتالي، فإن حالة عدم التأكد هي الحالة التي لا تتوفر فيها المعلومات الكافية للقيام بالتوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية لمشروع معين عكس حالة المخاطرة. كذلك ظروف عدم التأكد، هي الحالة التي تصف موقفا لا يتوفر فيه القرار الاستثماري على بيانات ومعلومات تاريخية كافية لتقدير توزيع احتمالي موضوعي، الأمر الذي يتطلب من المستثمر أن يضع تصورات معينة للتوزيعات الاحتمالية.⁽¹⁾ كما يعتبر ظرف عدم التأكد من المسائل العادية التي يواجهها صاحب القرار، والتي يجب التعامل معها بدقة، حيث يقرر درجة المخاطر التي يمكن تحملها والبحث عن حل للمشاكل المطروحة وفق المعطيات المتوفرة.

2- معايير الاختيار التي تعتمد على مصفوفة القرار

تتعلق معايير القرار بالمواقف التي يتعذر فيها على صاحب القرار تخصيص طرق يعتمد عليها في كل حالة من الحالات الممكنة، أو يتعذر عليه تحديد احتمالات تحقق حالات معينة بسبب عدم توفر معلومات كافية تتعلق بمختلف المشاريع المتاحة.

2-1- تحديد مصفوفة القرار

يعتبر هذا النوع من القرار مهما جدا نتيجة لتكرار حدوثه في الحياة العملية، لذا يجب على صاحب القرار الاسترشاد بمعيار أو أكثر، وذلك حسب سلوكه اتجاه المخاطرة. ولكن لاستعمال معيار المفاضلة بين المشاريع يجب تحديد مصفوفة القرار التي توضح مختلف الظروف المستقبلية أو الحالات ممكنة الوقوع مستقبلا مع البدائل التي تمثل المشاريع المطروحة للتقييم والمفاضلة.

يوضح الجدول رقم (2-2) مصفوفة القرار وفيها n بديل أو مشروع المراد التفضيل بينهم، و m حالة طبيعة، وهي جميع العوامل الخارجية المؤثرة على المشكلة المتمثلة في اختيار أحسن مشروع، والنتيجة المترتبة على اختيار مشروع ما في طبيعة محددة، ويمكن تمثيل النتيجة سواء بالقيمة الحالية الصافية أو معدل العائد الداخلي.

¹ - سعيد عبد العزيز عثمان، دراسات جدوى المشروعات، بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 282.

الجدول رقم (2-2): مصفوفة القرار

حالات الطبيعة البدائل	N_1	N_j	N_m
A_1	θ_{11}	θ_{1j}	θ_{1m}
.	.	.	.
.	.	.	.
.	.	.	.
A_i	θ_{i1}	θ_{ij}	θ_{im}
.	.	.	.
.	.	.	.
.	.	.	.
.	.	.	.
A_n	θ_{n1}	θ_{nj}	θ_{nm}

المصدر: نعيم نصير، الأساليب الكمية وبحوث عمليات في الإدارة، جامعة اليرموك، عمان، 2004، ص: 174.

حيث تمثل:

- A_i مجموعة البدائل الممكنة، وهي تمثل المشاريع المراد المفاضلة بينهم، حيث $i \in [1, n]$.
- N_j مجموعة حالات الطبيعة المختلفة، حيث $j \in [1, m]$.
- θ_{ij} النتيجة التي تتحقق من البديل A_i في حالة الطبيعة N_j .

وبعد تحديد مصفوفة القرار، يمكن استعمال معيار أو أكثر لتحديد أفضل المشاريع للمؤسسة. لكن استعمال هذه المعايير يرجع حسب توجه متخذ القرار للمخاطرة، فإذا كان العون يجب المخاطرة ومتفائلاً فإنه سيتخذ قراراً يتمشى مع معيار واحد، أما إذا كان محايداً اتجاه المخاطرة أو متحفظاً، فإنه يتوجه إلى معيار آخر، وإذا كان يكره المخاطرة أو متشائماً، فإنه سيتخذ القرار الملائم له.

2-2- معيار لابلاس

يفترض معيار لابلاس $LAPLACE$ والذي يسمى أيضاً بتعظيم متوسط العوائد أو معيار السبب غير الكافي، أن احتمالات تحقق حالات معينة تكون متساوية أو متقاربة مع بعضها البعض، وينبغي على صاحب القرار اختيار البديل الذي يكون فيه العائد المتوسط أعلى ما يمكن،⁽¹⁾ حيث يستعمل هذا المعيار إذا لم تتوفر أية معلومات عن احتمال حدوث حالات الطبيعة الممكنة. وبالتالي،

1- عبد الحميد برحومة، مرجع سابق، 2007، ص: 47.

حسب هذا المعيار، يتم حساب متوسط العوائد لكل مشروع، ويتم اختيار المشروع الذي يحقق أكبر متوسط. (1)

يعطى الاختيار الأمثل حسب معيار لابلاس حسب الصيغة الرياضية الموالية:

$$MaxA_i = \frac{\theta_{i1} + \theta_{i2} + \dots + \theta_{ij} + \dots + \theta_{im}}{m}$$

2-3- معيار برنولي

لا يختلف معيار برنولي *Bernoulli* عن معيار لابلاس إلا في أنه يستعمل تعظيم متوسط اللوغاريتم النيبيري للعوائد، حيث يفترض معيار برنولي أن متخذ القرار لا يهتم بالقيم بحد ذاتها، بل بمنفعة هذه القيم بالنسبة للمؤسسة، كما يفترض أن دالة المنفعة في هذه الحالة معرفة باللوغاريتم النيبيري. (2)

تعطى الصيغة الرياضية للمفاضلة بين المشاريع حسب معيار برنولي كما يلي:

$$MaxA_i = \frac{\ln \theta_{i1} + \ln \theta_{i2} + \dots + \ln \theta_{ij} + \dots + \ln \theta_{im}}{m}$$

$$= \frac{\sum_{j=1}^m \ln \theta_{ij}}{m}$$

2-4- معيار والد

يعرف معيار والد *Wald* أيضا بالمعيار المتشائم أو معيار أكبر الأرباح في أسوأ الظروف *Max-Min*، ويستعمل هذا المعيار نظرا لعدم المعرفة الكاملة بالظروف المستقبلية، حيث يضع القائم بدراسة المشروع توقعات على اعتبار أن أسوأ الظروف هي التي ستتحقق، وتعتبر هذه النظرة تشاؤمية للمستقبل، ويكون التصرف على أساسها خوفا من أن تكون هناك نتائج غير مواتية ممكنة الحدوث في المستقبل. (3) وبهذا يكون صاحب القرار متأكدا تماما بأن ما سيحصل عليه لن يكون أقل من أسوأ النتائج التي يترتب عليها اختياره. (4)

يمكن كتابة الصيغة الرياضية لمعيار والد كما يلي: $Max_i [Min_j \theta_{ij}]$ ، حيث

$$. i = [1, 2, \dots, n], j \in [1, 2, \dots, m]$$

¹ - Nathalie Traverdet Popiolek, **Op-cit**, 2006, p : 210.

² - **Idem**, P : 210.

³ - نصر الدين بن مسعود، **مرجع سابق**، 2010، ص: 191.

⁴ - سعيد عبد العزيز عثمان، **مرجع سابق**، 2000، ص: 343.

5-2- معيار المتفائل

يسمى معيار المتفائل أيضا معيار أكبر الأرباح في أفضل الظروف *Maxi-Max*، ويستعمل هذا المعيار متخذ القرار المتفائل أو محب المخاطرة، فهو عكس معيار والد، أي أنه للمفاضلة بين المشاريع حسب معيار المتفائل يتم اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد متوقع دون الأخذ بعين الاعتبار المخاطر أو الخسائر المحتملة.⁽¹⁾

ومنه، فإن الصيغة الرياضية الموافقة لمعيار المتفائل هي: $Max_i [Max_j \theta_{ij}]$ ، حيث $i = [1, 2, \dots, n]$, $j \in [1, 2, \dots, m]$

6-2- معيار هارويكز

يسمى معيار هارويكز *Hurwics* أيضا بمعيار الواقعية، حيث يعتبر هذا المعيار وسطا بين معيار المتفائل ومعيار المتشائم والد، ويستخدم لأجل تفادي نقائص المعيارين السابقين في عمليات التخطيط للمشاريع الاستثمارية، لأن حالة التفاؤل المفرط والتشاؤم المفرط أمر غير عقلاني، ويمكن أن يكون ذلك نادرا. ولتعديل هذه الحالة، يتم الاعتماد على معيار الواقعية هارويكز، وهذا بإدخال ما يسمى بمعامل التفاؤل أو الموازنة بين التفاؤل والتشاؤم، وذلك باستعمال معامل الواقعية α ، حيث $1 > \alpha > 0$ ، فإذا كانت α تقترب من الواحد، فإن ذلك يعني أن صاحب القرار متفائلا، وفي هذه الحالة يقترب هذا المعيار من المعيار المتفائل، والعكس.

يعبر عن معيار الواقعية بالصيغة الرياضية الموالية:

$$Max_i \{a(Max(\theta_{ij})) + (1 - \alpha)(Min(\theta_{ij}))\}$$

7-2- معيار سافاج

يسمى معيار سافاج *Savage* أيضا بمعيار الندم (الأسف) أو معيار الأرباح الضائعة *Min-Max*. ففي بعض الأحيان، وعند اختيار أحد المشاريع من بين المشاريع المتاحة للمؤسسة، قد يتبين بعد تنفيذ المشروع أن العوائد المحققة في هذا البديل أقل من تلك التي كان من الممكن تحقيقها من بديل آخر، وهنا يتأسف متخذ القرار على العوائد الضائعة. ولتجنب ذلك، يختار متخذ القرار استخدام معيار سافاج للتخفيض قدر الإمكان من العوائد الضائعة.⁽²⁾

ولاستعمال معيار الندم سافاج، فإنه يجب إنشاء مصفوفة الندم،⁽³⁾ وتعطى عناصر هذه المصفوفة بالصيغة الموالية:

¹- سعيد عبد العزيز عثمان، مرجع سابق، 2000، ص: 343.

²- لطفي فاهيد، دعم القرارات لإدارة العمليات وبحوث العمليات، دار المريخ، الرياض، 2007، ص: 77.

³ - Nathalie Traverdet Popiolek, **Op-cit**, 2006, p : 211.

$$. D_{ij} = \text{Max}_k \theta_{kj} - \theta_{ij} / k = [1, 2, \dots, n]$$

3- استخدام تحليل الحساسية في تقييم المشاريع

يعتبر تحليل الحساسية أبسط طرق تحليل مخاطر المشاريع الاستثمارية.

3-1 مفهوم تحليل الحساسية في تقييم المشاريع

يتلخص مفهوم تحليل الحساسية باستخدام قيمة عددية متوقعة لأحد عناصر أو أهداف المشروع ودراسة تأثيره على المشروع ككل، ويتم تغيير هذه القيمة بأخرى لدراسة التأثير، ويتم تكرار ذلك الأمر بعدة قيم سواء بالزيادة أو النقصان، ومنها يعرف أثر تغيير قيمة هذا العنصر على المشروع ضمن مدى التغيير، ويمكن تكرار تلك العملية على عناصر أخرى كل على حدة لدراسة تأثير كل منها.

وبالتالي، فإن تحليل الحساسية رياضياً يعتبر كدراسة من أجل تحديد كيف يمكن للتغيرات المحتملة أو الأخطاء المحتملة في قيم المعلومات والتقديرات أن تؤثر على مخرجات النموذج. ووفقاً لمعناه التطبيقي، فإنه يقصد به بوجه عام بأنه دراسة لاختبار استجابة نتائج النموذج للانحرافات المحتملة في قيم المتغيرات. ومن ثم، فإنه يمكن أن يقدم معلومات ذات قيمة كبيرة عند تقييم الخطر النسبي لمسارات العمل البديلة.

وعلى هذا الأساس، يمكن تكيف تحليل الحساسية بوجه خاص من أجل تقييم المخاطر المرتبطة بقرارات الاستثمار، فهو أسلوب يستخدم في تقييم المخاطر عندما تكون قيمة المتغيرات عرضة للتغيير والانحراف.

يعد أسلوب تحليل الحساسية محاولة قياس أثر التغيير في مدخلات ومخرجات التدفقات النقدية الصافية الداخلة أو الخارجة، وكذا خلال فترات الإنشاء والتشغيل على القيمة الحالية الصافية أو معدل العائد الداخلي على الاستثمار.

3-2 أهمية تحليل الحساسية في تقييم المشاريع

يهدف أسلوب تحليل الحساسية إلى قياس كيف يمكن أن تتأثر النتائج والمخرجات المرتبطة بنموذج القرار بالتغيرات في بيانات المدخلات العامة والتي تؤثر على تلك النتائج، ومن ثم فإن أسلوب تحليل الحساسية يساهم بصفة رئيسية في إمداد متخذ القرار بمقياس لنتائج الأخطاء الممكنة عند التنبؤ.

يعتبر تحليل الحساسية عند متخذ القرار دراسة انتقادية تحليلية تهدف إلى قياس درجة المخاطر المحيطة بالمشروع الاستثماري المراد تحقيقه، لأنه يعتمد ويرتكز على قياس وتحديد آثار التغيرات التي ستحدث في متغيرات المدخلات، ومتغيرات المخرجات على معايير القرار التي تحدد قيمة ذلك المشروع الاستثماري، مثل القيمة الحالية الصافية أو معدل العائد الداخلي، ومعرفة مدى حساسية تلك المعايير لتلك التغيرات أو الأخطاء.

3-3- طرق استخدام تحليل الحساسية في تقييم المشاريع

يمكن استخدام عدة طرق لإجراء تحليل الحساسية بغرض المساعدة في تقييم المشاريع الاستثمارية. في هذه النقطة، سيتم عرض ثلاث طرق أساسية. تتمثل في طريقة النسبة المئوية، دليل الحساسية وطريقة معامل الحساسية.

3-3-1- طريقة النسبة المئوية للتغير

تعتبر طريقة النسبة المئوية للتغير الطريقة التقليدية لتحليل الحساسية، وتعد أكثر طرق تحليل الحساسية استخداماً لبساطتها، حيث تهدف إلى اختيار حساسية قيم المخرجات للتغير في قيم عناصر المدخلات، ويتم اختيار أثر نسبة معينة للتغير بالزيادة أو النقصان في قيم عناصر المدخلات على مخرجات النموذج.

قد يتم تقدير التدفقات النقدية الصافية الداخلة أو الخارجة لمشروع استثماري ما على أساس التنبؤ بحجم المبيعات، سعر الوحدة، تكاليف التشغيل وعمر المشروع. ويظهر دور الأسلوب التقليدي لتحليل الحساسية في البحث عن الأثر الذي يحدث إذا ما زادت تكاليف التشغيل بنسبة 10% عما هو مخطط لها، أو عن الأثر الذي يحدث لو أن سعر البيع انخفض بنسبة 5% عن السعر المخطط له. وبالتالي، يمكن معرفة العوامل التي لها تأثير كبير على التدفقات النقدية الصافية مقارنة بالعوامل التي يكون تأثيرها صغير نسبياً، وهذا ما يعطي متخذ القرار نظرة عن تأثير تغير كل عنصر على التدفقات النقدية الصافية والتحكم فيها.

3-3-2- طريقة دليل الحساسية

يتم إعداد دليل حساسية لكل عنصر من عناصر تشغيل المشروع الاستثماري، بحيث يعبر عن تغيرات معدل العائد الداخلي بالنسبة لتغيرات كل عنصر، حسب الصيغة الرياضية الموالية:

$$S = \Delta TRI \cdot \frac{Vi}{(Vf - Vi) \cdot 100}$$

تمثل ΔTRI التغير الحاصل في معدل العائد الداخلي، أما Vi فهي القيمة المبدئية للعنصر محل التحليل، وتمثل Vf القيمة النهائية للقيمة محل التحليل.

كلما ارتفع دليل الحساسية كلما دل ذلك على كبر حساسية معدل العائد الداخلي للتغيرات التي تحدث في العنصر محل التحليل.

3-3-3- معامل الحساسية

تشير الطريقة الثالثة لتحليل الحساسية وهي معامل الحساسية إلى رقم مطلق، يتم مقارنه معاملات حساسية عناصر مدخلات النموذج على أساس معياري لتحديد كيف تؤثر على المتغير التابع (معدل العائد الداخلي)، ويتم حساب هذه المعاملات التي يرمز لها بالرمز θ باستخدام المعادلة الرياضية الموالية:

$$\theta = \frac{|\Delta D|/D}{|\Delta I|/I}$$

تمثل θ معامل الحساسية، أما D فهو المتغير التابع، و I المتغير المستقل، وتمثل $|\Delta D|/D$ التغير النسبي في المتغير المتعلق بالمدخلات، أما $|\Delta I|/I$ فهي تمثل التغير النسبي للمتغير المتعلق بالمخرجات.

فإذا رغب متخذ القرار في معرفة أثر تغير سعر الوحدة المباعة p على القيمة الحالية الصافية VAN ، فإن معامل الحساسية θ يساوي:

$$\theta = \frac{|\Delta VAN|/VAN}{|\Delta p|/p}$$

فإذا كانت $\theta > 1$ ، فإن ذلك

يعني أن المتغير التابع حساس للتغيرات في المتغير المستقل، أي أن حدوث تغير معين في المدخلات تترتب عليه نسبة تغير أكبر في المخرجات. أما إذا كانت $\theta = 1$ ، فإن ذلك يعني أن حدوث نسبة معينة للتغير في المتغير المستقل يترتب عليه نسبة تغير مساوية في المتغير التابع. وإذا كانت $0 < \theta < 1$ ، فإن ذلك يعني أن المتغير التابع غير حساس نسبياً للتغيرات في المتغير المستقل، أي أن حدوث معدل متغير معين في المتغير المستقل يترتب عليه معدل تغير أقل في المتغير التابع. وإذا كانت $\theta = 1$ ، فإن ذلك يعني أن المتغير التابع غير حساس مطلقاً للتغيرات في المتغير المستقل، أي أن حدوث تغير معين في قيمة المتغير المستقل لا يتبعه أي تغير في قيمة المتغير التابع.

المبحث الثالث: تحليل التدفقات النقدية للمشاريع الاستثمارية

بعدما تمت معرفة أهم معايير تقييم واختيار المشاريع في حالة التأكد، المخاطرة وعدم التأكد، وجب على متخذ القرار تحديد التدفقات النقدية للمشروع بدقة، ومعرفة أهم العوامل المؤثرة عليها.

المطلب الأول: تعريف التدفقات النقدية

تتمثل التدفقات النقدية لأي مشروع في مقدار التدفق النقدي الإضافي الذي ينتج عن تنفيذ المشروع، فالهدف من كل مشروع هو الحصول على إيرادات عبر فترات زمنية مختلفة بعد حدوث تدفقات متمثلة في التكاليف، كما تعتبر أساس قياس ربحية المشروع الاستثماري، وتمثل حركة النقود من وإلى المشروع.

هناك فرق بين التدفقات النقدية الإجمالية وصافي التدفقات النقدية، فالتدفقات النقدية الإجمالية هي الفرق بين الإيرادات السنوية الناتجة عن بيع المنتجات المصنعة بفضل المشروع الاستثماري والتكاليف التي أنفقت في عملية الصنع لهذه المنتجات، أما صافي التدفقات النقدية فهي الفرق بين الإيرادات المحصل عليها من خلال بيع منتجات المشروع والتكاليف التشغيلية لذلك أخذاً بعين الاعتبار الضرائب والاهتلاكات.⁽¹⁾

كما يعرف التدفق النقدي من وجهة نظر المساهمين على أنه عبارة عن كل التدفقات النقدية، سواء كان مصدرها القروض أو المساهمات، ويتم إعدادها بهدف حساب العائد عليها. أما من وجهة نظر المؤسسة، فهي عبارة عن التدفقات النقدية الداخلة من المساهمين والخارجة منهم فقط، وبذلك يتم استبعاد القروض كتدفقات نقدية داخلة والأقساط والفوائد المترتبة عليها كتدفقات نقدية خارجة.⁽²⁾

المطلب الثاني: حساب التدفقات النقدية

إذا كانت المعطيات الأولية لمشروع ما كما يلي:

- I_0 : تكلفة المشروع.

- R_n : الإيرادات السنوية.

- opc_n : تكاليف التشغيل السنوية.

- N : مدة حياة المشروع.

¹ - محمد العامري، محاسبة التضخم بين النظرية والتطبيق، جامعة البصرة، الطبعة الأولى، 2006، ص: 151.
² - حكمت الزاوي، البعد المحاسبي لجدوى وتقييم المشاريع الاستثمارية، مكتبة الفلاح، الكويت، 2000، ص: 141.

- τ : معدل الضريبة على الأرباح.

- Int_n : الفوائد السنوية.

- div_i : أرباح السهم الموزعة.

- Amt_n : قسط الاهتلاك السنوي.

وباعتبار أن المشروع قد تم تمويله بالأموال الذاتية والديون، حيث:

- E : الأموال الخاصة.

- D : الديون.

- k_e : معدل العائد المطلوب من طرف حملة الأسهم.

- k_d : معدل العائد المطلوب من طرف حملة السندات.

- معدل تكلفة رأس المال k حيث: $k = k_e \frac{E}{E+D} + k_d \frac{D}{E+D} \tau$

يوضح الجدول رقم (3-2) حركة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة للمشروع من بداية المشروع إلى نهايته، وعلى اعتبار أن طريقة الاهتلاك المستعملة هي الطريقة الخطية وأن تسديد القرض يتم في السنة الأخيرة.

الجدول رقم (3-2): حركة التدفقات النقدية للمشروع

السنوات N	التدفق النقدي لداخل	التدفق النقدي الخارج	التدفق النقدي الصافي CF
0	D+E	I_0	0
1	R_1	$opc_1 + Int_1 + div_1 +$ $(R_1 - opc_1 + int_1 - Amt_1)$	$(R_1 - opc_1 - Int_1 - Amt_1)(1 - \tau)$ $+ Amt_1 - div_1$
2	R_2	$opc_2 + Int_2 + div_2 +$ $(R_2 - opc_2 + int_2 - Amt_2)$	$(R_2 - opc_2 - Int_2 - Amt_2)(1 - \tau)$ $+ Amt_2 - div_2$
...
N-1	R_{N-1}	$opc_{N-1} + Int_{N-1} + div_{N-1} +$ $(R_{N-1} - opc_{N-1} + int_{N-1} - Amt_{N-1})$	$(R_{N-1} - opc_{N-1} - Int_{N-1} - Amt_{N-1})(1 - \tau)$ $+ Amt_{N-1} - div_{N-1}$
N	R_N	$opc_N + Int_N + div_N +$ $(R_N - opc_N + int_N - Amt_N)$	$(R_N - opc_N - Int_N - Amt_N)(1 - \tau)$ $+ Amt_N - div_N$

المصدر: حسين بلعجوز والجودي صاطوري، مرجع سابق، 2013، ص:142.

التدفق النقدي الصافي للسنة الأولى CF_1 : (1)

1- حسين بلعجوز والجودي صاطوري، مرجع سابق، 2013، ص:140-144.

$$\begin{aligned} CF_1 &= R_1 - opc_1 - Int_1 - div_1 - (R_1 - opc_1 - Int_1 - div_1)\tau \\ &= (R_1 - opc_1 - Int_1)(1 - \tau) + \tau.Amt_1 - div_1 \\ &= (R_1 - opc_1 - Int_1 - Amt_1)(1 - \tau) + Amt_1 - div_1 \end{aligned}$$

أما التدفق النقدي في السنة الأخيرة CF_N :

$$CF = (R_N - opc_N - Int_N - Amt_N)(1 - \tau) + Amt_N - div_N - D$$

وبافتراض أن المؤسسة تدفع مبلغ الأموال الخاصة في السنة N كما لو أنها تتوقف عن النشاط وتقوم بدفع مبلغ المساهمين. وبالتالي، يقبل المشروع إذا تحقق ما يلي:

$$\begin{aligned} \sum_{t=1}^N [(R_t - opc_t - Int_t - Amt_t)(1 - \tau) + Amt_t - div_t](1 + k)^{-t} - (E + D)(1 + k)^{-N} &> 0 \Leftrightarrow \\ \sum_{t=1}^N [(R_t - opc_t)(1 - \tau) - Int_t(1 - \tau) + \tau Amt_t - div_t](1 + k)^{-t} - (E + D)(1 + k)^{-N} &> 0 \Leftrightarrow \\ \sum_{t=1}^N [(R_t - opc_t)(1 - \tau) + \tau Amt_t](1 + k)^{-t} - \sum_{t=1}^N [Int_t(1 - \tau) + div_t](1 + k)^{-t} - (E + D)(1 + k)^{-N} &> 0 \end{aligned}$$

ومنه، فإن شرط قبول المشروع:

$$\sum_{t=1}^N [(R_t - opc_t)(1 - \tau) + \tau Amt_t](1 + k)^{-t} - I_0 > 0$$

وباعتبار أن القيمة الحالية الصافية VAN هي:

$$VAN = -I_0 + \sum_{t=1}^N CF_t(1 + k)^{-t}$$

وبالمطابقة بين شرط قبول المشروع والقيمة الحالية الصافية، فإن التدفقات النقدية السنوية هي:

$$CF_t = (R_t - opc_t - Int_t - Amt_t)(1 - \tau)$$

وباعتبار أن النتيجة المحاسبية الصافية RN_t هي:

$$RN_t = CF_t + Int_t(1 - \tau) + Amt_t$$

$$CF_t = RN_t + Int_t(1 - \tau) + Amt_t \quad \text{فإن:}$$

المطلب الثالث: أثر التضخم على التدفقات النقدية

عند حساب التدفقات النقدية سابقاً، فقد تم افتراض ثبات القدرة الشرائية للنقود، لكن يختلف الأمر في الواقع، وذلك لوجود التضخم الذي يعتبر نوع من أنواع المخاطر التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند حساب التدفقات النقدية.

1- أثر التضخم على التدفقات النقدية في حالة عدم وجود الضرائب

بافتراض أن سعر البيع يرتفع بمعدل سنوي يعادل معدل التضخم Inf ، وبافتراض أيضا أن سعر الشراء يرتفع بمعدل سنوي يعادل معدل التضخم Inf ، فإن القيمة الحالية الصافية بإدخال معدل التضخم VAN_f تكون كما يلي: (1)

$$\begin{aligned} VAN_f &= -I_0 + \sum_{t=1}^N \frac{[R_t(1+Inf)^t + opc_t(1+Inf)^t]}{(1+k)^t(1+f)^t} \\ &= -I_0 + \sum_{t=1}^N \left(\frac{(1+Inf)^t}{(1+Inf)^t} \right) \left(\frac{[R_t + opc_t]}{(1+k)^t} \right) \\ &= -I_0 + \sum_{t=1}^N \frac{[R_t + opc_t]}{(1+k)^t} \\ &= VAN \end{aligned}$$

أي أن القيمة الحالية الصافية في حالة وجود تضخم هي نفسها القيمة الحالية الصافية في حالة عدم وجود التضخم في ظل الفرضيتين السابقتين. أما إذا لم يتوفر هذان الشرطان، فإنه يجب الأخذ بعين الاعتبار الأسعار الجارية، ولا يمكن التقييم على أساس الأسعار الثابتة.

2- أثر التضخم على التدفقات النقدية في حالة وجود الضرائب

عند عدم وجود الضرائب $\tau \neq 0$ ، فإن التدفق النقدي الصافي يعطى كما يلي:

$$cf_t = (R_t - opc_t)(1 - \tau) + \tau.Amt_t$$

وبافتراض أن سعر البيع يرتفع بمعدل سنوي يعادل معدل التضخم Inf ، وسعر الشراء يرتفع أيضا بمعدل سنوي يعادل معدل التضخم Inf ، فإن القيمة الحالية الصافية في حالة التضخم VAN_f تعطى رياضيا كما يلي:

$$VAN_f = -I_0 + \sum_{t=1}^N \frac{[(R_t - opc_t)(1 - \tau)(1 + Inf)^t + \tau.Amt_t]}{(1+k)^t(1+Inf)^t}$$

رغم توفر الشرطين، إلا أن القيمة الحالية الصافية في حالة وجود التضخم لا تساوي القيمة الحالية الصافية في حالة عدم وجود التضخم $VAN_f \neq VAN$. أي أنه في حالة وجود الضرائب، فإن التضخم له أثر على القيمة الحالية الصافية. ولذلك، حتى لا يؤثر التضخم على القيمة الحالية الصافية، لا بد من توفر شرط ثالث وهو إمكانية إعادة التقييم بمعدل التضخم، أي إعادة تقييم الاهتلاكات وفقا لمعدل التضخم بدلا من التقييم على أساس التكلفة التاريخية. (2)

1- حسين بلعجوز والجودي صاطوري، مرجع سابق، 2013، ص: 154.

2- نفس المرجع السابق، ص: 155-156.

خلاصة الفصل الثالث

للمشاريع الاستثمارية أهمية بالغة في المؤسسة، وذلك لما تحقق لها من النمو ورفع قيمتها السوقية، وهو الأمر الذي أجبر المؤسسات على تقييم المشاريع تقييماً دقيقاً، بهدف معرفة العائد الاقتصادي لهذه المشاريع، وكذا المفاضلة بينها في حالة ما إذا واجهت المؤسسة عدة مشاريع سواء مستقلة أم متنافية.

يتم تقييم المشاريع تحت عدة حالات، منها حالة التأكد التام، وحالة المخاطرة، وكذلك حالة عدم التأكد. ففي حالة التأكد التام، توجد عدة معايير للتقييم، منها المعايير التي لا تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود. مثل معيار فترة الاسترداد والذي يهتم بمدة استرجاع تكلفة المشروع الأولية، والمعايير التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، مثل القيمة الحالية الصافية، والتي تعتبر ذات أهمية كبيرة جداً في تقييم المشاريع في حالة التأكد التام، إضافة إلى معيار معدل العائد الداخلي.

أما في حالة المخاطرة، فإن المحدد الأساسي للاختيار في هذه الحالة يعتمد على توقع العوائد المنتظرة في كل الحالات الممكنة مع انحرافها المعياري، حيث يعبر الانحراف المعياري في هذه الحالة على المخاطرة، أي مدى تغير العوائد المختلفة للحالات الممكنة عن العائد المتوقع للمشروع، وكلما كانت المخاطرة صغيرة كلما ارتفعت أهمية المشروع.

أما في حالة عدم التأكد، فهناك عدة معايير تقوم على المفاضلة بين المشاريع، منها المعايير التي تعتمد على تفاؤل متخذ القرار أو على تشاؤمه، ومنها من ترجح بين المتفائل والمتشائم. إضافة إلى ذلك، يعتبر تحليل الحساسية ذا أهمية بالغة في حالة عدم التأكد، والذي يعبر عن مدى تغير عائد المشروع لو تغير أحد مكونات هذا العائد سواء بالارتفاع أو الانخفاض.

وفي الأخير، فإن تقييم المشاريع يعتمد أساساً على التدفقات النقدية الناجمة عنه في حالة ما إذا تم تنفيذه، وتتكون التدفقات النقدية من العوائد الممكنة، إضافة إلى مختلف التكاليف الناجمة عن تشغيل المشروع، سواء الثابتة أو المتغيرة. كما أن التدفقات النقدية لا تتأثر بالتضخم في حالة ما إذا كانت الضرائب معدومة، وكان التضخم يمس جميع مكونات التدفق النقدي، أما في حالة ما إذا وجدت الضرائب، فإن التضخم له دور في تحديد التدفقات النقدية.

الفصل الرابع: محددات الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية

للمشاريع الاستثمارية أهمية كبيرة للاقتصاد والمجتمع وكذلك للمؤسسات، فهي تعتبر مصدرا لرفع القيمة وتحقيق النمو المطلوب فيها، إضافة إلى أهميتها للمجتمع من خلال توفير فرص العمل وتخفيض نسب البطالة، كما أن حجم المشاريع وفعاليتها يعتبران من أهم الأمور التي يقاس بها التقدم الاقتصادي للبلد.

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية بخصوصيات تميزها عن باقي المؤسسات، وذلك لما تعانيه من إشكالية في تمويلها وصغر سنها عموما، وهو ما قد يؤثر على اتخاذ قرار الاستثمار فيها.

يهدف هذا الفصل إلى معرفة العوامل التي تؤثر على اتخاذ قرار الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، وذلك بعد معرفة أهم الدراسات السابقة التي اهتمت بمجال الاستثمار في المؤسسات، وعن طريق جمع عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

يتضمن هذا الفصل ثلاث مباحث أساسية تتمثل فيما يلي:

- محددات الاستثمار في الدراسات التجريبية السابقة ومنهجية الدراسة الإحصائية؛
- تحديد نموذج الانحدار الخطي واختبار فرضياته للاستثمار ولهيكمل الأصول؛
- عرض وتحليل النتائج المتعلقة بمحددات الاستثمار.

المبحث الأول: محددات الاستثمار في الدراسات السابقة ومنهجية الدراسة الإحصائية

لتحديد العوامل المؤثرة على الاستثمار في المؤسسات، فإنه يجب تحديد أهم نتائج الدراسات التجريبية السابقة التي اهتمت بمعرفة محددات الاستثمار في المؤسسات بصفة عامة، والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفة خاصة، إضافة إلى أنه يجب تحديد منهجية الدراسة الإحصائية، فيما يتعلق بالعينة ومصادر جمعها وأهم المعلومات التي تتوفر عليها.

المطلب الأول: محددات الاستثمار في المؤسسات في الدراسات التجريبية السابقة

ظهرت العديد من الدراسات التجريبية التي تحاول تحديد أهم العوامل المؤثرة على الاستثمار في المؤسسات، كما لم تستثن بعض هذه الدراسات التجريبية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومن بين أهم العوامل رقم الأعمال، التدفقات النقدية، رقم الأعمال، تكلفة رأس المال والنتاج الوطني الإجمالي.

1- رقم الأعمال

أظهر كل من هال وجورجنسون (1967) Hall&Jorgenson⁽¹⁾، جورجسون (1971) Jorgenson⁽²⁾ وشيرينكو (1993) Chirinko⁽³⁾ بأن معامل متغير رقم الأعمال مهم جدا وله دلالة إحصائية كبيرة جدا في شرح وتفسير الاستثمارات الكبيرة في المؤسسات، حيث تتوافق هذه النظرية مع حجة موديفلياني وميلر (1958) Modigliani&Miller. هذه الأخيرة أكدت بأن قرارات الاستثمار ليست مرتبطة بقرارات الهيكل المالية للمؤسسات. كما بين إيزنر Eisner (1963)⁽⁴⁾ وشيرينكو (1993) Chirinko بأن رقم الأعمال هو المتغير المفسر الأكثر قوة إحصائيا من أي متغير آخر لتفسير مستوى الاستثمارات في المؤسسات.

ويقل دور رقم الأعمال في مستوى الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك لانتسام هذه المؤسسات بالتقلب وعدم الاستقرار. حسب ديفيرو وشايانترالي

¹ - Hall R and Jorgenson D, "Tax Policy and Investment Behaviour", American Economic Review, American Economic Association, Vol. 58, 1967, pp: 391-414.

² - Jorgenson D, "Econometric Studies of Investment Behaviour: A Survey", Journal of Economics Literature, American Economic Association, Vol. 9, 1971, pp: 1111-1146.

³ - Chirinko, S, "Business Fixed Investment Spending: Modelling Strategies, Empirical Results and Policy Implications", Journal of Economics Literature, American Economic Association, Vol.31, 1993, pp: 1875-1911.

⁴ - Eisner R, "Investment: Fact and Fancy", American Economic Review, American Economic Association, Vol. 53, 1963, pp: 237-246.

(1990) Devereux&Schiantarelli⁽¹⁾ فإن التقلب في رقم أعمال المؤسسات الصغيرة يؤدي بها للحفاظ على مستوى مناسب من الأصول السائلة وتجنب الديون غير المرغوبة.

كما أن لعمر المؤسسة دور في تأثير رقم الأعمال على مستوى الاستثمار في المؤسسات، فالمؤسسات الأكبر سنا لها حافز لرفع مستوى الاستثمار، باعتبار الاستثمار وسيلة لتوسيع حصتها السوقية، بينما هدف المؤسسات الصغيرة بدرجة كبيرة والمؤسسة المتوسطة هو البقاء في الأسواق عكس المؤسسات ذات العمر الطويل نسبيا والتي هدفها توسيع حصتها السوقية. بالإضافة إلى ذلك، فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بداية حياتها تتحمل تكاليف مرتفعة على الاستدانة بسبب القيود المفروضة على المؤسسات الجديدة، وهو ما يؤدي بها إلى تخصيص جزء كبير من رقم أعمالها لتسديد ديونها والفوائد الناجمة عن الديون بدل توجيهها إلى الاستثمار.

وهذا ما يبرر أن المؤسسات ذات عمر طويل نسبيا توجه رقم أعمالها إلى الاستثمارات، عكس المؤسسات الجديدة والتي تتمثل أساسا في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى توجيه رقم أعمالها لتسديد فوائدها وديونها. من المهم الإشارة إلى نظرة النظرية النيوكلاسيكية للمبيعات، فالمبيعات -بشكل عام- تعتبر أكبر مفسر لمستوى الاستثمار في المؤسسات الكبيرة.

2- التدفقات النقدية

أكد فازاري وآخرون (1988) Fazzari&al⁽²⁾ على ضرورة إدخال مفهوم الترتيب السلمي للتمويل، حيث إن الترتيب السلمي للتمويل مهم للغاية حسبهم في ظل وجود عدم تماثل المعلومات التي تحدث في الاستدانة وأسواق رأس المال، عكس ما جاء به موديفلياني وميلر في ظل الأسواق المالية الكاملة والتي تتسم بعالم المنافسة التامة، والتي من خصائصها تماثل المعلومات بين جميع أطراف المتدخلين في هذه السوق.

وبالتالي، اختبرت المعادلة النيوكلاسيكية للاستثمار إدخال متغيرات مالية، والتي يجب أن تكشف عن وجود حساسية مختلفة جدا بين المتغيرات المالية والاستثمار وفقا لمختلف مجموعة المؤسسات. وتستند هذه الحجة إضافة إلى افتراض عدم تماثل المعلومات على نظرية التدفقات النقدية الحرة. فبالإضافة إلى العوامل الداخلية للمؤسسة، فإن التدفق النقدي له دور كبير في تفسير حجم الاستثمار المؤسسات.

¹ - Devereux M and Schiantarelli F, "Investment, Financial Factors, and Cash Flow: Evidence from U.K. Panel Data, in *Asymmetric Information*", Corporate Finance, and Investment, (editor) Hubbard, University of Chicago Press, 1990.

²- Fazzari, S, Hubbard G and Peterson B, "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economics Activity*, Washington DC, Vol. 1, 1988, pp: 141-195.

بينت العديد من الدراسات التجريبية على وجود علاقة طردية بين التدفقات النقدية ومستوى استثمار المؤسسات، من بين هذه الدراسات توجد دراسة فازاري وآخرون (Fazzari&al (1988)، هوشي وآخرون (Hoshi&al (1991)، (1) فازاري وبيترسون (Fazzari&Peterson (1993)، (2) كابلان وزينغلاس (Kaplan&Zingales (1997)، (3) كليري (Cleary(1999)، (4) فارمولان (Vermeulen (2002)، (5) جونلي وآخرون (Junlu&al (2009)، (6) ودراسة سان ونوبويوشي (Sun&Nobuyoshi (2009). (7)

أكد هوشي وآخرون (Hoshi&al (1991) في دراسة تجريبية لهم على أن الاستثمار هو أقل حساسية للتغيرات في التدفقات النقدية في المؤسسات ذات العلاقات المتكررة مع الدائنين، عكس المؤسسات التي لها علاقات ضعيفة مع الدائنين. كما وجد أيضا فازاري وآخرون Fazzari&al (1988) وبرينكمان (Brinckmann&al (2011) (8) أدلة على أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تواجه قيودا أكبر في الحصول على التمويل الخارجي عكس المؤسسات الكبيرة، وهذا ما يجعلها تعتمد أكثر على أموالها الداخلية لتمويل استثماراتها.

وهذا ما أكده بيترسون وراجان (Peterson&Rajan (1995) (9) وفارمولان Vermeulen (2002) بأن التدفق النقدي هو متغير ذو أهمية كبيرة في تفسير استثمار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نظرا للقيود المفروضة عليها في الحصول على الائتمان، وقلة الضمانات التي تتوفر عليها هاته المؤسسات وزيادة احتمال الإفلاس.

¹ - Hoshi, T, Kashyap A and Scharfstein D, “*Corporate Structure Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Panel Data*”, Quarterly Journal of Economics, Oxford University Press, Vol. 106, 1991, pp. 33-60.

² - Fazzari, S and Peterson B, “*Working Capital and Fixed Investment: New Evidence on Financing Constraints*”, Rand Journal of Economics, Rand Corporation, California, Vol. 24, 1993, pp: 328-342.

³ - Kaplan S and Zingales L, “*Investment Cash-flow Sensitivities are not Valid Measures of Financing Constraints*”, Quarterly Journal of Economics, Oxford University Press, Vol. 115, 2000, pp: 707-712.

⁴ - Cleary S, “*The Relationship Between Firm Investment and Financial Status*”, Journal of Finance, The American Finance Association, Vol. 54, 1999, pp. 673-692.

⁵ - Vermeulen, P, “*Business Fixed Investment: Evidence of a Financial Accelerator in Europe*”, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Oxford University Press, Vol. 64, 2002, pp: 217-235.

⁶ - Junlu M, Zeguang, L and Qunyong W, “*Financial Constraints, Agency Cost and Firm’s Investment behavior: Evidence from Listed Companies of China*”, Frontiers of Economics in China, Brill, Leiden, Netherlands, Vol.4, 2009, pp: 384-405.

⁷ - Sun J and Nobuyoshi Y, “*Regional Disparities and Investment-Cash Flow Sensitivity: Evidence From Chinese Listed Firms*”, Pacific Economic Review, Wiley Online Library, Vol. 14, 2009, pp: 657-667.

⁸ - Brinckmann, J, Salomo S and Gemuenden H, “*Financial Management Competence of Founding Teams and Growth of New Technology-Based Firms*”, Entrepreneurship Theory and Practice, Wiley Online Library, 35, 2011, pp: 217-243.

⁹ - Peterson M and Rajan R, “*The Effect of Credit Market Competition on lending Relationship*”, Quarterly Journal of Economics, Oxford University Press, Vol. 40, 1995, pp: 861-880.

تكون العلاقة الطردية بين التدفقات النقدية وحجم الاستثمار أقوى في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب لي وراتي (2008) Lee&Ratti، ولا سيما بالنسبة للمؤسسات الأصغر سنا والتي تكون مقيدة ماليا، نظرا لصغر حجمها ولقلة خبرتها. كما أن انعدام سمعتها في سوق رأس المال يجبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أن تعتمد بشدة على التدفقات النقدية وذلك وفقا لإيفانز وجافانوفيتش (1989) Evans&Javanovic،⁽¹⁾ بيك وآخرون (2006) Beck&al⁽²⁾ وبراون وآخرون (2009) Brown&al،⁽³⁾ وأضاف ألتى (2003) Alti خصوصية التدفقات النقدية التي تعتبر كمصدر تمويل يتحمل القليل من المخاطر ويحد من حالة عدم التأكد بالنسبة للمؤسسات الناشئة حديثا.

3- الديون

كثيرا ما تتداخل وتتضارب المصالح بين مالكي المؤسسة والمسيرين، بينما لا تطرح مشاكل الوكالة بشدة غالبا في أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين المساهمين والمسيرين. رغم ذلك، فإن لمشكلة الوكالة أهمية خاصة في هذا النوع من المؤسسات.

أوضحا جونسون وماكلين (1976) Jensen&Meckling بأن مالكي ومسيري المؤسسة قد يستثمرون في مشاريع عالية المخاطر والتي تسعى إلى رفع قيمتها السوقية بدلا من الاستدانة، بالنظر إلى نجاح المشروع، فالملاك يحصلون على معظم الأرباح. في حين إذا كان المشروع غير ناجح، فإن الدائنين سيتحملون معظم التكاليف. وبالتالي، فإن الدائنين يقيدون مستوى القروض الممنوحة للمؤسسات خاصة الصغيرة والمتوسطة منها أو زيادة تكلفة التمويل بالاقتراض، وهو ما ذهب إليه أيضا جونسون وويس (1981) Jensen&Weiss.

أكدت العديد من الدراسات التجريبية العلاقة العكسية بين مستوى الاستدانة في المؤسسة وحجم الاستثمار، من بينها دراسة مايرز (1977) Myers، جونسون (1986) Jensen، ستيلز (1990) Stulz، ماك كونال وسيرباس (1995) McConnell&Servaes، لانغ وآخرون Lang (1996) et al، أيفازيان وآخرون (2005) Aivazian et al، آهن وآخرون (2005) Ahn et al، فيرث وآخرون (2008) Firth et al ودراسة لي وراتي (2008) Lee&Ratti. فإذا كان هناك

¹ - Evans D anf Jovanovic B, "An Estimated model of Entrepreneurial Choice under Liquidity Constraints", *Journal of Political Economics*, The University of Chicago Press Journals, Vol. 97, 1989, pp. 808-827.

² - Beck T, Demirgüç-Kunt, A, Laeven L and Maksimovic V, "The Determinants of Financing Obstacles", *Journal of International Money & Finance*, Elsevier BV, Amsterdam, Vol. 25, 2006, pp. 932-952.

³ - Brown J, Fazzari S and Peterson B, "Financing Innovation and Growth: Cash flow, External Equity and the 1990s R&D Boom", *Journal of Finance*, American Economic Association, 2009.

مستوى عال من الديون في المؤسسة، فهذا يعني استخدام جزء كبير من السيولة النقدية لتسديد هذه الديون وفوائدها، وسيكون من الصعب على المؤسسات الوفاء بالتزاماتها مع الدائنين. وبالتالي، مع وجود نسبة استنادة كبيرة فإن الحساسية اتجاه الاستثمار ترتفع، وهو ما يؤكد العلاقة العكسية بين مستوى الاستنادة وحجم الاستثمار في المؤسسة، وهذا التحليل ذهب إليه أيضا ميلس وآخرون Milss et al (1994).

بالإضافة إلى ذلك، فقد وجد لي وراتي (Lee&Ratti(2008) علاقة عكسية قوية بين الديون والاستثمار للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. فالمستثمرون حسب هونجو وهارادا (Honjo&Harad (2006) غير مستعدين للاستثمار في المؤسسات الأصغر حسب نظرية الوكالة وذلك بسبب غياب التوزيع الفوري للأرباح. أما حسب دياموند (Diamond (1989، فإن الدائنين يرفعون من تكلفة رأس المال كوسيلة للتقليل من مخاطر الاستثمار في هذه المؤسسات. كما أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي ليس لها خبرة وسمعة في السوق المالية، لديها احتمال أكبر للإفلاس، مما يزيد من الخطر بالنسبة للمقرضين المحتملين، عكس المؤسسات الكبيرة التي يسهل لها الحصول على الديون.

4- فرص النمو

أبرزت العديد من الأبحاث والدراسات على وجود علاقة طردية بين الاستثمار والنمو. مثل دراسة فازاري وآخرون (Fazzari et al (1988، أسيوغلي وآخرون (Ascioglu et al (2008، كارابنتر وقياريغليا (Carpenter&Guariglia (2008، جونلي وآخرون (Junlu et al(2009) ودراسة سان ونوبويوشي (Sun&Nobuyoshi (2009).

وفقا كارابنتر وقياريغليا (Carpenter&Guariglia (2008، فإن القوة التفسيرية لمتغير النمو لمستوى الاستثمار في المؤسسة يرتفع ويصبح أكبر أهمية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، باعتبار تعرض هذه المؤسسات أكثر من غيرها من القيود المالية، وهو نفس تحليل شيفرد وباتزلت (Shepherd&patzelt (2011).

للمؤسسة في المرحلة الأولى من دورة حياتها المزيد من فرص النمو مقارنة بالمؤسسات التي وصلت إلى مرحلة النضج، حيث تتسم المشاريع الاستثمارية في المؤسسات التي وصلت لمرحلة النضج بالندرة وبأقل ربحية. وبالتالي، فإن العلاقة بين النمو والاستثمار يكون ذو دلالة تفسيرية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أكبر من تفسيرها في المؤسسات الكبيرة، حيث فسر فاقبولو ولازي

(2006) Fagiolo&Luzzi (1) ذلك بأن المؤسسات الصغيرة تستفيد من زيادة فرص النمو وتحتاج إلى مستويات أعلى من الاستثمار لتلبية فرص النمو المتعددة التي تواجه هذه المؤسسات.

5- معدل تكلفة رأس المال

يعبر معدل الفائدة عن تكلفة رأس المال، والذي يعتبر كمحدد للاستثمار في المؤسسات حسب النظرية النيوكلاسيكية. فقد بين كل من برنانك وجاتلر (1995) Bernanke&Getler وجيلشريست وآخرون (2005) Gilchrist et al (2) بأن هناك علاقة بين السياسة النقدية والاستثمار، فالسياسة النقدية تؤثر على تكلفة رأس المال والذي بدوره يؤثر على حجم الاستثمار في المؤسسة.

بين جيلشريست وآخرون (2005) Gilchrist et al بأن أي تأثير في السياسة النقدية مثل الزيادة في سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض مستوى الاستثمار في المؤسسة، وهو الأمر الذي يؤدي إلى انتشار الصدمات خلال دورات الائتمان، كما أكد على وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة والاستثمار.

وحسب ميلز وآخرون (1994) Mills et al، فإن التغييرات في السياسة النقدية من خلال التغيير في سعر الفائدة تؤثر على استثمارات المؤسسة وقدرتها على تسديد ديونها، وذلك بالتأثير على التدفقات النقدية في المؤسسات، كما أن التدفقات النقدية في المؤسسات التي تحتوي هيكلتها المالية على نسبة معتبرة من الديون تكون أكثر حساسية للتغيرات في سعر الفائدة من تلك المؤسسات التي لديها مستوى أدنى من الديون.

وفي إطار نظرية الوكالة، فقد وجد غوش وغوش (2006) Ghosh&Ghosh (3) علاقة عكسية بين معدل الفائدة والاستثمار، ويرجع ذلك بسبب التباين وعدم تماثل المعلومات الذي يؤدي بالدائنين الرفع في تكلفة الاستدانة، وهو الأمر الذي يؤثر على ارتفاع تكلفة رأس المال وبالتالي انخفاض مستوى الاستثمار في المؤسسة، كما دعم برنانكي وجيرتلر Bernanke&Gertler (1995) (4)، حيث استنتجا أن رفع سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض في مستوى الاستثمار في المؤسسة.

¹ - Fagiolo G and Luzzi A, "Do Liquidity Constraints Matter in Explaining Firm Size and Growth? Some Evidence from the Italian Manufacturing Industry", *Industrial and Corporate Change*, Oxford Journals, Vol.15, 2006, pp: 1-39.

² - Gilchrist S, Himmelberg C and Huberman G, "Do Stock Price Bubbles Influence Corporate Investment?", *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, Amsterdam, Vol. 52, 2005, pp: 805-827.

³ - Ghosh, S., Ghosh S, "Impact of Liquidity Constraint on Firms Investment", *Economia Internazionale*, Camera di Commercio, Genova, Vol.54, 2006, pp: 17-32.

⁴ - Bernanke S and Gertler M, "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, Vol. 9, 1995, pp: 27-48.

أما في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإن تأثير أسعار الفائدة على الاستثمار يكون أكثر وضوحا وفعالية، فحسب غوش و غوش (2006) Ghosh&Ghosh فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تكون أكثر حساسية للتغيرات في تكلفة الاستدانة مقارنة بالمؤسسات الكبيرة، كما أن التدفقات النقدية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تكون أكثر عرضة للركود، كما أن عدم تماثل المعلومات في هذه المؤسسات يزداد مقارنة بالمؤسسات الكبيرة، مما يساهم في رفع تكلفة الاستدانة وبالتالي التخفيض في حجم الاستثمار.

6- الناتج الوطني الإجمالي

أبرز بارنانك وجرتلر (1989) Bernanke&Gertler⁽¹⁾، بارنانك وجرتلر (1996) Bernanke&Gertler⁽²⁾، فارمولان (2002) Vermeulen وكانك وبانداهاري (2011) Kunc&Bandahari⁽³⁾ بأن المؤسسات التي لديها قيود تمويلية أكبر وتنشط في أسواق غير كاملة مثل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تكون أكثر تأثرا بفترات الركود الاقتصادي، مما يساهم في تفاقم القيود التمويلية اتجاهها.

ففي فترات الركود الاقتصادي، تكون أسواق الائتمان أكثر تقييدا، وهو ما يؤثر سلبا على استثمارات المؤسسة، لا سيما استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وفي هذه الحالة، ستضطر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتمويل نفسها بواسطة التدفقات النقدية الخاصة بها، والتي تقل بسبب سلوك المستثمرين في السوق، كما أكده كوفمان وفالدراما (2008) Kaufman&Valderrama⁽⁴⁾.

وحسب فوس وفرمولان (2004) Fuss&Vermeulen⁽⁵⁾ فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في فترة النمو الاقتصادي لديها سهولة الوصول إلى الاستدانة، ومستوى أعلى من التدفقات النقدية، والتي تحفز استثماراتهم، عكس حالة اليقين السائدة في فترات الركود الاقتصادي الذي يؤثر سلبا على الاستثمار.

¹ - Bernanke S and Gertler M, "Agency Cost, Net Worth and Business Fluctuation", American Economics Reviews, American Economic Association, Vol. 87, 1989, pp: 14-31.

² - Bernanke S and Gertler M, "Liquidity Effects, Monetary Policy and the Business Cycle", Review of Economics and Statistics, MIT Press Journals, Cambridge, Vol. 78, 1996, pp: 1-15.

³ - Kunc, M and Bandahari, R, "Strategic Development Processes During Economic and Financial Crisis", Management Decision, Emerland Group, Bingley, United Kingdom, Vol. 49, 2011, pp: 1343-1353.

⁴ - Kaufmann, S and Valderrama T, "Bank Lending in Germany and the U.K.: Are There Differences Between a Bank-Based and a Market-Based Country?", International Journal of Finance and Economics, Wiley Online Library, Vol. 13, 2008, pp: 266-279.

⁵ - Fuss, C and Vermeulen, P, "Firm's Investment Decisions in response to Demand and Price Uncertainty", Working Paper Series, European Central Bank; 37, 2004.

المطلب الثاني: منهجية الدراسة الإحصائية ووصف العينة

تتمثل منهجية الدراسة الإحصائية في تقديم عينة الدراسة، ومصدر الحصول عليها، وكذلك بعض الإحصائيات، مع تحديد المتغيرات التابعة والمستقلة، إضافة إلى توضيح الطريقة الإحصائية المستعملة.

1- تقديم العينة

يصدر المركز الوطني للسجل التجاري *Centre National du Registre du Commerce -CNRC-* الكائن بالمحمدية بالجزائر العاصمة، نشرات رسمية دورية، تسمى بالنشرة الرسمية للإعلانات القانونية -*BOAL -Bulletin officiel des annonces légales*،

يلزم القانون الشركات ذات المسؤولية المحدودة - *Société à responsabilité limitée* - *SARL-* مؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة *Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée -EURL-* شركات ذات أسهم - *action* - *Société par SPA-* وشركات التضامن - *SNC - Société en Nom Collectif* على إيداع ملف يتكون من:

- تقرير الجمعية العامة المتضمن المصادقة على الحسابات الاجتماعية باللغة الوطنية، وترجمتها باللغة الفرنسية للسنة المالية 2011.
- جدول حسابات النتيجة والميزانية السنوية باللغة الوطنية وترجمتها باللغة الفرنسية للسنتين الماليتين 2010 و2011.

وباعتبار أن هذه النشرات متوفرة ومتاحة، فقد تم الحصول على بعض النشرات⁽¹⁾ التي تخص السنة الثامنة والأربعون، وهي:

- النشرة الرسمية رقم 01 الصادرة في 01 أفريل 2012.
- النشرة الرسمية رقم 02 الصادرة في 03 جوان 2012.
- النشرة الرسمية رقم 03 الصادرة في 25 جوان 2012.
- النشرة الرسمية رقم 04 الصادرة في 01 جويلية 2012.
- النشرة الرسمية رقم 05 الصادرة في 15 جويلية 2012.
- النشرة الرسمية رقم 06 الصادرة في 29 جويلية 2012.

1- النشرات الرسمية الصادرة إلى غاية 01 أكتوبر 2012.

- النشرة الرسمية رقم 07 الصادرة في 19 أوت 2012.
- النشرة الرسمية رقم 08 الصادرة في 02 سبتمبر 2012.
- النشرة الرسمية رقم 09 الصادرة في 16 سبتمبر 2012.

من خلال النشرات السابقة، تم الحصول على 770 مؤسسة إجمالية، استبعد منها 201 مؤسسة لعدة أسباب، منها المؤسسات الكبيرة، مؤسسات في بداية نشاطها وغيرها. وبالتالي، فإن عينة الدراسة تتكون من 569 مؤسسة صغيرة ومتوسطة.

تتشكل العينة من 333 شركة ذات مسؤولية محدودة، 170 مؤسسة ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة، 28 شركة ذات أسهم و38 شركة تضامن.

2- تحديد المتغيرات التابعة والمستقلة

يتم تحديد المتغيرات التابعة والمستقلة انطلاقاً من هدف الدراسة وكذلك المعلومات التي تتوفر عليها العينة.

2-1- تحديد المتغيرات التابعة

باعتبار أن الهدف من الدراسة هو معرفة محددات الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإن المتغير التابع يتمثل في حجم الاستثمار في سنة الدراسة، أي في 2011.

أعطيت الكثير من المتغيرات التي تقيس الاستثمار، حيث قدم لي (2005) Lee متغير حجم الاستثمار في زمن معين بالقسمة على مجموع قيم أسهم المؤسسة السوقية في نفس السنة⁽¹⁾. أما أندرزاج وآخرون (1999) Andrzej et al فقد عرف متغير الاستثمار بحجم الاستثمار المكتسب في المؤسسة نسبة إلى حجم الأصول⁽²⁾.

في هذه الدراسة، يتم حساب الاستثمار المكتسب في سنة الدراسة 2011 عن طرق الفرق بين الاستثمارات الصافية لسنة 2011 $Inves.Net_{2011}$ والاستثمارات الصافية لسنة 2010 $Inves.Net_{2010}$ ، وتقاس نسبة الاستثمار بالصيغة الموالية:

$$Inv = \frac{Inves.Net_{2011} - Inves.Net_{2010}}{Total.Bilan_{2011}}$$

¹ - Lee Hangyong, "The Impact of Uncertainty on Investment: Empirical Evidence from Manufacturing in Korea", Korea development Institute, 2005, p.6.

² - Andrzej Bratkowski, Irena Grosfeld and Jacek Rostowski, "Investment in De Novo Private Firms: Empirical Results from the Czech Republic, Hungary and Poland", Working Paper 236 in CASE Foundation Warsaw, 1999, p: 12.

تمثل $Total.Bilan_{2011}$ مجموع الميزانية لسنة الدراسة. استعملت هذه النسبة من طرف سيراسكويرو وآخرون (2012).⁽¹⁾

كما يمكن إضافة متغير مستقل آخر وهو هيكل الأصول في سنة 2011 والذي يعبر عن نسبة هيكل الاستثمارات الصافية في سنة 2011 على مجموع الميزانية. ويرمز له بالرمز $StIn$ ، حيث:

$$StIn = \frac{Inves.Net_{2011}}{Total.Bilan_{2011}}$$

2-2- تحديد المتغيرات المستقلة

توجد العديد من المتغيرات المستقلة، منها متغيرات كمية وأخرى ثنائية البعد. وهي كما يلي:

- الاستثمارات السابقة I_{-1} ، والتي تحسب بواسطة قسمة حجم الاستثمارات الصافية لسنة 2010

$$I_{-1} = \frac{Inves.Net_{2010}}{Total.Bilan_{2010}}$$

- التدفقات النقدية السابقة CF_{-1} ، والتي تحسب بقسمة الأرباح الصافية لسنة 2010 إضافة إلى قسط الاهتلاك والمؤونات وفرق القيمة لسنة 2010 على مجموع الميزانية لسنة 2010،

$$CF_{-1} = \frac{resultat.Net_{2010} + Am.pr.pv_{2010}}{Total.Bilan_{2010}}$$

- التدفقات النقدية الحالية CF ، والتي تحسب بقسمة الأرباح الصافية لسنة 2011 إضافة إلى قسط الاهتلاك والمؤونات وفرق القيمة لسنة 2011 على مجموع الميزانية لسنة 2011،

$$CF = \frac{resultat.Net_{2011} + Am.pr.pv_{2011}}{Total.Bilan_{2011}}$$

- الديون السابقة D_{-1} ، وهي عبارة عن نسبة الاستدانة الكلية في الهيكل المالية للمؤسسة في سنة 2010، أي قسمة الاستدانة الكلية لسنة 2010 على مجموع الميزانية لسنة 2010،

$$D_{-1} = \frac{Dettes_{2010}}{Total.Bilan_{2010}}$$

- رقم الأعمال السابق CA_{-1} ، وهو عبارة عن اللوغاريتم النيبيري لرقم الأعمال المحقق في سنة

$$CA_{-1} = \ln(CA_{2010}), 2010$$

¹ - Serrasqueiro Z, Mendes S, Nunes PM and da Rocha Armada M, "Do the investment determinants of new SMEs differ from those of existing SMEs? Empirical evidence using panel data", *Investment Analysts Journal*, Investment Analysis Society of Southern Africa, Johannesburg, South Africa, No.76, 2012, pp :51-67.

- النمو CR ، وهو عبارة عن نسبة الفرق بين رقم الأعمال لسنة 2010 ورقم الأعمال لسنة 2011،

$$CR = \frac{\ln(CA_{2011}) - \ln(CA_{2010})}{\ln(CA_{2010})}$$

حيث يمثل ln اللوغاريتم النيبيري.

- تكلفة التمويل بالاستدانة السابقة kd_{-1} ، وتحسب عن طريق قسمة الأعباء المالية لسنة 2010 على

$$kd_{-1} = \frac{Charge\ financiere_{2010}}{Dettes_{2010} - Fournisseurs_{2010}} \times (1 - \tau)$$

حيث تمثل τ الضريبة على أرباح المؤسسات.

- الديون الطويلة ومتوسطة الأجل $DLMT$ ، وهي متغير ثنائي البعد، يأخذ القيمة 1 إذا كان للمؤسسة استدانة طويلة ومتوسطة الأجل، والقيمة 0 في حالة العكس.

- الشكل القانوني $Fj = \{SPA, SARL, EURL, SNC\}$ ، وتأخذ أربعة متغيرات، كل متغير يمثل شكلا قانونيا، فإذا كان المتغير SPA فإنه يأخذ القيمة 1 إذا كانت الشركة ذات أسهم والقيمة 0 في حالة العكس، وكذلك مع باقي الأشكال القانونية.

3- وصف العينة

بعد تحديد المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، فإنه يجب تقديم نظرة شاملة حول هذه المتغيرات ووصفها إحصائيا قبل تحديد نموذج الانحدار الخطي.

يوضح الجدول رقم (4-2) أدنى قيمة وأعلى قيمة، المتوسط الحسابي والانحراف المعياري للمتغير المستقل والمتغيرات التابعة في سنة 2010 وسنة 2011.

يلاحظ من خلال الجدول رقم (4-2) أن متوسط الاستثمار لسنة 2011 وصل 19,49% بانحراف معياري 21,36%، بينما متوسط الاستثمار لسنة 2010 هو 20,46% بانحراف معياري 22,92%، أي انخفاض طفيف في نسبة الاستثمار في هيكله أصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بنسبة 1% تقريبا، أما متوسط الفرق بين الاستثمار في سنة 2010 وسنة 2011 فقد بلغ 0,93% بانحراف معياري 11,78%، حيث إن أدنى انخفاض في حجم الاستثمار وصل معدل 70,74% بينما أعلى ارتفاع هو 80,32%.

الجدول رقم (2-4): وصف إحصائيات العينة

الانحراف المعياري	المتوسط	أعلى قيمة	أدنى قيمة	الحجم	المتغير
0,2136	0,1949	1	0,0000	569	<i>I</i>
0,2292	0,2046	1	0	569	<i>I-1</i>
0,1178	0,0093	0,8032	-0,7074	569	<i>Inv</i>
0,1781	0,1440	1,5052	-0,3820	569	<i>CF</i>
0,1782	0,1411	1,2425	-0,5967	569	<i>CF-1</i>
0,2953	0,6369	1,6041	0,0051	569	<i>D</i>
0,3175	0,6543	1,9748	0,0111	569	<i>D-1</i>
1,7487	17,0457	21,3904	9,9878	569	<i>CA</i>
1,8128	16,8401	21,4409	9,6017	569	<i>CA-1</i>
0,0605	0,0146	0,5700	-0,2988	569	<i>CR</i>
0,0340	0,0132	0,3317	0	569	<i>Kd</i>
0,0352	0,0126	0,3082	0	569	<i>Kd-1</i>
0,4597	0,3023	1	0	569	<i>DLMT</i>
0,4931	0,5852	1	0	569	<i>SARL</i>
0,4581	0,2988	1	0	569	<i>EURL</i>
0,2165	0,0492	1	0	569	<i>SPA</i>
0,2499	0,0668	1	0	569	<i>SNC</i>

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

ويلاحظ أيضا أن متوسط الاستثمار لسنة 2011 وصل 19,49% بانحراف معياري 21,36%، بينما متوسط الاستثمار لسنة 2010 هو 20,46% بانحراف معياري 22,92%، أي انخفاض طفيف في نسبة الاستثمار في هيكل أصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بنسبة 1% تقريبا، أما متوسط الفرق بين الاستثمار في سنة 2010 وسنة 2011 فقد بلغ 0,93% بانحراف معياري 11,78%، حيث إن أدنى انخفاض في حجم الاستثمار وصل معدل 70,74% بينما أعلى ارتفاع هو 80,32%.

أما بالنسبة للتدفقات النقدية، فلم تشهد تغيرا كبيرا بين سنتي 2010 و 2011، فقد كان متوسط نسبة التدفقات النقدية في سنة 2011 حوالي 14,40% بانحراف معياري 17,81%، وحوالي 14,11% بانحراف معياري 17,82%، أي ارتفاع بنسبة 0,29%.

وكذلك ارتفع متوسط رقم الأعمال الذي كان متوسطه في سنة 2011 يعادل 17,04 بانحراف معياري 1,74، وكان في سنة 2010 يعادل 16,84 بانحراف معياري 1,81. وهو ما يؤكد ذلك النمو، والذي يعبر عن نسبة تطور رقم الأعمال، حيث إن نسبة النمو وصلت 1,46% بانحراف معياري 6,05%، وكان أقل انخفاض في رقم الأعمال يساوي 29,88% بينما أعلى ارتفاع فقد وصل 57%.

وبالنسبة للديون، فقد انخفضت نسبة الاستدانة الكلية في الهيكل المالية بنسبة 2% تقريبا، حيث بلغ متوسط نسبة الاستدانة الكلية في الهيكل المالية لسنة 2011 حوالي 63,69% بانحراف معياري 29,35%. أما متوسط نسبة الاستدانة الكلية في الهيكل المالية لسنة 2010 فقد بلغت 65,43% بانحراف معياري 31,75%.

أما عن تكلفة التمويل بالاستدانة، فقد بلغ متوسط تكلفة التمويل بالاستدانة 1,32% بانحراف معياري 3,4% في سنة 2010 بينما بلغ نفس المتوسط في سنة 2011 حوالي 1,26% بانحراف معياري 3,52%.

وبالنسبة للشكل القانوني، فإن العينة تتكون من 333 شركة ذات مسؤولية محدودة بنسبة 58,52%، أما المؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة فقد بلغت 170 مؤسسة بنسبة 29,87%، وبلغ عدد الشركات ذات أسهم 28 شركة بنسبة 4,9%، وباقي المؤسسات 38 مؤسسة فهي عبارة عن شركات تضامن والتي وافقت بنسبة 6,7%. كما أن عدد المؤسسات التي تحتوي هيكلتها المالية على الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل بلغ 172 مؤسسة، بنسبة 30,22% من إجمالي مؤسسات العينة.

يوضح الجدول رقم (2-5) توزيع عدد المؤسسات حسب نسب الاستثمار والشكل القانوني

للمؤسسة.

الجدول رقم(2-5): توزيع عدد المؤسسات بين الشكل القانوني ونسب الاستثمار المحققة

المجموع	>40%	[20%,40%[	[0%,20%[	[- 20%,0%[	<-20%	نسبة الاستثمار الشكل القانوني
333	3	14	127	180	9	SARL
170	3	10	74	81	2	EURL
28	0	0	10	18	0	SPA
38	0	1	12	22	3	SNC
569	6	25	223	301	14	المجموع

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على إحصائيات العينة.

بالنسبة للشركات ذات المسؤولية المحدودة، فإن 54% من هذه المؤسسات انخفض فيها الاستثمار في سنة 2011 مقارنة بسنة 2010 بأقل من 20%، و38% منه هذه المؤسسات ارتفعت فيها نسبة الاستثمار بأقل من 20%. و5% من هذه المؤسسات فاقت نسبة الاستثمار أكثر من 20%. ولم يختلف الأمر كثيراً بالنسبة لشركات التضامن. أما الشركات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة، فإن 43,5% منها ارتفعت فيها نسبة الاستثمار أقل من 20%، وانخفضت هذه النسبة أقل من 20% في 47,6% من إجمالي هذه المؤسسات. وانحصرت نسبة الاستثمار في كل الشركات ذات أسهم بين 20%- و20%، حيث إن 57,9% منها انخفض فيها الاستثمار بين 0 و20%، وارتفع الاستثمار بأقل من 20% في الباقي.

4- تقديم النموذج الإحصائي المستخدم

يتم استعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد لتحديد العوامل المؤثرة على الاستثمار.

4-1- إعطاء صيغة نموذج الانحدار الخطي المتعدد

إذا اشتملت البيانات على n مشاهدة أو ملاحظة للمتغير التابع Y و p تفسير للمتغيرات المستقلة X_1, X_2, \dots, X_p ، فإنه يمكن إعطاء العلاقة بين Y و X_1, X_2, \dots, X_p بنموذج خطي كما يلي: (1)

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_p X_p + \xi$$

تمثل β_j معامل المتغير المستقل X_j ، و $j = [1, 2, \dots, p]$. أما ξ فهي تمثل الخطأ العشوائي.

كما يمكن كتابة كل مشاهدة كما يلي:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 x_{i1} + \beta_2 x_{i2} + \dots + \beta_p x_{ip} + \xi_i \quad i = 1, 2, \dots, n$$

4-2- فرضيات النموذج

عند استعمال طريقة المربعات الصغرى لتقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد، فإنه يجب توفر عدة فرضيات، وهي: (2)

- القيمة المتوقعة للخطأ العشوائي تساوي صفر $E(\xi_i) = 0$.
- تباين الخطأ العشوائي ثابت $E(\xi_i - 0)^2 = E(\xi_i)^2 = \sigma_{ii}^2$ ، والتباين المشترك بينهما يساوي صفر $\text{cov}(\xi_i, \xi_s) = E(\xi_i \xi_s) = 0$ ، أي أن قيم الخطأ العشوائي مستقلة عن بعضها البعض.

¹ - Samprit Chatterjee and Ali S Hadi, **Regression Analysis by Example**, John Wiley & Sons Inc Publication, New Jersey, Fourth Edition, 2006, pp: 53-54.

² - هاري كلجيان ووالاس أونس ترجمة المرسي السيد حجازي عبد القادر محمد عطية، مقدمة في الاقتصاد القياسي - المبادئ والتطبيقات، جامعة الملك سعود، الرياض، الطبعة الأولى، 2001، ص: 202-203.

- استقلال الخطأ العشوائي عن جميع قيم المتغيرات المستقلة $\text{cov}(\xi_i, x_{ji}) = E(\xi_i x_{ji}) = 0$.
- لا توجد علاقة خطية تامة بين المتغيرات المستقلة، أي أن أية متغيرة ليست عبارة عن توليفة خطية بين المتغيرات الأخرى.
- يجب أن تفوق عدد المشاهدات على عدد المعلمات المطلوب تقديرها.

يتم اختيار المتغيرات باستعمال طريقة الانحدار التدريجي *pas à pas*، حيث تعتمد طريقة الانحدار التدريجي على اختيار نموذج مكون من متغيرة واحدة والتي تكون لها أكبر نسبة دلالة، ثم إضافة متغيرة ثانية وتكون بأكثر نسبة دلالة من بين المتغيرات التي لم يتم إدراجها، ثم المتغيرة الثالثة والرابعة وهكذا، وتتوقف عندما تكون كل المتغيرات المتبقية ليست لها دلالة إحصائية⁽¹⁾ ويتم قبول المتغيرة لما تكون دلالتها الإحصائية أقل من 5%.

3-4- اختبار النموذج والمتغيرات

يكون اختيار قبول النموذج أو رفضه باستعمال اختبار فيشر *Fisher* (اختصارا *F*) تحت الفرضيتين المواليين:

$$\begin{cases} H_0 : & b_1 = b_2 = \dots = b_p = 0 \\ H_1 : & \text{SINON} \end{cases}$$

فإذا كان مستوى دلالة اختبار *F* أقل من 5% فإن الفرضية H_0 مرفوضة، وهذا ما يعني قبول النموذج.

ويتم استعمال اختبار ستيودينت *Student* (اختصارا *t*) لقبول أو رفض كل متغيرة على حدة، تحت الفرضيتين المواليين:

$$\begin{cases} H_0 : & b_j = 0 \\ H_1 : & b_j \neq 0 \end{cases} \quad j = 1, 2, \dots, p$$

فإذا كانت مستوى دلالة اختبار *t* أقل من 5% فإنه يتم قبول المتغيرة المستقلة x_j لتفسير المتغيرة التابعة.

4-4- المشاكل المتعلقة بالانحدار الخطي المتعدد

تعتمد طريقة المربعات الصغرى لتحديد النموذج على عدة فرضيات، نادرا ما تتحقق هذه الفرضيات في الواقع، إما بسبب العلاقة الدالية التي تجمع بين متغيرات النموذج أو نتيجة لوجود

¹ - Yadolah Dodge et Valentin Rousson, Analyse de régression appliqué, Dunod, Paris, 2^{ème} édition, 2004, p:152.

صعوبات كبيرة تنشأ من مجموعة معينة من القيم المشاهدة للمتغيرات، وتتجه معظم الأعمال الحديثة في مجال الاقتصاد القياسي نحو تطوير طرق تقدير معدلة تعالج مثل هذه المشاكل.(1)

4-4-1- تعدد العلاقات الخطية

تنشأ مشكلة تعدد العلاقات الخطية *Multicollinearité* عندما تكون متغيرة على الأقل من المتغيرات المستقلة عبارة عن توليفة خطية من المتغيرات الأخرى، وينتج عن ذلك وجود عدد قليل جدا من المتغيرات المستقلة.(2)

لا تكمن مشكلة تعدد العلاقات الخطية في الارتباط الخطي بين المتغيرات في حد ذاته، بل في درجة أو مستوى هذا الارتباط، فإذا كانت درجة الارتباط ضعيفة فمن الممكن قبول هذا الارتباط، وتتم معالجة الحالات التي تكون فيها درجة الارتباط الخطي عالية إما بزيادة عدد المشاهدات (حجم العينة الإحصائية)، زيادة متغيرات مستقلة وحذف أخرى أو تغيير معادلة الانحدار المقترحة واستبدالها بأخرى أكثر تمثيلا،(3) أو باستعمال طريقة لاختيار المتغيرات.

للتقليل من مساوئ تعدد العلاقات الخطية بين المتغيرات، وفي حالة الانحدار الخطي المتعدد وباستعمال طريقة المربعات الصغرى، فإن ذلك يؤدي إلى استعمال طرق اختيار المتغيرات التي تدخل في النموذج، وتعتبر طريقة الاختيار العكسي للمتغيرات من بين الطرق التي تؤدي إلى التقليل من هذه المساوئ.(4)

4-4-2- الارتباط الذاتي للأخطاء

تتمثل مشكلة الارتباط الذاتي *Autocorrélation* للأخطاء العشوائية في عدم استقلالية الأخطاء العشوائية عن بعضها البعض، أي $\text{cov}(\xi_i, \xi_s) \neq 0$ ،(5) حيث إنه من بين فرضيات طريقة المربعات الصغرى استقلالية الأخطاء العشوائية عن بعضها، وإذا رفضت هذه الفرضية، فهذا يدل على أن الأخطاء العشوائية تنشأ عن طريق آلية معينة، وبالتالي فإن مقدرات طريقة المربعات الصغرى ليست هي أفضل المقدرات (-*BLUE – Best Linear Unbiased Estimator*). (6)

1- هاري كلجيان ووالاس أونس ترجمة المرسي السيد حجازي عبد القادر محمد عطية، مرجع سابق، 2001، ص: 301.

2- نفس المرجع السابق، ص: 302.

3- علي مكيد، الاقتصاد القياسي- دروس ومسائل محلولة، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2007، ص: 141.

4 - Jean-Cléophas Ondo et Marius Lachance, "Etude comparative de la méthode de régression sur les facteurs d'une analyse des correspondances", Rapport de recherche No R-553, Institut national de la recherche scientifique, Québec, 1999, pp : 8-9.

5- هاري كلجيان ووالاس أونس ترجمة المرسي السيد حجازي عبد القادر محمد عطية، مرجع سابق، 2001، ص: 310.

6- Ricco Rokatomalala, Pratique de la Régression Linéaire multiple –Diagnostic et sélection de variables, Université Lumière, Lyon 2, 2009, p : 14.

توجد عدة طرق لاكتشاف الارتباط الذاتي للأخطاء العشوائية. منها الطرق البيانية والطرق الإحصائية، من بين الطرق الإحصائية اختبار داربين واتسون *Durbin-Watson* واختبار التتابع *Séquence*.

في هذا البحث يتم استعمال اختبار التتابع لاكتشاف الارتباط الذاتي، كما يطلق عليه أيضا اختبار والد وولفويتز *Wald-Wolfowitz*، وهدفه هو اختبار الفرضية الأولية H_0 الأخطاء العشوائية غير مرتبطة ذاتيا، أي لها توزيع عشوائي، ضد الفرضية البديلة H_1 وجود ارتباط خطي للأخطاء العشوائية، حيث يعتمد هذا الاختبار على إيجاد عدد القيم الموجبة للأخطاء العشوائية n_+ وعدد القيم السالبة n_- ، وتحت الفرضية H_0 فإن إحصائية الاختبار هي: (1)

$$z = \frac{r - \mu_r}{\sigma_r}$$

حيث تمثل:

- z تتبع التوزيع الطبيعي المعياري، $z \rightarrow N(0,1)$.
 - r تمثل عدد الأقسام سواء الموجبة أو السالبة، كما يمكن حسابها عن طريق إيجاد عدد التغيرات في إشارة الأخطاء العشوائية.

$$\mu_r = \frac{2n_+n_-}{n} + 1 \text{ و } n = n_+ + n_-$$

$$\sigma_r = \sqrt{\frac{(\mu_r - 1)(\mu_r - 2)}{n - 1}}$$

وتكون قاعدة الاختيار كما يلي:

$$d(z) : \begin{cases} a_0 : z \leq u_{1-\frac{\alpha}{2}} \\ a_1 : z > u_{1-\frac{\alpha}{2}} \end{cases}$$

يمكن استخراج قيمة $u_{1-\frac{\alpha}{2}}$ من جدول التوزيع الطبيعي المعياري.

3-4-4- اختلاف التباين

من بين فرضيات طريقة المربعات الصغرى هي ثبات التباين *Homoscedasticité* للأخطاء العشوائية $E(\xi_i) = E(\xi_i - 0)^2 = \sigma_{ii}^2$ ولكن قد يختلف تباين الأخطاء العشوائية، حيث

¹ Ricco Rokatomalala, *Op-cit*, 2009, p: 17.

يؤدي اختلاف التباين للأخطاء العشوائية إلى جعل مقدرات طريقة المربعات الصغرى متحيزة وغير متنسقة، ولا تعطي أفضل المقدرات (*BLUE*)، كما أن اختبار الفرضيات المتعلقة بالنموذج (اختبار فيشر) واختبار الفرضيات المتعلقة بالمتغيرات (اختبار ستودينيت) لا تعطي نتائج دقيقة أو تعطي نتائج غير صحيحة في بعض الأحيان.⁽¹⁾

توجد عدة اختبارات لاكتشاف اختلاف تباين الأخطاء العشوائية، من بينها اختبار بروش باقان *Preush-Pagan*، اختبار قليسجر *Glesjer*، اختبار قولد فالد كاندت *Goldfeld-Quandt* واختبار وايت *White*. وفي هذه الدراسة الإحصائية، سيتم اختيار اختبار وايت.

يتم إجراء اختبار وايت (-1980- *Halbert White*) وفقا للمراحل الموالية:⁽²⁾

- إيجاد معادلة الانحدار الخطي مع افتراض تجانس تباين الأخطاء العشوائية، فرضا أنه توجد ثلاث متغيرات مفسرة للنموذج، يصاغ نموذج الانحدار الخطي كما يلي:

$$\hat{y} = b_0 + b_1x_{1i} + b_2x_{2i} + b_3x_{3i}$$

- بعد إيجاد معادلة الانحدار الخطي يتم حساب الأخطاء العشوائية كما يلي $\xi_i = y_i - \hat{y}_i$.

- تمثل y_i المشاهدات الفعلية و \hat{y}_i تمثل المشاهدات المقدرة عن طريق معادلة الانحدار الخطي.

- تقدير النموذج الموالي:

$$\xi_i^2 = \beta_0 + \beta_1x_{1i} + \beta_2x_{2i} + \beta_3x_{3i} + \beta_4x_{1i}^2 + \beta_5x_{2i}^2 + \beta_6x_{3i}^2 + \beta_7x_{1i}x_{2i} + \beta_8x_{1i}x_{3i} + \beta_9x_{2i}x_{3i}$$

- اختبار الفرضيين البديلين المواليين:

$$\begin{cases} H_0 : & \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = \beta_7 = \beta_8 = \beta_9 = 0 \\ H_1 : & \exists i / \beta_i \neq 0 \quad i = \{1, 2, \dots, 9\} \end{cases}$$

لاختبار الفرضيتين، يتم باستعمال إحصائية فيشر F ، فإذا تم قبول الفرضية H_0 ، فهذا يعني بأن الأخطاء العشوائية متجانسة *Homoscédasticité*، أما إذا تم قبول الفرضية البديلة H_1 ، فهذا يعني أن الأخطاء العشوائية غير متجانسة *Hétéroscedasticité*.

4-4-4- التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية

إذا تحققت فرضية اتباع الأخطاء العشوائية التوزيع الطبيعي *Normalité des erreurs*

فإنه يعطي نمودجا ملائما ويسهل اختباره نظريا.⁽³⁾

¹ - Xin Yan and Xiao Gang Su, **Linear Regression Analysis Theory and Computing**, World Scientific Publishing Co Pte Ltd, Singapore, 2009, p :198.

² - **Idem**, pp: 201-202.

³ - Frederic Lord, "An Empirical Study of the Normality and Independence of Errors of Measurement in Test Scores", *Psychometrika*, Springer Link, Vol.25, No.1, 1960, p: 91.

لذا، فإن التأكد من التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية يعتبر أمرا بالغ الأهمية، لأن اختبارات فيشر وستيودينت تتم في التوزيع الطبيعي.

توجد عدة اختبارات للكشف إن كانت الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي، من بينها اختبار شابيرو وبيك *Shapiro-Wilk*، اختبار ليليفورس *Lilliefors*، اختبار أقوستينو *Agostino* واختبار جارك بيرا *Jarque-Bera*.

يتمثل اختبار جارك بيرا *Jarque-Bera* في اختبار الفرضية H_0 الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي ضد الفرضية البديلة H_1 الأخطاء العشوائية لا تتبع التوزيع الطبيعي، وتعطى إحصائية جارك بيرا *JB* كما يلي: (1)

$$JB = \frac{n}{6} \left(S^2 + \frac{(K-3)^2}{4} \right)$$

$$\text{حيث: } S = \frac{\hat{\mu}_3}{\hat{\mu}_2^{3/2}} \text{ و } K = \frac{\hat{\mu}_4}{\hat{\mu}_2^2}$$

$$\hat{\mu}_j = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^j \text{ } j = 2, 3, 4 \text{ مع}$$

تتبع إحصائية *JB* توزيع كاي التربيعي *chi-squared* بدرجة حرية تساوي 2، وتكون قاعدة الاختبار كما يلي:

$$\begin{cases} a_0 : JB \leq \chi_{2,1-\alpha}^2 \\ a_1 : JB > \chi_{2,1-\alpha}^2 \end{cases}$$

وتعطى قيمة $\chi_{2,1-\alpha}^2$ من خلال جدول توزيع كاي التربيعي.

المبحث الثاني: تحديد نموذج الانحدار الخطي واختبار فرضياته للاستثمار ولهيكل الأصول

يتم تحديد نموذج الانحدار الخطي واختبار الفرضيات المتعلقة بالمتغيرات بواسطة برنامج الرزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية *SPSS (Statistical Package for the Social Sciences)*.

¹ - Thorson Thadewald and Helbert Buning, **Jarque-bera Test and its Competitors for Testing Normality -A power Comparison-**, Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin, 2004, p:5.

المطلب الأول: تحديد نموذج الانحدار الخطي للاستثمار

يتمثل تحديد نموذج الانحدار الخطي للاستثمار في تحديد معالم النموذج وكذا اختبار فرضيات النموذج الخطي المتعدد الذي يعتمد على طريقة المربعات الصغرى المعيارية.

1- تحديد النموذج الخطي المتعدد

باعتبار أن المتغير التابع هو نسبة الاستثمار Inv بين سنتي 2010 و2011، والمتغيرات المستقلة هي الاستثمار الإجمالي لسنة 2010 I_{-1} ، التدفقات النقدية الحالية CF والتدفقات النقدية السابقة لسنة 2010 CF_{-1} ، مستوى الاستدانة الكلية الحالية D والسابقة D_{-1} ، رقم الأعمال لسنة 2010 CA_{-1} ، النمو CR ، تكلفة التمويل بالاستدانة لسنة 2010 kd_{-1} ، المتغيرات ثنائية البعد المتمثلة في الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل $DLMT$ ، الشركات ذات المسؤولية المحدودة $SARL$ ، المؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة $EURL$ ، الشركات ذات أسهم SPA وشركات التضامن SNC .

وبالتالي، فإن نموذج الانحدار الخطي المتعدد يصاغ كما يلي:

$$Inv = \beta_0 + \beta_1.I_{-1} + \beta_2.CF + \beta_3.CF_{-1} + \beta_4.D + \beta_5.D_{-1} + \beta_6.CA_{-1} + \beta_7.CR + \beta_8.kd_{-1} + \beta_9.DLMT + \beta_{10}.SARL + \beta_{11}.EURL + \beta_{12}.SPA + \beta_{13}.SNC + \xi$$

تمثل $\beta_i, i \in \{0,1,\dots,13\}$ المعاملات، وتمثل ξ البواقي.

يوضح الجدول رقم (6-2) تحليل التباين $ANOVA$ - Analyse de variance - لنموذج الانحدار الخطي المتعدد الذي يفسر محددات الاستثمار في المؤسسات. وحسب الجدول، فإن إحصائية فيشر تساوي 11,585 ومستوى الدلالة 1%، وهذا ما يؤكد قبول الفرضية البديلة $H_1: \exists i / \beta_i \neq 0$ ورفض الفرضية الأولية (فرضية العدم) $H_0: \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0$. وبالتالي، فإن نموذج الانحدار الخطي لتفسير الاستثمار مقبول.

الجدول رقم (6-2): تحليل التباين أنوفا $ANOVA$ لنموذج الانحدار الخطي المتعدد

مستوى الدلالة	إحصائية فيشر	متوسط المربعات	درجة الحرية	مجموع المربعات	
0,000	11,585	0,142	7	0,996	الانحدار
		0,012	561	6,892	البواقي
			568	7,888	المجموع

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج $SPSS$.

ويوضح الجدول رقم (7-2) المتغيرات المستقلة المفسرة للاستثمار في العينة، وذلك باستعمال إحصائية ستيودنت.

الجدول رقم (7-2): المتغيرات المفسرة للاستثمار

المتغير	المعامل	الانحراف المعياري	إحصائية ستيودنت	مستوى الدلالة
الثابت	0,030	0,008	3,772	0,000
I_{-1}	-0,110	0,021	-5,187	0,000
CR	0,424	0,084	5,074	0,000
Kd_{-1}	-0,402	0,133	-3,016	0,003
CF	-0,117	0,033	-3,500	0,001
CF_{-1}	0,092	0,034	2,747	0,006
$DLMT$	0,024	0,010	2,290	0,022
SNC	-0,038	0,019	-2,035	0,042

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

حسب الجدول رقم (7-2)، فإن طريقة الانحدار الخطي جرت على سبع مراحل، تم إدخال المتغير الأكثر تفسيراً (أقل مستوى دلالة) للنموذج، ثم المتغير الذي يليه وهكذا. كما يوضح الجدول السابق تفسير كل من الاستثمار السابق I_{-1} ، النمو CR ، تكلفة الاستدانة السابقة Kd_{-1} ، التدفقات النقدية الحالية CF والسابقة CF_{-1} ، والمؤسسات التي تحتوي هيكلتها المالية على الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل $DLMT$ وشركات التضامن SNC لمستوى الاستثمار بين سنتي 2010 و2011، حيث إن مستوى دلالة كل من الاستثمار السابق، النمو، تكلفة الاستدانة السابقة، التدفقات النقدية هي 1%، بينما المتغيرين ثنائيي البعد المتمثلين في الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل ومؤسسات التضامن 5%.

يمكن صياغة نموذج الانحدار الخطي المتعدد انطلاقاً من الجدول رقم (7-2) كما يلي:

$$\hat{Inv} = 0,03 - 0,11.I_{-1} + 0,424.CR - 0,402.kd_{-1} - 0,117.CF + 0,092.CF_{-1} + 0,024DLMT - 0,038.SNC$$

SD 0,021 0,084 0,133 0,033 0,034 0,01 0,019

حيث تمثل SD الانحراف المعياري.

من خلال صياغة نموذج الانحدار الخطي المتعدد، فإن هناك علاقة عكسية بين حجم الاستثمار التراكمي لسنة 2010، تكلفة التمويل بالاستدانة لسنة 2010، التدفقات النقدية الحالية، مؤسسات التضامن ومستوى الاستثمار المحصل عليه بين سنتي 2010 و2011. بينما العلاقة طردية بين النمو، التدفقات النقدية السابقة، الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل والاستثمار.

2- اختبار فرضيات نموذج الانحدار الخطي المتعدد

تتمثل فرضيات النموذج في تعدد العلاقات الخطية، الارتباط الخطي بين المتغيرات، اختلاف التباين والتوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية.

2-1- تعدد العلاقات الخطية بين المتغيرات

يوضح الجدول رقم (2-8) معاملات الارتباط لبيرسون *Pearson* بين كل من المتغيرات المستقلة، ومستوى دلالة كل متغير، حيث تعطى علاقة معامل الارتباط لبيرسون r_p بالصيغة الرياضية الموالية:

$$r_p = \frac{\sum XY - \frac{\sum X \sum Y}{n}}{\sqrt{\left[\sum X^2 - \frac{(\sum X)^2}{n} \right] \left[\sum Y^2 - \frac{(\sum Y)^2}{n} \right]}}$$

فإذا كان مستوى الدلالة أقل من 5% بين متغيرين، فإن هناك ارتباطا قويا بينهما، وهو ما يؤدي إلى وجود ارتباط خطي بين المتغيرات، فالاستثمار السابق I_{-1} مرتبط خطيا بالتدفقات النقدية الحالية CF والسابقة CF_{-1} ، الديون الحالية D والسابقة D_{-1} .

ويمكن معرفة كل المتغيرات المرتبطة خطيا من خلال الجدول رقم (2-8).

الجدول رقم (2-8): معاملات الارتباط الخطي بين المتغيرات

المتغير	I_{-1}	CF	CF_{-1}	D	D_{-1}	CA_{-1}	CR	kd	Kd_{-1}
معامل الارتباط	1	0,17	0,55	0,10	0,09	-0,06	-0,03	-0,06	0,05
مستوى الدلالة		0,00	0,00	0,01	0,04	0,17	0,52	0,19	0,05
معامل الارتباط		1	0,36	-0,34	0,85	-0,22	0,15	0,03	0,05
مستوى الدلالة			0,00	0,00	0,00	0,81	0,00	0,46	0,05
معامل الارتباط			1	-0,22	-0,23	0,19	0,01	-0,09	-0,01
مستوى الدلالة				0,00	0,00	0,00	0,81	0,03	0,88
معامل الارتباط				1	0,85	-0,44	-0,16	0,03	0,05
مستوى الدلالة					0,00	0,00	0,00	0,46	0,26
معامل الارتباط					1	-0,22	0,21	-0,12	-0,19
مستوى الدلالة						0,00	0,00	0,00	0,00
معامل الارتباط						1	-0,36	0,20	-0,18
مستوى الدلالة							0,00	0,00	0,00
معامل الارتباط							1	0,04	0,05
مستوى الدلالة								0,30	0,21
معامل الارتباط								1	0,05
مستوى الدلالة									0,21

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

يمكن معالجة هذه المشكلة بواسطة اختيار طريقة الانحدار الخطي، والتي تتمثل في الانحدار الخطي التدريجي *Stepwise*، والتي تقوم بإدخال المتغيرة المستقلة الأكبر دلالة إلى النموذج، ثم المتغيرة الثانية وهكذا. وهو ما تم استعماله لتحديد نموذج الانحدار الخطي المتعدد في هذه الدراسة.

2-2- الارتباط الذاتي للأخطاء العشوائية

من بين الفرضيات التي يقوم عليها نموذج الانحدار الخطي المتعدد هو عدم الارتباط بين الأخطاء العشوائية $E(\xi_i, \xi_j) = 0 / i \neq j$ ، ولكن هذا ليس محققا دائما، بل يجب الكشف عن الارتباط الذاتي باستعمال اختبار التتابع، وذلك بعد حساب البواقي، والتي تعطى كما يلي:

$$\xi_i = Inv_i - \hat{Inv}_i$$

تمثل \hat{Inv}_i مستوى الاستثمار المقدر بواسطة النموذج، أما Inv_i فهي مستوى الاستثمار الفعلي، و $i = \{1, 2, \dots, 569\}$.

يوضح الجدول الموالي (2-9) نتائج اختبار التتابع.

الجدول رقم (2-9): نتائج اختبار التتابع

z	σ_r	μ_r	r	n_-	n_+
0,31	11,16	265,53	271	356	213

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج Excel.

تمثل n_+ عدد القيم الموجبة، و n_- عدد القيم السالبة، وتمثل r عدد الأقسام الموجبة والسالبة،

وتعطى μ_r بالعلاقة $\mu_r = \frac{2n_+n_-}{n} + 1$ ، وتحسب σ_r كما يلي $\sigma_r = \sqrt{\frac{(\mu_r - 1)(\mu_r - 2)}{n - 1}}$ ، أما z فهي

$$z = \frac{r - \mu_r}{\sigma_r} \text{ كما يلي}$$

باعتبار أن $\alpha = 5\%$ ، فإن $u_{1-\frac{\alpha}{2}} = u_{0,975} = 1,96$. ومنه، فإن قاعدة الاختيار تكون كما يلي:

$$d(z) : \begin{cases} a_0 : z \leq 1,96 \\ a_1 : z > 1,96 \end{cases}$$

وكما هو ملاحظ، فإن $z = 0,31 < 1,96$ أي a_0 ومنه قبول الفرضية الأولية H_0 ، أي أن

الأخطاء العشوائية غير مرتبطة ذاتيا، $E(\xi_i, \xi_j) = 0 / i \neq j$.

2-3- اختلاف التباين

يعتبر عدم اختلاف التباين *Homoscédasticité* من بين فرضيات نموذج الانحدار الخطي المتعدد التي تقوم على طريقة المربعات الصغرى المعيارية، لكن بعد تقدير النموذج قد تكون هذه

الفرضية غير محققة، وهذا ما يعني اختلاف التباين *hétéroscedasticité*، حيث يمكن الكشف على اختلاف التباين بواسطة اختبار وايت الذي يقوم على تقدير النموذج الموالي:

$$\xi_i^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \hat{y} + \alpha_2 \hat{y}^2$$

يوضح الجدول رقم (10-2) تحليل التباين لنموذج الانحدار لوايت *White*.

الجدول رقم (10-2): تحليل التباين *ANOVA* لنموذج وايت *White*

مستوى الدلالة	إحصائية فيشر	متوسط المربعات	درجة الحرية	مجموع المربعات	
0,000	27,610	0,040	2	0,079	الانحدار
		0,001	566	0,812	البواقي
			568	0,891	المجموع

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج *SPSS*.

وحسب ما هو ملاحظ من خلال الجدول رقم (10-2)، فإن مستوى الدلالة 1%، وهو ما يعني أن النموذج مقبول، أي رفض فرضية العدم $H_0: \alpha_0 = \alpha_1 = \alpha_2 = 0$ وقبول الفرضية البديلة $H_0: \exists i / \alpha_i \neq 0$.

ومنه، فإن هناك اختلاف في التباين *hétéroscedasticité*.

4-2- التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية

للكشف عن اتباع البواقي التوزيع الطبيعي، فإنه يتم استعمال اختبار جارك بيررا *Jarque Bera*، حيث يوضح الجدول رقم (11-2) نتائج اختبار جارك بيررا.

الجدول رقم (11-2): نتائج اختبار جارك بيررا *Jarque Berra*

0,012	$\hat{\mu}_2$
0,0006	$\hat{\mu}_3$
0,0016	$\hat{\mu}_4$
0,46	s
11,31	k
1662	JB

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج *Excel*.

حيث تمثل $\hat{\mu}_2$ ، $\hat{\mu}_3$ و $\hat{\mu}_4$ العزوم المركزية من الدرجة الثانية، الثالثة والرابعة على

الترتيب. وتحسب كما يلي:

$$\hat{\mu}_4 = \frac{\sum_i (e_i - \bar{e}_i)^4}{n}, \hat{\mu}_3 = \frac{\sum_i (e_i - \bar{e}_i)^3}{n}, \hat{\mu}_2 = \frac{\sum_i (e_i - \bar{e}_i)^2}{n}$$

أما k فهو مقياس التفلطح ويقاس بالصيغة $K = \hat{\mu}_4 / \hat{\mu}_2^2$ ، ويمثل s مقياس التحدب ويقاس

$$. S = \hat{\mu}_3 / \hat{\mu}_2^{3/2}$$

بالصيغة قاعدة الاختيار هي:

$$d(JB): \begin{cases} a_0 : JB \leq \chi_{2,0,95}^2 \\ a_1 : JB > \chi_{2,0,95}^2 \end{cases}$$

واعتمادا على جدول توزيع كاي التربيعي، فإن $\chi_{2,0,95}^2 = 5,99$ ، ومنه فإن:

$$JB = 1662 > \chi_{2,0,95}^2 = 5,99$$

أي a_1 ، وبالتالي رفض الفرضية H_0 ، وقبول الفرضية البديلة.

المطلب الثاني: تحديد نموذج الانحدار الخطي لهيكل الأصول

كما في المطلب السابق، فإنه سيتم تحديد نموذج الانحدار الخطي المتعدد لهيكل الأصول، ثم اختبار فرضيات نموذج الانحدار الخطي المتعدد.

1- تحديد نموذج الانحدار الخطي المتعدد

يتمثل المتغير التابع في هيكل الأصول $StIn$ ، أما المتغيرات المستقلة فهي تتمثل في كل من الديون D ، رقم الأعمال CA ، التدفقات النقدية CF ، تكلفة التمويل بالاستدانة kd ، النمو CR ، والمتغيرات ثنائية البعد المتمثلة في كل من الشكل القانوني $(SPS, SARL, EURL, SNC)$ والاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل $DLMT$. وبالتالي، فإن نموذج الانحدار الخطي المتعدد الذي سيتم تحديده معالمه يتمثل فيما يلي:

$$StIn = \beta_0 + \beta_1.D + \beta_2.CA + \beta_3.CF + \beta_4.kd + \beta_5.CR + \beta_6.DLMT + \beta_7.SARL + \beta_8.EURL + \beta_9.SPA + \beta_{10}.SNC + \xi$$

يوضح الجدول رقم (2-12) تحليل التباين لنموذج الانحدار الخطي المتعدد، وإحصائية فيشر

ومستوى الدلالة.

الجدول رقم (2-12): تحليل التباين ANOVA لنموذج الانحدار الخطي

مستوى الدلالة	إحصائية فيشر	متوسط المربعات	درجة الحرية	مجموع المربعات	
0,000	15,763	0,637	5	3,183	الانحدار
		0,040	563	22,734	البواقي
			568	25,917	المجموع

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

حسب الجدول أعلاه، فإن إحصائية فيشر تساوي 15,76 ومستوى الدلالة 1%، وهذا ما يثبت أن نموذج الانحدار الخطي المتعدد صالح لتفسير هيكل الأصول.

بعد التأكد من صحة النموذج بصفة عامة، فإنه يجب تحديد معاملات النموذج والمتغيرات المفسرة، والجدول رقم (2-13) يوضح المتغيرات التي تفسر هيكل الأصول مع معامل كل متغير، إضافة إلى إحصائية ستيودنت ومستوى دلالة كل إحصائية.

الجدول رقم (2-13): المتغيرات المفسرة لهيكل الأصول

مستوى الدلالة	إحصائية ستيودنت	الانحراف المعياري	المعامل	المتغير
0,000	4,812	0,091	0,440	الثابت
0,000	6,065	0,020	0,119	DLMT
0,000	- 4,242	0,005	- 0,022	CA
0,000	4,767	0,051	0,241	CF
0,011	2,559	0,031	0,079	D
0,016	2,424	0,041	0,099	SPA

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

من خلال الجدول رقم (2-13)، فإن نموذج الانحدار الخطي يصاغ كما يلي:

$$\hat{Stn} = 0,44 + 0,119.DLMT - 0,022.CA + 0,241.CF + 0,079.D + 0,099.SPA$$

$$SD \quad \quad \quad 0,02 \quad \quad \quad 0,005 \quad \quad \quad 0,051 \quad \quad \quad 0,031 \quad \quad \quad 0,041$$

حسب العلاقة السابقة، فإنه توجد علاقة طردية بين كل من التدفقات النقدية الصافية، ومستوى الاستدانة الكلية، والشركات ذات أسهم والاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل وهيكل الأصول، وعلاقة عكسية بين رقم الأعمال وهيكل الأصول.

2- اختبار فرضيات النموذج

تتمثل فرضيات النموذج التي سيتم اختبارها في الارتباط الذاتي، اختلاف التباين والتوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية.

1-2- الارتباط الذاتي

عند استعمال طريقة المربعات الصغرى المعيارية في تحديد نموذج الانحدار الخطي المتعدد، يتم افتراض عدم الارتباط الخطي للأخطاء العشوائية، إلا أن هذه الفرضية غير محققة دائما، وهو ما يجب الكشف عنها بواسطة عدة اختبارات، منها اختبار التتابع *Test de sequences*. وذلك عن طريق إيجاد البواقي ξ_i كما يلي:

$$\xi_i = StIn_i - St\hat{In}_i, \dots, i = [1, 569]$$

أي أن البواقي ξ_i تساوي نسبة هيكل الأصول الفعلية $StIn_i$ ناقص نسبة هيكل الأصول المقدرة $St\hat{In}_i$ بواسطة نموذج الانحدار الخطي.

يوضح الجدول رقم (14-2) نتائج اختبار التتابع.

الجدول رقم (14-2): نتائج اختبار التتابع

z	σ_r	μ_r	r	n_-	n_+
-0,403	11,975	265,46	261	360	209

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج Excel.

باعتبار أن $\alpha = 5\%$ ، فإن $u_{1-\frac{\alpha}{2}} = u_{0,975} = 1,96$. ومنه، فإن قاعدة الاختيار تكون كما يلي:

$$d(z) : \begin{cases} a_0 : z \leq 1,96 \\ a_1 : z > 1,96 \end{cases}$$

وكما هو ملاحظ، فإن $|z| = 0,403 < 1,96$ أي a_0 ومنه قبول الفرضية الأولية H_0 ، أي أن

$$. E(\xi_i, \xi_j) = 0 / i \neq j \text{، الأخطاء العشوائية غير مرتبطة ذاتيا،}$$

2-2- اختلاف التباين

يعتبر عدم اختلاف التباين *Homoscedasticité* من بين فرضيات نموذج الانحدار الخطي باستعمال طريقة المربعات الصغرى المعيارية، إلا أنه في بعض الحالات يكون هناك اختلاف للتباين *hétéroscedasticié*، يمكن الكشف عن اختلاف التباين باستعمال اختبار وايت *White*، وباعتبار وجود خمسة متغيرات مفسرة، وهذا ما يعني إجراء انحدار خطي بين مربع البواقي العشوائية ($\xi_i^2 / i \in \{1, 2, \dots, 569\}$) وكل المتغيرات المفسرة إضافة إلى مربع المتغيرات المفسرة إضافة إلى جداء المتغيرات المفسرة ثنائية ثنائية. وبالتالي، يمكن استعمال الطريقة المبسطة لاختبار وايت وهي إجراء الانحدار الخطي الموالي:

$$\xi_i^2 = \alpha_0 + \alpha_1 St\hat{In}_i + \alpha_2 St\hat{In}_i^2 + error$$

يوضح الجدول رقم (2-15) معالم الانحدار الخطي لوايت، حيث يوضح أن كل من $St\hat{ln}_i$ و $St\hat{ln}_i^2$ مستوى دلالتها يفوق 10%، وبالتالي تقبل فرضية العدم $H_0: \alpha_1 = 0$ ، وترفض الفرضية البديلة H_1 . ومنه، فالتباين غير مختلف $E(\xi_i - 0)^2 = E(\xi_i)^2 = \sigma_{ii}^2$.

الجدول رقم (2-15): معاملات متغيرات اختبار وايت

المتغير	المعامل	الانحراف المعياري	إحصائية ستودنت	مستوى الدلالة
الثابت	0,01	0,056	0,184	0,854
Y	-0,110	0,008	-1,498	0,135
Y^2	-0,08	0,021	-0,381	0,704

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج Excel.

3-2- التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية

يمكن الكشف عن ما إذا كانت الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي أو لا، وذلك عن طريق اختبار جارك بيررا *Jarque Berra*، حيث يوضح الجدول رقم (2-16) نتائج اختبار جارك بيررا.

الجدول رقم (2-16): نتائج اختبار جارك بيررا *Jarque Berra*

0,0399	$\hat{\mu}_2$
0,0096	$\hat{\mu}_3$
0,0066	$\hat{\mu}_4$
1,209	s
4,172	k
168.51	JB

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج Excel.

قاعدة الاختيار هي:

$$d(JB): \begin{cases} a_0 : JB \leq \chi_{2,0,95}^2 \\ a_1 : JB > \chi_{2,0,95}^2 \end{cases}$$

واعتمادا على جدول توزيع كاي التربيعي، فإن $\chi_{2,0,95}^2 = 5,99$ ، ومنه فإن:

$$JB = 168,5 > \chi_{2,0,95}^2 = 5,99$$

أي a_0 ، وبالتالي قبول الفرضية H_0 ، أي أن توزيع الأخطاء العشوائية يتبع التوزيع الطبيعي.

المبحث الثالث: عرض وتحليل النتائج المتعلقة بمحددات الاستثمار

بعد القيام بتحديد نموذج الانحدار الخطي المتعدد ومعرف المتغيرات المفسرة للاستثمار ولهيكّل الأصول، والمتغير المستبعدة، وجب تحليل هذه النتائج وفقا للدراسات التجريبية السابقة ووفقا لواقع هذه المؤسسات وخصوصيتها في الجزائر.

المطلب الأول: عرض النتائج

يتمثل هدف إجراء الانحدار الخطي المتعدد في معرفة محددات الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، وكذلك معرفة محددات هيكل الأصول في نفس المؤسسات، وذلك من خلال عينة تتكون من 569 مؤسسة صغيرة ومتوسطة، وبإجراء الانحدار الخطي المتعدد بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى المعيارية.

فقد كشف نموذج الانحدار الخطي بالنسبة لنسبة الاستثمار بين سنتي 2011 و2010 عن تأثير عدة متغيرات مستقلة، واستبعاد البعض. فمن بين المتغيرات المستقلة والتي لها أثر على مستوى الاستثمار كل من حجم الاستثمار في السنة السابقة، النمو، تكلفة الاستدانة بالنسبة للسنة السابقة، التدفقات النقدية الصافية سواء الحالية أم السابقة، والاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل ومؤسسات التضامن.

يؤثر كل من النمو والتدفقات النقدية السابقة والاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل على الاستثمار بشكل طردي، بينما يؤثر حجم الاستثمار السابق، تكلفة الاستدانة السابقة، التدفق النقدي الصافي الحالي ومؤسسات التضامن بشكل عكسي على نسبة الاستثمار بين سنتي 2010 و2011.

أما بالنسبة لهيكل الأصول لسنة 2011، والذي يعبر عنه بواسطة نسبة مجموع الاستثمارات لسنة 2011 إلى مجموع الميزانية لنفس السنة، فقد أثرت عليها عدة متغيرات مستقلة.

تتمثل المتغيرات المؤثرة بشكل طردي على هيكل الأصول في كل من الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، التدفقات النقدية الصافية، حجم الاستدانة الكلية والشركات ذات أسهم، ويؤثر رقم الأعمال بشكل عكسي.

فيما تم استبعاد كل من النمو وتكلفة الاستدانة، والأشكال القانونية المتمثلة في الشركات ذات المسؤولية المحدودة، المؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة وشركات التضامن. وذلك بسبب مستوى الدلالة الذي يفوق 10%.

المطلب الثاني: تحليل النتائج

باعتبار أن الدراسة تمحورت على متغيرين تابعين، وهما نسبة الاستثمار المحققة بين سنتي 2010 و2011، وهيكل الأصول في الميزانية، فإن تحليل النتائج سيخصص لكل متغيرة على حدا.

1- تحليل النتائج المتعلقة بنسبة الاستثمار المحققة

كشفت الدراسة عن وجود علاقة طردية بين النمو ومستوى الاستثمار، وهي العلاقة التي لا تختلف مع الكثير من الدراسات التجريبية الأخرى التي تهتم بهذا الموضوع، حيث أثبتت أغلب هذه الدراسات عن أن متغير النمو يصبح أكثر تفسيراً ودلالة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، باعتبار تعرض هذا النوع من المؤسسات أكثر من المؤسسات الكبيرة للقيود المالية.

فإشكالية التمويل التي تعاني منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تجبرها على التمويل الداخلي للاستثمار بدل اللجوء إلى الاستدانة الخارجية، وبالتالي فإنها تستفيد من زيادة فرص النمو لتحقيق استثماراتها.

وكذلك الأمر بالنسبة للتدفقات النقدية السابقة، والتي كان لها أثر إيجابي على نسبة الاستثمار المحققة، حيث إن حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية تنخفض عن المؤسسات ذات علاقات متكررة ومتينة مع الدائنين، عكس المؤسسات التي تواجه مشكلة مع دائنيها (مصادر التمويل الخارجية) والتي تكون فيها حساسية الاستثمار كبيرة للتدفقات النقدية. وباعتبار أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تواجه قيوداً كبيرة في الحصول على التمويل الخارجي في الجزائر، لضيق مصادر التمويل الخارجية ولهشاشة العلاقة بين البنك والمؤسسة، فإن ذلك يجعلها تعتمد على المصادر الداخلية لتمويل استثماراتها بدل المصادر الخارجية، وهذا ما يؤكد العلاقة الطردية بين التدفقات النقدية الحالية ومستوى الاستثمار، إضافة إلى أن التدفقات النقدية تتحمل القليل من المخاطر وتحد من حالة عدم التأكد بالنسبة للمؤسسات الحديثة.

أما بالنسبة للعلاقة العكسية بين التدفقات النقدية الصافية الحالية ونسبة الاستثمار، فهي تؤكد على دور التدفقات النقدية في زيادة نسبة الاستثمار، فارتفاع التدفقات النقدية السابقة يؤدي إلى ارتفاع الاستثمار، وهو ما يؤدي بدوره إلى انخفاض التدفقات النقدية لهذه السنة، بسبب توجيه الأرباح لهذه السنة إلى الاستثمارات في السنة القادمة.

وتؤكد العلاقة الطردية بين الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل ونسبة الاستثمار المحققة، بأن الاحتياجات التمويلية المتوسطة وطويلة الأجل يجب أن تمول بواسطة مصادر التمويل المتوسطة وطويلة الأجل، وهو ما يظهر في هذه العلاقة الطردية، فالاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل تهدف إلى تمويل المشاريع المتوسطة وطويلة الأجل.

كما أكدت الكثير من الدراسات التجريبية على العلاقة العكسية بين تكلفة الاستدانة ونسبة الاستثمار المحققة، ويرجع ذلك إلى عدة أسباب، أهمها علاقة الدائنين بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتسم بعدم تماثل معلومات كبيرة جدا عكس المؤسسات الكبيرة، هذا التباين الكبير في المعلومات يؤدي بالدائنين إلى رفع معدل الفائدة، والذي يؤدي إلى رفع تكلفة التمويل بالاستدانة، كما أن هذه المؤسسات مجبرة على الاستعانة بالبنوك لعدم وجود بدائل تمويلية متاحة أخرى، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض مستوى الاستثمار، لأن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تكون أكثر حساسية لتكلفة الاستدانة من المؤسسات الكبيرة. كما يمكن التأكيد على أن التغيير في السياسة النقدية من خلال التغيير في سعر الفائدة يؤثر على استثمارات المؤسسة وقدرتها على تسديد ديونها.

إضافة إلى ذلك، فقد أظهر النموذج ارتفاع نسبة الاستثمار بين سنتي 2010 و2011 في شركات التضامن مقارنة بالمؤسسات من باقي الأشكال القانونية، حيث يمكن تفسير هذه العلاقة بخصوصية شركات التضامن التي تقوم على أساس المسؤولية غير المحدودة بين الشركاء والمتضامنين، ويعتبر الاستثمار من أولويات هذه المؤسسات، بهدف النمو والتطور أولاً، وبهدف تحقيق التدفقات النقدية اللازمة لتسديد الديون التي تعتبر ذات مخاطرة كبيرة على الشركاء في حالة الإفلاس.

2- تحليل المتغيرات المؤثرة على هيكل الأصول

تؤثر كل من الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، التدفقات النقدية الصافية، حجم الاستدانة الكلية، الشركات ذات أسهم ورقم الأعمال على هيكل الأصول في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

يؤدي وجود الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل في المؤسسة إلى ارتفاع نسبة الاستثمارات الكلية في هيكل الأصول لهذه المؤسسات، وهذا ما ينطبق على التوازن المالي الذي يفترض تمويل الأصول الدائمة بالأموال الدائمة، حيث إن الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل تعتبر مصادر تمويل طويلة الأجل لتمويل الاستثمارات التي تعتبر طويلة الأجل أيضا.

كما أن ارتفاع التدفقات النقدية يؤدي إلى ارتفاع حجم الاستثمار في هيكل الأصول، فارتفاع التدفقات النقدية يؤدي إلى تحسين وضعية المؤسسة المالية، وهذا ما يؤدي بالمؤسسة إلى توجيه هذه التدفقات النقدية لتحقيق الاستثمارات، إضافة إلى أن التدفقات النقدية تتكون من الأرباح الصافية والاهتلاكات والمؤونات وفرق القيمة، فإن ارتفاع الاستثمار يؤدي إلى ارتفاع قيمة الاهتلاكات وبالتالي ارتفاع قيمة التدفقات النقدية الصافية.

إضافة إلى ذلك، فإن الشركات ذات أسهم تحتوي هيكله أصولها على الاستثمارات أكبر من المؤسسات من الأشكال الأخرى، ويرجع ذلك إلى خصوصية هذه المؤسسات، والتي تعتبر من أفضل الأشكال القانونية من حيث القدرة على تجميع الأموال، حيث إن قدرتها كبيرة جدا على تجميع الأموال، والتي يذهب جزء كبير منها لتمويل الاستثمارات.

أما رقم الأعمال، فإن علاقته عكسية مع نسبة الاستثمار في هيكل الأصول، أي كلما يرتفع رقم الأعمال في المؤسسة ينخفض حجم الاستثمار في هيكل الأصول. وهو ما يمكن إرجاعها لعدة أسباب، أهمها أن هذه المشاريع في طور الإنجاز. فباعتبار أن المؤسسات صغيرة ومتوسطة والتي يكون أغلبها في فترة الانطلاق، وبالتالي لم تحقق بعد الهدف منها، كما يمكن إرجاع ذلك إلى طبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، والتي تكون تجارية وخدمانية بنسب كبيرة، عكس المؤسسات الصناعية.

وبالتالي، فالمؤسسات التجارية والخدمانية لا تحتاج إلى استثمارات كبيرة، وهو ما يؤدي إلى انخفاض الاستثمار في هيكل أصولها مقابل المخزونات في المؤسسات التجارية ومقابل الحقوق في المؤسسات الخدمانية. أما المؤسسات الصناعية، فترتكز على الاستثمار، وباعتبار أنها في بداية نموها، فمن المنطقي أن يكون رقم أعمالها منخفض.

خاتمة الفصل الرابع

يتحدد مستوى الاستثمار في المؤسسات بعدة عوامل، منها عوامل داخلية في المؤسسة، كرقم الأعمال، التدفقات النقدية، النمو، حجم الاستدانة الكلية، وعوامل أخرى خارجية مثل تكلفة رأس المال والنتاج الوطني الإجمالي.

هدف هذا الفصل إلى معرفة محددات الاستثمار بين سنتي 2010 و2011 في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومحددات هيكل الأصول في سنة 2011، وذلك من خلال إجراء دراسة إحصائية قياسية بواسطة الانحدار الخطي المتعدد لعينة تتكون من 569 مؤسسة صغيرة ومتوسطة جزائرية جمعت لهذا الغرض.

كشفت نتائج الدراسة الإحصائية عن تأثير كل من النمو، تكلفة الاستدانة، التدفقات النقدية، حجم الاستثمار الإجمالي السابق، الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل وشركات التضامن على نسبة الاستثمار، وتأثير كل من الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، رقم الأعمال، التدفقات النقدية، مستوى الاستدانة الكلية ومؤسسات ذات أسهم على هيكل الأصول.

يعتبر الاستثمار أقل حساسية للتغيرات في التدفقات النقدية في المؤسسات ذات السمعة الجيدة لدى الدائنين، وهو ما تفتقده المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية بسبب إشكالية التمويل التي تعاني منها، وهشاشة العلاقة بين البنك وهذه المؤسسات، إضافة إلى قلة ضماناتها، وهو ما يجبر هذه المؤسسات الاعتماد على أموالها الداخلية لتمويل مشاريعها.

كما أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تكون في العادة في مرحلة الانطلاق، وهذا ما يجعلها تتميز بمستوى نمو مرتفع، والذي يكون ذو دلالة تفسيرية للاستثمار مقارنة بالمؤسسات الكبيرة. كما أن تأثير تكلفة الاستدانة له تأثير عكسي على مستوى الاستثمار، فارتفاع تكلفة الاستدانة يؤدي بطريقة مباشرة إلى ارتفاع تكلفة رأس المال، وهو ما يؤثر عكسياً على اختيار المشاريع. كما أن تأثير مؤسسات التضامن على الاستثمار وتأثير المؤسسات ذات أسهم على هيكل الأصول يرجع إلى خصوصية كل نوع.

لا يؤثر رقم الأعمال على الاستثمار، وذلك راجع إلى أن رقم الأعمال في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يتسم بالتذبذب وعدم الاستقرار، وهو الأمر الذي لا يجعلها تعتمد على رقم الأعمال في الاستثمار.

الباب الثالث: العوامل المؤثرة على الهيكلية المالية للمؤسسات، وعلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

أمام المؤسسات اليوم عدة طرق لتمويل استثماراتها وتلبية احتياجاتها الاستغلالية، فقد أصبحت السوق المالية وما توفره من منتجات مختلفة من أهم مصادر توفير الاحتياجات المالية للمؤسسة، وبالنظر إلى تمتع كل مصدر من مصادر التمويل بقدر من المخاطر، فإن أصحاب هذه المصادر سيطلبون بمستويات متفاوتة من العوائد وذلك تماشياً مع مستوى المخاطرة المحتملة.

شكلت قرارات التمويل إحدى أهم المواضيع ضمن مالية المؤسسة، كما أن موضوع تأثير هذه القرارات على قيمة المؤسسة محل جدل بين المختصين منذ بداية دراسات موديفلياني وميلر سنة 1958 حول حيادية الهيكلية المالية. ومنذ ذلك الحين، أخذت الدراسات المتعلقة بهذا الموضوع تتعدد، فهناك من أكدت على وجود هيكلية مالية مثلى، وهناك من أكدت على حيادية هذه الهيكلية. ولم تنحصر الدراسات حول الهيكلية المالية على المؤسسات الكبيرة فقط، فقد خصص حيزاً كبيراً للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك لما لها من أهمية في الاقتصاديات الوطنية لمختلف الدول.

ينقسم هذا الباب إلى فصلين، يتضمن الفصل الأول دراسة الهيكلية المالية للمؤسسات، ومعرفة الهيكلية المالية المثلى التي تؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال إلى أقل قيمة وبالتالي تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، وأهم العوامل المؤثرة على تحديد هذه الهيكلية. وكذا عرض أهم الإسقاطات النظرية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والدراسات التجريبية التي أجريت عليها.

أما في الفصل الثاني، سيتم دراسة الهيكلية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، وذلك من خلال عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، بغية إبراز أهم العوامل المؤثرة عليها، ومعرفة النظريات المتعلقة بالهيكلية المالية التي توافقت، واستنتاج أثر إشكالية التمويل التي تعاني منها هذه المؤسسات على هيكلتها المالية.

خلاصة الباب الثالث

تقوم المؤسسة باختيار المزيج الأمثل لمختلف مصادر التمويل سواء الداخلية أو الخارجية، تحديد هذا المزيج كان اهتمام الأدبيات المالية. فمنذ سنة 1958، ظهرت أول نظرية تتعلق بالهيكلة المالية المثلى لموديقلياني وميلر. ثم توالى النظريات، كل بفرضياتها وكل بنتائجها، حيث يتمثل هدف تحديد الهيكلة المالية المثلى في تدنية تكلفة رأس المال، وبالتالي تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

ولاختبار النظريات في الواقع، ظهرت العديد من الدراسات التجريبية الميدانية التي أظهرت العديد من المحددات التي لها تأثير واضح على الهيكلة المالية للمؤسسات، أهم هذه المحددات حجم المؤسسة، المردودية، الضمانات، معدل النمو والأصول الملموسة، حتى وإن اختلفت العلاقة بينها وبين مستوى الاستدانة في المؤسسة، إلا أنه لكل علاقة تفسيرها ونظريتها التي ترتكز عليها.

تتمثل محددات الهيكلة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائية وبعد إجراء دراسة تجريبية في الحجم، المردودية، الضمانات، النمو والشكل القانوني المتمثل في الشركات ذات أسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة، حيث تتوافق نظرية الترتيب السلمي للتمويل مع السلوك التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائية، وذلك من خلال العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة، والعلاقة الطردية بين الضمانات ومستوى الاستدانة، وكذلك من خلال العلاقة الطردية بين النمو والاستدانة، إضافة إلى العلاقة العكسية بين الحجم والاستدانة.

كما تفسر نظرية التوازن الهيكلة المالية لهذه المؤسسات، وكذلك نظرية الوكالة. أما نظرية الإشارة، فهي تظهر في علاقة النمو بالاستدانة، فمعدل النمو يعتبر مؤشرا بالنسبة لنظر المستثمرين على الصحة المالية للمؤسسة.

تظهر إشكالية التمويل في محددات الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، فمحددات هذه الاستدانة تقتصر على الضمانات، الحجم والمؤسسات ذات أسهم، وهو ما يؤكد اعتماد المؤسسات في التمويل الخارجي على البنوك، هذه الأخيرة التي تطلب عدة شروط للاستفادة من قروضها، وأهم شرط هو الضمانات ورقم الأعمال المحقق.

الفصل الخامس: الأسس النظرية المفسرة للهيكل المالي للمؤسسات

بعد معرفة مصادر التمويل المختلفة، ومعرفة تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل، وجب على المؤسسة اختيار الهيكل المالية المثلى من بين هذه المصادر التي يترتب عليها تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

يعتبر موضوع الهيكل المالية المثلى ومدى ارتباطها وتأثيرها على القيمة السوقية للمؤسسة وتكلفة رأس المال موضوعا جدليا ومعقدا لدى المهتمين بالإدارة المالية، فهو محل اختلاف بين المهتمين بالفكر المالي، وهذا ما يترجم بظهور الكثير من النظريات التي حاولت تجسيد العلاقة بين الهيكل المالية للمؤسسة وقيمتها السوقية وكذا مع تكلفة رأس المال.

فقد تباينت هذه النظريات، منها من أكدت على حيادية الهيكل المالية على تكلفة رأس المال، وبالتالي على القيمة السوقية للمؤسسة، ومنها النظريات التي أكدت وجود هيكل مالية مثلى تؤدي إلى رفع القيمة السوقية للمؤسسة، وكانت أول دراسة جدية في هذا المجال لموديقلياني وميلر سنة 1958، والتي انطلقت من عدة فرضيات.

يهتم هذا الفصل بالأسس النظرية المفسرة للهيكل المالية للمؤسسات، انطلاقا من تحديد مفهوم الهيكل المالية للمؤسسة، ومختلف العوامل المؤثرة عليها، ثم إعطاء مختلف النظريات المهمة التي فسرت أثر الهيكل المالية على القيمة السوقية، وذلك في غياب الضرائب، تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة، ثم معرفة تأثير كل من الضرائب، تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة على تحديد الهيكل المالية المثلى، ثم تحديد الهيكل المالية في ظل وجود الضرائب الشخصية، وعرض نظرية الترتيب السلمي ونظرية الإشارة. وفي الأخير عرض إسقاط مختلف النظريات المفسرة للهيكل المالية على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وما وجدته الدراسات التجريبية.

لذا، يحتوي هذا الفصل على المباحث الموالية:

- مفهوم الهيكل المالية والعوامل المؤثرة عليها؛
- نظريات الهيكل المالية للمؤسسات؛
- المساهمات النظرية للهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المبحث الأول: مفهوم الهيكل المالية للمؤسسة والعوامل المؤثرة عليها

يعتبر قرار تحديد الهيكل المالية من أهم القرارات الرئيسية للمؤسسة، فهي تحدد مصادر التمويل الخاصة. رغم ذلك، فإن عدة عوامل تؤثر على تحديد الهيكل المالية المناسبة للمؤسسة.

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالية للمؤسسات

تمثل الهيكل المالية مجموعة الأموال التي يتم بواسطتها تمويل موجودات المؤسسة، وهي تتضمن التمويل بالديون والتمويل بالأموال الذاتية، وهما يشكلان جانب الخصوم من الميزانية المحاسبية للمؤسسات. أي أن الهيكل المالية تتكون من نوعين من التمويل، وهما التمويل بالديون والذي يتضمن بدوره التمويل قصير الأجل والتمويل المتوسط وطويل الأجل، أما النوع الثاني فهو التمويل بالأموال الذاتية والذي يتضمن رأس المال وكذا الأرباح المحتجزة.

مما سبق، فإن الهيكل المالية تتضمن التمويل قصير الأجل والتمويل المتوسط وطويل الأجل، وهو ما يسمى بالتمويل الدائم. ويطلق على الجزء من الهيكل المالية المتمثل بالتمويل الدائم هيكل رأس المال الذي يتضمن التمويل بالديون المتوسطة وطويلة الأجل والتمويل بالأموال الذاتية.

من المهام الرئيسية للوظيفة المالية في المؤسسة هو تعظيم العائد على حقوق الملكية، فقد يترتب على تحديد الهيكل المالية المثلى تدنية معدل تكلفة التمويل، مما يؤدي إلى تعظيم العائد على حقوق الملكية، وهذا يتطلب بدوره تحديد النسبة الملائمة لكل من التمويل بالديون والتمويل بالأموال الخاصة، نظرا لاختلاف درجة المخاطرة التي تتعرض لها المؤسسة باختلاف نسبة كل منهما في هيكلتها المالية، ومن بين العقبات التي تواجه المؤسسة في تحديد هيكلتها المالية هي تحديد الهيكل المالية المثلى التي تؤدي إلى تدنية تكلفة التمويل إلى أدنى حد ممكن، وقياس الرافعة المالية في تحديد هيكلتها المالية المثلى، وكذا وضع سياسة مالية سليمة للمؤسسة.⁽¹⁾

تعرف الهيكل المالية المثلى بأنها ذلك المزيج من التمويل الداخلي والخارجي الذي يجعل تكلفة رأس المال في أدنى حد ممكن لها. وإذا ما استطاعت المؤسسة تحقيق تلك النسبة، فإنها بذلك تعظم ثروة مالكي المؤسسة. وتحقيق أدنى نسبة لتكلفة رأس المال فإنه تزداد قابلية المؤسسة في إيجاد فرص استثمارية جديدة، وأيضا تحقيق منافع من وجهة النظر الاجتماعية، حيث ينجم عنه الاستخدام العقلاني والرشيد لموارد المجتمع، وبالتالي زيادة ثروته الكلية من خلال استغلال الفرص الاستثمارية للمؤسسات وبالنتيجة زيادة معدل الاستثمار والنمو الاقتصادي.

¹ - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2010، ص: 160.

يجب توضيح بأن القيمة السوقية للمؤسسة V تساوي قيمة الديون الصافية D إضافة إلى قيمة الأموال الذاتية E ، والشكل رقم (1-3) يوضح ذلك.

الشكل رقم (1-3): القيمة السوقية للمؤسسة

القيمة السوقية للمؤسسة V	قيمة الأموال الذاتية E
	قيمة الديون الصافية D

المصدر: Pierre Vernimmen and all, **Corporate finance, theory and practice**, John Wiley & Sons, Ltd, United Kingdom, Second Edition, 2009, p: 681.

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على قرار تركيب الهيكلة المالية

ينأثر قرار المؤسسة في تحديد التركيبة المناسبة لرأس المال بعوامل متعددة، منها المخاطر التشغيلية والمالية، المرونة التمويلية، هيكل الأصول وغيرها.

1- المخاطر التشغيلية والمالية

يمكن تعريف المخاطر التشغيلية أو مخاطر الأعمال بأنها حالة عدم التأكد المتعلقة بقيم معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية في حال استعمال المؤسسة التمويل بحقوق الملكية فقط، وذلك بسبب عوامل عديدة منها المنافسين وابتكاراتهم الجديدة، إضرابات العمال، الازدهار والكساد الاقتصادي.(1)

أما المخاطر المالية فهي تلك المخاطر التي يتحملها ملاك المؤسسة (حملة الأسهم) نتيجة استخدام الديون لتمويل عملياتهم التشغيلية، فمن المعروف أن المساهمين يواجهون مقدارا محددا من المخاطر المتعلقة بعمل المؤسسة وهي المخاطر التشغيلية، أي مخاطر عدم التأكد حول الدخل التشغيلي، لكن إذا قامت المؤسسة باستخدام الديون أو الرافعة المالية لتمويل عملياتها، فهذا يعني أن المؤسسة تركز مخاطرها التشغيلية على المساهمين.(2)

2- الموقف الضريبي للمؤسسة

من بين الأسباب التي تدفع المؤسسة للتمويل بالقروض هي أن مدفوعات فوائد هذه القروض تعتبر من التكاليف واجبة الخصم وصولا للدخل الخاضع للضريبة، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض العبء الضريبي على المؤسسة. غير أنه في بعض الأحيان قد تعفى المؤسسة من الضريبة أو قد

1- عدنان تابه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2008، ص: 439.

2- محمد قاسم خصالوة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، عمان، الطبعة الأولى، 2011، ص: 196.

تعطى لها بعض الحوافز الضريبية، وهو الأمر الذي يؤدي بالمؤسسة إلى فقدان أهم ميزة تتمتع بها لما تمول نفسها بالقروض.

3- المرونة المالية أو التمويلية

تشير المرونة المالية إلى قدرة المؤسسة على تجميع الأموال بشروط معقولة في ظل الظروف المعاكسة، ويدرك المدير المالي للمؤسسة خاصة الكبيرة منها أهمية وضرورة التمويل المستقر ضمانا لاستقرار عمليات المؤسسة ومن ثم نجاحها، كما يدرك المدير المالي أيضا صعوبة الحصول على التمويل في الأوقات التي تواجه فيها المؤسسة صعوبات تشغيلية، حيث يفضل المقرضون في هذه الحالة إقراض المؤسسات التي تتميز بمتانة مركزها المالي.⁽¹⁾ يمكن القول بأن كل من احتياجات المؤسسة المتوقعة من التمويل والنتائج المترتبة على القصور في الموارد المالية المتاحة يؤثران بشكل كبير على الهيكل المالية المستهدفة.

4- درجة تحفظ أو جرأة الإدارة

باعتبار أن الإدارة ما هي إلا مجموعة من البشر الذين تحكمهم عوامل سلوكية، فمنهم من يتصف بالجرأة والإقدام على المخاطرة ومنهم من يتصف بالخوف والتحفظ عليها، وباعتبار أن الدين يعمل على زيادة المخاطرة في المؤسسة، فقد تميل تركيبة الهيكل المالية للمؤسسة على استخدام الديون بدرجة قليلة رغم ملاءمة العوامل الأخرى بسبب تحفظ الإدارة.⁽²⁾

5- هيكل الأصول

تلجأ المؤسسات التي تتميز أصولها بتوفير عنصر الأمان للمقرض إلى استخدام الاقتراض بشكل كبير لتمويل أنشطتها، وتمثل الأصول ذات الاستخدامات العامة في العديد من الأنشطة ضمانا جيدا للقروض، بينما لا تمثل الأصول ذات الاستخدامات الخاصة ضمانا جيدا. وعلى ذلك، فإن مؤسسات العقارات تمتاز بنسب عالية من الرفع المالي والعكس في مؤسسات الأبحاث التكنولوجية

6- معدل النمو

تعتمد المؤسسات التي تمتاز بمعدلات نمو عالية في هيكلتها المالية على الديون بشكل كبير، كما أن ارتفاع تكاليف التمويل بالأسهم مقارنة بتكاليف التمويل بالدين يشجع المؤسسات على زيادة الاعتماد على الاقتراض، غير أنه في الوقت نفسه تواجه المؤسسة ذات النمو السريع في اعتمادها المتزايد على الاقتراض مخاطر أكبر من رغبتها في اللجوء إلى الاقتراض.

1- عاطف وليم أندوراس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص: 403.

2- عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سابق، 2008، ص: 438.

7- التحكم أو السيطرة

يمكن أن يؤثر التمويل بالاقتراض مقارنة بتأثير التمويل بالأسهم على مركز وقدرة الإدارة في الرقابة على الهيكل المالية، فإذا كانت للإدارة سيطرة تصويتية في المؤسسة ولكنها ليست في مركز يسمح لها بشراء أي أسهم إضافية، فسوف تفضل استخدام القروض على الأسهم العادية في تمويل الاستثمارات الجديدة باعتبار أنه في حالة ما إذا تم هذا التمويل عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة، فإن ذلك قد يفقدها السيطرة على المؤسسة. ومن ناحية أخرى، قد تقرر إدارة المؤسسة استخدام التمويل عن طريق أموال الملكية إذا كان مركزها المالي يتسم بالضعف، فإذا لجأت المؤسسة في هذه الحالة إلى التمويل عن طريق الاقتراض، فإنها تتعرض إلى مخاطر عدم القدرة على سداد ديونها ومن ثم مخاطر التعرض إلى الإفلاس. في المقابل، إذا اعتمدت المؤسسة بشكل كبير على التمويل الذاتي فإنها تكون عرضة لمخاطر الاستحواذ والاستيلاء عليها من طرف مستثمرين آخرين.

8- أحوال وظروف سوق رأس المال

تخضع ظروف سوق الأسهم والسندات لتغيرات طويلة، متوسطة وقصيرة الأجل بشكل يؤثر على الهيكل المالية المقترحة للمؤسسة، إذ أن ارتفاع أسعار الفائدة السوقية وانخفاض الأسعار السوقية للأسهم والسندات قد لا يشجع المؤسسة على اللجوء إلى سوق الأوراق المالية للحصول على احتياجاتها التمويلية.

المبحث الثاني: نظريات الهيكل المالية للمؤسسات

حاولت عدة نظريات إعطاء الهيكل المالية المثلى للمؤسسة، والتي يمكن تقسيمها إلى النظريات الكلاسيكية والنظريات الحديثة.

المطلب الأول: النظريات الكلاسيكية لتفسير الهيكل المالية

تتميز النظريات الكلاسيكية لتفسير الهيكل المالية بانطلاقها من فرضيات غير واقعية في مجملها، وتتمثل في كل من نظرية صافي الربح، النظرية التقليدية، نظرية صافية ربح العمليات، نظرية موديقلياني وميلر سواء التي نشرت سنة 1958 في حالة عدم وجود الضرائب وتكاليف الإفلاس، أو نظريتهما التي نشرت سنة 1963 والتي قاما فيها بإدخال أثر الضرائب وتكاليف الإفلاس على الهيكل المالية، ونظرية التوازن.

1- نظرية صافي الربح

يرى مؤيدو نظرية صافي الربح *Net Income Theory NI* أن الاختلاف في تكلفة مصادر الأموال التي تشكل الهيكل المالية سوف تتيح الفرصة للمؤسسة من خلال تغيير نسبة الرفع المالي إلى

زيادة مساهمة التمويل بالديون ذات الفائدة الأقل على حساب مساهمة التمويل بالأموال الذاتية ذات التكلفة الأكبر، أي أن مؤيدي هذه النظرية يؤكدون على إمكانية التأثير في القيمة السوقية للمؤسسة وفي تكلفة رأس المال من خلال التغير في نسبة الرفع المالي. فزيادة نسبة الرفع المالي سوف تضمن انخفاضا في تكلفة الأموال مما يؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة.⁽¹⁾

تقوم نظرية صافي الربح على الفرضيات الموالية:

- لا تغير الزيادة في استخدام القروض من إدراك المستثمرين للمخاطر. ونتيجة لذلك، فمعدل العائد المطلوب من قبل المساهمين ومعدل العائد على السندات والقروض تظل ثابتة ولن تتغير بتغير نسب الرفع المالي.
- نظرا لأن المساهمين يجمعون باقي فائض النشاط أي صافي الربح بعد الفائدة، فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر التي يتعرضون لها أكثر من تلك التي يتعرض لها المقرضون. ونتيجة لذلك، فإن معدل العائد الذي يطلبه المساهمون يكون أكبر من معدل العائد الذي يطلبه المقرضون.
- لا يتغير حجم الاستثمار، فهو ثابت، وهذا ما يعني ضمنا أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال تبقى ثابتة، ونظرا لذلك، فإن صافي ربح العمليات يبقى ثابتا ولا يتغير.

حسب نظرية صافي الربح، فإن تكلفة الاستدانة k_d وتكلفة الأموال الخاصة k_e لا يتغيران عند تغير نسبة الاستدانة D/V داخل الهيكل المالية للمؤسسة، وطالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة الأموال الخاصة، فإن الاعتماد على الاقتراض في التمويل بنسبة أكبر يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال، وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك طبقا للمعادلة الموالية $V = \frac{NOI}{k}$ ، حيث تمثل NOI صافي ربح العمليات.⁽²⁾

ما يعاب على هذه النظرية، هو افتراض ثبات كل من تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة، وهذا الثبات يعني أن المقرضين لا يوجد لهم أي رد فعل عند تغير الهيكل المالية للمؤسسة ولا يغيرون في مطالبهم تبعا لهذه التغيرات.

¹- حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2008، ص ص: 533-534.

²- Elie Cohen, **Gestion financière de l'entreprise et développement financier**, Edition UREF, Paris, 1991. p : 235.

2- النظرية التقليدية

يؤكد أصحاب النظرية التقليدية *Traditional Theory* وجود هيكلية مالية مثلى عند مستوى معين من الديون،⁽¹⁾ والتي تتحقق عند تشكيلة معينة من القروض والأموال الذاتية، هذه التشكيلة تجعل تكلفة رأس المال عند حدها الأدنى، وتعطي أكبر قيمة سوقية للمؤسسة.⁽²⁾

تفترض هذه النظرية أن تكلفة التمويل الذاتي سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي، وذلك بسبب زيادة درجات الخطر التي يتعرض لها الملاك في المؤسسة، ويفترض أصحاب هذه النظرية ضمن إطار تحليلها أن معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين، والذي يمثل تكلفة التمويل الذاتي، يبدأ بالارتفاع منذ بداية التمويل المقترض في المساهمة في تشكيلة هيكلية التمويل بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها عائد الملاك.

كما يفترض مؤيدو هذه النظرية أن تكلفة التمويل بالديون تظل ثابتة لمستويات عالية من الرفع المالي، إلا أن هذه التكلفة سوف تبدأ بالارتفاع التدريجي إذا ما تجاوزت المؤسسة الحدود المقبولة من الرفع المالي.

ونظرا لارتفاع تكلفة التمويل الذاتي مع تناقص قيمته في تشكيلة الهيكلية المالية وأيضا تزايد مقدار القروض، وبسبب انخفاض تكلفة القروض مقارنة بتكلفة التمويل الذاتي، فإن تكلفة رأس المال سوف تبدأ في الانخفاض، حتى تصل إلى أدنى حد لها عند مستوى معين من الرفع المالي الذي يسمى بنقطة الاقتراض المثلى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة عند حدها الأعلى.

حسب النظرية التقليدية، تتحدد نسبة الديون المثلى التي تجعل من القيمة السوقية للمؤسسة في أعلى حد لها في ثلاث مراحل.⁽³⁾ تتصف المرحلة الأولى بظهور تغيرات بطيئة في تكلفة الأموال الذاتية مع كل زيادة في مقدار الاقتراض، إلا أن الزيادة في تكلفة الأموال الذاتية ضمن هذه المرحلة تكون أقل من المزايا الناتجة عن الاقتراض، يضاف إلى ذلك أن تكلفة الاقتراض في هذه المرحلة تبقى ثابتة. وبسبب ذلك، فإن القيمة السوقية للمؤسسة تبدأ بالزيادة كلما زادت نسبة الرفع المالي في الهيكلية المالية بسبب التغيرات التي تحصل في تكلفة رأس المال واتجاهها نحو الانخفاض.

أما المرحلة الثانية، فهي تتصف بأن المؤسسة تستعمل نسبا من الديون في هيكلتها المالية، بحيث لا تؤثر تلك النسبة على قيمتها السوقية، نظرا لأن المزايا الناتجة عن الاعتماد على القروض

1 - Roch Simard, **Structure du Capital et Management Stratégique**, mémoire présenté pour l'obtention du grade de maîtrise Msc (PMO), Université du QUÉBEC à Chicoutimi, 1991, p :21.

2 - Jacques Teulié et Patric Topsacalian, **Finance**, Librairie Vuibert, Paris, 1994, p :315 .

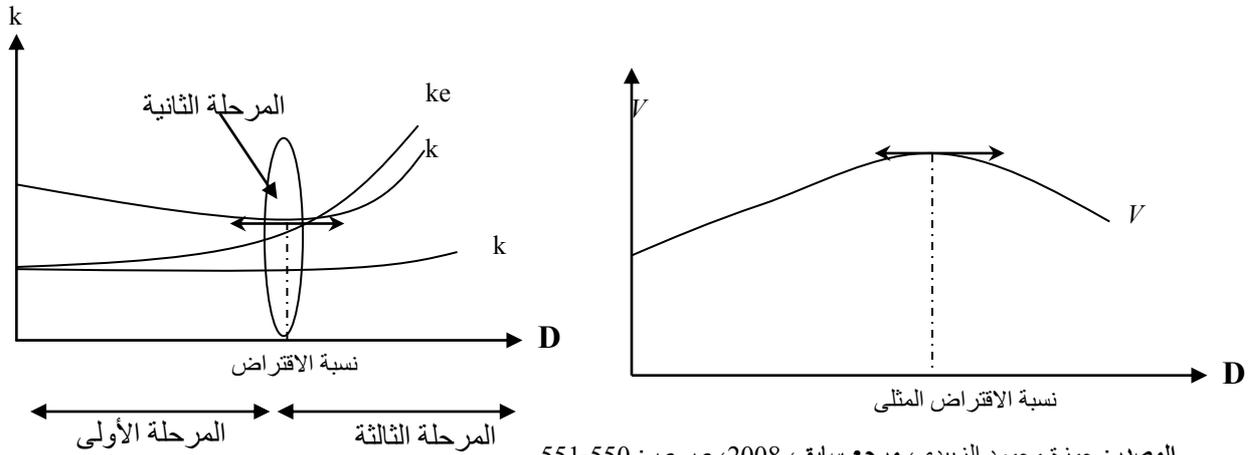
3 - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2008، ص: 548.

والمتمثلة في انخفاض تكلفته سوف يقابلها ارتفاع بنفس المقدار في تكلفة التمويل الذاتي، وهنا تتشكل نقطة الاقتراض المثلى.

وفي المرحلة الثالثة والأخيرة، تتجاوز المؤسسة نقطة الاقتراض المثلى، وهو ما يؤدي إلى ضياع مزايا الاعتماد على القروض كمصدر منخفض للتكلفة، ذلك لأن المساهمين يطالبون بزيادة في معدل العائد المطلوب من قبلهم بسبب الزيادة في المخاطر المترتبة على الاعتماد على القروض، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع في تكلفة رأس المال، وبسببها تنخفض القيمة السوقية للمؤسسة.

يوضح الشكل رقم (2-3) العلاقة بين مستوى الاستدانة وتكلفة رأس المال، وكذا بين مستوى الاستدانة والقيمة السوقية للمؤسسة حسب النظرية التقليدية.

الشكل رقم (2-3): تكلفة رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة حسب النظرية التقليدية



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2008، ص ص: 550-551.

يوضح الشكل أعلاه اتجاه تكلفة رأس المال نحو الانخفاض مع كل زيادة في نسبة الديون في الهيكلية المالية، حتى تصل إلى أدنى انخفاض لها والذي يقابلها أعلى ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة، ثم تبدأ تكلفة رأس المال في الارتفاع مع الزيادة المفرطة في الاستدانة وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

3- نظرية صافي ربح العمليات

يستند أصحاب نظرية صافي ربح العمليات *Net Income Theory NOI* على افتراض مؤداه أن تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة كلاهما مستقل وليس لهما علاقة بمدى تأثير الهيكلية المالية، فهم يفترضوا أن التكلفة الكلية للأموال تكون ثابتة مهما كانت نسبة الديون في المؤسسة.⁽¹⁾

¹ عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص: 198.

يشير المضمون العام لهذه النظرية إلى أن زيادة الديون في المؤسسة يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها المساهمون. وبسبب هذه الزيادة في المخاطر، فإن المساهمين يطالبون بعائد أكبر تعويضاً عن هذه المخاطر. وباعتبار أن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يمثل تكلفة الأموال الذاتية، فإن تكلفة الأموال الذاتية ترتفع. إن هذا الارتفاع في تكلفة الأموال الذاتية يقابله الانخفاض في تكلفة الديون، هذا الأمر الذي يجعل تكلفة رأس المال ثابتة، ومنه ثبات القيمة السوقية للمؤسسة.

فالمنهج العام لنظرية صافي ربح العمليات في صياغة الهيكل المالي للمؤسسة يؤكد فكرة استقلالية مخاطر الأعمال عن تكلفة رأس المال وأيضاً عن تشكيلة الهيكل المالي، وهو ما يعني أن القيمة السوقية للمؤسسة تبقى ثابتة رغم التغيرات التي ستطرأ في مستويات الرفع المالي، مما يعني أن التغيرات في الهيكل المالي لا تؤثر لها سواء على القيمة السوقية للمؤسسة وأيضاً لا تأثير لها على تكلفة رأس المال، الأمر الذي يجعل فكرة وجود هيكل مالي مثلى غير مقبولة.

تتضمن تكلفة الديون متغيرتين أساسيتين هما:

- تكلفة صريحة، ممثلة بسعر الفائدة.
 - تكلفة ضمنية، تنشأ عن الزيادة في تكلفة الأموال الذاتية بسبب الزيادة في الديون.
- تقوم هذه النظرية على فرضيات، وهي: (1)
- لا توجد أهمية لتقسيم القيمة السوقية للمؤسسة بين الاقتراض والملكية.
 - المزايا الناتجة عن الاعتماد على القروض تضيع نتيجة مطالبة المساهمين بمعدل عائد أكبر لتعويضهم عن المخاطر المالية الإضافية.
 - ثبات معدل الفائدة على القروض.
 - لا توجد ضريبة على دخل المؤسسة.

تحدد القيمة السوقية للمؤسسة حسب نظرية صافي ربح العمليات بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي تكلفة رأس المال، وبما أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلى مجموع القيمة السوقية للأموال الذاتية إضافة للقيمة السوقية للقروض (السندات) أي $V = E + D$ وكذا القيمة السوقية لحق الملكية تحسب عن طريق خصم صافي ربح العمليات بمعدل العائد المطلوب من

¹ - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2004، ص ص: 770-771.

طرف المساهمين $E = NOI/k_e$ (1)، وبما أن معدل العائد المطلوب k_e ما هو إلا تكلفة التمويل الذاتي.

لذا، فإنه يمكن حساب تكلفة التمويل الذاتي بالمعادلة الرياضية الموالية:

$$k_e = k + (k - k_d) \frac{D}{E}$$

وباعتبار أن تكلفة رأس المال ثابتة k فإن تكلفة التمويل الذاتي سوف تزداد بمعدل ثابت مع الزيادة في نسبة الاقتراض إلى حق الملكية بسبب زيادة درجات المخاطرة المالية.

4- نظرية مودigliاني وميلر

تعتبر نظرية مودigliاني وميلر حول تحديد الهيكل المالية المثلى للمؤسسة من أهم النظريات في الأدبيات المالية التي تتحدث عن الهيكل المالية.

4-1- نظرية مودigliاني وميلر في غياب الضرائب وتكاليف الإفلاس

تم نشر نظرية مودigliاني وميلر *The Modigliani-Miller's theorem M&M* سنة 1958، (2) فهي تتفق مع نظرية صافي ربح العمليات فيما يخص عدم وجود هيكل مالية مثلى، إذ أكدا على أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن الهيكل المالية لها، (3) كما أن تكلفة رأس المال مستقلة تماما عن الهيكل المالية للمؤسسة، (4) حيث تعتبر هذه النظرية أولى النظريات التي تتعلق بإطار الهيكل المالية للمؤسسات، تفترض وجود سوق المنافسة التامة وفي عالم بدون تكاليف الإفلاس ولا تكاليف التبادل وتوفر المعلومات للجميع. (5)

تؤكد نظرية مودigliاني وميلر وفي ظل ظروف معينة، بأنه لا يهم بالنسبة للمساهمين ما إذا كانت المؤسسة تمويل بالاقتراض أو ببيع الأسهم، لأن قرارات التمويل ليس لها أي أثر على ثروتهم، (6) والفكرة المحركة لهذه النظرية هي أنه لكل مشروع منتج لديه فرص خاصة للربح ويواجه كذلك مخاطر، وأن كلا من الربح والمخاطر توجد بغض النظر عن كيفية التمويل. (7)

¹ - Fred Weston j, "A Test of Cost of Capital Propositions", *Southern Economic Journal*, Southern Economic Association, University Richmond, USA, Vol. 30, No.2, 1963, p: 105.

² - Franco Modigliani and Merton H Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *The American Economic Review*, American Economic Association, Vol. 48, No. 3, 1958, pp: 261-297.

³ - Martin F Hellwig, "Bankruptcy, Limited Liability, and the Modigliani-Miller Theorem", *The American Economic Review*, American Economic Association, Vol. 71, No. 1, 1981, p: 155.

⁴ - Robert W Resek, "Multidimensional Risk and the Modigliani-Miller Hypothesis: A Reply", *The Journal of Finance*, American Economic Association, Vol. 26, No. 4, 1971, p: 963.

⁵ - Kuang-Hua Hsu and Ching-Yu Hsu, "Capital Structure And Financing Decision -Evidence From the Four Asian Tigers and Japan", *African Journal of Business Management*, Academic Journals, Sapele, Nigeria, Vol. 5, No. 15, 2011, p: 6528.

⁶ - Zvi Bodie et Robert Merton, *Finance*, Distribution Nouveaux Horizons, Paris, 2^e Edition, p:470.

⁷ - توماس ماير جيمس إس دوسينييري وروبرت زد ألبير ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، *التقود والبنوك والاقتصاد*، دار المريخ، الرياض، 2002، ص: 77.

- تقوم نظرية موديقلياني وميلر على عدة فرضيات، وهي:⁽¹⁾
- عدم وجود تكاليف وساطة في تنفيذ المعاملات المالية.
 - حرية الدخول والخروج من السوق، حيث إن المؤسسات تعمل في ظروف المنافسة التامة. وعليه، فإن هذه المؤسسات تستطيع الدخول والخروج لشراء وبيع ما ترغب به من أوراق مالية دون التأثير على أسعار تلك الأوراق المالية.
 - يستطيع المستثمرون الأفراد الاقتراض بنفس الشروط ومعدل الفائدة التي تستطيع المؤسسات الاقتراض به.
 - يملك المستثمرون المعلومات نفسها التي لدى إدارة المؤسسة حول فرص المؤسسة الاستثمارية.
 - عدم وجود ضرائب على دخول الأفراد.
 - يتصرف كافة المستثمرين في الأسواق المالية برشادة وعقلانية.
 - إمكانية تقسيم مؤسسات الأعمال إلى مجموعات متجانسة إذا كانت أرباحها المتوقعة لها نفس خصائص المخاطرة. وبالتالي، فإن المؤسسات التي تعمل في نفس الصناعة تكون لديها شريحة متجانسة من حيث المخاطرة.
 - تتضمن سياسة توزيع الأرباح لدى المؤسسة توزيع كافة الأرباح، أي لا وجود لأرباح محتجزة، بالإضافة إلى عدم وجود ضرائب على الأرباح الموزعة.

4-2- الأول والثاني لموديقلياني وميلر

حسب نظرية موديقلياني وميلر، فإنه يوجد اقتراحان.

4-2-1- مضمون الاقتراح الأول لموديقلياني وميلر

يشير الاقتراح الأول لموديقلياني وميلر بأنه في ظل أسواق مالية كاملة، فإن المؤسسات لها نفس القيمة السوقية بغض النظر عن نسب الرافعة المالية لها وكذا مخاطر عدم السداد.⁽²⁾

يؤكد موديقلياني وميلر في اقتراحهما الأول على أن القيمة السوقية لأية مؤسسة سواء كانت مقرضة أو مقترضة مستقلة تماما عن هيكلتها المالية، وأن هذه القيمة تتحدد من خلال خصم صافي ربح العمليات الذي تحدته المؤسسة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة، كما أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا انعكاسا لقرارات الاستثمار فيها وبفعالية تلك القرارات وقوتها الإيرادية.⁽³⁾

¹ - محمد قاسم خصالوة، مرجع سابق، 2011، ص ص: 201-202.

² - Frederic H Murphy, Aharon R Ofer and Mark A Satterthwaite, "Abstract--Capital Structure and the Value of the Firm", The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Cambridge University Press, Vol. 10, No. 4, 1975, p: 541.

³ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2004، ص: 791.

القيمة السوقية V_j للمؤسسة j حسب الاقتراح الأول لمودigliاني وميلر ما هي إلا صافي الربح التشغيلي المتوقع \overline{NOI} مخصوماً بمعدل تكلفة الأموال الذاتية للمؤسسة غير مقترضة k_{eu} لنفس

$$(1). V_j = \frac{\overline{NOI}}{k_{eu}} \text{ شريحة المخاطرة، أي}$$

فالقيمة السوقية للمؤسسة مقترضة V_L تساوي القيمة السوقية للمؤسسة غير مقترضة V_u من نفس شريحة المخاطرة أي $V_u = V_L$. (2).

ولكي يثبت مودigliاني وميلر صحة هذا الاقتراح، والذي يشير إلى أنه إذا كانت هناك عدة مؤسسات تتميز بسياسات تمويلية مختلفة ومتماثلة في باقي الخصائص، فإن قيمها السوقية لا بد وأن تتساوى وذلك بسبب ظهور عملية المراجعة. (3)

أشار مودigliاني وميلر في الاقتراح الأول إلى ظهور عملية المراجعة بالنسبة لمؤسستين متماثلتين في كل شيء عدا الهيكلة المالية لهما، حيث إن الاختلاف بين القيمتين السوقيتين لهاتين المؤسستين هو اختلاف مؤقت فقط، وأن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين القيمتين، أي تتساوى القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة مع القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة.

4-2-2- آلية عمل المراجعة

أوضح هانز وسبرانكل (Heins and Sprengle (1969) بأن عملية المراجعة كفيلة بإعادة تساوي القيمة السوقية لمؤسستين واحدة غير مقترضة والأخرى مقترضة، لكنهما انتقداً عمل مودigliاني وميلر في آلية عمل المراجعة. (4)

لنكن مؤسستان مختلفتين في الهيكلة المالية تنتميان إلى نفس شريحة المخاطرة، تمول المؤسسة الأولى بواسطة الأسهم فقط E_1 ، أما المؤسسة الثانية فهي ممولة بواسطة الأسهم E_2 والديون D_2 . وبالتالي، فإن القيمة السوقية للمؤسسة الأولى V_1 هي $V_1 = E_1$ والقيمة السوقية للمؤسسة الثانية V_2 هي $V_2 = E_2 + D_2$.

¹ - Serge Dormard, "Arbitrages et endettement de la firme: Une généralisation", *Revue économique*, Ecole des hautes études, des facultés de droit et de lettres, Paris, Vol. 26, No. 4, 1975, p: 531.

² - André Faber et all, *Finance*, collection synthex, France, 2004, p : 192

³ - Piero Gottardi, "An Analysis of the Conditions for the Validity of Modigliani-Miller Theorem with Incomplete Markets", *Economic Theory*, Springer Berlin Heidelberg, Vol. 5, No. 2, 1995, p: 191.

⁴ - James Heins A and Case M Sprengle, "A Comment on the Modigliani-Miller Cost of Capital Thesis", *The American Economic Review*, The American Finance Association, Vol. 59, No. 4, 1969, pp: 590-592.

والهدف هنا، يجب أن تتساوى كلا من القيمة السوقية للمؤسسة الأولى والقيمة السوقية للمؤسسة الثانية $V_1 = V_2$ تحت شرط وجود عائد إجمالي X متساوي لكلا المؤسستين وذلك بواسطة المراجعة.

بافتراض أن القيمة السوقية للمؤسسة المرفوعة مالياً أكبر من المؤسسة غير المرفوعة مالياً، أي $V_1 < V_2$ ، وليكن مستثمر يملك نسبة αE_2 من الأسهم في المؤسسة الثانية. وبالتالي، فإنه يمكن كتابة عائد هذا المستثمر كما يلي $(Y_2 = \alpha(X - \tau D_2))$ ، حيث تمثل τ معدل الفائدة المدفوع من طرف المؤسسة على الديون. بافتراض أن المستثمر يبيع أسهمه في المؤسسة الثانية αE_2 ويشتري كمية من الأسهم في المؤسسة الأولى تعادل $\alpha(E_2 + D_2)$ ، ويقترض αD_2 بمعدل فائدة Γ ، يصبح العائد الجديد للمستثمر Y_1 الذي يكتب كما يلي:

$$Y_1 = \frac{\alpha(E_2 + D_2)}{E_1} X - \Gamma \alpha D_2$$

$$= \alpha \frac{V_2}{V_1} X - \Gamma \alpha D_2$$

الملاحظ الآن، هو أن Y_1 أكبر من Y_2 إذا كانت $V_1 < V_2$. وحسب نظرية موديقلياني وميلر، فإنه لا بد وأن يتساوى العائدين بواسطة المراجعة.

لكن وضح كل من بلادوين وفالك Bladwin and Velk بأنه إذا كان Y_1 أكبر من Y_2 فإن تباين العائد الأول σ_{Y_1} أكبر من تباين العائد الثاني σ_{Y_2} كذلك، أي تباين عائد امتلاك $\alpha(E_2 + D_2)$ وحدة نقدية من أسهم المؤسسة الأولى أكبر من تباين امتلاك αE_2 وحدة نقدية من أسهم المؤسسة الثانية في حالة ما إذا كانت القيمة السوقية للمؤسسة الثانية V_2 أكبر من القيمة السوقية للمؤسسة الأولى V_1 .

ونتيجة لذلك، فإنه لا يمكن التأكد من أن المستثمر سيقوم بعملية المراجعة، لأنه رغم أن العائد سيكون أكبر إلا أن التباين كذلك أكبر، فإذا كان المستثمر يكره المخاطرة فإنه يفضل التباين الأقل أو بالأحرى المخاطرة الأقل.

يرى هانز وسبرانكل بأن حجة موديقلياني وميلر ضعيفة بشكل ملحوظ، والتي تقول بأنه يمكن إجراء عملية المراجعة عن طريق الحصول على αE_1 من أسهم المؤسسة الأولى بدلاً من $\alpha(E_2 + D_2)$ من المؤسسة الثانية، أي أن موديقلياني قد أخطأ في مثاله حول المراجعة.

لكن هانز وسبرانكل أكد عملية المراجعة التي تؤدي إلى توازن القيمة السوقية لكل من المؤسسة الأولى والثانية مع مراعاة حالات كره المخاطرة للمستثمر. ولتأكيد ذلك، افترضنا مجددا بأن القيمة السوقية للمؤسسة الثانية V_2 أكبر من القيمة السوقية للمؤسسة الأولى V_1 . ولكن بافتراض أن المستثمر سيبيع αE_2 ويشتري أسهما من المؤسسة الأولى تعادل αE_1 ويفترض الفرق $\alpha E_1 - \alpha E_2$ بمعدل فائدة Γ .

في هذه الحالة، فإنه يمكن كتابة العائد الجديد للمستثمر Y_1' كما يلي $Y_1' = \alpha X - \Gamma \alpha (E_1 - E_2)$ ومن خلال القيمة السوقية للمؤسسة الأولى $V_1 = E_1$ والقيمة السوقية للمؤسسة الثانية $V_2 = E_2 + D_2$ فإن الفرق بين القيمتين السوقيتين هو $V_1 - V_2 = E_1 - E_2 - D_2$. وبتعديل بسيط، فإن $E_1 - E_2 = V_1 - V_2 + D_2$. ومنه، يمكن كتابة Y_1' بشكل جديد كما يلي:

$$\begin{aligned} Y_1' &= \alpha X - \Gamma \alpha (V_1 - V_2 + D_2) \\ &= \alpha X - \Gamma \alpha D_2 - \Gamma \alpha (V_1 - V_2) \end{aligned}$$

وبإعادة كتابة Y_2 ، فإن Y_2 يمكن كتابتها كما يلي $Y_2 = \alpha (X - \Gamma D_2) = \alpha X - \Gamma \alpha D_2$

تباين Y_1' هو نفسه تباين Y_2 وعند إضافة أو طرح أي رقم، فإن التباين لا يتغير. لكن إذا كانت $V_1 < V_2$ فإن $Y_1' > Y_2$. لكن في هذه الحالة، يمكن إنشاء محفظة مالية αE_1 يكون عائدها أكبر من النسب المكتسبة من الأسهم في المؤسسة الثانية لكن بنفس التباين. وكما يجب ملاحظته أيضا، فإن $Y_1^* = Y_2$ إذا وفقط إذا $V_1 = V_2$.

الفرق الحاسم في حالة الترتيب عند موديفلياني وميلر هو أن المستثمر اقتترض αD_2 وحدة نقدية، أما في حالة هانز وسبرانكل، فإن المستثمر اقتترض فقط αD_2 $\alpha E_1 - \alpha E_2 = \alpha (V_1 - V_2 + D_2) < \alpha D_2$ ، لما $V_1 < V_2$. ومجموع الأسهم في المؤسسة الأولى حسب موديفلياني وميلر هي $\alpha (E_2 + D_2) = \alpha V_2$ ، أما في حالة هانز وسبرانكل فهي $\alpha E_2 + \alpha (V_1 - V_2 + D_2) = \alpha V_1$ ، وبالطبع فإن $\alpha V_1 < \alpha V_2$ لما $V_1 < V_2$.

أما في الحالة العكسية، لما تكون القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة V_2 أقل من القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة V_1 أي $V_1 > V_2$. حسب موديفلياني وميلر، للمستثمر αE_1 من أسهم المؤسسة الأولى والتي تعطيه عائدا $Y_1 = \alpha X$ ، فالمستثمر يقوم ببيع ما لديه αE_1 ويشتري أسهما من المؤسسة الثانية بكمية تعادل $\alpha E_1 (E_2/V_2)$ ويفترض ما تبقى $\alpha E_1 (D_2/V_2)$ بمعدل فائدة Γ ، يصبح عائد المستثمر الجديد Y_2 كما يلي:

$$Y_2 = \alpha \frac{V_1}{V_2} (X - \Gamma D_2) + \Gamma \alpha D_2 \frac{V_1}{V_2}$$

$$= \alpha \frac{V_1}{V_2} X$$

تؤدي عملية المراجعة حسب موديقلياني وميلر إلى تعادل القيم السوقية للمؤسستين. لكن بما أن $\sigma_{Y_2} > \sigma_{Y_1}$ وإذا كان المستثمر يكره المخاطرة، فإنه لا يمكن إثبات تصرف المستثمر عن طريق آلية المراجعة وبالتالي تساوي القيم السوقية لكلا المؤسستين. لذا، فإن الإستراتيجية التي يتصرف بها المستثمر حسب موديقلياني وميلر قد تكون غير صائبة. يمكن تعديل تصرف المستثمر لتؤدي عملية المراجعة إلى توازن القيمتين السوقيتين للمؤسستين حسب هانز وسبرانكل.

بافتراض أن المستثمر سيبيع ما لديه αE_1 ويشتري αE_2 وحدة نقدية من أسهم المؤسسة الثانية ويقترض الباقي $\alpha(E_1 - E_2)$ بمعدل فائدة Γ . يصبح العائد الجديد Y_2' للمستثمر كما يلي:

$$Y_2' = \alpha(X - \Gamma D_2) + \Gamma \alpha(E_1 - E_2)$$

$$= \alpha X + \Gamma \alpha(V_1 - V_2)$$

في هذه الحالة، $Y_2' > Y_1$ لما $V_1 > V_2$ ، لكن $\sigma_{Y_1}^* = \sigma_{Y_1}$.

ومنه، تحت هذه الإستراتيجية، يمكن أن يكون للمراجعة دور معادلة كل من القيمة السوقية للمؤسسة الأولى والقيمة السوقية للمؤسسة الثانية.

فالمستثمر، حسب موديقلياني وميلر، سيشتري الكثير من أسهم المؤسسة الثانية $\alpha E_1(E_2/V_2)$ ويقترض القليل $\alpha E_1(D_2/V_2)$. أما في حالة هانز وسبرانكل، فإن المستثمر سيشتري فقط αE_2 من الأسهم وهي أقل من $\alpha E_1(E_2/V_2)$ ، ويقترض $\alpha(E_1 - E_2)$ أكبر من $\alpha E_1(D_2/V_2)$ لما $V_1 > V_2$.

ومنه، فإن عملية المراجعة حسب موديقلياني وميلر تؤدي إلى توازن القيمتين السوقيتين لمؤسستين مختلفتين في الهيكلة المالية وتنتميان إلى نفس شريحة المخاطرة لكن ليس بنفس الإستراتيجية التي وردت في مقالهما المنشور سنة 1958 بل حسب الإستراتيجية التي أوضحها هانز وسبرانكل في سنة 1969.

4-2-3- الاقتراح الثاني لموديقلياني وميلر

يشير الاقتراح الثاني لموديقلياني وميلر بأن الرافعة المالية للمؤسسة ليس لها أي أثر على التكلفة المرجحة لرأس المال أي تكلفة رأس المال، وأن تكلفة الأموال الذاتية هي دالة خطية لنسبة الديون على الأموال الذاتية.⁽¹⁾

¹ - Anne P Villamil, The Modigliani-Miller Theorem, The New Palgrave Dictionary of Economics, p: 1.

رغم أن التغيير في الهيكلية المالية للمؤسسة لن يغير من القيمة السوقية لها كما جاء في الاقتراح الأول لمودigliاني وميلر، إلا أن ذلك سيحدث تغييرا مهما في قروض المؤسسة وحقوق ملكيتها.⁽¹⁾

مما سبق، فإن الصيغة الرياضية لتكلفة رأس المال k هي كما يلي:

$$k = \frac{D}{V} k_d (1 - \tau) + \frac{E}{V} k_e$$

ومن خلال الفرضيات التي وضعها مودigliاني وميلر، فإنه لا وجود للضريبة، أي $\tau = 0$ ، ومنه فإن تكلفة رأس المال k حسب مودigliاني وميلر هي:

$$k = \frac{D}{V} k_d + \frac{E}{V} k_e$$

وبتعديل بسيط على المعادلة السابقة، يمكن استنتاج الصيغة الرياضية لتكلفة الأموال الذاتية أو المعدل العائد الذي يطلبه المساهمون k_e كما يلي:⁽²⁾

$$k_e = k + (k - k_d) \frac{D}{E}$$

ومن هذا التحليل، عرض مودigliاني وميلر مضمون الاقتراح الثاني، وهو أن معدل العائد المطلوب من المساهمين في مؤسسة تعتمد على القروض في هيكلتها المالية تساوي معدل العائد المطلوب من قبل مؤسسة مماثلة وتنتهي إلى نفس شريحة المخاطرة ولكنها لا تعتمد على القروض إضافة إلى بدل المخاطرة الذي يحدد بالفرق بين تكلفة رأس المال وتكلفة القروض مضروبا في نسبة الاقتراض إلى الأموال الذاتية. ويجب توضيح بأن بدل المخاطرة $k - k_d$ ما هو إلا عائدا إضافيا يعوض عن المخاطر المالية التي يتعرض لها المساهمون بسبب الاقتراض.⁽³⁾

3-4- انتقادات نظرية مودigliاني وميلر

تمحورت الانتقادات الموجهة إلى تحليل مودigliاني وميلر بالرغم من تعددها حول واقعية النموذج، فقد تم انتقاد هذه النظرية في مجانية الأسواق. في حين أن النظرية تؤدي دورا أساسيا في تحليل كلا من مودigliاني وميلر، لأن قبول النظرية مشروط بتدخل آلية المراجعة التي تفترض مسبقا وجود إمكانية إحلال مطلق بين الأوراق المالية التي تكون لها خصائص متطابقة من حيث المخاطرة والمردودية.

¹ - Jack Becker, "General Proof of Modigliani-Miller Propositions I and II using Parameter- Preference Theory", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Cambridge University Press, Vol.13, No.1, 1978, pp :67-68.

² - Serge Dormard, "Arbitrages et endettement de la firme: Une généralisation", *Revue économique*, Ecole des hautes études, des facultés de droit et de lettres, Paris, Vol. 26, No.4, 1975, p : 531.

³ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2008، ص: 565.

من جهة ثانية، فقد انتقد هذا النموذج من حيث فرضية عدم وجود الضرائب، وهذا ما لا يمكن قبوله في وجود فوائد قابلة للتخفيض في حساب الضرائب، في حين أن المساهمين ليس لهم الحق إلا في الأرباح بعد الضرائب.

كما أنه حسب النظرية دائما، فإن المتعاملين في السوق المالية يجب أن يكون لهم نفس طريقة تقدير المخاطرة لمعدل مديونية معين، سواء كانت هذه المديونية مكتتبه مباشرة من قبل المستثمرين، أو من قبل المؤسسة التي يحوزون على قسم من أسهمها، إضافة إلى أن تكلفة القروض يجب أن تكون ذاتها سواء كان الاكتتاب من قبل المؤسسة أو من قبل المستثمرين.

لكن في الواقع، المخاطرة المقدره ليست نفسها بالنسبة لكل المستثمرين والأعوان الاقتصاديين، فهي تختلف حسب ما إذا كانت الاستدانة فردية أو من قبل المؤسسة التي سيصبح فيها مساهما، كما أن المخاطرة غير مرتبطة إلا بمبلغ الأموال الموظفة في المؤسسة المقترضة فيما يتعلق بشروط الإقراض.

قدم ستيفلitz (1969) Stiglitz خمسة حدود لنظرية موديفلياني وميلر، وهي: (1)

- ارتباط النظرية بوجود شريحة المخاطرة.
- يبدو أن استعمال المخاطرة على النتائج المحتملة يعبر عن الهدف بدلا من استعمال التوزيعات الاحتمالية.
- تعتمد النظرية على التوازن الجزئي بدلا من التوازن الكلي في التحليل.
- لم يكن من الواضح ما إذا كانت النظرية تستعمل في الأسواق التنافسية فقط.
- ليس واضحا تأثير إمكانية الإفلاس على صحة النظرية إلا في ظروف خاصة.

4-4- نظرية موديفلياني وميلر في وجود الضرائب

بعد الدراسة التي قام بها موديفلياني وميلر سنة 1958، والتي أوضحت بأن الهيكل المالية للمؤسسة مستقلة تماما عن قيمتها السوقية، لم يكتفيا بهذه الدراسة فقط، بل تجاوزا ذلك ودرسا أثر الهيكل المالية للمؤسسة في ظل وجود الضرائب وكذا تكاليف الإفلاس كمتغيرين يؤثران على القيمة السوقية للمؤسسة من خلال المقال الذي نشره سنة 1963 (2). حيث قدما تحليلا جديدا للهيكل المالية.

¹ - Joseph E. Stiglitz, "A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem", The American Economic Review, The American Finance Association, Vol. 59, No. 5, 1969, p: 784.

² - Franco Modigliani and Merton H. Miller, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", The American Economic Review, American Economic Association, Vol. 53, No.3, 1963, pp: 433-443.

حسب موديفلياني وميلر، فإن اعتماد المؤسسة على الديون يسبب أثرين، أثر إيجابي وأثر سلبي، فالأثر الإيجابي يتمثل في الاقتصاد الضريبي *Tax Shield*، ويتمثل الأثر السلبي في تكلفة الإفلاس.⁽¹⁾

أكد موديفلياني وميلر سنة 1963 بأن للديون أثرا إيجابيا على قيمة المؤسسة مهما كانت نسبتها ومستواها في الهيكلية المالية لها،⁽²⁾ وذلك بسبب ما تحققه الديون من اقتصاد ضريبي، والذي ينشأ بسبب اعتماد المؤسسة على الاستدانة في التمويل، حيث إن زيادة التمويل بالديون في الهيكلية المالية للمؤسسة يترتب عليها انخفاضا مستمرا في تكلفة رأس المال، مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، وينشأ هذا التأثير نظرا لاعتبار فائدة الديون كمصاريف تتحملها المؤسسة قبل أن تخضع للضريبة.⁽³⁾ ولذلك، فإن القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تكون أعلى من القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة بمقدار الاقتصاد الضريبي.

ولتوضيح ذلك رياضيا، يتم افتراض مؤسستين متماثلتين في جميع الخصائص عدا الهيكلية المالية، وتنتميان إلى نفس شريحة المخاطرة. فالمؤسسة الأولى L مقترضة وقيمتها السوقية $V_L = E_L + D_L$. أما المؤسسة الثانية U غير مقترضة وقيمتها السوقية $V_U = E_U$ ، يعطيان عائدا تشغيليا صافيا X .

وليكن مستثمر ما بإمكانه تكوين محفظتين مالييتين، المحفظة الأولى تتكون من نسبة α من المؤسسة L ، أما المحفظة الثانية فتتكون من نسبة α من المؤسسة U واقتراض $\alpha(1-\tau)D_L$ بمعدل k_d ، حيث تمثل τ معدل الضريبة.

تعطي المحفظة الأولى دخلا Y_1 ، حيث $Y_1 = \alpha(X - k_d D)(1 - \tau)$ ، أما المحفظة الثانية تعطي دخلا Y_2 ، حيث $Y_2 = \alpha X(1 - \tau) - \alpha(1 - \tau)D_L k_d$.

وعند توازن السوق المالية، فإن للمحفظتين نفس قيمة العائد، ومنه:

$$\begin{aligned}\alpha E_L &= \alpha E_U - \alpha(1 - \tau)D_L \Rightarrow E_L = E_U - D_L + \tau D_L \\ &\Rightarrow E_L + D_L = E_U + \tau D_L \\ &\Rightarrow V_L = V_U + \tau D_L\end{aligned}$$

¹ - Aswath Damodaran, **Op-cit**, 2007, p: 753.

² - Franco Modigliani and Merton H. Miller, **Op-cit**, 1963, p: 438.

³ - حمزة محمود الزبيدي، **مرجع سابق**، 2004، ص: 808.

والملاحظ من النتيجة الأخيرة، أن القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة V_L تساوي القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة V_U إضافة إلى الاقتصاد الضريبي τD_L .

ومنه، فإن الهيكل المالية المثلى التي تعظم القيمة السوقية لأعلى حد هي لما تستدين المؤسسة أقصى ما يمكن. نظرياً، فإن الهيكل المالية المثلى هي عند مستوى استئانة تمثل 100% من الهيكل المالية للمؤسسة. (1) أما تكلفة رأس المال فهي تنخفض عند كل زيادة في نسبة الاستئانة. (2) يمكن حساب قيمة الاقتصاد الضريبي TS بطريقة أخرى، وهي باستعمال تكلفة الديون المعدلة، كما يلي: (3)

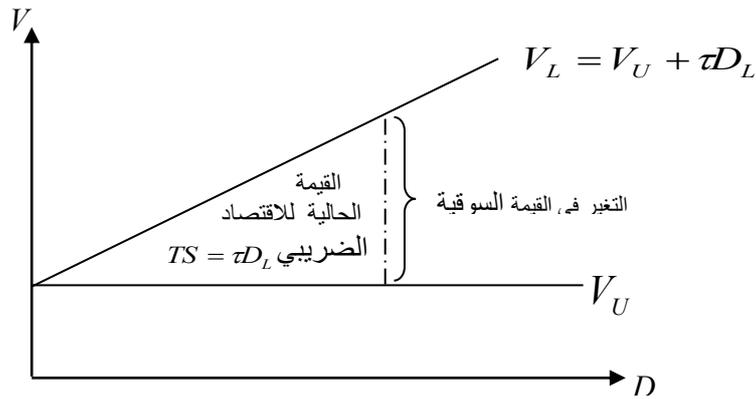
$$TS = \frac{\tau \times k_d \times D}{k_d} = \tau \times D$$

يمكن تعديل الاقتراح الثاني لموديفلياني وميلر، وذلك بإدخال الضرائب τ في تكلفة الأموال الذاتية k_e ، فتصبح بذلك:

$$k_e = k + (k - k_d)(1 - \tau) \frac{D}{E}$$

يوضح الشكل رقم (3-3) القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة مقارنة بالقيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة عند مستويات مختلفة من الاستئانة في الهيكل المالية للمؤسسة المقترضة.

الشكل رقم (3-3): تأثير الضرائب على القيمة السوقية للمؤسسة حسب نظرية موديفلياني وميلر



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2004، ص: 813.

¹ - Denzil Watson and Antony Head, **Corporate Finance, Principles & Practice**, Pearson Education, England, Fourth Edition, 2007, p: 267.

² - Eli Schwartz, "A Note on the Cost of Capital, Leverage, Dividends, and the Corporate Veil", **Southern Economic Journal**, Southern Economic Association, University Richmond, USA, Vol. 31, No. 1, 1964, p:58.

³ - Pierre Vernimmen and all, **Op-cit**, 2009, p: 696.

وكما هو ملاحظ من خلال الشكل أعلاه، فإن للضريبة أثرا إيجابيا على المؤسسة المقترضة، وكلما زادت الديون في الهيكل المالية كلما زاد هذا الأثر الإيجابي. لذا، فإن الهيكل المالية المثلى تكون عند مستوى استنادة أقصى أي 100%.

4-5. نظرية موديقلياني وميلر في وجود تكاليف الإفلاس

تتفرد المؤسسات المقترضة بتحملها نوعا من المخاطر تسمى بالمخاطر المالية، وهي مخاطر إضافية تتحملها المؤسسة بسبب احتمالات فشلها في تسديد ما عليها من قروض أو فائدة القروض أو كليهما. يعطي هذا الاحتمال الحق لمقرضي المؤسسة في اتخاذ الإجراءات القانونية التي قد تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة.

أغفلت نظرية موديقلياني وميلر سنة 1958 تكاليف الإفلاس، وذلك بسبب افتراض أن السوق المالية فعالة. ففي ظل فرضية فعالية السوق المالية، فإن المؤسسة تكون دائما قادرة على التمويل سواء بالاستنادة أو بالأموال الذاتية بدون مخاطرة. لكن في الواقع، حتى ولو كانت السوق المالية فعالة، فإنها لا تعتبر مثالية للتمويل. فإذا استندت المؤسسة بمستويات عالية، فإنها ستواجه إمكانية التخلف عن أداء التزاماتها تجاه الدائنين، وبالتالي فإنها معرضة لإشهار إفلاسها وبالتالي تصفيتها.

تتضمن تكاليف الإفلاس نوعين من التكاليف حسب أتمان (1984) Attman، وهما تكاليف إفلاس مباشرة، وتشمل تكاليف دفع معدلات أعلى من الفائدة للمقرضين لتعويضهم عن ارتفاع المخاطرة الناجمة عن الاستنادة، وإذا اضطرت المؤسسة إلى التصفية أو الإفلاس، فإنها تتضمن تكاليف توظيف المحامين والمحاسبين لإدارة عملية التصفية. وتكاليف إفلاس غير مباشرة، وتتضمن فقدان المبيعات وتراجع شهرة المؤسسة نتيجة لوجود المؤسسة في أقصى مستويات العسر المالي نتيجة الإفراط في الاستنادة. وإذا أشهرت المؤسسة إفلاسها، فإنها ستكون مضطرة لبيع أصولها بأسعار أقل من قيمتها السوقية وكذا فقدان الأرباح نتيجة لانخفاض كفاءة عمليات المؤسسة قبيل وقوع الإفلاس.⁽¹⁾

في المقابل، إذا ارتفعت مستويات الديون في المؤسسة، فإن المساهمين يدركون حجم المخاطر التي تواجهها المؤسسة. وبالتالي، سيطلبون بعائد أعلى لتعويضهم عن تلك المخاطر.⁽²⁾

وهكذا، كلما زاد الاقتراض كلما زادت تكلفة الإفلاس، وعليه يحصل ارتفاع في تكلفة رأس المال الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، حيث أكد موديقلياني وميلر انطلاقا من

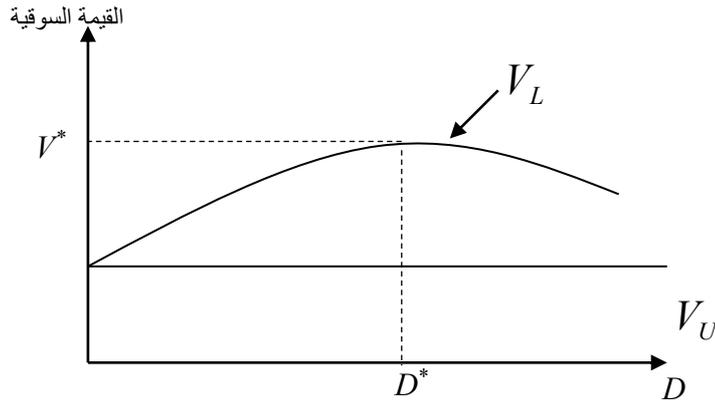
¹ - Zane Swanson, Bin Srinidhi and Ananth Seetharaman, **the Capital Structure Paradigm: Evolution of Debt/Equity Choices**, Praeger, London, 2003, p: 68.

² - Denzil Watson and Antony Head, **Corporate Finance, Principles & Practice**, Pearson Education, England, Fourth Edition, 2007, p: 268.

العلاقة العكسية بين تكلفة رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة، بأن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة سوف تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس. وعليه، فكلما زادت القروض كلما زادت تكلفة الإفلاس ويسبب ذلك استمرار الانخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة.

يوضح الشكل رقم (3-4) القيمة السوقية للمؤسسة عند مستويات مختلفة من الاستدانة في هيكلتها المالية وذلك في ظل وجود تكاليف الإفلاس.

الشكل رقم (3-4): أثر تكلفة الإفلاس على القيمة السوقية للمؤسسة



المصدر: تم إعداد الشكل بناء على ما ورد في نظرية موديليانى وميلر في ظل وجود تكاليف الإفلاس

وعليه، فإنه حسب نظرية موديليانى وميلر وبإدخال الاقتصاد الضريبي وتكلفة الإفلاس، فإن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تساوي القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة مضافا إليها الاقتصاد الضريبي ناقص القيمة الحالية المتوقعة لتكلفة الإفلاس *The expected present Value of the Cost of Bankruptcy (EPVCB)*، وتصاغ رياضيا كما يلي:⁽¹⁾

$$V_L = V_U + \tau D_L - EPVCB$$

5- نظرية التوازن

برهن كل من موديليانى وميلر في ظل مجموعة من الفرضيات بأن قيمة المؤسسة تتأثر إيجابيا وسلبيا كلما زادت نسبة الاستدانة في الهيكلية المالية. فالأثر الإيجابي هو ما توفره الاستدانة من اقتصاد ضريبي والذي يؤدي من رفع القيمة السوقية للمؤسسة. أما الأثر السلبي فهو ظهور تكاليف الإفلاس التي تؤدي إلى خفض القيمة السوقية للمؤسسة كلما زادت نسب الاستدانة في الهيكلية المالية.

¹ - Pierre Vernimmen, *Op-cit*, 2009, p : 757.

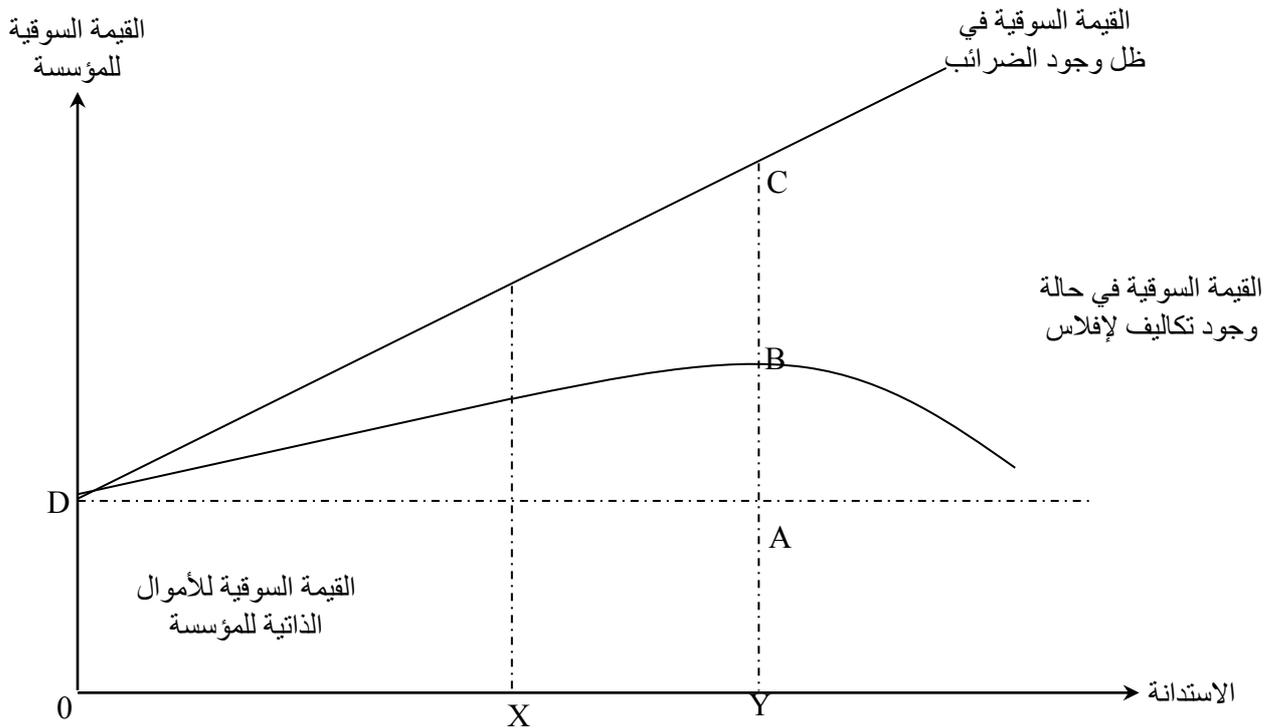
تقتضي نظرية التوازن أو المبادلة *The Trade-Off Theory* للهيكل المالية على أن القرار الأمثل للاقتراض هو تلك النسبة من الديون في الهيكل المالية التي تتساوى فيها التأثير الإيجابي للاقتصاد الضريبي مع التأثير السلبي لتكلفة الإفلاس.⁽¹⁾

حسب ميلر (1977) Miller، فإن نظرية التوازن تقارن بين العائد الذي تحقق من الديون وتكاليف الإفلاس،⁽²⁾ أي أن المؤسسة تقوم باختيار نسب الديون المثلى بالموازنة بين ما تحقق من مزايا نتيجة الضرائب والتكاليف المتعلقة بالديون.⁽³⁾

يعكس هذا التوازن التكامل بين كل من الأثرين الإيجابي للاقتصاد الضريبي والسلبي لتكلفة الإفلاس، حيث تكون القيمة السوقية للمؤسسة في أعلى حد لها عن نقطة التوازن.

يوضح الشكل رقم (5-3) القيمة السوقية للمؤسسة بدلالة مستوى الاستدانة في هيكلتها المالية في ظل وجود الضرائب وتكاليف الإفلاس.

الشكل رقم (5-3): القيمة السوقية للمؤسسة في وجود الضرائب وتكاليف الإفلاس



المصدر: Denzil Watson and Antony Head, *Op-cit.*, 2007, p: 268.

¹ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2008، ص: 573.

² - Robert Parrino and all, "Horses and Rabbits? Trade-Off Theory and Optimal Capital Structure", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Cambridge University Press, Vol. 40, No. 2, 2005, p: 260.

³ - Sudipto Sarkar and Fernando Zapatero, "The Trade-off Model with Mean Reverting Earnings: Theory and Empirical Tests", *The Economic Journal*, Willey-Blackwell for the Royal Economic Society, England, Vol. 113, No. 490, 2003, p: 834.

توضح المسافة AC قيمة الاقتصاد الضريبي الذي يتحقق بسبب الاستدانة. أما BC فهي توضح تكاليف مخاطر الإفلاس. وتوضح AB القيمة الصافية المضافة إلى المؤسسة المقترضة مقارنة بالمؤسسة غير المقترضة عند نقطة الاقتراض المثلى.

وكما هو مبين في الشكل رقم (3-5)، فإن زيادة الديون في المؤسسة يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لها، وذلك راجع للاقتصاد الضريبي الناتج عنها. ومن جانب آخر، يترتب على زيادة الديون أثر معاكس على القيمة السوقية للمؤسسة بسبب الأثر السلبي لتكلفة الإفلاس، لأنه كلما زاد الاقتراض كلما زادت تكلفة الإفلاس.

يرجع الارتفاع في القيمة السوقية في بداية الاقتراض إلى أن أثر الاقتصاد الضريبي يفوق أثر تكلفة الإفلاس، حيث إن تكلفة الإفلاس تكون منخفضة في المستويات المنخفضة من الديون. ومع الارتفاع المستمر لهذه الديون، تبدأ تكلفة الإفلاس في الارتفاع حتى يتساوى الأثران الإيجابي والسلبي، عند هذه الحالة تصبح القيمة السوقية في أعلى حد لها.

تكون الاستدانة عند النقطة Y أمثلية، فعند هذا المستوى من الديون تكون القيمة السوقية للمؤسسة في أعلى حد لها. أما قبل تلك النقطة، مثلاً عند X، فإن القيمة الحالية للاقتصاد الضريبي تجعل المؤسسة راغبة في زيادة الاقتراض طالما يؤدي ذلك إلى ارتفاع في القيمة السوقية، أي الاستفادة من مزايا التمويل بالديون. أما إذا تجاوزت المؤسسة مستوى الاستدانة Y، فإن القيمة السوقية للمؤسسة سوف تنخفض لأن تكلفة الإفلاس تصبح أكبر من القيمة الحالية للاقتصاد الضريبي.

تجدر الإشارة إلى أن العديد من الباحثين حاولوا إعطاء نسبة اقتراض مثلى رياضياً تحت بعض الظروف وبعض الفرضيات، من بينها الدراسة التي قام بها شنابل (1984) Schnabel،⁽¹⁾ حيث أثبت أنه إذا كان النموذج لفترة واحدة، وللمؤسسة أصول قيمتها السوقية في نهاية الفترة L، وكانت الأرباح قبل الضرائب والفوائد X، وكانت نسبة الضرائب τ ، ومعدل تكلفة الديون k_d ، فإن نسبة الاستدانة المثلى في ظل وجود كل من الاقتصاد الضريبي وتكاليف الإفلاس هي D'، تعطى كما يلي:

$$D' = \frac{X(1-\tau) + L}{1 + k_d(1-\tau)}$$

¹ - Jacques A Schnabel, "Bankruptcy, Interest Tax Shields and 'Optimal' Capital Structure: A Cash Flow Formulation", *Managerial and Decision Economics*, John Wiley & Sons, Ltd, Vol.5, No.2, 1984, pp: 116-119

جمعت نظرية التوازن بين النظرية التقليدية ونظرية موديفلياني وميلر، ومع ما أضافته من أفكار جديدة، إلا أنها بقيت عاجزة عن تفسير بعض الحالات التي تواجهها المؤسسات والمؤثرة على هيكلتها المالية وقيمتها السوقية، أهم تلك الحالات ما يلي:⁽¹⁾

- تنمو بعض المؤسسات وتزدهر على الرغم من انخفاض نسب الديون فيها متخلفة عن أهمية الاقتصاد الضريبي، وقد تكون لدى المؤسسات قائمة كبيرة بضريبة الدخل إلا أن نسب استدانته منخفضة.
- عند انخفاض معدلات الضريبة تبقى الكثير من المؤسسات لها نسب استدانة مرتفعة حتى في الحالات التي يكون فيها معدل الضريبة معدوماً.
- زيادة نسب الاقتراض على الرغم من ارتفاع معدلات الفائدة والتي تحد من الاقتصاد الضريبي للاقتراض.
- افتراض انخفاض تكلفة تعديل الهيكل المالية هو افتراض بعيد عن الواقع، ولا سيما عندما يكون حجم التعديل كبيراً. ولو صح ذلك، لأصبحت كل مؤسسة قادرة على التكيف للحالة المثلى من نسبة الاستدانة التي تلائمها، إلا أن هناك تكاليف وتأثيرات تتضمنها كل عملية تعديل.

أصبح من الواضح أن هذه النظرية قد فسرت جزء صغيراً من السلوك الفعلي للهيكل المالية. يضاف إلى ذلك، أن الدراسات التطبيقية لا تعطي إسناداً قوياً لنظرية التبادل، فالكثير من المؤسسات الناجحة تستخدم الاستدانة بشكل منخفض، وهذا يتناقض مع افتراضات نظرية التوازن، هذا الأمر كان له الأثر الكبير في تطور نظرية الإشارة والانتقال إلى النظرية الحديثة في الهيكل المالية التي تفسر بعض الغموض اتجاه سلوك المؤسسة حول هيكلتها المالية في الواقع الفعلي.⁽²⁾

المطلب الثاني: النظريات الحديثة لتفسير الهيكل المالية

تعتبر النظريات الحديثة لتفسير الهيكل المالية امتداداً للنظريات التقليدية، مع إسقاط بعض الفرضيات غير الواقعية واستبدالها بأخرى في الواقع، كإدخال أثر الوكالة بين المسيرين والمساهمين والدائنين، وإدخال الضرائب الشخصية في التحليل، أو دور عدم تماثل المعلومات ونظرية الإشارة. وهذا ما سيتم توضيحه في النقاط الأساسية لهذا المطلب.

1- نظرية الوكالة

اعتراض كل من جونسون وماكلين (1976) Jensen and Meckling نظرية موديفلياني وميلر فيما يتعلق بأن قرارات المؤسسة الاستثمارية مستقلة عن هيكلتها المالية. فالمساهمون في

¹ محمد على إبراهيم العامري، مرجع سابق، 2010، ص: 245.

² نفس المرجع، ص: 245.

المؤسسة المقترضة على سبيل المثال يمكنهم زيادة مخاطر الاستثمار لأصحاب السندات من خلال زيادة الديون، وذلك من خلال مشكلة إحلال أو استبدال الأصول، هذا السلوك من طرف المساهمين يؤدي إلى ظهور تكاليف الوكالة *Agency Costs* التي يجب على المؤسسة أن تسيطر عليها وتأخذها بعين الاعتبار في تحديد هيكلتها المالية.⁽¹⁾

تعرف نظرية الوكالة *Agency Theory* بأنها إطار فكري استخدم كأداة بحث لتفسير ظاهرة العلاقات التعاقدية التي عرفت في ميادين كثيرة من ميادين العمل والفكر الإنساني. وتنشأ علاقة الوكالة عندما يفوض أو يوكل شخص معين أو مجموعة من الأشخاص ويسمى الموكل أو الأصل شخصاً آخر أو مجموعة من الأشخاص ويسمى الوكيل للقيام بأداء خدمة أو مهمة محددة بالنيابة.⁽²⁾ تركز نظرية الوكالة على الفرضيات الموالية:

- يتمتع أطراف الوكالة بالرشادة النسبية كما أن تصرفاتهم مؤسسة على تعظيم منافعهم الذاتية.
- دوال أهداف الموكل والوكيل غير متوافقة، كما أن هناك قدراً من التعارض في المنافع بينهما.
- بالرغم من وجود تعارض في دوال أهداف طرفي الوكالة، فإن هناك حاجة مشتركة للطرفين في بقاء العلاقة أو مؤسسة قوية في مواجهة المؤسسات الأخرى.
- هناك عدم تماثل في المعلومات لدى كل من الموكل والوكيل فيما يتعلق بموضوع الوكالة.
- يترتب على ما سبق، ضرورة توافر قدر من اللامركزية للوكيل يمكنه من اتخاذ بعض القرارات والقيام ببعض التصرفات دون الرجوع للموكل.
- للأصيل الرغبة في تعميم عقود الوكالة التي تلزم الوكيل بالسلوك التعاوني الذي يعظم منفعة طرفي الوكالة ويحول دون تصرف الوكيل على نحو يضر بمصالح الموكل.

أثبت هارت (1993) Hart وهارت وآخرون (1995) Hart et Al بأن تكلفة الوكالة تنشأ عند إدخال الديون في الهيكلية المالية. وأضاف لابورتا وآخرون (2000) Laporta et Al أن القانون الأساسي للمؤسسة وتنظيم الرقابة لها أثر على تكلفة الوكالة.⁽³⁾

تهتم نظرية الوكالة في المؤسسات حسب بارل ومينز (1932) Berle&Means وجونسون وماكلين (1976) Jensen&Meckling بمختلف المنازعات التي تنشأ انطلاقاً من تضارب المصالح بين المساهمين والمسيرين وبين المساهمين والدائنين.⁽⁴⁾

¹ - Hayne E Leland, "Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure", *The Journal of Finance*, The American Finance Association, Vol. 53, No. 4, 1998, p: 1213.

² - عدنان بن حيدر بن درويش، *حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة*، منشورات اتحاد المصارف العربية، 2007، ص: 74.

³ - Zane Swanson ;Bin Srinidhi and Ananth Seetharaman, *Op-cit*, 2003, p: 99.

⁴ -Rahul Kochhar, "Explaining Firm Capital Structure: The Role of Agency Theory vs. Transaction Cost Economics", *Strategic Management Journal*, Strategic Management Society (SMS), Vol.17, No.9, 1996, p: 715.

تقترح هذه النظرية تفسيراً لسلوك مختلف المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة. مثل المسيرين، المساهمين، المقرضين والمدنيين بشكل عام، ومحاولة ملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد الهيكل المالية. وتنطلق هذه النظرية من فرضيتين أساسيتين وهما أنه ليس بالضرورة أن تكون أهداف المسيرين والمساهمين متطابقة، ثم إن المتعاملين ليسوا متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها.⁽¹⁾

تصنف تكلفة الوكالة بحسب الهيكل المالية المستخدمة في تمويل المؤسسة إلى تكلفة الوكالة للأموال الذاتية وتكلفة الوكالة للاستدانة.

تحاول العديد من المؤسسات الاستثمار في فرص النمو المتاحة لها باستخدام مصادر التمويل الداخلي والتمويل الخارجي. وفي حالة اكتفاء المؤسسة بتمويل تلك الفرص باستخدام التمويل الداخلي والمتمثل في احتجاز الأرباح، فإنها تلجأ إلى مصدر التمويل الخارجي المتمثل في إصدار الأسهم، عند ذلك، فإن المؤسسة تواجه حالة الصراع المحتملة بين المساهمين أي الموكل وبين المسيرين أو الوكيل بسبب عدم تماثل المعلومات.

وقد أوضحت الدراسات المعاصرة في نظرية الوكالة أن مشكلة الوكالة تبلغ ذروتها بسبب عدم تماثل المعلومات والتي تعود أساساً إلى عدم قدرة الموكل على ملاحظة أداء الوكيل بصورة مباشرة، فضلاً عن أن المعلومات التي يمتلكها الوكيل عن المؤسسة أكثر من المعلومات التي يمتلكها الموكل، وتقل تلك المشكلة عندما تتوافر لدى المؤسسة السيولة المالية.⁽²⁾

تكمن مشكلة الوكالة في احتمالية الصراع على الأهداف الموجودة في العلاقة بين المساهمين والمسيرين. فالمسير يقوم على إرضاء مصلحته الشخصية بدلاً من مصلحة المساهم والمتمثلة في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة. فسعي أطراف الوكالة وراء تعظيم مصالحهم الشخصية والقيام بتصرفات تؤثر سلباً في مصلحة الطرف الآخر، ومن ثم في قيمة المؤسسة. فكل طرف يعترف بأن رفايته الشخصية تعتمد على ديمومة المؤسسة ولكن في الوقت نفسه له الحافز على اتخاذ الأفعال التي تقلل من قيمة المؤسسة وفرصة استمرارها، وهذا ما يتطلب استخدام بعض الوسائل التي تمكن المساهم من متابعة ومراقبة المسير والتأكد على مدى التزامه باتخاذ القرارات التي تعظم القيمة السوقية للمؤسسة.

¹ - يوسف قريشي، مرجع سابق، 2005، ص: 153.

² - محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص: 233-234.

يتضمن استخدام المساهم لوسائل المراقبة للمسير تكاليف الوكالة، هذه التكاليف تصنف إلى ثلاثة أنواع، النوع الأول هو تكاليف المراقبة، والتي يتحملها الموكل من أجل التحقق من أن تسيير الوكيل منسجم مع هدف تعظيم منفعته، أي هي تلك التكاليف التي تنجم عن تتبع ورصد الوكيل لدفعه بأن يعمل لتحقيق مصلحة موكله. أما النوع الثاني من تكاليف الوكالة، فهي تكاليف البرهنة، وهي مجسدة في المصاريف التي يقوم بها الوكيل من أجل التأكيد على نوعية سلوكه للموكل، من خلال المؤشرات التي يظهرها الوكيل للموكل والتي يعبر له من خلالها على حسن التسيير. أما النوع الثالث والأخير، فهي التكاليف الباقية، والتي تظهر عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لهذا التوكيل، أي التي تنجم عن استحالة ممارسة مراقبة شاملة لتسيير الوكيل.⁽¹⁾

كما توجد تكاليف الوكالة للاستدانة، فعند تمويل المؤسسة بواسطة الديون التي تعتبر أقل تكلفة، تمتد مشكلة الوكالة إلى العلاقة بين المساهمين والدائنين، بافتراض أن المسير يعمل لصالح المساهم، ويظهر نوعاً آخر من تكاليف الوكالة وهي تكاليف الوكالة للاستدانة، والتي تزداد بازدياد نسبة الاستدانة في الهيكل المالية للمؤسسة، وذلك بسبب تكاليف التدابير الوقائية أو التحوطية التي يضعها الدائن، فضلاً عن تكلفة المساهمين. فعندما تستخدم المؤسسة التمويل المقترض، فإن الدائن يهتم بالتعرف على المخاطرة المالية والمخاطرة التشغيلية وكذلك التدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل.

يسيطر المساهمون في المؤسسة باعتبارهم مالكي المؤسسة على إستراتيجية الاستثمار والتشغيل. وقد يركزون مصالحهم المباشرة وذلك عن طريق الاستثمار في مشاريع قد تؤدي إلى تقليل القيمة السوقية للمؤسسة، إذ يقوم بعض المساهمين والمسيرين بعد إصدار السندات والاقتراض من البنوك بإعادة هيكلة موجوداتها ذات المخاطرة المنخفضة واكتساب الموجودات ذات المخاطرة العالية، والذي من المتوقع أن يكون له معدل عائد مرتفع، فإذا جرت الأمور بهذا الشكل، فإن المساهمين هم المستفيدون من هذا المعدل. أما إذا فشلت الاستثمارات ذات المخاطرة المرتفعة، فإن الخسارة يتحملها كل من المساهمين والدائنين. ومن هذا المنطلق، فإن الدائنين يضعون بعض الشروط في عقد الوكالة وذلك لحماية مصالحهم الخاصة.

ومنه، فإن زيادة مستوى الاستدانة في المؤسسة تؤدي إلى نقل المخاطرة. وبهذا، فإن تكلفة الوكالة للاستدانة تزداد أيضاً، ومع ارتفاع تكلفة الوكالة للاستدانة تنخفض القيمة السوقية للمؤسسة.

أشار ديامون (1989) Diamond إلى أن تكوين السمعة الجيدة للمؤسسة في نظر المقرضين يؤدي إلى تقليل تكاليف الوكالة الراجعة إلى تضارب المصالح بين المساهمين والمدنيين وبالتالي

1- يوسف قريشي، مرجع سابق، 2005، ص: 155.

زيادة القيمة السوقية للمؤسسة. وبصفة عامة، فإن المؤسسات ذات أقدمية تتمتع بسمعة جيدة، وبالتالي تتجه نسب الاستدانة فيها للارتفاع أكثر

في دراسة تجريبية قام بها أقرال وناقراجان (1990) Agrawal&Nagrajan فيما يتعلق بنظرية الوكالة في المؤسسات، وجدا بأن هناك دلالة واضحة حول امتلاك المسيرين أسهما في المؤسسات التي تعتمد على الأموال الذاتية بنسب كبيرة جدا أكبر من امتلاك المسيرين للأسهم في المؤسسات التي تعتمد على الديون في نفس الصناعة. كما وجدا بأن مشاركة الأسرة في إدارة المؤسسة غير المقترضة له دلالة كبيرة مقارنة بمشاركة الأسر في المؤسسات المقترضة. إضافة إلى ذلك، فإن المؤسسات غير المقترضة تتميز بسيولة عالية مقارنة بالمؤسسات المقترضة.⁽¹⁾

يمكن صياغة القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة V_L مقارنة بالقيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة V_U بإدخال كل من الاقتصاد الضريبي τD_L والقيمة المتوقعة الحالية لتكلفة الإفلاس $EPVCB$ وتكلفة الوكالة A كما يلي:

$$V_L = V_U + \tau D_L - EPVCB - A$$

2- أثر الضريبة الشخصية على الهيكل المالية

أدخل ميلر (1977) Miller في تحليل جديد للهيكل المالية الضريبة الشخصية التي يتحملها المساهمون على دخولهم من تلك الأسهم وكذلك التي يتحملها المقترضون على سنداتهم. كما أشار إلى الحالة الوحيدة التي يتحقق بها الاقتصاد الضريبي، وهي عندما لا يخضع الدخل الشخصي لحملة الأسهم للضريبة على دخولهم من تلك الأسهم. وفي حالة وجود الاقتصاد الضريبي TS فإنه يحسب بالصيغة الموالية D $TS = \left[1 - \frac{(1-\tau)(1-\tau_1)}{(1-\tau_2)} \right] \times D$ ، حيث تمثل τ معدل الضريبة على الأرباح، أما τ_1 فهي تمثل معدل الضريبة الشخصية على دخل المساهمين، وتمثل τ_2 معدل الضريبة على دخل المقرضين أي حملة السندات.⁽²⁾

ويعتقد ميلر أنه إذا كان $\tau_1 < \tau_2$ كنتيجة لانخفاض الضريبة على الأرباح للأسهم، فإن صافي دخل حملة السندات لا بد وأن يكون كبيرا لتعويض ارتفاع الضريبة على دخولهم، وإلا فإن المؤسسة لن تجد من يقرضها. وأشار كذلك إلى أن الاقتصاد الضريبي يتلاشى أو يصبح سالبا إذا كان معدل

1 - Anup Agrawal and Nandu J Nagarajan, "Corporate Capital Structure, Agency Costs, and Ownership Control: The Case of All-Equity Firms", *The Journal of Finance*, The American Finance Association, Vol. 45, No. 4, 1990, p:1330.

2- أوجين بريجهام وميشيل إيرهاردت ترجمة سرور علي إبراهيم سرور، الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي، دار المريخ للنشر، الرياض، الكتاب الأول، 2009، ص: 851.

الضريبة على الدخل الشخصي لحملة الأسهم أقل من معدل الضريبة على الدخل الشخصي لحملة السندات. وفي هذه الحالة، يصبح من المتوقع أن تستمر المؤسسة في زيادة نسبة الاقتراض حتى يصبح $(1 - \tau_2) = (1 - \tau_1)(1 - \tau)$ ، وهو ما يمثل حالة التوازن أي انعدام الاقتصاد الضريبي، وبذلك فإن أية زيادة في الاقتراض لن تضيف شيئاً لقيمة المؤسسة.

والجدير بالذكر أن دراسة ميلر تقوم على افتراض أن معدل الضريبة الشخصية على دخل المساهمين يمكن أن يساوي الصفر، وهذا متوقع حدوثه عملياً. فإذا حققت المؤسسة أرباحاً وقامت باحتجازها ونجم عن ذلك ارتفاع القيمة السوقية للأسهم، ولم يتم حملتها ببيعها فلن تتحقق أرباحاً فعلية، ومن ثم لن يكون هناك مجال لفرض ضريبة على دخولهم من تلك الأسهم. وهو ما أكدته ميلر وشكولز (1978) Miller&Scholes، حيث أوضحوا أن المساهمين قادرين عملياً على تأجيل بيع الأسهم وبالتالي تأجيل الحصول على الأرباح وعدم دفع الضريبة.

ناقش ليتزنبارغر وفان هورن (1978) Litzenberger&Van Horne في مقالة لهما تأثير الضرائب المتعلقة بالمؤسسات وتكلفة الإفلاس على السوق المالية، حيث أكدوا أن أي تغيير في الضرائب (ارتفاعها) قد تجعل الأسهم في أسوأ حال، خاصة إذا كان سعرها السوقى أقل من سعرها الاسمي، وكذا تأثير تعديل الضرائب الشخصية على المستثمرين، حيث إن حملة الأسهم العادية لا يجمعون على زيادة الديون في الهيكلة المالية تحت تأثير هذه الضرائب، فهم يفضلون الحفاظ على الهيكلة المالية الحالية (للحفاظ على تكلفة الإفلاس)، لأن اللجوء إلى الديون تعني نقص العائد المتاح للمساهمين. وبالتالي، بفضل وجود الضرائب الشخصية فإنه سيتم فقدان قيمة من العائد الذي كان من المفروض أن يحصلوا عليه.⁽¹⁾

3- نظرية الترتيب السلمي

تعتبر نظرية الترتيب السلمي *Pecking-Order Theory* أو كما تسمى أيضاً بنظرية أولوية مصادر التمويل من أهم النظريات تأثيراً في علم مالية المؤسسة،⁽²⁾ وهي كنظرية قامت من أجل المفاضلة بين مصادر التمويل الداخلية أو الذاتية ومصادر التمويل الخارجية.

تقوم نظرية الترتيب السلمي بترتيب مصادر التمويل للمؤسسة،⁽³⁾ فحسب مايرز Myers (1984) صاحب نظرية الترتيب السلمي والذي تأثر بالأدبيات المالية السابقة وبما في ذلك كتاب

¹ - Zane Swanson ;Bin Srinidhi and Ananth Seetharaman, **Op-cit**, 2003,p: 49.

² - Atiyet Ben Amor, "The Pecking Order Theory and the Static Trade Off Theory: Comparison of the Alternative Explanatory Power in French Firms", *Journal of Business Studies Quarterly*, Gale Cengage Learning, Michigan (USA), Vol.4, No.1, 2012, p: 2.

³ - Oliver E Williamson, "Corporate Finance and Corporate Governance", *The Journal of Finance*, The American Finance Association, Vol. 43, No. 3, 1987, p: 585.

دونالدسون (1961) Donaldson، فقد أثبت بأن الاختيار العكسي *Adverse Selection* في المؤسسة يؤدي إلى تفضيل الأرباح المحتجزة والتي هي أفضل من الديون، والديون بدورها أفضل من الأسهم من ناحية التمويل.⁽¹⁾

تعتمد نظرية الترتيب السلمي على مفهوم عدم تماثل المعلومات، ويقصد بعدم تماثل المعلومات في المؤسسة أن للمسيرين معلومات خاصة بالزبائن، المخاطرة، قيمة المؤسسة وغيرها أكثر مما لدى المستثمرين الخارجيين. فعندما تقوم المؤسسة بالإعلان عن زيادة في توزيع الأرباح، فإن القيمة السوقية للسهم ترتفع لأن المستثمرين يترجمون هذه الزيادة على أنها دليل لثقة المسيرين في حصول المؤسسة على أرباح مستقبلية. بصيغة أخرى، فإن زيادة الأرباح ما هي إلا تحويل لمعلومة متوفرة من المسيرين إلى المستثمرين، هذا التحويل لا يكون إلا إذا كان للمسيرين معلومات أكثر وأوفر.

عدم التماثل في المعلومات يؤثر على الاختيار بين التمويل الداخلي والخارجي، وبين الإصدارات الجديدة للسندات والأسهم، هذا ما يقود إلى وضع ترتيب سلمي لطرق التمويل. فالاستثمارات تمول أولاً عن طريق الأموال الداخلية، وبصفة خاصة عن طريق إعادة استثمار الأرباح، ثم عن طريق إصدارات جديدة للسندات، وأخيراً عن طريق إعادة إصدارات للأسهم التي تأتي في آخر السلم.

وبالتالي، يمكن ترتيب مصادر التمويل حسب نظرية الترتيب السلمي كما يلي:

- تفضيل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي.
- وإن كانت المؤسسة بحاجة إلى تمويل خارجي، فإن المؤسسة تصدر الأوراق المالية المضمونة أولاً، ذلك أنها تبدأ بالديون، ثم إصدار الأوراق المالية الهجينة مثل السندات القابلة للتحويل، وأخيراً القيام بإصدار أوراق الملكية الخارجية والمتمثلة بالأسهم العادية.
- لكل مؤسسة نسبة من الاستدانة في هيكلتها المالية تعكس احتياجاتها المترامية للتمويل الخارجي، أي أنه لا توجد نسبة استدانة معرفة بدقة ومحددة كهدف يجب الوصول إليه.

4- نظرية الإشارة

تقوم نظرية الإشارة *Signal Theory* حسب المقال الذي نشره كل من مايرز وماجلوف (1964) Myers&Majluf⁽²⁾ على قاعدة أساسية وهي عدم تماثل المعلومات الذي تتصف به

¹ - Murray Z.Frank and Vidhan K.Goyal, "Tradeoff and Pecking Order Theory of Debt", *Handbook in Finance Series*, Vol. 7, 2005, p: 19.

² - Stewart C. Myers and Nicholas S. Majluf, "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Simon School of Business, Rochester, New York, Vol.13, No.2, 1984, pp: 187-221.

الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنتشرها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة. ومن ثم، فإن هذه النظرية تنطلق من إمكانية المسيرين في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أداء أقل، وخاصية هذه الإشارات هو صعوبة تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة. تتعدد الإشارات، من بينها الهيكلية المالية، سياسة مكافآت رأس المال، اللجوء إلى أوراق مالية معقدة أو إلى شروط خاصة في مختلف السياسات المالية وغيرها.

تستند نظرية الإشارة إلى فكرتين وهما أن نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات، فبإمكان المسير في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمر، أما الفكرة الثانية فهي حتى وإن كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنه لا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة⁽¹⁾.

تقترح هذه النظرية نموذجاً يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلتها المالية. فالمستثمرون يقسمون كل المؤسسات الموجودة في السوق إلى صنفين A و B، بحيث إن المؤسسات من الصنف A أحسن أداء من المؤسسات من الصنف B. من أجل تصنيف المؤسسات في المجموعتين A أو B، يحدد المستثمرون في السوق مستوى من المديونية D^* تسمى بالمديونية الحرجة. فالمؤسسات ذات النوعية الرفيعة A لها القدرة على الاستدانة أعلى من D' وهكذا.

للمسيرين معلومات أفضل حول الظروف الحالية للمؤسسة والفرص المستقبلية المتاحة مقارنة بالمستثمرين الخارجيين، هذا التباين في المعلومات له أثر مهم في تحديد التركيبة المثلى للهيكلية المالية للمؤسسة، حيث إنه من المعروف أن المؤسسة تلجأ إلى التمويل بالديون عندما تتوقع ظروفًا مستقبلية مشجعة، وذلك رغبة منها في عدم وجود من يشاركها النمو المحتمل. أما عندما تتوقع المؤسسة ظروفًا سيئة، فإنها تفضل اللجوء إلى التمويل عن طريق إصدار أسهم جديدة. غير أن ذلك لا يعني أن كل إصدار جديد للأسهم العادية يعني وجود توقع عن الظروف السيئة. فالمؤسسة ترغب في كثير من الأحيان المحافظة على طاقتها الافتراضية. فالهيكلية المالية للمؤسسة ترتبط بالإشارات الصادرة عنها والتي يمكن أن تحمل توقعات عن الظروف المستقبلية التي قد تواجهها⁽²⁾. كما يمكن لبعض المؤسسات أن تتخذ إجراءات مكلفة كثيرًا مقارنة بالمؤسسات الأخرى من أجل إعطاء إشارات جيدة للمؤسسة⁽³⁾.

1- عبد الوهاب دادن، "تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي - الإسهامات النظرية الأساسية"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 4، 2006، ص: 112.

2- عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، 2009، ص: 432-433.

3 - James C Brau and J. Troy Carpenter, "Small-Firm Uniqueness and Signalling Theory", Journal of Business, The University of Chicago Press, Vol.1, No. 1 2012, p: 51.

المبحث الثالث: المساهمات النظرية للهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تتفرد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمجموعة من الخصوصيات التي تميزها عن المؤسسات الكبيرة في الهيكل المالية، وهو ما أدى بالمهتمين بالإدارة المالية بإعطائها مجالا خاصا بأبحاثهم، وذلك عن طريق إسقاط النظريات الكلاسيكية والحديثة على هذه المؤسسات.

المطلب الأول: خصائص قرار التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يتطلب تحليل قرار التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من العوامل تفرزها وتمليها خصوصيات هذا النوع من المؤسسات. لم تتوقف الأبحاث المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن التطور، فقد تزايد شيئا فشيئا عدد الندوات والمجلات وأطروحات الدكتوراه التي اهتمت بهذا الصنف من المؤسسات، الأمر الذي قاد العديد من الباحثين إلى الكلام عن وحدة معرفية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. يمكن تفسير هذا الانفراد في البحث للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بعاملين أساسيين، هما:⁽¹⁾

- العامل الأول ذو طبيعة ميدانية، فهو ناتج عن الظرف الاقتصادي المتمسم بالتباطؤ في النمو الاقتصادي وارتفاع درجات عدم التأكد في السوق في ظل العولمة. وهنا تمثل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالنسبة للأعوان الاقتصاديين الوسيلة الكفيلة للاستجابة لحاجيات التكيف مع هذه العوامل.

- العامل الثاني ذو طبيعة نظرية، ففي واقع الأمر تمثل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حالة خاصة بالنسبة للنظرية المالية، كما أنها تمثل حقلا خاصا لتبادل المعلومات. هذه الخصوصية المالية أعطت للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حالة منفردة تستحق أن تكون موضوع بحث علمي مستقل.

اعتبر الباحثون بأن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ضعيفة الرسملة، أو أنها ذات إفراط في الاستدانة، لذلك فهي معرضة لخطر أكبر مقارنة بمثيلاتها من المؤسسات الكبيرة، وهو ما أشار إليه أنق (1992) Ang إلى مبررات لجوء وعدم لجوء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى الاستدانة كمصدر للتمويل، فمن بين هذه المبررات ما يلي:⁽²⁾

- وجود علاقات متينة بين المقاول والجهات المقرضة وخاصة البنوك، وهذا ما يؤدي في كثير من الأحيان إلى التمويل بتكاليف ضعيفة بسبب انخفاض تكاليف الوكالة والمراقبة.

¹- يوسف قرشي، مرجع سابق، 2005، ص: 175.

²- عبد الوهاب دادن، "الجدل القائم حول هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 7، 2009، ص ص: 315-316.

- الغياب الكلي أو الجزئي لفكرة المسؤولية المحدودة للديون المضمونة.
- عدم كثرة الدائنين بسبب احتمال وجود نزاعات عند تصفية المؤسسة، الأمر الذي يجعل الجهات الممولة لا تتردد كثيرا في إقراضها.
- عادة ما يميل أصحاب المؤسسات الصغيرة إلى المخاطرة. وعليه، فإن ارتفاع درجة الخطر يمكن أن تدفع المقاول إلى استعمال أثر الرافعة إلى أقصى حد ممكن.
- كما تتمثل أهم مبررات ضعف الاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيما يلي:
- وجود اختلافات في المعاملة الضريبية بين المقاولين والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- الرغبة في تجنب التمويل الخارجي للبقاء بعيدا عن شروط ومراقبة الجهات المقرضة.
- تكاليف الوكالة المرتبطة بوجود أطراف خارجية مقرضة.
- غياب تعدد نشاطات المؤسسة وارتفاع خطر الأعمال.
- ارتفاع تكاليف التمويل بسبب مشاكل المراقبة بالنسبة للأطراف الممولة.

المطلب الثاني: إسقاط النظريات الكلاسيكية على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

انطلاقا من نموذج موديفلياني وميلر (1958) Modigliani&Miller، فإن من بين الفرضيات الأساسية غير المنسجمة مع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هو وجود السوق المالية في حالة منافسة تامة. فهذه النظرية لا تأخذ بعين الاعتبار أثر الحجم أو درجة التطور على الهيكلة المالية للمؤسسة.

لارتفاع نسبة الديون في المؤسسة أثران، أثر إيجابي يتمثل في الاقتصاد الضريبي، وأثر سلبي والذي يتمثل في تكاليف الإفلاس. بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإن المعدل الهامشي للضريبة يكون صغيرا مقارنة بالمؤسسات الكبيرة، وهذا ما يقلل من الميزة الضريبية للديون، ويؤدي إلى اختلاف الهيكلة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مقارنة بالمؤسسات الكبيرة.

لاحظ باكلاوند وآخرون (1989) Buckland et al أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تستهدف نسبة استدانة معينة. لذلك، فإن أي نسبة استدانة أخرى تعتبر غير محددة حسب خصائص المؤسسة وبعيدة عن الاعتبارات النظرية المألوفة، ولقد قام كولي وإدوارد Cooley&Edwards (1983) باستجواب 97 مسيرا لمؤسسة صغيرة ومتوسطة حول العوامل التي تدفعهم إلى الاستدانة كمصدر للتمويل، وبينت هذه الدراسة أن عدم التأكد المتعلق بالمرودية المستقبلية من بين أهم العوامل، في حين أن القيود المفروضة على المؤسسة من قبل الجهات المقرضة تعتبر العامل الأقل أهمية، وتبين أن المؤسسات ذات نسبة الاستدانة الأقل ارتفاعا هي مؤسسات التي تمثل فيها

بالمردودية عنصرًا دالًا ومعبرًا، بينما المؤسسات ذات نسبة الاستدانة المرتفعة هي المؤسسات التي لها مستوى مهم لرقم الأعمال.(1)

كما أن تكاليف الإفلاس تكون مرتفعة في هذه المؤسسات (المؤسسات الصغيرة والمتوسطة)، فقد تم تأكيد ذلك تجريبيًا. ففي دراسة تجريبية قام بها ديبشاند وجورج Dipchand&George (1977) على عينة مكونة من 48 مؤسسة صغيرة ومتوسطة، وجدوا بأن تكاليف الإفلاس المباشرة مرتفعة بنسبة 40.6%. أما بالنسبة للمؤسسات الكبيرة، فلم يجد وارنر (1977) Warner علاقة ذات دلالة بين القيمة السوقية للمؤسسات الكبيرة وتكاليف الإفلاس المباشرة.(2)

مما سبق، وحسب ماك كونال وبوتيت McConnel&Pettit، فإن أثر كل من الضرائب وتكاليف الإفلاس يؤديان إلى أن نسبة الديون في الهيكل المالي المثلى للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تكون أقل مقارنة بنسبة الديون في الهيكل المالي المثلى للمؤسسات الكبيرة.(3)

المطلب الثالث: إسقاط النظريات الحديثة على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ونظرية الوكالة، فقد توصل كولوت وميشال Colot&Michel (1996) إلى أن هذه المؤسسات لا تعتبر أحسن أداة لتفسير الهيكل المالي لها، وهو ما وصل إليه أيضا كل من شارو Charreaux (1984) وأنق (1991) Ang.(4)

يكون مشكل عدم تماثل المعلومات في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بحجم أكبر مقارنة بالمؤسسات الكبيرة، وهذا راجع لعدم الشفافية المالية وبهيكل الملكية، وهو ما يولد ترددا بالنسبة للمقرضين فيما يتعلق بالقروض طويلة الأجل. كما أن المؤسسات الصغيرة جدا تلجأ إلى القروض قصيرة الأجل بدل استعمال السيولة المتوفرة لديها، وتقلل من تكاليف الوكالة بواسطة تقديم الضمانات.

حسب سيريت (1984) Suret، فإن تكاليف الوكالة تؤدي بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى التمويل بالديون بدلا من الأسهم، باعتبار أن تكاليف المراقبة تكون كبيرة في هذه المؤسسات، فإن دخول مساهمين جدد يؤدي إلى الزيادة في هذه التكاليف. ولتفاديها، فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تلجأ إلى التمويل عن طريق القروض بدلا من التمويل عن طريق إصدار الأسهم. وهذا ما توصل إليه أيضا رول (1983) Roll.

¹ - عبد الوهاب دادن، مرجع سابق، 2009، ص: 316.

² - Roch Simard, Op-cit, 1991, pp: 92-93.

³ - Idem, p : 93.

⁴ - Ibid, p : 96.

كما حاول لوندستوم (1993) Londstom اختبار قابلية تطبيق نظرية الوكالة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من خلال عينة مكونة من 207 مؤسسة سويدية، ووجد بأن نظرية الوكالة غير قادرة على إعطاء تفسير لطبيعة العلاقات بين المستثمرين والمالك المسير. وبالتالي، فهي لا تسمح بتفسير الهيكل المالية المختارة من قبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويعتبر لوندستوم بأن كمية ونوعية العلاقات بين المستثمرين والمؤسسة عاملا لتخفيض تكاليف الوكالة.(1)

فيما يتعلق بنظرية الترتيب السلمي التي تفترض أن المؤسسة تعتمد على ترتيب معين لتمويلها، انطلاقا من التمويل الداخلي إلى التمويل الخارجي. وفي التمويل الخارجي، فإن المؤسسة تفضل التمويل بالديون ثم الأصول القابلة للتحويل وأخير التمويل بإصدار الأسهم. فقد أكد ماير وماجليف (1984) Myers&Majluf بأن الترتيب الذي يجب أن تعتمد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتمويل نفسها لا يتعلق بتفضيلات المسيرين، بل يجب الأخذ بعين الاعتبار إمكانيات الوصول إلى الأسواق المالية والشكوك التي تعترض البنوك في إقراضها نتيجة تعاضم مخاطر الإفلاس.(2) رغم ذلك، فإن المؤسسات التي تولد أرباحا أكثر تلجأ إلى التمويل بالقروض بنسب أقل.

حاولت العديد من الأعمال التأكد من صحة مجمل هذه النظريات المالية في حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. فقد قام نورتون (1991) Norton بالتحقيق مع أكثر من 100 مسير مؤسسة صغيرة ومتوسطة في الولايات المتحدة الأمريكية، وخلص إلى أن العناصر المرتبطة بتكلفة الإفلاس، الوكالة وعدم تماثل المعلومات لا تفسر الهيكل المالية لهذه المؤسسات، في حين أن معظم قرارات المسؤولين الماليين تبدو متطابقة مع نتائج نموذج التمويل على أساس الترتيب السلمي، أي أن التمويل يكون بداية بمصادر التمويل الداخلية ثم مصادر التمويل الخارجية.(3)

وفي دراسة تجريبية قام بها غربي سنة 2010 لعينة مكونة من 438 مؤسسة صغيرة ومتوسطة جزائرية وذلك بهدف معرفة أثر إشكالية التمويل التي تعاني منها هذه المؤسسات على هيكلتها المالية، وجد بأن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تتفق في تمويلها مع نظرية الترتيب السلمي، كما تتفق المؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة مع نظرية الوكالة، وتفسر نظرية التوازن في شركات التضامن.(4)

¹ - Hans Landstom, "Agency Theory an Ditz A Applications to Small Firms: Evidence From the Swedish Venture Capital Markets", *The Journal of Small Business Finance*, Research Bible, Vol.3, No.2, 1993, pp: 167-170.

² - يوسف قريشي، مرجع سابق، 2005، ص: 179.

³ - نفس المرجع السابق، ص: 180.

⁴ - حمزة غربي، محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية والمالية، فرع مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2011، ص: 115.

خلاصة الفصل الخامس

لكي تقوم المؤسسة بتمويل المشاريع الاستثمارية، فإنه يجب عليها اختيار أحسن مصادر التمويل، وذلك عن طريق المزج بين مصادر التمويل الذاتية والخارجية، يسمى هذا المزيج بالهيكلية المالية، وكل مزيج تقابله تكلفة معينة وهي تكلفة رأس المال، تتغير هذه التكلفة بتغير نسب مزيج التمويل، وهدف المؤسسة هو اختيار أحسن مزيج والذي يقابله أقل تكلفة، وبالتالي أعلى قيمة سوقية للمؤسسة.

ظهرت عدة نظريات لتحديد الهيكلية المالية المثلى للمؤسسة، حيث بدأت هذه النظريات انطلاقاً من نظرية موديفلياني وميلر، والتي نصت بأنه في ظل عدة فرضيات فإنه لا يوجد أي أثر للهيكلية المالية على القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك بسبب ظهور عملية المراجعة بين المؤسسات التي تنتمي لنفس شريحة المخاطرة، كما وافقتها نظرية صافي ربح العمليات في ظل انعدام تكاليف الوكالة، الإفلاس وغياب الضرائب. أما النظرية التقليدية ونظرية صافي الربح، فإن الهيكلية المالية المثلى هي عند أعظم مستوى استنادة في الهيكلية المالية.

بعد ذلك، ظهرت عدة نظريات قامت على تعديل بعض الفرضيات غير الواقعية، وقد أكدت كلها وجود هيكلية مالية مثلى تؤدي إلى رفع القيمة السوقية للمؤسسة لأعلى قيمة لها، من بين نظرية موديفلياني وميلر بعد إدخال الضرائب. فقد أكدت الدور الإيجابي للضريبة. فعند مستوى استنادة 100%، فإن القيمة السوقية تكون في أعلى قيمة لها، وذلك بسبب الاقتصاد الضريبي، كما أكد ميلر في حالة إدخال الضرائب الشخصية، فإنه توجد هيكلية مالية مثلى، وكذلك الأمر في حالة وجود تكاليف الإفلاس وتضارب المصالح.

وحسب نظرية الترتيب السلمي، فإن المؤسسات تقوم بترتيب مصادر التمويل حسب ترتيب معين، وهي المصادر الداخلية أولاً، ثم المصادر الخارجية والتي لها ترتيب أيضاً، المصادر الأقل مخاطرة ثم المصادر الأكثر مخاطرة، وكذلك نظرية الإشارة التي أدخلت دور المعلومات في الهيكلية المالية، وما يسببه عدم تماثل المعلومات. كما تم إسقاط مختلف النظريات على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال العديد من الدراسات التجريبية، والتي تحاول التأكد من صحة النظريات في الواقع، ومدى تأثير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عليها. وفي الفصل الموالي، سيتم اختبار مختلف نظريات الهيكلية المالية على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

الفصل السادس: محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية

انطلقت دراسة الهيكل المالي ابتداء من فرضيات غير واقعية في مجملها، ثم بدأت في إسقاط بعض الفرضيات واستبدالها في الواقع. ومع ذلك، فقد بقيت أغلب النظريات المتعلقة بالهيكل المالي محل انتقاد وتعديل، وهو ما أدى بظهور عدة دراسات تجريبية ميدانية محاولة تفسير الهيكل المالي للمؤسسات وربط النظريات بالواقع.

رغم أن أغلب الدراسات التجريبية للهيكل المالي ارتكزت على المؤسسات الكبيرة فقط، إلا أنه ظهرت مؤخرا بعض الدراسات حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، هذه المؤسسات التي تتمتع بخصوصيات ومميزات مقارنة بالمؤسسات الكبيرة، وهذا ما يؤدي إلى اختلاف الهيكل المالي لها مع الهيكل المالي للمؤسسات الكبيرة.

وباعتبار أن دراسة الهيكل المالي تعتبر من آليات السياسة المالية للمؤسسة، فإن هذا الفصل سيخصص للقيام بدراسة تجريبية ميدانية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، بغية إبراز أهم محددات الهيكل المالي، وعلاقتها بمستوى الاستدانة الكلية، وكذا تفسير النتائج ومعرفة النظريات المتعلقة بالهيكل المالي الموافقة للنتائج المحصل عليها. ومعرفة أثر إشكالية التمويل التي تعاني منها هذه المؤسسات في الجزائر على محددات الهيكل المالي لها.

يتم دراسة محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في النقاط الموالية:

- عرض أهم الدراسات التجريبية التي أجريت في مجال الهيكل المالي للمؤسسات مع ذكر الدراسات التجريبية التي اهتمت بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- تقديم العينة محل الدراسة، وتحديد المتغيرات التابعة والمستقلة، وكذلك عرض النماذج الإحصائية التي سيتم استعمالها في التحليل؛
- تحديد النموذج المتعلق بالاستدانة الكلية، الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل والفرق في الاستدانة؛
- عرض النتائج المتوصل إليها وتحليلها، مع إسقاطها على النظريات المتعلقة بالهيكل المالي.

المبحث الأول: محددات الهيكل المالية في الدراسات التجريبية السابقة ومنهجية الدراسة الإحصائية قبل البدء في تحديد العوامل المفسرة للهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، يجب ذكر أهم الدراسات التجريبية السابقة، والنتائج المحصل عليها، كما يجب توضيح العينة وأهم الطرق الإحصائية المستعملة والمتغيرات الواجب دراستها والمتوفرة في العينة.

المطلب الأول: محددات الهيكل المالية في الدراسات التجريبية السابقة

أجريت عدة دراسات تجريبية تهتم بتحديد أهم العوامل المؤثرة على الهيكل المالية للمؤسسات، وخلصت كل دراسة إلى وجود عدة متغيرات تحدد الهيكل المالية، مثل المردودية، الحجم، الضمانات والشكل القانوني للمؤسسة.

1- حجم المؤسسة

يعتبر حجم المؤسسة من بين أهم العوامل المؤثرة على تحديد الهيكل المالية للمؤسسات عن طريق تأثيره على مستوى الاستدانة، وذلك حسب عدة دراسات تجريبية. فمن الدراسات التجريبية من خلصت إلى وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة والاستدانة، ومنها من خلصت إلى وجود علاقة عكسية، بينما القليل من الدراسات لم تؤكد تأثير الحجم على الاستدانة وبالتالي على الهيكل المالية.

وقد أثبتت عدة دراسات تجريبية على وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة ومستوى الاستدانة، مثل دراسة قوردين (1962) Gordon،⁽¹⁾ مارتين وسكوت (1974) Martin&Scott،⁽²⁾ بيدوي (1997) Bédoui،⁽³⁾ فيري وجونس (1979) Ferri&Jones،⁽⁴⁾ بوث وآخرون Booth et al (2011)،⁽⁵⁾ راجان وزينغالاس (1995) Rajan&Zingales،⁽⁶⁾ إضافة إلى الدراسة التي قام بها سليمان شلاش وآخرون (2006) على شركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي من 1997 إلى 2001.⁽⁷⁾

¹ - Donaldson Gordon, "New Framework For Corporate Debt Policy", *Harvard Business Review*, Harvard Business School, 1962, p: 130.

² -Martin Dietrich and Scott Fitzgerald, "A discriminant Analysis of Corporate Debt- Equity Decision", *Financial Management*, Financial Management Association International, University of South Florida, 1974, p: 47.

³ - Bedue A, *Les déterminants de la structure financière des entreprises françaises*, thèse de doctorat, Université de Paris X, Nanterre, 1997.

⁴ - Roch Simard, *Op-cit*, 1991, p: 81.

⁵ - Booth L, Aivazian V, Demircuc-Kunt and Maksimovic V, "Capital structure in developing countries", *The Journal of Finance*, The American Finance Association, Vol.56, 2001, p. 87-130.

⁶ - Philippe Gaud et Elion Jani, *Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : une étude empirique*, 2002, p:11.(site de téléchargement est www.hec.unige.ch, date de téléchargement est 13/12/2013).

⁷ - سليمان شلاش، علي البقوم وسالم العون، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال - حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة 1997-2001، "مجلة المنارة، جامعة آل البيت، الأردن، المجلد 14، العدد 1، 2008، ص:81-45.

يمكن إرجاع هذه العلاقة الطردية إلى أن المؤسسات كبيرة الحجم يكون لديها قدرة أكبر على خدمة الدين مما يجعلها تميل للاعتماد على القروض بدرجة أكبر، إضافة إلى أنها تستطيع الاقتراض بمعدل فائدة أقل، مما يكون سببا في اعتمادها على الاستدانة بدرجة أكبر من المؤسسات صغيرة الحجم.⁽¹⁾

كما أن المؤسسات الكبيرة عادة ما يتسم نشاطها بقدر من التنوع تتعرض لمخاطر الإفلاس بدرجة أقل، ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة في هيكلتها المالية، إضافة إلى توافق العلاقة الطردية بين الحجم والاستدانة مع نظرية التوازن، التي تبرز أن المؤسسة تقوم بالترجيح بين المزايا المكتسبة من الاستدانة والتي تتمثل في الاقتصاد الضريبي وخطر الإفلاس، وكذلك مع نظرية الإشارة.

في المقابل، فقد وجد كل من بورديو وسيدويوت (1993) Bourdieu&Sedillot⁽²⁾، جونسون (1997) Johnson⁽³⁾، كاربوني وسيرات (1999) Carpentier&suret⁽⁴⁾ وتيتمان وويسالس (1988) Titman&Wessels علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ومستوى الاستدانة في المؤسسة.

أرجع تيتمان وويسالس العلاقة العكسية بين الحجم والاستدانة قصيرة الأجل إلى أن المؤسسات صغيرة الحجم تتحمل تكاليف معاملات كبيرة عند إصدارها لأوراق مالية طويلة الأجل، عكس المؤسسات الكبيرة التي تكون فيها هذه التكاليف منخفضة مقارنة بحجمها.⁽⁵⁾ كما تفسر نظرية الترتيب السلمي العلاقة العكسية بين الاستدانة والحجم.

كما تعتبر العلاقة العكسية بين حجم المؤسسة ومستوى الاستدانة من مميزات البيئة الألمانية، ويرجع ذلك إلى أهمية التمويل البنكي للمؤسسات صغيرة الحجم وكذا قانون الإفلاس ونظام البنك المركزي الألماني.⁽⁶⁾

1- إلياس بن ساسي ويوسف قريشي التسيير المالي - الإدارة المالية دروس وتطبيقات-، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2006، ص: 408.

2 - Bourdieu J et Colin-Sedillot B, "Structure du capital et coûts d'information : le cas des entreprises françaises à la fin des années 80", *Économie et Statistique*, Institut national de la statistique et des études économiques, France, 1993, p. 87-100.

3 - Johnson S A, "An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure", *European Economic Review*, Elsevier, Amsterdam, No.44, 1997, p. 281-304.

4 - Carpentier C and Suret J M., "Stratégies de financement des entreprises françaises : une analyse empirique", *Série Scientifique (CIRANO)*, No.09, 1999, pp. 1-33.

5 - Sheridan Titman and Roberto Wessels, "The Determinants of Capital Structure Choice", *The Journal of Finance*, American Economic Association, Vol. 43, No. 1, 1988, p: 17.

6- إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، 2006، ص: 408.

في حين أن ريمارس وآخرون (1974) Remmers et al لم يجدوا علاقة بين الحجم ومستوى الاستدانة،⁽¹⁾ وهي نفس نتيجة الدراسة التجريبية التي قام بها كل من برومفار وشابيرو (1980) Pompfer&Shapiro، كما رفض توي وآخرون (1974) Toy et al عامل تأثير حجم المؤسسة على الاستدانة وبالتالي على الهيكل المالية للمؤسسات.

أما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فقد وجدت نجاة بوصعا Najet Boussaa علاقة طردية موجبة بين حجم المؤسسة ومستوى الاستدانة في الهيكل المالية،⁽²⁾ نفس العلاقة التي وجدها جين بلين وآخرون (2004) Jean Belin et autres على 15951 مؤسسات صغيرة ومتوسطة صناعية فرنسية من 1994 إلى 2004، بينما وجد يوسف قريشي (2005) علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ومستوى الاستدانة المتوسطة وطويلة الأجل.⁽³⁾

2- المردودية

أثبتت الكثير من الدراسات التجريبية دور المردودية في تحديد الهيكل المالية للمؤسسات، حيث إن أغلب هذه الدراسات وجدت علاقة عكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة، وهو ما يؤكد نظرية الترتيب السلمي.

من بين الدراسات التجريبية التي أكدت وجود علاقة عكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة في المؤسسة دراسة راجان وزينقلاس (1995) Rajan&Zingalas ودراسة بوث وآخرون Booth et al (2001). كما أكدت هذه العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة عدة دراسات تجريبية، منها ما قام به راجان وزينقلاس (1995) Rajan&Zingales في دراسة تجريبية للدول السبع العظمى (الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، المملكة المتحدة البريطانية، ألمانيا، فرنسا، كندا، إيطاليا)،⁽⁴⁾ والدراسة التي قام بها هاريس ورافيف (1991) Harris&Raviv. وتم تبرير ذلك بأن زيادة مردودية المؤسسة عادة ما يرتبط بزيادة المخاطر العملية، وهو ما يجعل المؤسسة تتجنب الاعتماد على القروض، أو إن زيادة مستوى المردودية قد يرتبط بزيادة الأرباح المحتجزة وبالتالي اعتماد المؤسسة على الاستدانة بدرجة أقل.⁽⁵⁾

¹ - Roch Simard, Op-cit, 1991, p: 82.

² Najet Boussaa, denarualistion de la PME et apport de la theorie financiere moderne: une application économetrique sur données panel. Édition universitaire de Paris-x-Nanterre, 2000, pp:1-10.

³ - يوسف قريشي، مرجع سابق، 2005، ص: 256.

⁴ - Rajan and Zingales, "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", Journal of finance, American Economic Association, Vol.50, 1995, pp: 14-60.

⁵ - إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، 2006، ص: 409.

ولم تختلف العلاقة بالنسبة للدراسات التجريبية التي أجريت على المؤسسات الفرنسية، مثل دراسة ديبوا (1985) Dubois على عينة مكونة من 118 مؤسسة في سنة 1979، وكذا دراسة بورديو وسيدبوت (1993) Bourdieu&Sedillot على عينة مكونة من 1309 مؤسسة في الفترة الممتدة بين 1986 و1990، ودراسة نخيلي (1994) Nekhili على عينة مكونة من 84 مؤسسة في الفترة الممتدة بين 1979 و1987، ودراسة بيايس هيليون وماليكوت Biais, Hillion&Malecot (1995) على عينة مكونة من 2718 في الفترة بين 1987 و1989، ودراسة بيديي Bédue (1995) على عينة مكونة من 1387 في الفترة بين 1989 و1993، ودراسة كرامب وستوس (2001) Kremp&Stoss على 2900 مؤسسة في الفترة بين 1987 و1995 ودراسة كاربنتي وسيرات (2000) Carpentier&suret على عينة مكونة من 243 مؤسسة في الفترة بين 1987 و1996.⁽¹⁾

وفي حالة وجود علاقة طردية بين المردودية ومستوى الاستدانة، فإنه يمكن إرجاع ذلك إلى وجود نظرية التوازن، لأن نظرية التوازن حسب موديقلياني وميلر سنة 1963 تبرز أن العلاقة بين الاستدانة والمردودية علاقة موجبة، لأن المؤسسات الأكثر مردودية تستدين أكثر، كما أن ذلك يمنحها اقتصادا ضريبيا.

بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، توجد دراسة إدريس زيان Ydriss Ziane التي أظهرت العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة في المؤسسات الفرنسية،⁽²⁾ نفس النتائج أكدتها نجاة بوصعا Najet Boussaa على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الفرنسية،⁽³⁾ إضافة إلى دراسة ميلكاي وساسينو (1995) Mulkey&sassenou⁽⁴⁾ على عينة مكونة من 5898 مشاهدة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الفرنسية. كما أن دراسة يوسف قريشي (2005) على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية وجدت علاقة طردية بين المردودية ومستوى الاستدانة طويلة الأجل،⁽⁵⁾ وهو ما يوافق نظرية موديقلياني وميلر بإدخال تكاليف الإفلاس.

3- الضمانات

كشفت الدراسات التجريبية السابقة على أن الضمانات تمثل أحد العوامل المحددة لنسبة الاستدانة بالهيكل المالي للمؤسسات، حيث أشارت بعض الدراسات إلى وجود علاقة طردية بين

¹ - Ydriss Ziane, **Op-cit**, p : 15.

² - **Idem**, p : 23.

³ - Najet Boussaa, **Op-cit**, 2000, p : 11.

⁴ - Mulkey B et Sassenou M, "La hiérarchie des financements des investissements des PME", *Revue économique*, Ecole des hautes études, des facultés de droit et de lettres, Paris, Vol.46, No.2, 1995, pp. 345-363.

⁵ - يوسف قريشي، **مرجع سابق**، 2005، ص: 255.

مستوى الاستدانة والضمانات وأشار البعض الآخر إلى وجود علاقة عكسية، بينما نفت دراسات أخرى تأثير الضمانات على الهيكلة المالية.

فقد أثبتت الدراسات التي قام بها كل من راجان وزينقلاس (1995) Rajan&Zingales، بارجر وآخرون (1997) Berger et al، أوفاك ويرماك (1997) Ofek&Yermack، وكذلك دراسة هوفاكيميان وآخرون (2001) Hovakimian et al عن وجود علاقة طردية بين الضمانات ومستوى الاستدانة في المؤسسة. كما أظهرت الدراسة التجريبية لكل من بورديو وكولين سيديلوت (1993) Bourdieu&Colin Sédillot للمؤسسات الفرنسية وجود علاقة طردية بين الضمانات ومستوى الاستدانة في هذه المؤسسات.(1)

بين قابتا (1969) Gupta في دراسة له عن وجود علاقة طردية بين الضمانات ومستوى الاستدانة طويلة الأجل، وأوضح ذلك بأن المؤسسات التي يتضمن هيكل أصولها نسبة مرتفعة من الأصول الثابتة تلجأ إلى استخدام قدر كبير من القروض طويلة الأجل في هيكلتها المالية، وذلك وفقا لمبدأ التغطية في التمويل الذي يقضي بتمويل الأصول الثابتة بمصادر تمويل دائمة سواء بأموال خاصة أو ديون متوسطة وطويلة الأجل.(2)

في الجهة المقابلة، توجد عدة دراسات أثبتت العكس، وأكدت بأن العلاقة بين الضمانات ومستوى الاستدانة في المؤسسات هي علاقة عكسية، مثل دراسة مارش Marsh الذي يرى أن تمويل الدائنين للأصول الثابتة يعرضهم إلى مخاطر أكبر بسبب الانخفاض الشديد الذي تتعرض له قيمة تلك الأصول في حالة التصفية.(3)

كما أكدت الدراسة التجريبية لكل من بالاكريشنان وفوكس Balakrishnan&Fox (1993)،(4) باديري (2002) Bhaduri،(5) والد (1999) Wald، نيتمان ووبالس (1988) Titman&Wessels، هاريس ورافيف (1991) Harris&Raviv (6) والدراسة التجريبية التي قام بها والد (1999) Wald(7) العلاقة العكسية بين الضمانات والاستدانة، وأرجعوا

¹ - Ydriss Ziane, Op-cit, 2001, p : 15.

² -Manak Gupta, “*The effect of size growth and industry on financial structure of manufacturing companies*”, The Journal of Finance, The American Finance Association, 24, 1969, p: 528.

³ - إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، 2006، ص: 410.

⁴ - Balakrishnan, S and Fox I, “*Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure*”, Strategic Management Journal, Strategic Management Society (SMS), Vol.14 No.1, 1993, pp. 3-16.

⁵ - Bhaduri S N, “*Determinants of capital structure choice: a study of the Indian corporate sector*”, Applied Financial Economics, Taylors & Francis Group, New York, Vol.12, No.9, 2002, pp: 655-665.

⁶ - Harris M and Raviv A, “*Capital structure and the information role of debt*”, The Journal of finance, The American Finance Association, Vol.45, No.2, 1991, pp: 321-349.

⁷ - Wald, J K, “*How firm characteristics affect capital structure: an international comparison*”, Journal of Financial Research, Wiley Online Library, Vol.22, No.2, 1999, pp. 161-187.

ذلك إلى نظرية تكاليف الصفقات، حيث إن الاستدانة تؤدي إلى ارتفاع تكاليف الصفقات، وهذه التكاليف التي تضاف إلى تكاليف الإفلاس جراء الاستدانة.

كما يمكن تفسير العلاقة العكسية بين الضمانات ومستوى الاستدانة بنظرية الترتيب السلمي، لأن المؤسسات التي تمتلك أصولا بدرجة أقل تكون أكثر حساسية لظاهرة عدم تماثل المعلومات، لذلك تمول نفسها بالديون، لكونه أقل حساسية لعدم تماثل المعلومات مقارنة بالأسهم.⁽¹⁾

أما فيما يخص الدراسات المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فقد أكدت في مجملها عن تأثير الضمانات على مستوى الاستدانة لكنها اختلفت في نوع العلاقة بينهما. فقد وجدت نجاة بوصعا Najet Boussaa علاقة عكسية بين الضمانات وكل من مستوى الاستدانة الإجمالية ومستوى الاستدانة قصيرة الأجل وعلاقة طردية بين الضمانات ومستوى الاستدانة طويلة الأجل، بينما وجد يوسف قريشي (2005) علاقة طردية بين الضمانات ومستوى الاستدانة قصيرة الأجل.⁽²⁾

4- معدل النمو

يعتبر معدل النمو من بين أكثر المتغيرات استعمالا في الدراسات التطبيقية التي بحثت في محددات تمويل المؤسسات الاقتصادية، حيث إن معظم الدراسات قد أدرجته من بين أهم المتغيرات المستقلة تأثيرا.⁽³⁾

أكدت العديد من الدراسات التجريبية العلاقة العكسية بين النمو ومعدل الاستدانة في المؤسسات، من بين هذه الدراسات توجد دراسة تيتمان وويالس (1988) Titman&Wessels، (1994) Nekhili، راجان وزينقلاس (1995) Rajan&Zingales، (1997) Johnson، قود وإيليون (2002) Gaud&Elion، هوفاكيميان وآخرون (2004) Hovakimian et al ودراسة هيانق وسونق (2006) Huang&Song.⁽⁴⁾

يمكن تفسير وجود العلاقة العكسية بين معدل النمو ونسبة الاستدانة إلى نظرية تكاليف الإفلاس ونظرية الوكالة، فحسب نظرية تكاليف الإفلاس وأمام وجود فرصة للنمو المستقبلي، يتوقع أن تقلل المؤسسة من اللجوء إلى الاستدانة، لأن قيمة الأصول تكون شبه معدومة في حالة التصفية.⁽⁵⁾ أما فيما يخص نظرية الوكالة، فحسب مايرز (1977) Myers، فإن تكاليف الوكالة بين المساهمين

1- إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، 2006، ص: 410.

2- يوسف قريشي، مرجع سابق، 2005، ص: 259.

3- ياسين العايب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، فرع الاقتصاد المالي، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011، ص: 343.

4 - Huang G and Song F M, "The determinants of capital structure: Evidence from China", *China Economic Review*, Hing Kong Covering Business, Finance and Economic, China, 17, 2006, pp: 14-36.

5 - Guad Philip and Elion jani, **Op-cit** p: 8.

والدائنين تكون أعلى كلما كانت قيمة فرصة النمو المستقبلية أكبر مقارنة بالقيمة الحالية لأصول المؤسسة القائمة.

غير أن دراسة مايرز (1977) Myers أوضحت بأن هناك علاقة طردية بين مستوى الاستدانة قصيرة الأجل ومعدل النمو، فاعتماد المؤسسة على القروض قصيرة الأجل ذات المخاطر الأقل بدلا من القروض طويلة الأجل يؤدي إلى تخفيض تكلفة الوكالة للديون، ومن ثم ارتفاع نسبة الأموال المقترضة، وهو نفس الاتجاه الذي ذهبت إليه دراسة دود وميلر (1990) Dodd&Millar مع وجود علاقة عكسية بين مستوى الاستدانة طويلة الأجل ومعدل النمو.

في المقابل، فقد أوضحت دراسات تجريبية أخرى كدراسة ديبوا (1985) Dubois، شيوتريم وآخرون (1993) Shuetrim et al⁽¹⁾، كرامب وستوس (2001) Krempe&Stoss⁽²⁾ ودراسة أيمبولا (2002) Abimbola⁽³⁾ وجود علاقة طردية بين النمو ومستوى الاستدانة.

يمكن إرجاع العلاقة الطردية بين معدل النمو ومستوى الاستدانة إلى نظرية الترتيب السلمي للتمويل، وكذلك إلى نظرية الإشارة. فحسب نظرية الترتيب السلمي، فإن المؤسسات ذات معدلات النمو المرتفعة لها احتياجات تمويلية كبيرة، مما يجبرها ذلك إلى اللجوء إلى الاستدانة لتغطية تلك الاحتياجات، نظرا لأن الديون أقل حساسية لعدم تماثل المعلومات. وحسب نظرية الإشارة، فإن معدل النمو يعتبر مؤشرا عن الصحة المالية للمؤسسة. وبالتالي، يفترض أن المقرضين يميلون إلى إقراض المؤسسة، لأن معدل النمو يعتبر بمثابة إشارة على قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح مستقبلية، وبالتالي قدرتها على سداد التزاماتها المستقبلية.

أما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإنها تفضل في ظل توفر فرص النمو التمويل بالاستدانة عوضا عن التمويل بالأموال الخاصة، وذلك بهدف الاحتفاظ بالرقابة والاستقلالية، حيث أرجع لونق وفراند Long&Friend الأثر السلبي لمعدل النمو على نسبة استدانة المؤسسة لعامل عدم تماثل المعلومات الذي يعتبر كخاصية من خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فهي غالبا ما تتوقع معدل نمو لنشاطها أعلى من المعدل المتوقع من طرف الدائن، حيث يأخذ الدائن بعين

¹ - Shuetrim G, Lower P and Morling S, "The determinants of corporate leverage: a panel data analysis", Research Discussion Paper, 9313, Reserve Bank of Australia, 1993, pp: 1-52.

² - Krempe E, Stoss E et Gerdesmeier D, Estimation d'une fonction d'endettement. Résultats à partir de panels d'entreprises françaises et allemandes, in Modes de financement des entreprises allemandes et françaises, Projet de recherche commun de la Deutsche Bundesbank et de la Banque de France, 1999, pp : 123-163.

³ - Abimbola A, Cross-sectional test of pecking order hypothesis against static trade-off theory on UK data, 2002, [en ligne], disponible sur World Wide Web: <http://ssrn.com/abstract=302827>, date de téléchargement 29/11/2013, pp: 1-29.

الاعتبار فرص النمو على الإفلاس، ومنه كلما توقعت المؤسسة فرصا أكثر للنمو كلما قلت نسبة الاستدانة بفعل مخاطر الإفلاس الذي يؤثر عليها سلبا.

5- الأصول الملموسة

أكدت جل الدراسات التجريبية عن وجود علاقة طردية بين مستوى الاستدانة ونسبة الأصول الملموسة أو الأصول المادية في جانب الأصول. من بين هذه الدراسات، توجد دراسة بورديو وكولين سيديلوت (1993) Bourdieu&Colin Sédillot، شيوتريم وآخرون (1993) Shuetrim et al، بيديي (1997) Bédoué⁽¹⁾، دي جونق وفان ديجك (1998) De Jong&Van Dijk⁽²⁾، قود وإيليون (2002) Gaud&Elion ودراسة هيانق وسونق (2006) Huang&Song.

وجود الأصول الملموسة في ميزانيات المؤسسات له تأثير كبير على مستوى الاستدانة، لأن هذه الأصول تعتبر كضمانات مهمة في نظر الدائنين، مما يسهل الحصول على القروض البنكية. كما توافق العلاقة الطردية بين الاستدانة والأصول الملموسة نظرية الترتيب السلمي، فكلما كان للمؤسسة أصولا ملموسة، فإن حساسيتها اتجاه عدم تماثل المعلومات ينخفض، وبالتالي سهولة الحصول على الديون.⁽³⁾

المطلب الثاني: منهجية الدراسة الإحصائية

تتمثل منهجية الدراسة الإحصائية في تحديد العينة ومصدرها، وكذلك المتغيرات المستقلة والتابعة، وطريقة الانحدار المتعدد إضافة إلى تقديم نموذج التحليل التمييزي.

1- تقديم العينة

بعدها تم جمع عينة مكون من 569 مؤسسة صغيرة ومتوسطة،⁽⁴⁾ تم الحصول على مجموعة أخرى من النشرات الرسمية للإعلانات القانونية التي تتعلق بالسنة الثامنة والأربعون، وهي:

- النشرة الرسمية رقم 10 الصادرة في 30 سبتمبر 2012.
- النشرة الرسمية رقم 11 الصادرة في 14 أكتوبر 2012.
- النشرة الرسمية رقم 12 الصادرة في 31 أكتوبر 2012.

¹ - Bedue A, **Op-cit**, 1997.

² - De Jong A. and Van Dijk R, **Determinants of leverage and agency problems**, Working Paper, Tilburg University, Center for Economic Research, 1998.

³ - Colot Olivier et Croquet Mélanie, "Les Déterminants de la Structure Financière des Entreprises BELGES -Étude exploratoire basée sur la confrontation entre la théorie des préférences de financement hiérarchisées et la détermination d'un ratio optimal d'endettement", Reflats et perspectives de la vie économique, 2007, p : 187.

⁴ - انظر الفصل الرابع من الباب الثاني.

- النشرة الرسمية رقم 13 الصادرة في 18 نوفمبر 2012.
- النشرة الرسمية رقم 14 الصادرة في 16 ديسمبر 2012.
- النشرة الرسمية رقم 15 الصادرة في 06 جانفي 2013.
- النشرة الرسمية رقم 16 الصادرة في 20 جانفي 2013.
- النشرة الرسمية رقم 17 الصادرة في 17 فيفري 2013.
- النشرة الرسمية رقم 18 الصادرة في 10 مارس 2013.
- النشرة الرسمية رقم 19 الصادرة في 31 مارس 2013.

من خلال هذه النشرات، تم الحصول على عينة إجمالية مكونة من 1604 مؤسسة، تم استبعاد 662 مؤسسة لعدة أسباب، من بينها وجود مؤسسات كبيرة، مؤسسات في بداية النشاط، مؤسسات بدون رقم أعمال وغيرها. وبالتالي، فإن عينة الدراسة تتكون من 942 مؤسسة صغيرة ومتوسطة جزائرية.

تنقسم العينة حسب الشكل القانوني إلى 547 شركة ذات مسؤولية محدودة بنسبة 58,07%، 291 مؤسسة ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة أي نسبة 30,98%، و 42 شركة ذات أسهم أي بنسبة 4,46% و 62 شركة تضامن بنسبة 6,58%. كما تجدر الإشارة إلى أن العينة اشتملت على 678 مؤسسة لا تحتوي خصومها على الديون الطويلة ومتوسطة الأجل، وهي ما توافق نسبة 72% من إجمالي العينة سنة 2011، و 689 مؤسسة بنسبة 73% من إجمالي العينة سنة 2010.

2- تحديد متغيرات الدراسة

تشتمل متغيرات الدراسة على متغيرات مستقلة وأخرى تابعة.

2-1- المتغيرات التابعة

باعتبار أن هذا الفصل يتمحور حول محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإن المتغير التابع سيضم أحد مكونات هذه الهيكلية، وباعتبار أن كل الدراسات التجريبية ركزت في تحديدها للهيكلية المالية أو السلوك التمويلي للمؤسسة على عنصر الديون غفد أعطيت الكثير من مؤشرات قياس الاستدانة.

قدم ماجيمدار وشايبير (1999) Majumdar&Chhibber، سيمارلي ولي Simerly&Li (2000) وإيريوتيز وآخرون (2002) Eriotis et al مؤشر نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة، بينما قدم بوم وآخرون (2006) Baum et al مؤشر نسبة الديون قصيرة الأجل على الاستدانة الكلية. في حين يرى نقوبوا وكابيز (2004) Ngobo&Capiez ثلاثة مؤشرات للهيكلية

المالية، وهي كل من نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الديون الكلية، نسبة الديون طويلة الأجل إلى الاستدانة الكلية ونسبة الاستدانة الكلية إلى مجموع الأصول. بينما رأى راو وآخرون Rao et al (2007) ووايل (2008) Weill مؤشر نسبة الاستدانة الكلية إلى مجموع الميزانية.

أما كاربانتي وسيرات (1999) Carpentier&Suret، بيديو (1997) Bédoué،⁽¹⁾ يوسف قريشي (2005)⁽²⁾ والعايب (2011)⁽³⁾ فقد اختاروا مؤشرين تابعين، وهما معدل الاستدانة الكلية والتي يتم حسابها بقسمة إجمالي الديون على مجموع الميزانية، ومعدل الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، والتي يتم حسابها بقسمة الديون الطويلة ومتوسطة الأجل على مجموع الميزانية.

وبالتالي، سيتم اختيار نسبة الاستدانة الكلية في هيكل الأصول كمتغير تابع لقياس الهيكل المالية في المؤسسة، وتكون عن طريق قسمة مستوى الاستدانة الكلية على مجموع الميزانية، ويرمز لمستوى الاستدانة الكلية بالرمز TD.

2-2- المتغيرات المستقلة

توجد عدة متغيرات مستقلة حسب ما تتوفر عليه العينة من معلومات.

2-2-1- المردودية

استعملت عدة دراسات المردودية الاقتصادية للتعبير عن متغيرة المردودية، والتي يتم حسابها عن طريق قسمة النتيجة الاقتصادية والتي هي النتيجة قبل الفوائد والضرائب على صافي الأصول، فقد اعتمدت نجاة بوصعا Najet Boussaa في حساب المردودية الاقتصادية بنسبة النتيجة قبل الضريبة على رقم الأعمال،⁽⁴⁾ بينما اعتمد إدريس زيان (2001) Ydriss Ziane في قياس مردودية الأموال المستثمرة على نسبة النتيجة الصافية للأصول.⁽⁵⁾ كما استعمل أوليفي وميلاني (2007) Olivier&Melanie المردودية المالية وتم قياسها بقسمة التدفقات النقدية الصافية على الأموال الخاصة.⁽⁶⁾

أما في هذه الدراسة، سيتم التعبير عن المردودية بواسطة قسمة النتيجة الصافية على مجموع الميزانية، ويرمز لها بالرمز RE، وهو ما استعمله يوسف قريشي (2005).⁽⁷⁾

¹ - Ydriss Ziane, **Op-cit**, 2001, p :11 .

² - يوسف قريشي، **مرجع سابق**، 2005، ص ص: 213 - 214.

³ - ياسين العايب، **إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر**، دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، فرع الاقتصاد المالي، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011، ص ص: 353-354.

⁴ - إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، **مرجع سابق**، 2006، ص ص: 419-420.

⁵ - Ydriss Ziane, **Op-cit**, 2001, p : 21.

⁶ - Colot Olivier et Croquet Mélanie, **Op cit**, 2007, p : 190.

⁷ - يوسف قريشي، **مرجع سابق**، 2005، ص: 216.

2-2-2- الضمانات

استعملت عدة مؤشرات للتعبير عن الضمانات كمحدد للهيكل المالية في الدراسات التجريبية، معظم هذه الدراسات استعملت نسبة صافي الأصول الثابتة إلى صافي الأصول الإجمالية.⁽¹⁾

استعمل وايل (2008) Weill ومارقاريتيز وبسلاكي (2010) Margaritis&Psillaki نسبة الأصول الملموسة في جانب الأصول، بينما استعمل قياد وجاني (2002) Guad&Jani صافي الأصول المادية إضافة إلى المخزونات كمقياس لحجم الضمانات،⁽²⁾ كما استعمل زيان Ziane (2001) معدل مجموع الاستثمارات المادية الصافية مضافا إليها المخزونات على مجموع الأصول،⁽³⁾ كما اعتمد يوسف قريشي (2005) في حساب الضمانات على قسمة الاستثمارات غير المنقولة والمتمثلة في العقارات والمباني على إجمالي الأصول.⁽⁴⁾

سيتم اعتماد الضمانات بقسمة مجموع الأصول الملموسة والمخزونات على مجموع الميزانية ويرمز للضمانات بالرمز *GAR*.

2-2-3- النمو

استخدمت العديد من المؤشرات التي استخدمت من أجل التعبير عن معدل النمو، فقد استخدم كرامب وآخرون (1999) Kremp et al وكيستر (1986) Kester معدل نمو رقم الأعمال، بينما استخدم بينات ودونيلي (1993) Bennett&Donnelly وفخار وآخرون (2005) Fakhar et al معدل نمو الأصول، بينما استخدم كل من هاريس ورافيف (1991) Harris&Raviv، هامافير وآخرون (1994) Hamaifar et al، راجان وزينفلاس (1995) Rajan&Zingales وقود وجاني (2002) Gaud&Jani قسمة القيمة السوقية للأموال الخاصة على القيمة المحاسبية لها كمقياس للنمو، بينما ذهب تيتمان وويسالس (1988) Titman&Wessels وبرادلي وآخرون Bradley et al (1984) استخدام حجم النفقات في التسويق والبحث والتطوير والإعلان لمقياس نمو المؤسسة.

سيتم التعبير عن النمو بواسطة معدل تطور لوغاريتم رقم الأعمال بين سنتي 2010 و2011 وهو ما استعمله ساسينو Sassenou وبينوا Benoit ويرمز له بالرمز *CR*.

2-2-4- الحجم

استخدمت عدة مؤشرات لقياس حجم المؤسسة في الدراسات التجريبية منها صافي الأصول وحجم المبيعات ومنها عدد العمال. فقد استخدمت نجاة بوصعا Najet Boussaa في دراستها

¹ - إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، 2006، ص: 420.

² - Philippe Gaud et Elion Jani, Op-cit, 2002, p : 12.

³ - Ydriss Ziane, Op-cit, 2001, p : 21.

⁴ - يوسف قريشي، مرجع سابق، 2005، ص: 218.

مقياس متوسط عدد العمال للحجم، بينما استخدم يوسف قريشي متوسط إجمالي الأصول، واستخدم قودار وآخرون (2005) Goddard et al مقياس لوغاريتم مجموع الميزانية، أما وايل Weill (2008) فقد استخدم مجموع الميزانية. كما توجد عدة دراسات أخرى استعملت مقياس لوغاريتم رقم الأعمال، من بينهما دراسة تيمان وويسالس (1988) Titman&Wessels، أوزكان Ozkan (2001) وراجان وزينقالاس (1995) Rajan&Zingales.⁽¹⁾

في هذه الدراسة، سيتم اعتبار لوغاريتم رقم الأعمال كمقياس لحجم المؤسسة، ويرمز له بالرمز *TA*.

2-2-5- الشكل القانوني

باعتبار أن لكل مؤسسة في العينة لها الشكل القانوني، فإنه يمكن إدراج أربعة متغيرات مستقلة ثنائية البعد، كل متغيرة مستقلة تأخذ شكلا قانونيا، الشركة ذات المسؤولية المحدودة *SARL*، المؤسسة ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة *EURL*، الشركة ذات أسهم *SPA* وشركة التضامن *SNC*.

3- النماذج الإحصائية المستعملة في التحليل

لا يمكن استعمال نموذج واحد لتفسير مستوى الاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة محل الدراسة، وذلك نظرا لنسبة المؤسسات التي لا تحتوي هيكلتها المالية على الديون طويلة الأجل. وبالتالي، فإنه سيتم استعمال الانحدار الخطي المتعدد لتفسير الاستدانة الكلية، بينما يتم استعمال التحليل التمييزي لتفسير الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل. وباعتبار أن نموذج الانحدار الخطي المتعدد قد تم تقديمه في الفصل الرابع من الباب الثاني من هذه الدراسة، فإنه سيتم تقديم نموذج التحليل التمييزي.

يسمى التحليل التمييزي *Analyse discriminante* بالتحليل التصنيفي، يهتم هذا النوع من التحليل بكيفية التمييز بين مجموعتين أو أكثر من الأفراد أو الأشياء، ويعتبر رونالد أيلمر فيشر *Ronald Aylmer FISHER* أول من قام بوضع نموذج التحليل التمييزي في عام 1963،⁽²⁾ يتمثل دور التحليل التمييزي في تقدير نموذج يساعد على التصنيف انطلاقا من عينة الدراسة.⁽³⁾

¹ - Philippe Gaud et Elion Jani, **Op-cit**, 2002, p : 11.

² - Dominique Desbois , **"Une introduction à l'analyse discriminante avec SPSS pour Windows"**, La revue modulad. L'institut national de recherche en informatique et en automatique, Beijing, N.30, Paris, 2003, p :19.

³ - Christophe Biernacki&Julien Jacques, **Analyse discriminante généralisée : cas des données binaires avec modèle des classes latentes**, work paper, p : 1.

يستخدم نموذج التحليل التمييزي لبناء توقعات للمتغير التابع الذي يتكون من مجموعتين، بالاعتماد على خصائص الظاهرة المدروسة من خلال تقدير دالة مميزة لمجموعة من إحدى المجموعتين التي يتكون منها المتغير التابع، حيث تقوم الدالة بإيجاد معاملات المتغيرات التي تستخدم في عملية التمييز للمجموعة المعنية، ويتم ذلك بالاعتماد على تحليل الانحدار⁽¹⁾.

بافتراض وجود مجتمعين أو مجموعتين، الأولى بحجم n_1 ولها p_1 من المتغيرات بمتوسط \bar{X}_1 ، والثانية بحجم n_2 ولها p_2 من المتغيرات بمتوسط \bar{X}_2 ، ومصفوفة التباين المشترك هي S . ومن خلال هذه المعطيات، سيتم إنشاء تركيب خطي يشمل المشاهدات من المجموعتين، والغرض منه التمييز بين المجموعتين باستخدام مقياس ما يعطي أفضل تمييز، وبافتراض وجود m متغيرة عشوائية يمكن الاعتماد عليها بالتصنيف، تكون الدالة التمييزية كما يلي⁽²⁾:

$$S = \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 X_3 + \dots + \alpha_m X_m$$

فإذا كان \bar{X}_1 و \bar{X}_2 هما متوسط المجموعتين الأولى والثانية على الترتيب، و S مصفوفة التباين، والتباين المشترك هو تقدير Σ من العينتين، فإن قيم معاملات α تتحدد كما يلي:

$$\alpha = S^{-1}(\bar{X}_1 - \bar{X}_2)$$

ويحسب مربع المسافة D^2 كما يلي:

$$D^2 = (\bar{X}_1 - \bar{X}_2).S^{-1}(\bar{X}_1 - \bar{X}_2)$$

ويتم تقدير احتمال التصنيف p كما يلي:

$$P = \Phi \left[\sqrt{\frac{D^2}{2}} \right]$$

حيث تمثل Φ دالة التوزيع الطبيعي.

في هذه الدراسة، تتمثل المجموعتان في كل من مجموعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لها استنادة طويلة ومتوسطة الأجل في هيكلتها المالية، ومجموعة المؤسسات التي ليست لها استنادة طويلة ومتوسطة الأجل في هيكلتها المالية. فالمجموعة الأولى تشمل على 264 مؤسسة، بينما تشمل المجموعة الثانية على 678 مؤسسة. أما المتغيرات فهي كل من الحجم، المردودية، الضمانات النمو والشكل القانوني.

¹ - عبد الحميد عبد المجيد البلداوي، الأساليب التطبيقية لتحليل وإعداد البحوث العلمية مع حالات دراسية باستخدام برنامج SPSS، دار الشروق، عمان، 2007، ص: 295.

² - راند عبد القادر حامد، نعمه عبد الله الفخري وذكاء يوسف عزيز، "تعددين بيانات مشتركى خدمة الانترنت باستخدام المنطق المضرب والدالة التمييزية"، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، جامعة الموصل، العدد 19، 2011، ص: 210.

المبحث الثاني: محددات الاستدانة الكلية والاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل

بعد تقديم كل ما يتعلق بالمتغيرات والنماذج الإحصائية المعمول بها، يجب تطبيق هذه النماذج على العينة محل الدراسة، بتحديد محددات الاستدانة الكلية باستعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد، واختبار الفرضيات المتعلقة بها، وتحديد محددات الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل باستعمال نموذج التحليل التمييزي.

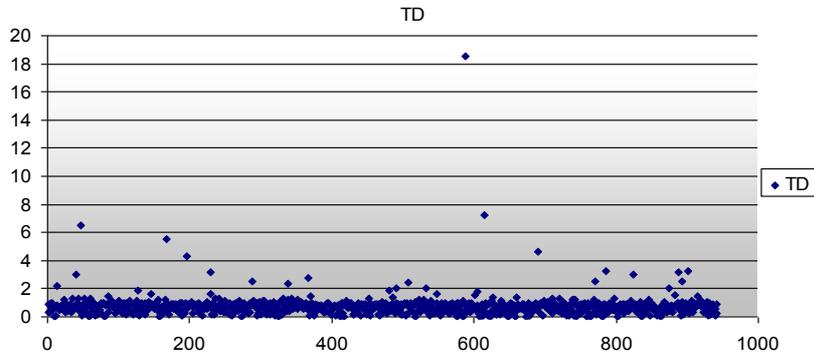
المطلب الأول: محددات الاستدانة الكلية

لتحديد أهم العوامل المؤثرة على الاستدانة الكلية في المؤسسة، فإنه يتم استعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وذلك عن طريق المربعات الصغرى.

1- الوصف الإحصائي للمتغيرات

قبل البدء في الوصف الإحصائي للمتغيرات، وكذا تحليل نموذج الانحدار الخطي المتعدد ونموذج التحليل التمييزي، يجب معرفة القيم الشاذة التي قد تؤدي إلى الإخلال بالنموذج العام، والرسم البياني رقم (1-3) يوضح سحابة النقاط التي توضح توزيع قيم نسب الاستدانة الكلية للمؤسسات محل الدراسة.

الرسم البياني رقم (1-3): توزيع سحابة النقاط لمستوى الاستدانة الكلية



المصدر: تم إعداد الرسم البياني بناء على قيم مستوى الاستدانة الكلية باستعمال برنامج Excel.

وحسب الرسم البياني أعلاه، فإنه توجد عدة قيم شاذة. وبالتالي، سيتم حذف أي قيمة تفوق نسبة الاستدانة في هيكلتها المالية القيمة 2، أي أن نسبة الاستدانة أكبر من مجموع الميزانية بأكثر من الضعف. ومنه، سيتم حذف 22 مشاهدة، وتصبح مجموع العينة محل الدراسة 920 مؤسسة صغيرة ومتوسطة.

يوضح الجدول رقم (1-3) الوصف الإحصائي للمتغيرات، فهو يعطي أدنى وأعلى قيمة لكل متغيرة، وكذلك المتوسط الحسابي والانحراف المعياري، أي يعطي نظرة أولية حول البيانات التي سيتم استعمالها لتحديد نموذج الانحدار الخطي.

الجدول رقم (1-3): الوصف الإحصائي للمتغيرات

الانحراف المعياري	المتوسط	أعلى قيمة	أدنى قيمة	العدد	المتغيرة
0,3244	0,6645	1,905	0	920	TD
0,4934	0,5826	1	0	920	SARL
0,4604	0,3043	1	0	920	EURL
0,2088	0,0457	1	0	920	SPA
0,2508	0,0674	1	0	920	SNC
0,2730	0,3850	1	0	920	GAR
0,1805	0,0804	1,6697	-0,9954	920	RE
1,8939	16,771	22,971	8,132	920	TA
0,0740	0,0182	0,6154	-0,4841	920	CR

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

وكما هو موضح في الجدول أعلاه، فإن متوسط نسبة الاستدانة في الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العينة يساوي 66,45% بانحراف معياري 0,32، كما أن نسبة الضمانات تمثل 38,5% بانحراف معياري قدره 0,27، أما متوسط حجم المؤسسات فهي 16,77 بانحراف معياري 1,89 ويتمثل متوسط نمو المؤسسات 0,0182 بانحراف معياري 0,074. كما يوضح الجدول نسبة كل شكل قانوني من العينة، حيث تمثل نسبة الشركات ذات المسؤولية المحدودة 58,26%، أما المؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة فهي تمثل نسبة 30,43%، وتمثل الشركات ذات الأسهم نسبة 7,86%، أما نسبة شركات التضامن فهي تمثل نسبة 6,74%.

2- تحديد واختبار فرضيات نموذج الانحدار الخطي المتعدد

يتم تحديد نموذج الانحدار الخطي المتعدد باستعمال طريقة المربعات الصغرى، ويتم اختبار فرضيات النموذج ككل بواسطة إحصائية فيشر، كما يتم اختبار كل متغيرة على حدا باستعمال إحصائية ستوبونت.

1-2- تحديد النموذج

باعتبار أن المتغيرة التابعة هي نسبة الاستدانة الكلية في الهيكل المالية للمؤسسة *TD*، وباعتبار أن المتغيرات المستقلة تتمثل في كل من المردودية *RE*، الحجم *TA*، الضمانات *GAR*، النمو *CR*، الشكل القانوني الذي يتمثل في *SPA*، *SARL*، *EURL* و *SNC*، وباعتبار أن النموذج خطي متعدد، فإن الصياغة التي يتم تحديدها تكتب على الشكل:

$$TD = \beta_0 + \beta_1 RE + \beta_2 TA + \beta_3 GAR + \beta_4 CR + \beta_5 SARL + \beta_6 EURL + \beta_7 SPA + \beta_8 SNC + \xi$$

يوضح الجدول رقم (2-3) تحليل التباين *ANOVA- Analyse de variance* لنموذج الاستدانة الكلية، ويبين أن إحصائية فيشر تساوي 60,14 ومستوى الدلالة يؤول إلى الصفر، والتي توضح بأن للنموذج مستوى دلالة كبير جدا. وبالتالي، فإنه يتم رفض الفرضية الأولية $H_0 : b_1 = b_2 = \dots = b_k = 0$ ويتم قبول الفرضية البديلة H_1 .

الجدول رقم (2-3): جدول تحليل التباين أنوفا *ANOVA* لنموذج الانحدار الخطي المتعدد

مستوى الدلالة	إحصائية فيشر	المتوسط التربيعي	درجة الحرية	مجموع المربعات	
0,0000	60,1463	4,5656	6	27,3936	الانحدار
		0,0759	913	69,3042	البواقي
			919	96,6978	المجموع

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

بعد التأكد من قبول النموذج، يتم اختبار كل متغيرة على حدة، حيث يوضح الجدول رقم (3-3) المعاملات المفسرة لمستوى الاستدانة الكلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومستوى دلالة كل متغيرة.

الجدول رقم (3-3): المتغيرات المفسرة لمستوى الاستدانة الكلية

مستوى الدلالة	إحصائية ستودنت	الخطأ المعياري	المعامل	المتغيرة
0,000	12,290	0,083	1,022	الثابت
0,000	-13,771	0,052	-0,717	RE
0,000	7,753	0,124	0,965	CR
0,000	-3,731	0,005	-0,019	TA
0,000	3,967	0,034	0,136	GAR
0,000	-4,331	0,019	-0,084	SARL
0,013	-2,499	0,047	-0,117	SPA

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

يبين الجدول أعلاه المتغيرات المفسرة لمستوى الاستدانة الكلية TD ، وتتمثل في المردودية RE ، النمو CR ، الحجم TA ، الضمانات GAR والشركات ذات المسؤولية المحدودة $SARL$ ، والشركات ذات أسهم SPA ، وكل المتغيرات لها مستوى دلالة 1%، إلا المؤسسات ذات أسهم فإن لها مستوى دلالة 5%.

وبالتالي، يمكن صياغة نموذج الانحدار الخطي المتعدد كما يلي:

$$\hat{TD} = 1,022 - 0,717.RE + 0,965.CR - 0,019.TA + 0,136.GAR - 0,084.SARL - 0,117.SPA$$

SD 0,052 0,124 0,005 0,034 0,019 0,047

ومنه، فإن كل من الشركات ذات المسؤولية المحدودة، الشركات ذات الأسهم، المروددية والحجم لها تأثير عكسي على مستوى الاستدانة الكلية، أما النمو والضمانات فهما يؤثران بشكل طردي على مستوى الاستدانة الكلية.

2-2- اختبار فرضيات النموذج

تتمثل الفرضيات التي سيتم اختبارها في الارتباط الذاتي، اختلاف التباين والتوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية.

2-2-1- الارتباط الذاتي

عند استعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد، تم افتراض عدم وجود أي ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية، ولكن هذه الفرضية غير محققة دائما، ولاكتشاف وجود ارتباط ذاتي من عدمه، يتم استعمال اختبار التتابع *Test de sequences*. ولإجراء هذا الاختبار، يجب حساب الأخطاء العشوائية ξ_i لكل العينة. ويتم حساب الأخطاء العشوائية كما يلي:

$$\xi_i = TD_i - \hat{TD}_i \quad i = \{1, 2, \dots, 920\}$$

وبعد ذلك، يمكن إيجاد عدد الأخطاء العشوائية الموجبة n_+ ، وعدد الأخطاء العشوائية السالبة n_- ، وكذلك عدد الأقسام r والتي تساوي عدد التغيرات في الإشارة زائد 1. وبعد ذلك، يمكن حساب الإحصائية z . حيث يوضح الجدول رقم (3-4) نتائج اختبار التتابع.

الجدول رقم (3-4): نتائج اختبار التتابع

z	σ_r	μ_r	r	n_-	n_+
1,104-	14,80	450,34	434	390	530

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج Excel.

باعتبار أن $\alpha = 5\%$ ، فإن $u_{1-\frac{\alpha}{2}, 0,975} = 1,96$. ومنه، فإن قاعدة الاختيار تكون كما يلي:

$$d(z) : \begin{cases} a_0 : z \leq 1,96 \\ a_1 : z > 1,96 \end{cases}$$

وكما هو ملاحظ، فإن $|z| = 1,104 < 1,96$ أي a_0 ومنه قبول الفرضية الأولية H_0 ، أي أن

$$.E(\xi_i, \xi_j) = 0 / i \neq j$$

2-2-2- اختلاف التباين

للكشف عن اختلاف التباين *hétéroscedasticité* أو عدم اختلاف التباين *Homoscedasticité*، يتم استعمال اختبار وايت *White*، وباعتبار وجود ستة متغيرات مفسرة،

وهذا ما يعني إجراء انحدار خطي بين مربع البواقي العشوائية ($\xi_i^2 / i \in \{1,2,\dots,920\}$) وكل المتغيرات المفسرة إضافة إلى مربع المتغيرات المفسرة وجداء المتغيرات المفسرة. وبالتالي، يمكن استعمال الطريقة المبسطة لاختبار وايت وهي إجراء الانحدار الخطي الموالي:

$$\xi_i^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \hat{y}_i + \alpha_2 \hat{y}_i^2 + error$$

واختبار الفرضية الأولية (فرضية العدم) $H_0 : \alpha_0 = \alpha_1 = \alpha_2 = 0$ مقابل الفرضية البديلة $H_1 : \exists i \in \{1,2,3\} / \alpha_i \neq 0$. وذلك عن طريق إحصائية فيشر.

يبرز الجدول رقم (5-3) تحليل التباين للانحدار الخطي للبواقي، والذي يوضح بأن مستوى الدلالة هو 1%، أي رفض الفرضية الأولية وقبول الفرضية البديلة، أي يوجد اختلاف في التباين.

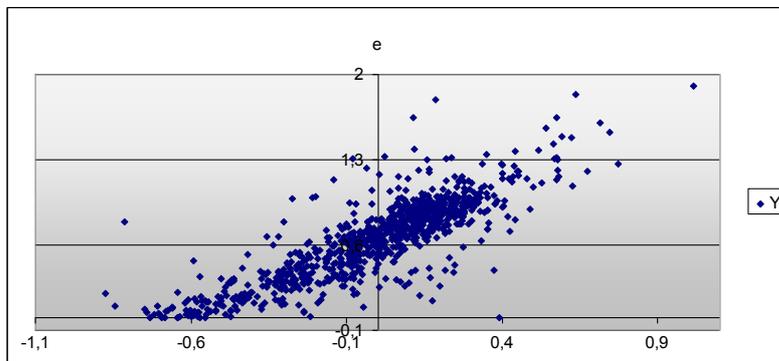
الجدول رقم (5-3): تحليل التباين لنموذج وايت *White*

مستوى الدلالة	إحصائية فيشر	متوسط المربعات	درجة الحرية	مجموع المربعات	الانحدار
0,006	5,163	0,069	2	0,137	
		0,013	917	12,195	البواقي
			919	12,332	المجموع

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

يوضح الرسم البياني رقم (2-3) توزيع سحابة النقاط بين البواقي والمتغير التابع المتمثل في مستوى الاستدانة الكلية في الهيكل المالية للمؤسسات، وهو ما يؤكد بأن هناك ارتباطا بين البواقي والمتغير التابع، وهذا يعني وجود متغير مفسر محذوف أو لم يأخذ بعين الاعتبار في معادلة الانحدار الخطي المتعدد،⁽¹⁾ ويرجع هذا الأمر إلى عدم توفر العينة على معلومات أكثر من تلك التي تم الحصول عليها.

الرسم البياني رقم (2-3): توزيع سحابة النقاط بين البواقي ومستوى الاستدانة الكلية



المصدر: تم إعداد الرسم البياني بناء على قيم البواقي وقيم الاستدانة الكلية باستعمال برنامج Excel.

¹ - جورج كانافوس ودون ميلر ترجمة سلطان محمد عبد الحميد، الإحصاء للتجارين - مدخل حديث، دار المريخ للنشر، الرياض، 2004، ص: 613.

2-2-3- التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية

يمكن الكشف عما إذا كانت الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي أو لا، وذلك عند طريق اختبار جارك بيررا *Jarque Berra*، وذلك عن طريق قياس معامل التفرطح والتحدب. يوضح الجدول رقم (3-6) نتائج اختبار جارك بيررا.

الجدول رقم (3-6): نتائج اختبار جارك بيررا *Jarque Berra*

0,07533	$\hat{\mu}_2$
-0,01036	$\hat{\mu}_3$
0,01908	$\hat{\mu}_4$
-0,50127	s
3,36213	k
4,3555	JB

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج Excel.

قاعدة الاختيار هي:

$$d(JB): \begin{cases} a_0 : JB \leq \chi_{2,0,95}^2 \\ a_1 : JB > \chi_{2,0,95}^2 \end{cases}$$

واعتمادا على جدول توزيع كاي التربيعي، فإن $\chi_{2,0,95}^2 = 5,99$.

$$JB = 4,35 < \chi_{2,0,95}^2 = 5,99 \text{ ومنه فإن}$$

أي a_0 ، وبالتالي قبول الفرضية H_0 ، أي أن توزيع الأخطاء العشوائية يتبع التوزيع الطبيعي.

المطلب الثاني: محددات الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل

يتم استعمال نموذج التحليل التمييزي لتحديد أهم العوامل المؤثرة على الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

1- تحديد المتغيرة التابعة

باعتبار أن الهدف هو معرفة أهم العوامل المؤثرة على اعتماد المؤسسة على الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل في هيكلتها المالية من عدمها، فإن المتغيرة التابعة هي مستوى الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل في الهيكلية المالية، ويعبر عنها بالرمز *DLMT*، حيث تكون المتغيرة ثنائية البعد، فتأخذ القيمة 1 في حالة وجود الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل في الهيكلية المالية والقيمة 0

$$DLMT = \begin{cases} 1 & si : DLMT \neq 0 \\ 0 & si : DLMT = 0 \end{cases} \text{ في حالة العكس، أي:}$$

أما المتغيرات المستقلة، فإنها تتمثل في كل من المردودية RE ، الحجم TA ، الضمانات GAR ، النمو CR والشكل القانوني للمؤسسة FJ ، حيث $FJ = \{SPA, SARL, EURL, SNC\}$.

2- وصف البيانات

يوضح الجدول رقم (7-3) الخصائص الوصفية لكل مجموعة، باعتبار أن المجموعة الأولى تتكون من المؤسسات التي لا تحتوي هيكلتها المالية على الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، والتي تساوي 675 مؤسسة صغيرة أي بنسبة 73,37%، والمجموعة الثانية تلك المؤسسات التي تحتوي هيكلتها المالية على الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل والتي تساوي 245 بنسبة 26,63%.

الجدول رقم (7-3): وصف البيانات

DLMT	المتغيرة	المتوسط	الانحراف المعياري
0	SARL	0,6119	0,4877
	EURL	0,3007	0,4589
	SPA	0,0148	0,1209
	GAR	0,3569	0,2644
	RE	0,0868	0,1851
	TA	16,5413	1,7846
	SNC	0,7259	0,2596
	CR	0,0199	0,0760
1	SARL	0,5020	0,5010
	EURL	0,3143	0,4652
	SPA	0,1306	0,3377
	GAR	0,4625	0,2818
	RE	0,0628	0,1662
	SNC	0,0530	0,2246
	TA	17,4062	2,0398
	CR	0,0136	0,0680

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

يوضح الجدول رقم (7-3) خصائص مجموعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تحتوي هيكلتها المالية على الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، حيث تمثل فيها نسبة SARL 50,20%، بينما تمثل EUR نسبة 31,43%، أما نسبة SPA فهي 13,06% وتبلغ نسبة SNC 5,3%، وتبلغ نسبة الضمانات 46,25%، أما نسبة المردودية فهي 6,28%، أما متوسط حجم هذه المؤسسات فهو 17,40، ونسبة النمو المتوسطة فبلغ 0,0136. بينما تتمثل خصائص مجموع المؤسسات التي لا تحتوي هيكلتها المالية على الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل في كونها أقل من نسبة المجموعة الأولى لكل من EUR، SPA، الضمانات، الحجم والنمو. والعكس لكل من SARL و SNC. وهذا يرجع إلى طبيعة استعمال الديون الطويلة ومتوسطة الأجل، وكذا الخصائص القانونية لكل نوع من المؤسسات.

3- تقدير نموذج التحليل التمييزي

يوضح الجدول رقم (3-8) اختبار نموذج التحليل التمييزي بعد معالجة البيانات باستعمال برنامج *SPSS*. وحسب مستوى الدلالة التي تؤول إلى الصفر، فإن النموذج مقبول.

الجدول رقم (3-8): اختبار نموذج التحليل التمييزي لما $DLMT=1$

مستوى الدلالة	درجة الحرية	إحصائية كاي التربيعي
0,000	3	111,794

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج *SPSS*.

أما الجدول رقم (3-9) فيوضح المتغيرات التي تؤثر على مستوى الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل.

الجدول رقم (3-9): المتغيرات المؤثرة على مستوى الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل

المتغيرات	$DLMT=1$
<i>SPA</i>	0,682
<i>GAR</i>	0,537
<i>TA</i>	0,482

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج *SPSS*.

من خلال الجدول رقم (3-9)، يمكن صياغة نموذج التحليل التمييزي كما يلي:

$$S = 0,682.SPA + 0,537.GAR + 0,482.TA$$

حيث تمثل S النتيجة (*Score*)، أي نتيجة أن تنتمي المؤسسة إلى المجموعة التي تحتوي هيكلتها المالية على الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل.

وكما توضح الصيغة الرياضية لنموذج التحليل التمييزي، فإن المتغيرات المؤثرة على مستوى الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي كل من الشركات ذات أسهم *SPA*، الضمانات *GAR* والحجم *TA*، والتأثير إيجابي، أي أنه كلما ارتفعت نسبة الضمانات والحجم (رقم الأعمال) في المؤسسة، اعتمدت المؤسسة على الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، وكذلك إذا كانت الشركة ذات أسهم، والعكس. أما باقي المتغيرات، والتي تتمثل في كل من المردودية *RE*، النمو *CR* والأشكال القانونية المتمثلة في *SARL*، *EURL* و *SNC*، فإنها لا تؤثر في اعتماد المؤسسة على الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل من عدمها.

4- نتائج التصنيف حسب نموذج التحليل التمييزي

يمكن دراسة مدى صحة نموذج التحليل التمييزي، وذلك عن طريق مصفوفة تصنيف المؤسسات بواسطة النموذج من جهة والتصنيف الفعلي للمؤسسات.

يوضح الجدول رقم (3-10) نتائج التصنيف.

الجدول رقم (3-10): نتائج التصنيف

التصنيف حسب النموذج			DLMT	العدد	النسبة
المجموع	1	0			
675	185	490	0		
245	134	111	1		
100	27,4	72,6	0		
100	54,7	45,3	1		

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

حسب الجدول رقم (3-10)، فإن عدد المؤسسات الفعلية التي لا تحتوي هيكلتها المالية على الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل هي 675 مؤسسة، وحسب نموذج التحليل التمييزي، فإنه صنف منها 185 مؤسسة تحتوي هيكلتها المالية على الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، أي بنسبة 27,4%، وأكد على 71,84% من المؤسسات المصنفة حسب النموذج بنفس التصنيف الفعلي. وبصفة عامة، فإن 67,8% من المؤسسات قد صنفت بشكل صحيح حسب نموذج التحليل التمييزي.

المطلب الثالث: محددات الفرق في الاستدانة الكلية

بعد معرفة محددات الاستدانة الكلية لمؤسسات العينة للسنة 2011، فإنه يجب معرفة ما هي العوامل التي تؤثر على الرفع أو التخفيض من الاستدانة بين سنتي 2010 و2011. ويعرف النموذج كما يلي:

$$\Delta TD = \beta_0 + \beta_1 \Delta RE + \beta_2 \Delta TA + \beta_3 \Delta GAR$$

حيث $\Delta TD = TD_{2011} - TD_{2010}$ ، $\Delta RE = RE_{2011} - RE_{2010}$ ، $\Delta TA = TA_{2011} - TA_{2010}$ ، $\Delta GAR = GAR_{2011} - GAR_{2010}$.

وباعتبار أن الشكل القانوني للعينة لم يتغير، فإنه لا يمكن إدخال الشكل القانوني كمحدد لفرق الاستدانة.

يوضح الجدول رقم (3-11) تحليل التباين لنموذج الانحدار الخطي المتعدد لفرق الاستدانة الكلية. وكما يوضح الجدول، فإن النموذج مقبول بمستوى دلالة 1%.

الجدول رقم (3-11): تحليل التباين ANOVA لنموذج الانحدار الخطي لفرق الاستدانة الكلية

مستوى الدلالة	إحصائية فيشر	متوسط الانحرافات	درجة الحرية	مجموع المربعات	
0,000	172,592	5,877	3	17,631	الانحدار
		0,034	915	31,158	البواقي
			918	48,789	المجموع

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

أما بالنسبة لمعاملات المتغيرات، فإن الجدول رقم (3-12) يوضح معاملات المتغيرات مع إحصائية ستودنت ومستوى الدلالة الموافقة لكل متغيرة.

الجدول رقم (3-12): المتغيرات المفسرة على الفرق في الاستدانة الكلية بين سنتي 2010 و2011

المتغيرة	المعامل	الانحراف المعياري	إحصائية ستودنت	مستوى الدلالة
الثابت	-0,012	0,006	-1,929	0,054
ΔGAR	-0,062	0,019	-3,222	0,001
ΔRE	-0,607	0,027	-22,119	0,000
ΔTA	0,027	0,007	4,054	0,000

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

يوضح الجدول رقم (3-12) أثر كل من ΔGAR و ΔRE و ΔTA على الفرق في الاستدانة الكلية بين سنتي 2010 و2011، فمستوى دلالة كل من ΔRE و ΔTA هي 1% أما مستوى دلالة ΔGAR فهي 5%. كما أن تأثير كل من ΔRE و ΔGAR هو تأثير عكسي على ΔTD ، بينما تأثير ΔTA على ΔTD هو تأثير طردي.

يمكن صياغة نموذج الانحدار الخطي المتعدد لتحديد المتغيرات المؤثرة على الفرق في الاستدانة الكلية بين سنتي 2010 و2011 كما يلي:

$$\Delta \hat{TD} = -0,012 - 0,607.\Delta RE + 0,027.\Delta TA - 0,062.\Delta GAR$$

$$SD \quad \quad \quad 0,027 \quad \quad \quad 0,007 \quad \quad \quad 0,019$$

وبالتالي، فإن ارتفاع الاستدانة الكلية في المؤسسة يقابله انخفاض في مستوى المردودية وانخفاض مستوى الضمانات وارتفاع الحجم.

المبحث الثالث: عرض وتحليل النتائج المتعلقة بالاستدانة الكلية والاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل

لابد من تحليل النتائج المحصل عليها بعد عرض النتائج المحصل عليها بعد تحديد المتغيرات التابعة والمستقلة وأهم الدراسات التجريبية السابقة التي تتعلق بالهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المطلب الأول: عرض النتائج

تم التوصل في المبحث السابق على عدة نتائج تتعلق بمستوى الاستدانة الكلية ونتائج تتعلق بمستوى الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل في الهيكل المالية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

1- النتائج المتعلقة بمستوى الاستدانة الكلية

لتحديد المتغيرات المؤثرة على مستوى الاستدانة الكلية في المؤسسة، تم استعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وذلك باعتماد طريقة المربعات الصغرى المعيارية، على عينة مكونة من 920 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في السنة المالية 2011.

تتمثل متغيرات النموذج في كل من مستوى الاستدانة الكلية كمتغير مستقل، والمردودية، الحجم، النمو، الضمانات، والمتغيرات ثنائية البعد التي تتمثل في الشركات ذات المسؤولية المحدودة، المؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة، الشركات ذات أسهم وشركات التضامن كمتغيرات مستقلة.

أوضحت إحصائية فيشر بمستوى دلالة 1% على أن نموذج الانحدار الخطي مقبول. أما بالنسبة للمتغيرات المقبولة في النموذج، فإن كل من المردودية، الحجم، النمو، الضمانات، المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة والمؤسسات ذات أسهم تعتبر متغيرات مستقلة مفسرة بمستوى دلالة 1%، بينما تم استبعاد كل من المؤسسات ذات الشريك الوحيد وذات المسؤولية المحدودة ومؤسسات التضامن.

وبالتالي، فإن المتغيرات المؤثرة على الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العينة هي كل من المردودية والحجم بعلاقة عكسية مع مستوى الاستدانة الكلية، النمو والضمانات بعلاقة طردية مع مستوى الاستدانة الكلية، أما بالنسبة للشكل القانوني، فإن كل من الشركات ذات المسؤولية المحدودة والشركات ذات أسهم تؤثر على مستوى الاستدانة الكلية بعلاقة عكسية.

أما بالنسبة لاختبار فرضيات نموذج الانحدار الخطي، فقد أكد اختبار التتابع على عدم وجود ارتباط خطي بين المتغيرات، وأكد اختبار جارك بيررا على أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي، بينما أكد اختبار وايت على وجود اختلاف للتباين، وهذا يخالف إحدى الفرضيات التي قام عليها النموذج، وبعد عرض سحابة النقاط بين البواقي والمتغير التابع، تأكد بأن اختلاف التباين يرجع إلى وجود متغير مفسر لمستوى الاستدانة الكلية لم يؤخذ بعين الاعتبار في الدراسة.

2- النتائج المتعلقة بمستوى الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل

نظرا لوجود 675 مؤسسة بنسبة 73,37% من مؤسسات العينة لا تتوفر هيكلتها المالية على الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل و 245 مؤسسة بنسبة 26,63% تتوفر هيكلتها المالية على الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، فإنه تم استعمال نموذج التحليل التمييزي لمعرفة المتغيرات المستقلة المؤثرة على سلوك المؤسسة اتجاه الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل.

بعد تطبيق نموذج التحليل التمييزي، تبين أن كلا من الضمانات، الحجم والشكل القانوني المتمثل في المؤسسات ذات أسهم له دور في سلوك المؤسسة اتجاه الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، وهذا الدور إيجابي، أي أنه كلما ارتفعت الضمانات والحجم في المؤسسة، أدى ذلك إلى التوجه إلى الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، وكذلك الأمر إذا كانت المؤسسة ذات أسهم.

بينما لم يجد النموذج أي دور للمردودية، النمو وباقي الأشكال القانونية المتمثلة في الشركات ذات المسؤولية المحدودة، المؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة وشركات التضامن.

3- النتائج المتعلقة بالفرق في الاستدانة الكلية

باعتبار أن العينة تشتمل على المعلومات المتعلقة بالسنة المالية 2010 و2011، فإنه يمكن معرفة أهم المتغيرات التي تؤثر على ارتفاع أو انخفاض الاستدانة الكلية بين سنتي 2010 و2011، باعتبار أن المتغيرات المستقلة تتمثل في الفرق في المردودية، الفرق في الحجم، الفرق في الضمانات والفرق في النمو.

باستعمال نموذج الانحدار الخطي، بينت إحصائية فيشر قبول النموذج بمستوى دلالة 1%، كما يؤثر على الفرق في الاستدانة كل من الفرق في المردودية، الفرق في الحجم والفرق في الضمانات، حيث العلاقة عكسية بين كل من الفرق في المردودية والفرق في الضمانات، بينما العلاقة طردية مع الفرق في الحجم.

أي أن ارتفاع حجم المؤسسة بين سنتي 2010 و2011 يحفز المؤسسة على القيام بالاستدانة، بينما ارتفاع المردودية أو الضمانات له تأثير عكسي على مستوى الاستدانة الكلية بين سنتي 2010 و2011.

المطلب الثاني: تحليل النتائج

بعد معرفة أهم العوامل المؤثرة على الاستدانة الكلية وعلى الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، والعلاقة بينهما، يجب إسقاط هذه العوامل على النظريات المتعلقة بالهيكل المالية وتحليلها مع واقع إشكالية التمويل التي تعاني منها هذه المؤسسات.

1- المردودية

يتوافق الارتباط العكسي بين المردودية ومستوى الاستدانة الكلية مع عدة دراسات تجريبية أجريت على المؤسسات الكبيرة وعلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. ومن بين هذه الدراسات،

دراسة كل من تيتمان وويسالس (1988) Titman&Wessels، راجان وزينغالاس (1995) Rajan&Zingales، هاريس ورافيف (1991) Harris&Raviv، بوث وآخرون (2001) Booth et al، مارش Marsh، دييوا Dubois (1985)، نخيلي (1994) Nekhili، ساسينو وميلكاي (1995) Sassenou&Mulkay، كاربانتي (1996) Carpentier، بيدي Bédoué (1996) وكاربانتي وسيرات (1999) Carpentier&Suret.

وتتوافق كذلك مع نتيجة إدريس زيان Ydriss Ziane ونجاة بوصعا Najet Boussa، بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

تعتبر العلاقة العكسية بين المردودية ونسب الاستدانة في المؤسسات من نتائج نظرية الترتيب السلمي، فالمؤسسات التي لها مردودية أكبر لها أموال داخلية أكبر. لذا، فإن هذه المؤسسات تلجأ إلى التمويل الداخلي بنسب عالية عكس اللجوء إلى التمويل الخارجي المتمثل في الاستدانة، ويكون معدل الاستدانة كبيرا في المؤسسات ذات المردودية الصغيرة. كما أن زيادة الأرباح في المؤسسة قد يؤدي إلى زيادة الأرباح المحتجزة التي تعتبر كمصدر من مصادر التمويل الداخلية، وبالتالي انخفاض الاستدانة الكلية للمؤسسة.

ينطلق التمويل السلمي للمؤسسات من مبدأ أن المؤسسات تقوم بتمويل نفسها بالأموال الداخلية فقط، أي تفضل الأموال الذاتية على الأموال الخارجية، وإذا ما اضطرت المؤسسة إلى التمويل الخارجي، فإنها تمول نفسها وفق ترتيب سلمي، يتمثل في الديون الأقل مخاطرة، ثم الديون الأكثر مخاطرة، ثم الأصول القابلة لتحويل إلى أسهم وأخيرا التمويل بواسطة الأسهم العادية. إلا أن الملاحظ في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية هو إشكالية التمويل التي تعاني منها، خاصة في ظل غياب دور البورصة.

وبالتالي، فإن العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة تبرر لجوء المؤسسة إلى المصادر الداخلية بدل المصادر الخارجية فقط، ولا تحدد ترتيب مصادر التمويل كما جاء في نظرية الترتيب السلمي. ومنه، يمكن القول أن الاتفاق بين محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ونظرية الترتيب السلمي هو اتفاق جزئي فقط. ويتمثل في تفضيل المؤسسة للتمويل الداخلي بدل التمويل الخارجي.

كما يمكن تفسير العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة الكلية بنظرية الوكالة في حالة السوق غير فعالة، فالمسيرون سيتجنبون الضغط الذي ينجر عن الاستدانة خاصة في تكاليف

الإفلاس وتسديد الفوائد والدفعات، وتوفير الأموال اللازمة لتجنب المؤسسة الإفلاس، طالما تتوفر الأموال الذاتية في المؤسسة.

كما أن ارتفاع المردودية في سنة 2011 مقارنة بسنة 2010 يؤدي إلى انخفاض الاستدانة، وهذا ما يؤكد العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة الكلية.

2- الضمانات

أما بالنسبة للضمانات، فإن لها أثرا إيجابيا على الاستدانة الكلية، وهو ما يتوافق مع عدة دراسات تجريبية، مثل دراسة راجان وزينقلاس (1995) Rajan&Zingales، بارجر وآخرون (1997) Berger et al، أوفاك ويرماك (1997) Ofek&Yermack، وكذلك دراسة هوفاكيمييان وآخرون (2001) Hovakimian et al، ودراسة بورديو وكولين سيديلوت Bourdieu&Colin (1993) Sédillot للمؤسسات الفرنسية، كما بين بين قابتا (1969) Gupta في دراسة له عن وجود علاقة طردية بين الضمانات ومستوى الاستدانة طويلة الأجل. وهذه النتيجة توافق أيضا ما وجده يوسف قريشي (2005) في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

فالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يتضمن هيكل أصولها نسبة مرتفعة من الأصول الثابتة تلجأ إلى استخدام قدر كبير من القروض طويلة الأجل في هيكلتها المالية، وذلك وفقا لمبدأ التغطية في التمويل، والذي يقضي بتمويل الأصول الثابتة بمصادر تمويل دائمة، سواء بأموال خاصة أو ديون متوسطة وطويلة الأجل.

وباعتبار أن الضمانات هي نسبة المخزونات والأصول الملموسة على مجموع الميزانية، فإن علاقة الأصول الملموسة بالاستدانة الكلية هي علاقة طردية، وهذا متوافق مع النتيجة التي وجدها كل من بورديو وكولين سيديلوت (1993) Bourdieu&Colin Sédillot، شيوتريم وآخرون (1993) Shuetrim et al، بيديي (1997) Bédue، دي جونق وفان ديجك De Jong&Van (1998) Dijk، قود وإيليون (2002) Gaud&Elion ودراسة هيانق وسونق Huang&Song (2006) في دراستهم التجريبية.

وجود الأصول الملموسة له تأثير كبير على مستوى الاستدانة، وهذا وفقا لنظرية الترتيب السلمي، فكلما كانت للمؤسسة أصول ملموسة، فإن حساسيتها اتجاه عدم تماثل المعلومات ينخفض، وبالتالي سهولة الحصول على الديون.

ومن وجة نظرية التوازن، فإن العلاقة بين الأصول الملموسة ومستوى الاستدانة الكلية هي علاقة طردية، لأن الأصول الملموسة يمكن أن تكون كضمان للمقرضين، ولها دور إيجابي في حالة التصفية، حيث تكون لها قيمة عالية عند التصفية.

بالنسبة للفرق في الاستدانة، فإن ارتفاع الضمانات له علاقة ذات دلالة إحصائية بانخفاض مستوى الاستدانة الكلية بين سنتي 2010 و2011، وهذا ما يمكن تفسيره بأن ديون سنة 2010 وجة لتمويل الأصول الاستثمارية الملموسة. وبالتالي، ترتفع الضمانات وتنخفض الاستدانة الكلية.

3- النمو

أما بالنسبة للنمو، فقد بينت الكثير من الدراسات أهمية هذا المتغير على الاستدانة الكلية وبالتالي على الهيكلة المالية، إلا أنها اختلفت في طبيعة العلاقة، فمن الدراسات من أكدت بأن العلاقة عكسية، ومنها من أكدت وجود علاقة طردية.

في هذا البحث، تم التوصل إلى أن العلاقة طردية بين النمو ومستوى الاستدانة الكلية في المؤسسات، وهو ما يوافق مع نتائج الدراسات التجريبية لكل من دييوا (1985) Dubois، شيوتريم وآخرون (1993) Shuetrim et al، كرامب وستوس (2001) Krempe&Stoss ودراسة أيمبولا (2002) Abimbola.

يمكن إرجاع العلاقة الطردية بين معدل النمو ومستوى الاستدانة الكلية إلى نظرية الإشارة ونظرية الترتيب السلمي. حسب نظرية الإشارة، فإن معدل النمو يعتبر بالنسبة لنظر المستثمرين مؤشرا على الصحة المالية للمؤسسة، حيث يفترض هذا النموذج على أن المقرضين يميلون إلى إقراض المؤسسة، لأن معدل النمو يعتبر بمثابة إشارة على قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح مستقبلية، وهو ما يعني قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها. وحسب نظرية الترتيب السلمي، فإن المؤسسات ذات معدلات النمو المرتفعة لها احتياجات تمويلية كبيرة، مما يجبرها ذلك بالجوء إلى الاستدانة لتغطية تلك الاحتياجات، وذلك لكون الديون أقل حساسية لعدم تماثل المعلومات.

تختلف النتيجة مع ما قدمه لونق وفراند Long&Friend من تحليل العلاقة بين النمو ومستوى الاستدانة، حيث إن العلاقة بين النمو والاستدانة الكلية هي علاقة عكسية، وأرجعا ذلك لعامل عدم تماثل المعلومات الذي يعتبر كخاصية من خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. فالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة غالبا ما تتوقع معدل نمو أعلى لنشاطها من المعدل المتوقع من طرف الدائن، وهو ما يجعل الدائن يأخذ بعين الاعتبار فرص النمو على الإفلاس. وبالتالي، كلما توقعت المؤسسة فرصا أكثر للنمو كلما قلت نسبة الاستدانة بسبب مخاطر الإفلاس.

يمكن القول بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية أن النمو يعتبر كدليل على قدرة المؤسسة على تسديد ديونها من وجهة نظر البنوك، باعتبار أن البنوك تعتبر أهم مصدر للتمويل الخارجي للمؤسسات في الجزائر. ومن وجهة نظر المؤسسة، فإن النمو يؤدي بالمؤسسة إلى التوسع، وهو ما يجبرها على اللجوء لمصادر التمويل المختلفة. ويتمثل أهم مصدر للتمويل في البيئة الجزائرية بعد التمويل الداخلي في القروض البنكية، وهو ما يفسر العلاقة الطردية بين النمو ومستوى الاستدانة الكلية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

4- الحجم

من بين المتغيرات الأخرى المؤثرة على مستوى الاستدانة الكلية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي الحجم، حيث يعتبر الحجم من بين أهم المتغيرات التي تؤثر على الهيكل المالي في المؤسسات، والعلاقة عكسية، فكلما ارتفع حجم المؤسسة أدى ذلك إلى انخفاض مستوى الاستدانة الكلية في المؤسسة والعكس.

تتوافق العلاقة العكسية بين الحجم ومستوى الاستدانة الكلية مع عدة نتائج لدراسات تجريبية، مثل دراسة بورديو وسيديوت (1993) Bourdieu&Sedillot، جونسون (1997) Johnson، كاربنتي وسيرات (1999) Carpentier&suret ودراسة تيمان وويسالس Titman&Wessels (1988). أما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإن العلاقة العكسية تتفق مع نتيجة يوسف قريشي (2005)، لكنها تختلف مع نتيجة دراسة نجاة بوصعا Najet Boussaa ودراسة جين بولين وآخرون (2004) Jean Belin et al.

يمكن إرجاع هذه العلاقة إلى أن المؤسسات صغيرة الحجم تملك موارد ذاتية محدودة، وهو الأمر الذي يجبرها على اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية. وفي المقابل، فإن المؤسسات كبيرة الحجم تقوم بتمويل نفسها بمواردها الذاتية، وهذا ما تنص عليه نظرية الترتيب السلمي. فالمؤسسة تبدأ بالتمويل الداخلي، وفي حالة عدم كفايته تلجأ إلى التمويل الخارجي حسب المصادر الأقل مخاطرة إلى المصادر الأكثر مخاطرة. كما يمكن إبراز هذه العلاقة العكسية في كون أن الجزائر قامت بتقديم عدة تسهيلات للمؤسسات الصغيرة، سواء تسهيلات ضريبية أو تسهيلات في إجراءات الحصول على القروض البنكية، وكذا الاستفادة من مختلف البرامج الحكومية، حيث قامت الجزائر بإحداث الكثير من البرامج الحكومية والوسائل المساعدة للمؤسسات الصغيرة الحجم بغية الحفاظ على بقائها أولاً، ولتطويرها ونموها ثانياً. كما أن المؤسسات الكبيرة تميل إلى أن تكون أكثر تنوعاً وأقل مخاطرة، وبالتالي أقل عرضة للإفلاس ويمكنها بذلك أن تدعم المزيد من الديون حسب نظرية التوازن.

يؤدي ارتفاع رقم أعمال المؤسسة إلى ارتفاع الاستدانة بين سنتي 2010 و2011، وهذا ما يؤكد على أن المؤسسة في صحة مالية جيدة في نظر المقرضين والمتمثلون في البنوك والمؤسسات التمويلية الخاصة أو الحكومية.

5- الشكل القانوني

يعتبر الشكل القانوني المتمثل في الشركات ذات المسؤولية المحدودة والشركات ذات أسهم من بين المتغيرات المؤثرة أيضا على مستوى الاستدانة الكلية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية. كما يجب الإشارة إلى أنه لا توجد دراسات واضحة قامت بمعرفة أثر الشكل القانوني على الهيكل المالية، إلا دراسة راجان وزينفلاس (1995) Rajan&Zingales التي وجدت تأثيرا لكل من الشكل القانوني وقطاع النشاط على الهيكل المالية.

بالنسبة للشركات ذات أسهم، فإنه من المتوقع أن تكون العلاقة بينها وبين الاستدانة الكلية علاقة طردية، لأن الهدف من هذه المؤسسات هو تجميع المدخرات من أجل إنشاء واستغلال المشاريع الكبرى⁽¹⁾. لذا، فإن أموالها الذاتية غير قادرة على توفير التمويل المناسب لإنشاء هذه المشاريع. ويمكن إرجاع ذلك إلى عدة عوامل، أولها أن الشركات ذات أسهم تمتلك مدخرات كافية مقارنة بالمؤسسات من الأشكال القانونية الأخرى، وكذلك إلى تجنب تكاليف الإفلاس التي تنجم من خلال الاعتماد على الاستدانة، وأيضا العراقيل التي تواجهها هذا النوع من المؤسسات عند طلب تمويل بنكي. وأخيرا، فإن انحصار التمويل الخارجي يؤدي بشركات المساهمة إلى الاستعانة بأموالها الذاتية بدل اللجوء إلى التمويل الخارجي.

وتعتبر العلاقة عكسية أيضا بين الشركات ذات المسؤولية المحدودة ومستوى الاستدانة الكلية، ويمكن إرجاع ذلك إلى العراقيل الإدارية للجوء للتمويل الخارجي، وغياب البورصة التي أدى غيابها إلى ضيق مجال التمويل الخارجي، وكذلك إلى تجنب تكاليف الإفلاس الناجمة عن الاستدانة.

بينما لا يوجد أي تأثير للمؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة على مستوى الاستدانة الكلية في هيكلتها المالية، وربما يرجع ذلك إلى خصوصية صاحب المؤسسة ومنفعته اتجاه الاستدانة من عدمها، أي يعتمد في اللجوء إلى الاستدانة على الذاتية. وكذلك بالنسبة لشركات التضامن التي ليس لها تأثير على الاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويرجع ذلك إلى الطبيعة القانونية لشركة التضامن، فمسؤولية الشركاء في شركة التضامن هي مسؤولية غير محدودة، حيث أن كل شريك مسؤول قانونيا على جميع ديون المؤسسة.

1- أسامة كامل وعبد الغني حامد، مبادئ في المالية (شركات الأموال)، مؤسسة لورد العالمية للشؤون الجامعية، البحرين، 2006، ص: 59.

خلاصة الفصل السادس

ظهرت عدة دراسات تجريبية لتفسير أهم العوامل المؤثرة على الهيكل المالية للمؤسسات، وكذلك لتفسير أهم النظريات المفسرة للهيكل المالية وربطها بالواقع العملي، فمن بين أهم العوامل المفسرة للهيكل المالية تتمثل في كل من حجم المؤسسة، المردودية، الضمانات، معدل النمو والأصول الملموسة، حتى وإن اختلف نوع العلاقة بين المحددات ومستوى الاستدانة الكلية، إلا أن لكل نتيجة مبررها والنظرية التي تركز عليها.

يتمثل هدف هذا الفصل في معرفة محددات الاستدانة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. ولأجل ذلك تم جمع عينة مكونة من 920 مؤسسة، وتم تحديد المتغيرات المستقلة التي تشتمل عليه العينة وكذا تحديد المتغيرات التابعة، كما تم تحديد النماذج الإحصائية اللازمة لتحديد هذه المتغيرات والعلاقة بينها وبين المتغير التابع.

تتمثل محددات الاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في كل من الحجم، المردودية، الضمانات، النمو والشكل القانوني المتمثل في الشركات ذات أسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة. أما محددات الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل فهي تتمثل في كل من الضمانات، الحجم والشركات ذات أسهم.

يمكن استنتاج نظرية الترتيب السلمي للتمويل في العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة، فالمؤسسات ذات مردودية أكبر لها أموال داخلية أكبر، فهي تلجأ إلى التمويل الداخلي بنسب أعلى من التمويل الخارجي، كما أن العلاقة الطردية بين الضمانات ومستوى الاستدانة دليل على وجود نظرية الترتيب السلمي، حيث إن الأصول الملموسة في المؤسسة يعني انخفاض حساسية المؤسسة اتجاه عدم تماثل المعلومات. وبالتالي سهولة الحصول على الديون.

كما أن العلاقة الطردية بين النمو والاستدانة الكلية دليل على نظرية الترتيب السلمي أيضاً، فالمؤسسات ذات معدلات النمو المرتفعة لها احتياجات تمويلية كبيرة، مما يجبرها ذلك بالاستعانة بالاستدانة لتغطية تلك الاحتياجات. كما أن العلاقة العكسية بين الحجم والاستدانة تبرر تأكيد هذه النظرية، فالمؤسسة ذات حجم صغير تملك موارد ذاتية محدودة، وهو ما يبرر اللجوء إلى الاستدانة عكس المؤسسات ذات الحجم الكبير.

وتظهر نظرية التوازن في العلاقة الطردية بين الضمانات ومستوى الاستدانة الكلية، فالأصول الملموسة تعتبر بمثابة ضمان للمقرضين، ولها دور إيجابي في حالة التصفية. وتظهر كذلك

في العلاقة الطردية بين الحجم والاستدانة، فالمؤسسات الكبيرة تميل لأن تكون أكثر تنوعا وأقل مخاطرة، وبالتالي أقل عرضة للإفلاس، ويمكنها بذلك أن تدعم المزيد من الديون.

وتظهر نظرية الوكالة في العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة الكلية. ففي حالة عدم فاعلية السوق، يتجنب المسكرون الضغط الناجم عن الاستدانة خاصة في تكاليف الإفلاس وتسديد الفوائد والدفوعات، وتوفير الأموال اللازمة لتجنب الإفلاس طالما تتوفر الأموال الذاتية في المؤسسة.

أما نظرية الإشارة، فهي تظهر في علاقة النمو بالاستدانة، فمعدل النمو في المؤسسة يعتبر كمؤشر بالنسبة لنظر المستثمرين على الصحة المالية للمؤسسة، حيث إن المقرضون يعتبرون النمو كإشارة على قدرة المؤسسة لتحقيق أرباح مستقبلية وتسديد ديونها.

بالنسبة لمحددات الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، فهي تظهر في الضمانات، الحجم والشركات ذات أسهم فقط. ففي ظل انعدام البدائل التمويلية الخارجية وغياب دور البورصة، وانحصار الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل في البنوك، فإنه من المعقول أن تكون أهم محددات هذه الاستدانة هو الشروط المطلوبة من طرف البنوك للحصول على الاستدانة، والتي تتمثل أساسا في الضمانات المطلوبة ورقم الأعمال المحقق.

الباب الرابع: محددات سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة، وفي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعتبر سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة من بين أدوات السياسة المالية لها، وذلك لما لهذه السياسة من أثر على القيمة السوقية للمؤسسة، كما يختلف شكل توزيع الأرباح من مؤسسة إلى أخرى.

ظهرت عدة نماذج لتفسير توزيعات أرباح السهم في المؤسسة، حيث اهتمت هذه النماذج في مجملها إلى أهم العوامل التي يمكن أن تكون لها علاقة مع توزيعات أرباح السهم، كما اعتمدت هذه النماذج على عدة فرضيات. أهمها نموذج ليننتر، ولتر، قوردين ونموذج كالاي.

اهتمت الأدبيات المالية بتأثير سياسة توزيع أرباح السهم على القيمة السوقية للمؤسسة، وكانت أول دراسة لموديقلياني وميلر سنة 1961، ثم توالى النظريات التي تتعلق بتفسير أثر سياسة توزيع أرباح السهم على القيمة السوقية، وكل نظرية تنطلق من فرضياتها الخاصة.

لم يكتف الباحثون بالإطار النظري لسياسة توزيع أرباح السهم، بل قاموا بإجراء دراسات تجريبية ميدانية لعينات من المؤسسات، وذلك لمعرفة محددات سياسة توزيع أرباح السهم، والنظريات التي توافق سلوك المؤسسة اتجاه توزيع أرباح السهم. ولم يقتصر الأمر على المؤسسات الكبيرة فحسب، بل تمت دراسة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كجزء من هذه المؤسسات لما تتميز به من خصوصيات تميزها عن المؤسسات الكبيرة.

في هذا الباب، وفي الفصل الأول منه، سيتم دراسة أهم ما يتعلق بتوزيع أرباح السهم، بداية بمفهوم سياسة التوزيع، محدداتها وقيودها، وأشكال توزيع الأرباح في المؤسسة، كما يتم عرض أهم نماذج توزيع أرباح السهم. وبعدها، عرض مختلف النظريات التي تتعلق بسياسة توزيع أرباح السهم، وإسقاط هذه النظريات على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

أما الفصل الثاني من هذا الباب، فهو يتمحور حول دراسة محددات سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، من خلال إجراء دراسة تجريبية على عينة جمعت لهذا الغرض، وإسقاط نتائج الدراسة على مختلف النظريات المعروضة في الجانب النظري. كما سيتم تحديد عوامل اتخاذ قرار توزيع الأرباح من عدم التوزيع.

خلاصة الباب الرابع

أظهرت الأدبيات المالية أهمية سياسة توزيع أرباح السهم على المؤسسة، وذلك لتأثيرها على القيمة السوقية لها. فقد ظهرت العديد من النماذج التي تقوم بتفسير آلية توزيع أرباح السهم، إضافة إلى النظريات المفسرة لسياسة توزيع أرباح السهم، بداية بنظرية موديقلياني وميلر 1961، ثم نظرية الوكالة، ونظرية تكاليف الصفقات ونظرية الإشارة.

تمثل هدف هذا الباب بعد معرفة الجانب النظري لسياسة توزيع أرباح السهم، في معرفة محددات توزيع أرباح السهم في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزئية، وذلك من خلال عينة مكونة من 766 مؤسسة، حيث أكدت الدراسة الإحصائية على تأثير كل من الأرباح السابقة، مستوى الاستدانة الكلية والشركات ذات أسهم، وهذا يؤكد تماثل توزيع أرباح السهم حسب نموذج لنتنر.

كما تبرز نظرية الإشارة وتكاليف الإفلاس من خلال تأثير مستوى الاستدانة، فالمؤسسة ذات أعلى استدانة تدل على أنها في وضعية غير جيدة، مما يضطرها ذلك إلى القيام بتوزيع أرباح السهم للتأكيد على حسن أدائها ولتغطية مخاطر الإفلاس. كما بينت الدراسة على الاحتياجات التمويلية الكبيرة للشركات ذات أسهم والتي أدت إلى احتجاز جزء كبير من أرباحها لتغطية هذه الاحتياجات، وبالتالي تخفيض نسب أرباح السهم الموزعة.

كما تبرز نظرية الصفقات في عدم قدرة تحمل المؤسسات صغيرة الحجم لتكاليف توزيع أرباح السهم عكس المؤسسات كبيرة الحجم. كما تظهر الدراسة اختلافا جوهريا بين مجموعة المؤسسات التي قامت بتوزيع جزء أو كل أرباحها على شكل أرباح السهم، ومجموعة المؤسسات التي لم توزع أي جزء من أرباحها.

تتمثل محددات قرار توزيع أرباح السهم في كل من الأرباح الحالية والسابقة، الحجم، الشركات ذات أسهم والمؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة. وهو ما يفسر بنظرية الوكالة، فالمسير يحاول إبراز أدائه من خلال توزيع جزء من أرباح المؤسسة المحققة للمساهمين، عكس المؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة التي يعتبر فيها مالك المؤسسة هو المسير، حيث تنعدم تكاليف الوكالة في هذا النوع من المؤسسات.

الفصل السابع: الأسس النظرية المفسرة لسياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة

يعتبر توزيع أرباح السهم في المؤسسة أحد القرارات المالية المهمة، حيث توجه المؤسسات اهتماما بالغاً لكيفية توزيع أرباحها، وذلك لوجود تأثير كبير بين توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة، ويقرر مجلس الإدارة الجزء الذي يتم توزيعه كأرباح السهم من الأرباح.

تحدد عملية توزيع أرباح السهم عدة محددات، كما توجد عدة أشكال لهذا التوزيع، فمنها التوزيع النقدي وغير النقدي. وباعتبار أهمية هذا التوزيع في المؤسسة، فإنها تقوم بعدة إجراءات قبل وأثناء القيام بتوزيع هذه الأرباح على المساهمين والشركاء، كما تؤثر على هذه السياسة عدة قيود.

ظهرت العديد من النماذج التي تعطي تفسيراً لسياسة توزيع أرباح السهم، أهمها نموذج لينتنر ونموذج قوردن. كما ظهرت عدة نظريات هدفها تفسير سياسة توزيع الأرباح ودورها على القيمة السوقية للمؤسسة، حيث يتمثل هدف هذه النظريات في معرفة سياسة التوزيع المثلى التي تؤدي إلى الرفع من القيمة السوقية للمؤسسة لأعلى قيمة.

ينقسم هذا الفصل إلى ثلاثة محاور أساسية، وتتمثل في المباحث الموالية:

- مدخل إلى سياسة توزيع أرباح السهم؛
- أنواع ونماذج سياسة توزيع أرباح السهم؛
- نظريات سياسة توزيع أرباح السهم ومساهماتها في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المبحث الأول: مدخل إلى سياسة توزيع أرباح السهم

في هذا المبحث، سيتم تعريف سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة، ثم معرفة أشكال توزيع أرباح السهم وكذلك إجراءات التوزيع. وفي الأخير، معرفة القيود المؤثرة على سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة.

المطلب الأول: مفهوم وأشكال توزيع أرباح السهم

لتوزيع أرباح السهم عدة أشكال، منها ما هو نقدي ومنها ما هو غير نقدي، وفي كل شكل توجد عدة أنواع، وبغض النظر عن شكل توزيع أرباح السهم، فإن لهذا التوزيع محددات أساسية يجب أخذها بعين الاعتبار.

1- مفهوم توزيع أرباح السهم

يمكن تعريف توزيع الأرباح على أنها معدل التدفق النقدي وقد يكون غير نقدي الذي يتلقاه المساهمون كمردود على استثماراتهم في أسهم المؤسسة الحاملين لها. تمثل هذه الأرباح بالنسبة للمستثمرين دخلاً جارياً ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين، كما تؤثر سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم.⁽¹⁾

2- أشكال توزيع أرباح السهم

يتم توزيع الأرباح من رصيد الأرباح المحتجزة أو من الربح المحقق خلال الفترة، وتأخذ هذه التوزيعات أشكالاً مختلفة وتقوم المؤسسات بالمفاضلة بين هذه الأشكال تبعاً لظروف المؤسسة والأهداف المرجو تحقيقها من اتباع شكل معين.

1-2- توزيع الأرباح النقدي

تقوم المؤسسة بتوزيع الأرباح النقدي، سواء على شكل نقد، أو من خلال إعادة شراء الأسهم.

1-1-2- توزيع أرباح السهم النقدي

في الغالب، تقوم المؤسسة بتوزيع الأرباح على المساهمين على شكل نقد، وينشأ حق المساهم في أرباح المؤسسة بعد صدور قرار الهيئة العامة للمساهمين (الجمعية العامة) بتوزيعها في يوم الإعلان عن التوزيع، ويكون الحق في استيفاء الربح تجاه المؤسسة لمالك السهم المسجل في سجلاتها في تاريخ اجتماع الهيئة العامة الذي تقرر فيه توزيع الأرباح.

1- محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الرياض، الطبعة الثالثة، 1999، ص: 678.

يعتبر هذا النوع من التوزيع الأكثر تفضيلاً من قبل المساهمين، كما تجيز قوانين المؤسسات في بعض الدول توزيع أرباح السهم على شكل نقدي مرة واحدة سنوياً أو كل نصف سنة أو كل ربع سنة بانتظام أو بشكل غير منتظم. وتعتمد هذه التوزيعات على وجود الأرباح وتوفير النقدية اللازمة لدى المؤسسة، وضرورة وجود خطط وسياسات الإدارة للتصرف في النقد أو التأثير في سعر السهم.⁽¹⁾

2-1-2- توزيعات الأرباح من خلال إعادة شراء الأسهم

يعتبر قرار إعادة شراء السهم من أهم قرارات السياسة المالية في المؤسسة، مثل قرار توزيع أرباح السهم أو قرار الهيكلية المالية أو قرار الاستثمار وغيرها.⁽²⁾

يقصد بإعادة شراء الأسهم قيام المؤسسة بإعادة شراء أسهمها من السوق، ويمكن النظر إلى هذه العملية وكأن المؤسسة تستثمر في نفسها، حيث تقوم المؤسسة باستخدام السيولة لشراء أسهمها، حيث تعطي المؤسسة انطباعاً بأنها لم تجد فرصة استثمارية أفضل من الاستثمار في أسهمها، وإعادة شراء المؤسسة لأسهمها يؤدي إلى تخفيض عدد الأسهم المكتتب بها.

أصبحت إعادة شراء الأسهم *Stock Repurchases* والتي تحدث عندما تريد المؤسسة شراء أسهمها القائمة جزء مهماً من منظر التمويل. فقد أعادت الكثير من المؤسسات الكبيرة شراء حصصاً أكثر مما أصدرت من أسهم منذ سنة 1985، كما أصبحت حالات إعادة الشراء الطريقة المفضلة لبدء توزيعات النقود على حملة الأسهم. ففي سنة 1981، بدأت 81% من المؤسسات الكبيرة بإعادة شراء الأسهم بدلاً من توزيع أرباح السهم بنسبة أكبر بكثير من 27% سنة 1973، كما حلت إعادة شراء الأسهم بصورة مستقرة بدل حصص الأرباح كصيغة للتوزيع أيضاً.⁽³⁾

2-2- التوزيع غير النقدي لأرباح السهم

في مقابل التوزيع النقدي لأرباح السهم، فإنه توجد عدة طرق للتوزيع غير النقدي لأرباح السهم، تتمثل أهمها في توزيع الأرباح العيني وتجزئة الأسهم.

2-2-1- توزيع الأرباح العيني

في بعض الأحيان، وعند عدم توفر السيولة النقدية لدى المؤسسة، قد يقترح مجلس الإدارة وبمصادقة الجمعية العامة للمساهمين توزيع الأرباح على شكل عيني، كتوزيع منتج المؤسسة على

1- حسن حسين هاشم، "العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، جامعة الموصل، العدد 17، 2008، ص: 214-215.

2 - Luis Krug Pacheco and Clara Raposo, **the Determinants of Initial Stock Repurchases**, SEMINÁRIOS DE FINANÇAS, Terça-Feira, Universidade Católica Portuguesa – Centro Regional do Porto, 16 de Outubro de 2007, p:3.

3- أوجين بريجهام وميشيل إير هارديت، ترجمة سرور على إبراهيم سرور، مرجع سابق، 2009، ص: 896.

المساهمين بدلا من الأرباح النقدية، أي أن المؤسسة توزع الأرباح من أصولها، وقد تأخذ هذه التوزيعات العينية شكل البضائع أو العقارات أو الاستثمارات أو شكلا آخر يحدده مجلس الإدارة.⁽¹⁾

2-2-2- تجزئة السهم

تحدث تجزئة السهم *Stock Split* عندما تقرر إدارة المؤسسة إعطاء أسهم جديدة لأصحاب الأسهم القائمة في المؤسسة، عادة ما يتم التعبير عن تجزئة السهم بنسبة مثل النصف، حيث صاحب كل سهم يحصل على حصة إضافية. على سبيل المثال، عند تقسيم السهم إلى الثلث، فإن حامل 100 سهم قبل التجزئة، سيحصل على 200 سهم إضافية، ويصبح المجموع 300 سهم بعد الانقسام. فإذا كان سعر السهم 90 وحدة نقدية قبل التجزئة، فإن سعر السهم بعد التجزئة يصبح 30 وحدة نقدية.⁽²⁾

تلجأ المؤسسة لهذه السياسة في حالة ما إذا أرادت أن تجعل السهم في متناول فئة أكبر من المستثمرين، حيث تلجأ المؤسسة إلى تجزئة السهم إلى النصف أو الثلث أو غير ذلك حسب أهداف المؤسسة. وهذه العملية تؤدي إلى زيادة عدد أسهم المؤسسة مع تخفيض القيمة الاسمية لها، وما يتبعها من انخفاض في القيمة السوقية وكذا ربح السهم. بالإضافة إلى ذلك، فإن تخفيض سعر السهم يسمح للمستثمرين الصغار بإيجاد فرص استثمارية، مما يؤدي إلى تحفيز الطلب على هذه الأسهم فترتفع قيمتها السوقية.

ويلجأ المسكرون إلى هذه الآلية عندما يكون سعر السهم مرتفعا كثيرا في السوق بهدف جعل السهم في متناول عدد أكبر من المستثمرين، كما تلجأ المؤسسات التي تشهد أسهمها عوائد غير طبيعية إلى تجزئة الأسهم.⁽³⁾ كما تعتبر عملية تجزئة السهم في الغالب بديلا عن إصدارات جديدة من أجل تعزيز القابلية التسويقية للسهم وتحفيز النشاط في السوق المالية. ويمكن أن تتم عملية تجزئة الأسهم بالصورة المرغوب فيها والتي تتماشى وأهداف المؤسسة. كما يمكن أن تقوم المؤسسة باستبدال أسهم قديمة بسهم أو أسهم جديدة، والهدف من هذه العملية هو تخفيض عدد الأسهم المتداولة في السوق المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع السعر السوقي لها.⁽⁴⁾

تعتبر الدراسة التي قام بها كل من فاما، فيشر، جونسن و رول Fama, Fishier, Jensen and Roll (1969)⁽⁵⁾ نواة الدراسة لتجزئة الأسهم، حيث إنهم لم يفصلوا بين أرباح السهم وتجزئة

1- أوجين بريهام وميشيل إيرهاردت، ترجمة سرور على إبراهيم سرور، مرجع سابق، 2009، ص: 896.

2 - Baker H Kent, **Dividends and Dividend Policy**, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, 2009, p: 326.

3 - Tulie Jacques et Topsacalian Patrick, **Op-cit**, 1994, p : 351.

4- عيسى بدروني، **محددات توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة - دراسة حالة الجزائر-**، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية والمالية، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2010، ص: 8.

5 - Eugene F Fama, Lawrence Fisher, Michael C Jensen, and Richard Roll, "**The Adjustment of Stock Prices to New Information**", *International Economic Review*, Wiley Online Library, Vol. 10, No. 1, 1969, pp: 1-21.

الأسهم في دراستهم. وفي دراسة لأزال وروبيال (Ezzell & Rubiales 1975)⁽¹⁾ لمجموعة من المؤسسات التي قامت بتجزئة السهم والتي بلغت 875 خلال الفترة 1966-1971، وجدا بأن المؤسسات التي قامت بتجزئة الأسهم دائماً ما تفضل إعادة تجزئة أسهمها مرة أخرى. كما قام كل من ماك نيكولس ودرافيد (McNichols & Dravid 1990)⁽²⁾ بدراسة لعينة مكونة من 1376 سهم مجزأ وأرباح السهم خلال الفترة 1967-1983، ووجدا بأن المسيرين يختارون تجزئة الأسهم كإشارة حول العوائد المستقبلية للمؤسسة.

2-2-3- توزيع الأرباح على شكل حصص أرباح السهم

تشبه حصص أرباح السهم *Stock Dividends* تجزئة الأسهم دون التأثير على الموقع الأساسي لحملة الأسهم الحاليين. على سبيل المثال، إذا كانت حصص أرباح السهم 5%، فإن حامل 100 سهم سيحصل على خمسة (5) أسهم إضافية بدون تكلفة⁽³⁾. فعوض أن تقوم المؤسسة بتوزيع الأرباح في شكلها النقدي، فإنها تقوم بمنح أسهم إضافية للمساهمين.

تلجأ المؤسسة لهذه السياسة لعدة أسباب، أهمها:⁽⁴⁾

- الرغبة في توسيع قاعدة ملكية المؤسسة، حيث إن معظم المساهمين يقومون ببيع الأسهم الإضافية التي يحصلون عليها كعائد إلى مستثمرين جدد، مما يؤدي إلى توسيع قاعدة ملكية المؤسسة.
- تسمح هذه العملية بتحويل الاحتياطات والأرباح المحتجزة إلى حساب رأس المال، مما يوفر إمكانية احتجاز أرباح مستقبلية على شكل احتياطات، حيث تزيد من فرص المؤسسة في النمو والتوسع.
- الرغبة في تخفيض سعر السهم بغرض جذب عدد كبير من المستثمرين الذين لا يستطيعون شراء الأسهم إلا عند انخفاض أسعارها إلى مستويات مناسبة، وينخفض سعر السهم نتيجة زيادة عرض الأسهم عوض توزيع الأرباح في شكلها النقدي.
- إمكانية زيادة العائد النقدي الذي يحصل عليه المستثمر مستقبلاً، نظراً لأن عدد الأسهم التي يمتلكها كل مستثمر سيزداد نتيجة قيام المؤسسة بتوزيع الأرباح في شكل أسهم، وذلك لأن عملية توزيع الأسهم مجانية.

1 - John R. Ezzell and Carlos Rubiales. "An Empirical Analysis of the Determinants of Stock Splits", *Financial Review*, Wiley Online Library, Vol. 10, No. 1, 1975, pp: 21-30.

2 - Maureen McNichols and Ajay Dravid, "Stock Dividends, Stock Splits, and Signalling", *The Journal of Finance*, The American Finance Association, Vol. 45, No. 3, 1990, pp: 857-880.

³- أوجين بريجهام وميشيل إيرهاردت، ترجمة سرور على إبراهيم سرور، نفس المرجع، 2009، ص: 908.

⁴- سعد عبد الحميد مطاوع، نفس المرجع، ص: 519.

المطلب الثاني: إجراءات توزيع أرباح السهم

يعد قرار توزيع أرباح السهم من صلاحيات مجلس الإدارة أو الجمعية العامة من خلال الاجتماعات الدورية. ويمر إجراء توزيع أرباح السهم بأربعة تواريخ رئيسية، تتمثل في موعد الإعلان عن التوزيع، موعد فقدان حق المطالبة بأرباح السهم، موعد تسجيل أسماء أصحاب الحقوق في هذه الأرباح وموعد التوزيع.

1- موعد الإعلان عن توزيع أرباح السهم

إذا تقرر توزيع أرباح السهم خلال اجتماع مجلس الإدارة أو الجمعية العامة، فإن هذا اليوم هو موعد الإعلان عن توزيع أرباح السهم *Declaration Date*. وفي هذا اليوم أيضاً، يتقرر المقدار الموزع كربح السهم، وموعد فقدان حق المطالبة بأرباح السهم الموزعة وكذا تاريخ إحصاء قائمة المستفيدين من توزيع هذه الأرباح، ويعتبر هذا الموعد مهما جداً، لأن فيه يكون الإعلان عن سياسة التوزيع المتبعة، وتعتبر كمعلومة جديدة في السوق المالية.

2- موعد فقدان حق المطالبة بأرباح السهم الموزعة

يعتبر موعد فقدان حق المطالبة بأرباح السهم الموزعة *Ex-dividend Date* تاريخ فقدان حامل السهم الحق في مطالبته بالأرباح⁽¹⁾، حيث إنه إلى غاية هذا الموعد، فإن كل مساهم في المؤسسة سيحصل على ربح السهم حتى وإن تخلى على حصته في المؤسسة بعد هذا التاريخ. كما أن المستثمر الذي يشتري حصة في المؤسسة بعد هذا التاريخ لن يحصل على أرباح السهم ولا يكون له الحق في المطالبة بها، وبعد هذا الموعد مباشرة، ينخفض سعر السهم نتيجة فقدان الاستفادة من التوزيعات.

3- موعد إحصاء دفتر تحويلات الأسهم

يتم تسجيل كافة الأشخاص المسجلة أسماؤهم كحملة أسهم في موعد إحصاء دفتر تحويلات الأسهم *Record Date*، ففي هذا التاريخ تتضح أسماء المساهمين الذين سوف يحصلون على أرباح السهم الموزعة، وهم الذين لهم الحق في المطالبة بها.

4- موعد توزيع أرباح السهم

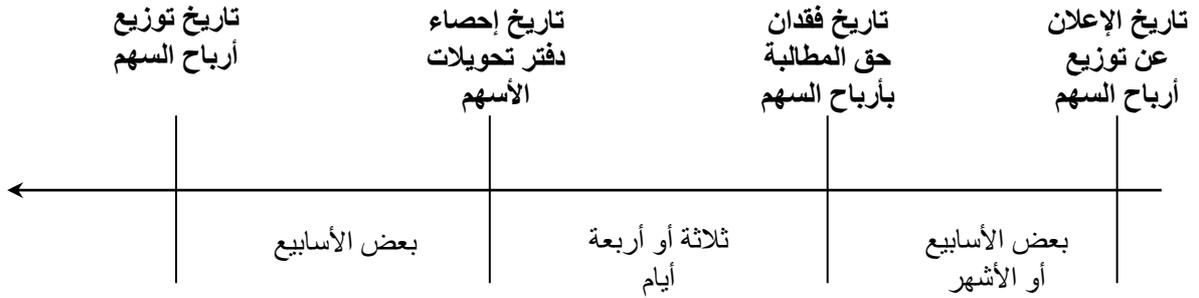
يتم تحديد موعد توزيع أرباح السهم *Payment Date* من قبل مجلس الإدارة أو الجمعية العامة، وهو التاريخ الذي يجب أن تقوم فيه المؤسسة فعلاً بإرسال أرباح السهم إلى حملة الأسهم

1- عدنان تابه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، 2009، ص: 459.

المسجلين لديها، ويكون هذا التاريخ بعد أسابيع من تاريخ التسجيل، وفي هذا التاريخ لا يتغير السعر السوقي للسهم في ظل ثبات باقي العوامل.

يوضح الشكل رقم (1-4) التواريخ الأساسية لتوزيع أرباح السهم.

الشكل رقم (1-4): التواريخ الأساسية لتوزيع أرباح السهم



المصدر: Richard A. Brealey; Stewart C. Myers et Pierre Laroche, Principes de gestion financière des sociétés, McGraw-Hill, Editeurs, Saint-Laurent(Québec), 2^e édition, 1992, P : 584.

المطلب الرابع: القيود المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

يوجد عدد من العوامل التي تؤثر على اختيار المؤسسة لسياسة توزيع معينة دون باقي سياسات التوزيع. ومع ذلك، من الصعب وضع إطار عام يمكن استخدامه لاختيار سياسة توزيع معينة.⁽¹⁾

1- قيود توزيع الأرباح

تشمل قيود توزيع الأرباح على ما يلي:

- عقود الحماية، حيث تفرض عقود الدين عادة قيوداً على توزيع الأرباح، ففي عدة حالات يفرض المقرض شرطاً بعدم توزيع الأرباح على المؤسسة المقترضة ما لم تكن نسبة السيولة ومعدل تغطية الفوائد تزيد عن حد أدنى.
- قاعدة إتلاف رأس المال والتي تقول بأنه لا يجب توزيع أرباح أكثر من المكاسب المحققة، والسبب في ذلك هو أن بعض المؤسسات قد تلجأ إلى توزيع رأس المال على المساهمين بدون تخصيص جانب للدائنين.
- توافر النقدية، فقد تحقق المؤسسة مكاسب، ولكن لا تتوفر لديها سيولة نقدية كافية لتوزيع الأرباح. في هذه الحالة، لا يمكن للمؤسسة توزيع الأرباح على المساهمين.

1- عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص ص: 401-404.

2- فرص الاستثمار

تتوقف سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة على فرص الاستثمار المتاحة أمامها، فإذا كانت المؤسسة في مرحلة النمو، فإن حاجتها إلى الأرباح لإعادة استثمارها تكون أكبر من حاجة مؤسسة أخرى في مرحلة النضج. فالمؤسسة التي تعيش في مرحلة النمو سوف تقرر احتجاز كل أو جزء كبير من الأرباح مما يمثل قيذا كبيرا على سياسة توزيع الأرباح.

3- بدائل التمويل المتاحة

تشمل بدائل التمويل المتاحة على ما يلي:

- تكلفة إصدار أسهم جديدة، فإذا احتاجت المؤسسة إلى أموال جديدة فإنه بإمكانها أن تصدر أسهما جديدة أو تحتجز الأرباح، أما إذا كانت تكلفة الإصدار كبيرة مما يرفع تكلفة حقوق الملكية، فإن المؤسسة تلجأ إلى تخفيض نسبة توزيع أرباح السهم واحتجازها لتمويل حاجتها من الأموال.
- إمكانية استبدال الدين، فإذا لم تستطع المؤسسة زيادة الديون في هيكلتها المالية لتمويل حاجاتها بسبب تكلفة التمويل، فإنها لا بد وأن تستخدم مصادر التمويل بالملكية بما فيها الأرباح المحتجزة، وهو الأمر الذي يقلل من نسبة توزيعات أرباح السهم.
- رغبة إدارة المؤسسة في التحكم، فإذا كانت للمؤسسة رغبة في التحكم فيها، فلن تلجأ إلى التمويل بإصدار أسهم جديدة لمساهمين جدد، بل تلجأ إلى الأرباح المحتجزة.

4- أثر سياسة توزيع أرباح السهم على تكلفة الملكية

- يتوقف اختيار سياسة التوزيع على الأثر الذي قد تتركه على تكلفة الملكية، ويعتمد ذلك على:
- رغبة المساهمين في الحصول على التوزيعات حاليا مقابل الدخل المتوقع في المستقبل.
 - مخاطر توزيع أرباح السهم مقابل مخاطر المكاسب الرأسمالية.
 - المزايا الضريبية التي يحصل عليها المساهمون عند احتجاز الأرباح.
 - مضمون المعلومات أو الإشارة عن توزيعات أرباح السهم التي تجريها المؤسسة.

5- تفضيلات المساهمين الحاليين

تؤدي تفضيلات المساهمين الحاليين للمؤسسة دورا في تحديد سياسة توزيع الأرباح، ففي المؤسسات التي تنحصر ملكيتها في مجموعة صغيرة من الأفراد، يكون هناك اتجاه واضح نحو احتجاز نسبة عالية من الأرباح وتوزيع نسبة صغيرة على المساهمين، حيث إنهم يفضلون تأمين

احتياجات التمويل بالملكية عن طريق الأرباح المحتجزة بدلا من إصدار أسهم جديدة حتى لا يخسروا سيطرتهم على المؤسسة بدخول مساهمين جدد، وعدم الاقتراض حتى لا يتحملوا فوائد القروض.⁽¹⁾

المبحث الثاني: أنواع ونماذج سياسة توزيع أرباح السهم

بعدما تمت معرفة كل من مفهوم سياسة توزيع أرباح السهم، أشكال التوزيع وإجراءاتها، يجب معرفة أنواع سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة وأهم النماذج التي اقترحت صيغا رياضية لتفسير هذه السياسة.

المطلب الأول: أنواع سياسات توزيع أرباح السهم

تختلف سياسات توزيع الأرباح التي تتبعها المؤسسات، فالمؤسسة ليست مجبرة على توزيع أية نسبة، بل إن سياسة توزيع أرباح السهم ترجع إلى مجلس الإدارة.⁽²⁾ إلا أن الملاحظ وهو أنه مهما اختلفت هذه السياسة، فإنها تنحصر في واحدة من أربع سياسات.⁽³⁾

1- سياسة الفائض في توزيع أرباح السهم

طبقا لسياسة الفائض في توزيع أرباح السهم *Residual Dividend*، فإن المؤسسة تقوم بتوزيع المبلغ المتبقي من أرباحها بعد تمويل استثماراتها التي يكون معدل عائدها أكبر من تكلفة الأموال الذاتية. وتبعا لهذه السياسة، فإن نسبة الأرباح القابلة للتوزيع تكون غير واضحة للمساهمين، حيث إن أغلبها تقوم بتوزيع أرباح منخفضة نتيجة حاجتها إلى التمويل الذاتي لاستثماراتها، ويمكن تفسير ذلك على وجود درجة ثقة عالية بين المؤسسة ومستثمريها.⁽⁴⁾

غير أن أغلب المؤسسات الصغيرة تقوم بتوزيع نسب عالية من الأرباح، فالفرص الاستثمارية المتوفرة يمكن اعتبارها من المحددات الرئيسية لنسبة الأرباح الموزعة، فكلما انخفضت هذه النسبة، فإن هذا يدل على توفر فرص استثمارية للمؤسسة، لأن المؤسسات ذات معدلات نمو مرتفعة تلجأ إلى احتجاز الأرباح للتمويل نموها والعكس. تتلخص خطوات هذه السياسة فيما يلي:⁽⁵⁾

- تحديد الاستثمارات المرتقب تنفيذها، وكذلك حجم الأموال الضرورية لتمويلها.
- تحديد نسبة الأموال الذاتية اللازمة لتمويل هذه الاستثمارات وفقا للهيكلية المالية المناسبة.

¹ - محمد قاسم خصاولة، مرجع سابق، 2011، ص: 215-216.

² - Richard A. Brealey, Stewart C. Myers and Alan J. Marcus, **Fundamentals of Corporate Finance**, McGraw-Hill Primis Companies, Inc, Boston, Third Edition, 2001, p: 497.

³ - Blerman H and Smidt S, **the Capital Budgeting Secession**, New York Macmillan Publishing Co, Inc, 2006, p: 155.

⁴ - عيسى يدروني، مرجع سابق، 2010، ص: 2.

⁵ - عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سابق، 2009، ص: 460.

- تغطية كافة متطلبات الاستثمارات المرتقب تنفيذها من قيمة الأرباح المحققة في نهاية العام.
- توزيع الجزء المتبقي من الأرباح على المساهمين.

2- سياسة توزيع أرباح السهم الثابتة

تعتبر سياسة توزيع أرباح السهم الثابتة *Constant Dividend* من أبسط سياسات التوزيع بمجرد أن تختار المؤسسة نسبة التوزيع. وفق هذا الإجراء، فإن الإدارة المالية تسعى إلى تحديد نسبة نقدية ثابتة يتم توزيعها سنويا من الأرباح المتحققة. وكما يلاحظ من هذا الإجراء، فإن مقدار الربح الموزع سوف يختلف وفق التغير في مقدار الأرباح المتحققة، فإذا كانت نسبة التوزيع المعتمدة في مؤسسة ما هي 20% سنويا، فهذا يعني أن الإدارة سوف توزع 0,20، 1,20 أو 0,40 وحدة نقدية للسهم العادي إذا ما بلغت الأرباح السنوية 1,00، 6,00 أو 2,00 للسهم الواحد على التوالي⁽¹⁾.

3- سياسة توزيع أرباح السهم المستقرة

تعني سياسة توزيع الأرباح المستقرة *Stable Dividend Policy* اختيار نسبة توزيع محددة مسبقا، وتتميز هذه السياسة بعدم الاتجاه نحو تخفيض التوزيعات، حتى في أوقات الأزمات المالية أخذا بقاعدة لا تخفض من توزيع أرباح السهم السنوية *Never Reduce the Annual Dividend*.

تلجأ الكثير من المؤسسات إلى اعتماد سياسة توزيع للأرباح بمقدار ثابت لكل سهم عادي. ولذلك، فإن أي تغيرات في مقدار الأرباح سواء بالارتفاع أو الانخفاض سوف لن يؤثر على مقدار الربح الموزع لكل سهم. ويلاحظ وفق هذا الإجراء أن الإدارة المالية في المؤسسة سوف لن تكون راغبة بزيادة مقدار التوزيع من الأرباح إلا إذا تأكدت من أن الأرباح المتوقعة في المستقبل سوف تزداد وفق مستوى جديد من الأداء يضمن استمرارية تحقيق تلك الأرباح، وعموما فإن هذا الإجراء عند تطبيقه يضمن توزيع أرباح بنمط منتظم ومستقر.

تتجه المؤسسات نحو سياسة توزيع أرباح السهم المستقرة لعدة أسباب، أهمها ما يلي:⁽²⁾

- يعتقد الكثير من المدراء أن سياسات التوزيع المستقرة تؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم.
- تعني سياسة التوزيع المستقرة تأكد المستثمرين بشأن التوقعات النقدية من التوزيعات، أما سياسة توزيع الأرباح غير المستقرة فتؤدي إلى عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية من التوزيعات، مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الملكية وانخفاض قيمة السهم السوقية.

1- حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2008، ص: 612.

2- عاطف طه جابر عبد الرحيم، مرجع سابق، 2008، ص: 399، 400.

- لا تميل المؤسسات إلى تخفيض التوزيعات بسبب ما يعرف بنظرية الإشارة، وهي نتيجة عدم تماثل المعلومات، والتي تعني أن التغيير الذي يحدث في التوزيعات يعتبر كإشارة أو علامة على تنبؤ المؤسسة بمكاسب رأسمالية في المستقبل والعكس.

4- سياسة توزيع أرباح السهم مع العلاوة

تقوم سياسة توزيع أرباح السهم مع العلاوة *Regular Dividend Plus Extra Policy* على أساس توزيع الأرباح العادية التي توزعها المؤسسة عادة بالإضافة إلى توزيع أرباح إضافية في نهاية العام.

عادة ما تلجأ مؤسسات الأعمال إلى هذا الإجراء عندما تكون أرباحها السنوية متقلبة، فهي تعطيه مرونة في إجراءات توزيع أرباح السهم. وفي مثل هذه الحالة، تقوم المؤسسة بتوزيع أرباح مستقرة لكنها منخفضة، وبالإمكان التصريح على علاوة إضافية في نهاية السنة إذا ما تحسنت الأرباح، وبذلك فلها المرونة بإلغاء تلك العلاوة والاستمرار بالإجراء المستقر المنخفض، حيث يضيف مثل هذا الإجراء صفة الاستمرارية بتوزيع أرباح نقدية مما ينعكس إيجابياً على سعر السهم في السوق.

تلجأ المؤسسات إلى سياسة توزيع أرباح السهم المستقرة مع علاوة إضافية للعديد من الأسباب، يمكن ذكر أهمها فيما يلي:⁽¹⁾

- يعتبر المستثمرون أن الأرباح الموزعة المستقرة أقل خطراً من الأرباح الموزعة المتقلب. ولذلك، فهم مستعدون لأن يطلبوا معدل عائد على الاستثمار في سهم عادي يوزع أرباحاً مستقرة أقل من معدل العائد المطلوب على الاستثمار في سهم تتقلب الأرباح الموزعة عليه بحدّة.
- يستثمر الكثير من المستثمرين في الأسهم في تلك الأصول رغبة منهم في الحصول على إيرادات منتظمة ومنتامية من الأرباح الموزعة تدعم دخلهم الجاري.
- تناسب توزيع الأرباح مع أوضاع المؤسسة عادة، فسياسة توزيع أرباح السهم المستقرة مع علاوة تبين أن المؤسسة مستقرة في أوضاعها من حيث معدلات النمو وحاجاتها التمويلية.

المطلب الثاني: نماذج سياسة توزيع أرباح السهم

تم وضع عدة نماذج لتفسير توزيعات أرباح السهم في المؤسسة، حيث تناولت هذه النماذج في مجملها أهم العوامل التي يمكن أن تكون لها علاقة مع توزيعات أرباح السهم. كما اعتمدت هذه النماذج على عدة فرضيات، من بين هذه النماذج يوجد نموذج لنتنر، ولتر، قورن ونموذج كالاي.

1- حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2008، ص ص: 613-614.

1- نموذج لينتير

قام جون لينتير (1956) John Lintner⁽¹⁾ بإجراء سلسلة من مقابلات مع 28 مسيراً لعدة مؤسسات، حيث تركزت المقابلات حول سياسة توزيع أرباح السهم الخاصة بهم.⁽²⁾

من خلال تلك المقابلات، توصل لينتير إلى أن المسيرين يفضلون ثبات توزيعات أرباح السهم، ولا يتم تغيير سياسة التوزيع إلا إذا كان من الضروري القيام بذلك، كما توصل كذلك إلى أن أرباح المؤسسة تعتبر محددًا رئيسيًا لأرباح السهم، والمسير يقوم بالتعديل الجزئي لأرباح السهم تماشيًا مع أرباح المؤسسة وأرباح السهم السابقة.

بافتراض أن المؤسسة تستهدف نسبة توزيع أرباح d . ففي العام المقبل، ستكون أرباح السهم الموزعة DIV_1 تساوي نسبة ثابتة من الأرباح لكل سهم MPA_1 . ومنه، فإن DIV_1 تعطي كما يلي:⁽³⁾

$$DIV_1 = d \times MPA_1$$

يكون التغيير في أرباح السهم في العام المقبل DIV_1 مقارنة بأرباح السهم في العام الحالي

$$DIV_1 - DIV_0 = (d \times MPA_1) - DIV_0$$

كما يوضح النموذج الموالي تعديلاً جزئياً للنموذج السابق، فهو يبين وجود معامل التعديل c

$$DIV_1 - DIV_0 = a + c(d \times MPA_1 - DIV_0)$$

و ثابت a بالصيغة ⁽⁴⁾. إذا كان الثابت a موجبا، فإن ذلك يعني أن المؤسسة متحفظة ومتردة في تغيير توزيع الأرباح، وإذا كانت قيمة التعديل c صغيرة، فإن ذلك يعني أن قيمة الأرباح الموزعة لا تتغير مباشرة بعد تغيير أرباح المؤسسة إلا بعدما يستمر هذا التغيير.

توصل لينتير إلى أن الأولوية تعطى لقرار توزيع أرباح السهم، أما باقي القرارات المالية فهي تابعة له، فإذا كانت طاقة التمويل الذاتي غير كافية لتمويل الاحتياجات الاستثمارية، فإن المؤسسة ستلجأ إلى التمويل الخارجي. كما أن أرباح السهم الخاصة بالسنة لمؤسسة ما تتعلق بالأرباح الحالية

¹ - John Lintner, "Distribution of Income of Corporation Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *American Economic Review*, American Economic Association, Vol. 45, No.2, 1956, pp: 97-113.

² - Abdullah Norhasniza Mohd Hasan, Ahmad Zuraidah and Roslan Shashazrina, "The Influence of Ownership Structure on the Firms Dividend Policy Based Lintner Model", *International Review of Business Research Papers*, National Library of Australia, Vol. 8, No.6, 2012, p :74.

³ - Richard A Brealey; Stewart C Myers and Pierre Laroche, *Principes de Gestion Financière des Sociétés*, McGraw-Hill, Editeurs, Saint-Laurent(Québec), 2e édition, 1992, P : 589.

⁴ - Franklin Allen and Roni Michaely, "Payout Policy", *Handbook of the Economics of Finance*, Part 1, 2003, p: 350.

للمؤسسة وبدرجة أكبر على الأرباح الماضية. وللتأكد من ذلك، يمكن الاستدلال على ذلك بالبرهان في الفقرة الموالية مع تجاهل الثابت a .⁽¹⁾

تكتب علاقة توزيع أرباح السهم في الزمن t كما يلي $DIV_t = (c.d.BPA_t) + (1-c).DIV_{t-1}$ ، نفس العلاقة تكتب في الزمن $t-1$ لكن بدلالة أرباح السهم للسنة التي قبلها DIV_{t-2} ، وتكتب كما يلي $DIV_{t-1} = (c.d.BPA_{t-1}) + (1-c).DIV_{t-2}$ ، وهكذا حتى إلى الزمن $t-N$ ، وبإحلال جميع العلاقات في العلاقة الأولى، يصبح توزيع أرباح السهم في الفترة الأولى DIV_t كما يلي:

$$DIV_t = (c.d.BPA_t) + (c.d.(1-c).BPA_{t-1}) + (c.d.(1-c)^2.BPA_{t-2}) + \dots + (c.d.(1-c)^N.BPA_{t-N})$$

تم اختبار نموذج لنتنر لتوزيع أرباح السهم على عدة دراسات تجريبية، وقد خلصت أغلبها إلى واقعية هذا النموذج. مثل الدراسة التي قام بها كل من فاما وبابيالك Fama and Babiak (1968)،⁽²⁾ حيث قاما بدراسة توزيعات أرباح السهم لمجموعة مكون من 392 مؤسسة في الولايات المتحدة الأمريكية بين سنة 1946 وسنة 1964، وكانت نتائج الدراسة متوافقة مع نموذج لنتنر.

2- نموذج والتر

يقوم الأساس الفكري لنموذج والتر (Walter (1956)⁽³⁾ على ملائمة التوزيعات مع القيمة السوقية للمؤسسة وبالتالي القيمة السوقية للسهم، حيث إن هناك علاقة طردية بين توزيعات أرباح السهم والقيمة السوقية للسهم.⁽⁴⁾

قام نموذج والتر على أساس العلاقة بين معدل العائد المتوقع على الاستثمار في المؤسسة أو معدل العائد الداخلي ومعدل العائد المطلوب من طرف المساهمين أو تكلفة رأس المال، إذ يمكن للمؤسسة أن تحقق سياسة توزيع مثلى وفق شكل العلاقة بين معدل العائد المتوقع على الاستثمار ومعدل العائد المطلوب. فإذا ما كان معدل العائد المتوقع على الاستثمار يفوق تكلفة رأس المال وبالتالي معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين، فإن المؤسسة سوف تلجا إلى احتجاز الأرباح، أما في حالة العكس، فإن المؤسسة سوف تقوم بتوزيع أرباح السهم على المساهمين.

يعتمد نموذج والتر على عدة فرضيات، وهي:⁽⁵⁾

¹ - Richard A Brealey; Stewart C Myers et Pierre Laroche, Op-cit, 1992, p : 590.

² - Eugene F Fama and Harvey Babiak, “*Dividend Policy: An Empirical Analysis*”, Journal of the American Statistical Association, The American Statistical Association, Vol. 63, No.324, 1968, pp: 1132-1161.

³ - James E. Walter, “*Dividend policies and common stock prices*”, The Journal of Finance, The American Finance Association, Vol. 11, No.1, 1956, pp: 29-41.

⁴ - George M. Frankfurter and Bob G. Wood, Dividend Policy, Theory & Practice, Academic Press, San Diego (USA), 2003, p: 72.

⁵ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2010، ص: 628.

- يتم تمويل جميع الاستثمارات في المؤسسة من الأرباح المحتجزة فقط، بدون استخدام مصادر التمويل الخارجية مثل القروض أو إصدار أسهم عادية.
- إذا ما حصلت أية استثمارات إضافية في المؤسسة، فإنها لن تغير من مخاطر الأعمال، وهو ما يعني ضمناً ثبات معدل العائد على الاستثمار ومعدل العائد المطلوب من طرف المساهمين.
- لا يوجد أي تغير في ربحية السهم الواحد ولا في توزيعات الأرباح للسهم الواحد.
- استمرارية حياة المؤسسة دون تحديد تاريخ انقضاء.

بالاعتماد على الفرضيات السابقة، توصل والتر إلى العلاقة التي تبين بأن سعر السهم ما هو إلا عبارة عن مجموع القيمة الحالية لتوزيع أرباح السهم والقيمة الحالية للأرباح الرأسمالية. فإذا كانت R تمثل معدل العائد على الاستثمار، و D هي توزيع أرباح السهم السنوي، و B نصيب السهم من الربح الإجمالي للمؤسسة، أما k_e فهو معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين، فإن سعر السهم السوقي P يعطى بالعلاقة الموالية:⁽¹⁾

$$P = \frac{D + \frac{R(B - D)}{k_e}}{k_e}$$

والملاحظ من العلاقة السابقة، أنه عندما يكون معدل العائد المتوقع على الاستثمار R أكبر من معدل العائد المطلوب k_e فإن تأثير زيادة حيز الأرباح إيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة. أما في حالة $k_e > R$ ، فإن توزيع أرباح السهم ستكون لها دور في زيادة سعر السهم السوقي. أما في حالة $k_e = R$ ، فإن كلا السياستين سواء توزيع الأرباح أو احتجازها لهما نفس التأثير على سعر السهم السوقي.

3- نموذج قوردن

يعتبر نموذج قوردن (1959) Gordon⁽²⁾ من بين أهم النماذج المتعلقة بتوزيع أرباح السهم، حيث ناقش توزيعات أرباح السهم وأثرها على القيمة السوقية للسهم.

يعتمد نموذج قوردن على عدة فرضيات وهي:⁽³⁾

- لا تحتوي الهيكلية المالية للمؤسسة على تمويل خارجي، أي أن المؤسسة ممولة بالكامل ذاتياً.
- يتم تمويل جميع الاستثمارات عن طريق الأرباح المحتجزة.

¹ - محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، 2010، ص: 433.

2 - M J Gordon, "Dividends, Earnings, and Stock Prices", The Review of Economics and Statistics, MIT Press Journals, Cambridge, Vol. 41, No. 2, Part 1, 1959, pp. 99-105.

³ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2008، ص: 639.

- استمرارية واستدامة المؤسسة في نشاطها وعملها.
- ثبات العائد المتوقع على الاستثمار ومعدل العائد المطلوب.
- ثبات نسبة احتجاز الأرباح.
- معدل العائد المطلوب أكبر من معدل نمو الأرباح.
- كره المخاطرة لجميع المستثمرين واتصافهم بالعقلانية والرشادة.

اعتمد قوردين في نظريته على نموذج رسملة توزيعات الأرباح، والذي يؤكد أن القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المتوقعة بمعدل خصم مناسب.

توضح العلاقة المئوية توزيع أرباح السهم حسب نموذج قوردين:⁽¹⁾

$$\hat{P}_0 = \frac{D_1}{k_e - g}$$

تمثل \hat{P}_0 سعر السهم السوقي المتوقع، وتمثل D_1 أرباح السهم المتوقعة، أما k_e فهي تمثل تكلفة الأموال الذاتية وتمثل g معدل النمو في أرباح المؤسسة.

حسب قوردين، فإن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع احتجاز الأرباح والاستثمارات المضافة، وذلك لأن ارتفاع أرباح السهم في المستقبل سببه الزيادة في الاستثمارات. أما ارتفاع معدل العائد المطلوب من المساهمين، فهو يعتبر نتيجة زيادة حالة عدم التأكد المرافقة للزيادة في الاستثمارات.⁽²⁾

4- نموذج كالاوي

يسمح نموذج الإشارة للمؤسسة باستعمال أرباح السهم، الاستثمار أو الاستدانة لإعلام المستثمرين بوضعيتها. وتتحمل المؤسسة تكاليفاً في كل إشارة تقوم بها، حيث تكون هذه التكاليف مرتفعة بالنسبة للمؤسسات الرديئة عكس التكاليف في المؤسسات الجيدة.

يقوم نموذج الإشارة في نماذج توزيع أرباح السهم على فكرة أن المؤسسة ستقوم بتعديل أرباح السهم بغية الإشارة عن وضعيتها الحالية أو المستقبلية المحتملة، فارتفاع أرباح السهم يعني أن المؤسسة تتوقع تحسناً في التدفقات النقدية والعكس.

1 - Michael C. Ehrhardt and Eugene F. Brigham, **Corporate Finance A Focused Approach**, South-Western College Pub, Cincinnati (USA), 5 Edition, 2013, p: 508.

2 - George M Constantinides, Milton Harris and René M Stulz, **Corporate Finance**, Elsevier, Amsterdam, volume 1, 2003. P: 341.

من بين نماذج الإشارة يوجد نموذج كالاي (1980) Kalay،⁽¹⁾ والذي يقوم على عدة فرضيات وهي:⁽²⁾

- لا وجود لتكاليف الصفقات، ولا تكاليف الوكالة ولا تكاليف الإفلاس والضرائب.
- تتميز الأسواق بعدم تماثل المعلومات.
- نموذج مكون من فترتين، فالقرارات المالية تؤخذ في الفترة 0 وتنفذ في الفترة 1.
- يمكن للمؤسسة أن تصدر أسهما جديدة في الفترة 0 وأن تدفع لها أرباحا دون أن يؤثر ذلك على سياسة الاستثمار.
- يعلم المستثمرون بأن للمسيرين معلومات داخلية حول أداء المؤسسة الحالي والمستقبلي.
- يتميز المستثمرون بالحيادية اتجاه المخاطر.
- سياسة المسيرين في العائد M تكون كما يلي $M = (1+r)\phi_0 V_0 + \phi_1 E_1$ ، حيث تمثل ϕ_0 و ϕ_1 معاملات موجبة، و V_0 تمثل القيمة السوقية للمؤسسة في الفترة 0، وتمثل E_1 الأرباح في السهم في الفترة 1 وتمثل r معدل الفائدة.

بافتراض أن هناك نوعين من المؤسسات A و B في السوق، وأن أرباح هذه المؤسسات في الفترة 1 هي E_A و E_B على التوالي، تعادل هذه الأرباح قيمة أرباح السهم في الفترة 1. إذا، فالقيمة السوقية للمؤسسة A في الفترة 0 هي V_0^A ، وتعطي كما يلي $V_0^A = \frac{E_a}{1+r}$. وكذلك الأمر بالنسبة للقيمة السوقية للمؤسسة B في الفترة 0 وهي V_0^B ، التي تعطي كما يلي $V_0^B = \frac{E_b}{1+r}$. فإذا كانت $E_A > E_B$ فإن $V_0^A > V_0^B$.

بافتراض أن احتمال أن تكون المؤسسة من النوع A هو q ومن النوع B هو $(1-q)$ ، فإن القيمة السوقية للمؤسسة V_0 هي $V_0 = \frac{qE_a + (1-q)E_b}{1+r}$ و $V_0^A > V_0 > V_0^B$. حسب هذه العلاقة، فإنه من غير الممكن للمؤسسة أن تعلم المساهمين بنوعها باستعمال أرباح السهم، لأن المؤسسات من النوع A يمكن أن تقوم بإرسال نفس الإشارة إلى السوق فتصبح بذلك من النوع B، ويصبح المستثمرون هنا أمام الخطر المعنوي.

¹ - Avner Kalay, "Signaling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Cambridge University Press, Vol. 15, No. 4, 1980, pp. 855-869

² - Robert Cobbaut, *Théorie financière*, Economica, Paris, 1997, p: 457.

إذا تم افتراض أن أحد النشاطات المالية التي تقوم بها المؤسسة A هي X^A ، فمن خلاله يستطيع المساهمون تحديد نوع المؤسسة $V_0(X^A)$. فإذا كانت $V_0(X^A) > V_0$ ، فإن مؤسسات النوع B تحاول الوصول إلى هذه القيمة $V_0(X^A)$. وبالتالي، فإنه عند التوازن يصبح $V_0(X^A) = V_0$. ومن جهة أخرى، إذا قامت المؤسسة B بالنشاط X^B ، حيث $V_0(X^A) > V_0(X^B)$ ، يمكن للمستثمر أن يشتري أسهم المؤسسة B بقيمة $V_0(X^B)$ ثم القيام بالنشاط X^B ، فيكون بذلك قد حقق أرباحاً رأسمالية تقدر بقيمة $V_0(X^A) - V_0(X^B)$. وبما أن الوسيلة المستعملة في الإشارة هي أرباح السهم، وأن هذه الأخيرة لا تتحمل تكاليف، فإن علاقة التقييم في السوق المالية تكون نفسها بالنسبة لجميع المؤسسات، والتوازن الوحيد هو $V_0^A = V_0^B$ (1).

يتردد المسيرون في خفض الأرباح. وبدلاً من ذلك، فإن المؤسسة ستتحمل التكاليف C في حالة خفض الأرباح. وبالتالي، يصبح عائدهم M كما يلي:

$$M = \varphi_0(1+r)V_0 + \varphi_1 \begin{cases} E_1 & \text{if } E_1 > D_0 \\ E_1 - \frac{C}{\varphi_1} & \text{if } E_1 < D_0 \end{cases}$$

تمثل E_1 قيمة الأموال الذاتية في الفترة 0، وتمثل D_0 قيمة أرباح السهم المدفوعة في الفترة 0.

يحدد المسيرين في الفترة 0 قيمة أرباح السهم المدفوعة D_0 التي تعظم العائد M . حسب سبناس *Spence* وبالاعتماد على العلاقة السابقة، يمكن إيجاد التوازن في الإشارة، فبافتراض أن المستثمرين يستعملون أرباح السهم كإشارة من خلالها يتم تحديد نوع المؤسسة، فإنه يمكن تحديد العتبة من أرباح السهم D' التي يمكن من خلالها التفرقة بين المؤسسات إن كانت من النوع A أو من النوع B ، حيث $V_B > D' > V_A$. فإذا كان $D_0 > D'$ ، فإن المؤسسة تكون من النوع A . أما إذا كان $D_0 \leq D'$ ، فإن المؤسسة من النوع B .

فالمؤسسة التي تدل إشارتها على أنها من النوع A مع $D' < D_0^A \leq V_A$ ، فإن قيمتها السوقية

V_0 هي $V_0 = V_0(D_0^A) = \frac{a}{1+r}$. وبالمقابل، فإن المؤسسة التي تدل إشارتها على أنها من النوع B مع

$$V_0 = V_0(D_0^B) = \frac{b}{1+r} \text{ هي، فإن قيمتها السوقية هي } D' > V_B \geq D_0^B$$

ويعطى عائد المسيرين M^A في المؤسسة A كما يلي: (1)

$$M^A = \begin{cases} \varphi_0 E_a + \varphi_1 E_a & \text{if } D' < D_0^A < E_a \\ \varphi_0 E_b + \varphi_1 E_a & \text{if } D' > D_0^A \end{cases}$$

فإذا كان $E_a > E_b$ ، فإن $M^A(D_0^A > D') > M^A(D_0^A < D')$ ، فإن المساهمين في المؤسسة من النوع A يختارون $D_0^A > D'$ وليس لديهم الحافز للتغير. بمعنى آخر، فإن المسيرين يفضلون قول الحقيقة. وفي المقابل، فإن عائد المسيرين M^B في المؤسسة B يكون كما يلي:

$$M^B = \begin{cases} \varphi_0 E_a + \varphi_1 E_b - C & \text{if } E_b < D' < D_0^B \\ \varphi_0 E_b + \varphi_1 E_b & \text{if } E_b > D_0^B \end{cases}$$

وبالتالي، فإن المسيرين في المؤسسة من النوع B سيقومون بإعطاء إشارة حقيقية في السوق، أي يختارون $D_0^B < D'$ ، كما أنهم سيستفيدون من إشارة غير حقيقية $D_0^B > D'$ أكبر من التكلفة التي تأتي بسبب تخفيض أرباح السهم. وتصاغ رياضيا كما يلي:

$$\varphi_0 E_b + \varphi_1 E_b > \varphi_0 E_a + \varphi_1 E_b - C$$

$$\text{أو } C > \varphi_0 (E_a - E_b)$$

يوضح نموذج كالاي بأن المسيرين لا يقومون بزيادة أرباح السهم إلا إذا كانوا متأكدين من أن وضعية المؤسسة المستقبلية سوف تتحسن وتستمر في ذلك. لأنه إذا كان العكس، فإن المسيرين سوف يتحملون التكلفة التي ليست في صالحهم. وبذلك، فالمسيريون يفضلون توزيع نسبة منخفضة من أرباح السهم ولا يتم الزيادة إلا إذا كان هناك تغيرا فعلا في المؤسسة والذي سوف يستمر في المستقبل، كما أن هذه النسبة تسمح للمسيرين بالحفاظ عليها حتى وإن كانت التدفقات النقدية منخفضة. وبالتالي، فإن أي انخفاض في هذه النسبة تدل على أن هناك انخفاضا مستمرا في التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، والتي تعتبر كمعلومة سيئة بالنسبة للسوق.

5- نموذج ميرتون ومارش وتكاليف المعلومات

يفترض نموذج ميرتون (1987) Merton لتوازن الأصول المالية أن تكلفة المعلومات تشتمل على مركبتين أساسيتين. تتمثل المركبة الأولى في تكلفة جمع ومعالجة البيانات، أما المركبة الثانية فهي تتمثل في تكلفة إنتاج وإصدار المعلومات من طرف المؤسسة. تعطي هذه التكاليف صورة

¹ - Avner Kalay, Op-cit, 1980, p: 858.

معكوسة لتكاليف نموذج الإشارة والوكالة. كما يقوم هذا النموذج على طريقة الاستحداث في حالة عدم التأكد.

يصاغ نموذج ميرتون كما يلي:

$$R_S - r = \beta_S [R_m - r] + \lambda_S - \beta_S \lambda_m$$

تمثل R_S عائد الأصل S في حالة التوازن، وتمثل R_m عائد محفظة السوق في حالة التوازن، أما r فهي معدل العائد بدون مخاطرة، وتمثل β_S بيتا الأصل، حيث $\beta_S = \text{cov}(R_S, R_m) / \text{Var}(R_m)$ ، أما λ_S فهي تكلفة المعلومة في حالة التوازن للأصل S و λ_m التكلفة المتوسطة للمعلومات.

يعتبر نموذج ميرتون ومارش (1987) Merton&Marsh كتعميم لنموذج ميرتون لوصف تطور أرباح السهم للمؤسسة وكذلك لمحفظه السوق.

المبحث الثالث: نظريات سياسة توزيع أرباح السهم ومساهماتها في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

في هذا المبحث، سيتم عرض أهم النظريات التي حاولت تفسير علاقة توزيع أرباح السهم والقيمة السوقية للمؤسسة. فمنها من أكدت على حيادية سياسة توزيع أرباح السهم على القيمة السوقية للمؤسسة، ومنها من أكدت العكس. انطلقت كل نظرية حسب فرضيات اعتمدت عليها لبناء النموذج. كما سيتم ذكر أهم المساهمات النظرية لسياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المطلب الأول: نظريات سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة

شهدت الأدبيات المالية جدلاً كبيراً بين تأثير سياسة توزيع أرباح السهم على السعر السوقي للسهم أو على تكلفة رأسمالها.

1- نظرية حيادية سياسة توزيع أرباح السهم

من أبرز المؤيدين لنظرية عدم تأثير سياسة توزيع أرباح السهم على القيمة السوقية للمؤسسة وعلى تكلفة رأس المال موديفلياني وميلر Modigliani&Miller. ففي مقال لهما نشر سنة 1961،⁽¹⁾ وتحت بعض الفرضيات، أكدوا بأن ثروة المساهمين لن تتأثر بسياسة توزيع أرباح السهم،⁽²⁾

1 - Merton H Miller and Franco Modigliani, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", The Journal of Business, The University of Chicago Press, Vol. 34, No. 4, 1961, pp. 411-433.

2 - George M. Frankfurter and Bob G. Wood, Dividend Policy, Theory & Practice, Academic Press, San Diego (USA), 2003, p: 73.

بل ستتأثر بقوة ربحها الأساسية ومخاطرة أعمالها فقط. وبعبارة أخرى، فقد أكد موديقلياني وميلر بأن القيمة السوقية للمؤسسة تعتمد على الدخل الناتج من أصولها فقط، وليس على كيفية تجزئة هذا الدخل بين حصص الأرباح أو الأرباح المحتجزة.⁽¹⁾ حسب منطق موديقلياني وميلر، فإنه كلما زادت فاعلية قرارات الاستثمار، كلما انعكست إيجابيا على القيمة السوقية للمؤسسة وبالتالي على القيمة السوقية للسهم الواحد.

قامت نظرية موديقلياني وميلر على عدة فرضيات، وهي:⁽²⁾

- سياسة الاستثمار للمؤسسة ثابتة ومعروفة لدى المستثمرين.
- لا توجد ضرائب شخصية أو ضرائب على المؤسسات.
- لا يوجد عدم تماثل المعلومات، فالمعلومات متوفرة للجميع.
- لا توجد تكاليف الوكالة بين المسيرين والمستثمرين الخارجيين.
- لا وجود لتكاليف الإفلاس ولا تكاليف الصفقات.
- تتميز السوق المالية بالمنافسة التامة ويتميز الأعوان بالرشادة والعقلانية.

للتأكيد على أن سياسة توزيع الأرباح حيادية بالنسبة لسعر الأسهم السوقية، استدل موديقلياني وميلر على برهان رياضي وانطلاقا من الفرضيات السابقة، حيث عرفا معدل العائد r_e ، مجموع أرباح السهم لكل مؤسسة d_t والأرباح الرأسمالية بالقيمة السوقية p_t ، كما يمثل t الزمن. في نفس الفترة، فإن معدل العائد يبقى ثابتا ويساوي $r_e = \frac{d_t + p_{t+1} - p_t}{p_t}$. من خلال المعادلة السابقة، يمكن

$$\text{إيجاد قيمة الأرباح الرأسمالية بالقيمة السوقية } p_t \text{ وهي } p_t = \frac{d_t + p_{t+1}}{1 + r_e} \text{ (3).}$$

توضح المعادلة الأخير، بأن سعر السهم اليوم يساوي أرباح السهم الواحد التي تدفع في الزمن t بالإضافة إلى سعر السهم في الزمن $t+1$ مخصومة بمعدل التحيين. ومجددا، ومن خلال نفس المعادلة، يمكن صياغة القيمة السوقية للمؤسسة بدلا من سعر السهم كما يلي:

$$V_t = \frac{D_t + n_t p_{t+1}}{1 + r_e}$$

¹ - أوجين بريجهام وميشيل إيرهاردت، ترجمة سرور على إبراهيم سرور، مرجع سابق، 2009، ص: 881.

² - Luis Correia da Silva, Marc Goergan and Luc Renneboog, Dividend Policy and Corporate Governance, Oxford University Press, New York, 2004, p: 36.

³ - Baker H Kent, Op-cit, 2009, pp: 101-102.

تمثل V_t القيمة الإجمالية للمؤسسة في الزمن t ، وتمثل n_t عدد الأسهم في المؤسسة، أما D_t فتتمثل مجموع أرباح السهم المدفوعة في الزمن t .

أعاد موديقلياني وميلر صياغة قيمة المؤسسة، واعتبرا بأنها مجموع أرباح السهم المدفوعة وقيمة المؤسسة في الزمن $t+1$ منقوصة منها كل إصدارات جديدة للأسهم m_{t+1} بقيمة p_{t+1} . وبالتالي، فإن $V_t = \frac{D_t + V_{t+1} - m_{t+1}p_{t+1}}{1+r_e}$. وبغض النظر عن سعر الخصم r_e ، فإن المعادلة الأخيرة توضح وجود ثلاث متغيرات بإمكانها التأثير على قيمة المؤسسة، وهي أرباح السهم الحالية D_t ، قيمة المؤسسة في الفترة المقبلة V_{t+1} وقيمة أي إصدار جديد للأسهم $m_{t+1}p_{t+1}$.

حسب موديقلياني وميلر، فإن الزيادة في أرباح السهم D_t تؤدي بالضرورة إلى زيادة وحدة نقدية لأي إصدار جديد للأسهم $m_{t+1}p_{t+1}$. كما عرفا مستوى الاستثمار I_t في المؤسسة وحجم الأرباح الصافية X_t ، وبيننا بأن حجم رأس المال الجديد اللازم هو $m_{t+1}p_{t+1} = I_t - (X_t - D_t)$ ، وبتعويض الصيغة الأخيرة في معادلة V_t ، تنتج الصيغة الرياضية الموالية:

$$V_t = \frac{D_t + V_{t+1} - I_t + X_t - D_t}{1+r_e} = \frac{V_{t+1} - I_t + X_t}{1+r_e}$$

تؤكد المعادلة السابقة بأن قيمة أرباح السهم مستقلة تماما عن القيمة السوقية للمؤسسة، وبالتالي عن القيمة السوقية للسهم. وأن قيمة المؤسسة السوقية تتعلق أساسا بمستوى الاستثمار والربح الصافي ومعدل الخصم.

رغم الفرضيات غير الواقعية التي قامت عليها نظرية موديقلياني وميلر حول حيادية سياسة توزيع أرباح السهم، إلا أن فاما (1974) قام باختبار هذه النظرية على مجموعة متكونة من 298 مؤسسة أمريكية، ببيانات ممتدة من 1946 إلى 1968، حيث أكد فاما من خلال هذه الدراسة على وجود استقلالية بين الاستثمار وسياسات توزيع أرباح السهم⁽¹⁾. رغم هذا التأكيد التجريبي، إلا أن نظرية موديقلياني وميلر تم انتقادها خاصة فيما يتعلق بفرضياتها.

1 - Ieuan Morgan and Jacques Saint-Pierre, "Dividend and Investment Decisions of Canadian Firms", *The Canadian Journal of Economics*, The Journal of The Canadian Economics Association, Vol.11, No.1, 1978, pp: 20-21.

حتى ولو تم الانتقال من حالة التأكد إلى حالة عدم التأكد، فقد أكد موديفلياني وميلر بأن سياسة توزيع الأرباح لها دور حيادي اتجاه القيمة السوقية للمؤسسة، فقد وجدوا بأن قيمة السهم السوقية تعطي رياضياً كما يلي:

$$P_0 = \frac{R_1 - PR \cdot \text{cov}(R_1, R_M)}{1 + R_{FR}} + R_0 - I$$

تمثل R_0 و R_1 النتيجة المحققة في الزمن 0 والزمن 1 على التوالي، أما I فهي تمثل مبلغ الاستثمار في الزمن 0، وتمثل PR بدل المخاطرة المعرف بنسبة الفرق بين مردودية السوق ومردودية الأصل بدون مخاطرة إلى تباين السوق، وتمثل $\text{cov}(R_1, R_M)$ التباين المشترك بين عائد التوزيعات ومردودية السوق.

وكما هو ملاحظ من خلال المعادلة السابقة، فإنه لا يوجد أي متغير من متغيرات سياسة التوزيع، لا التوزيعات الحالية ولا المستقبلية، وهو دليل على حيادية سياسة توزيع الأرباح. والمتغيرات المتحكمة هي قرار الاستثمار وما يترتب عليه من نتيجة حالية ومستقبلية وعلاوة المخاطرة المقابلة للمردودية.

إضافة إلى إثبات موديفلياني وميلر، فقد أكد فان هورن (1989) Van Horne بحيادية سياسة توزيع أرباح السهم على قيمة المؤسسة، وذلك اعتماداً على التدفقات النقدية المستحدثة، حيث اعتبر قيمة السهم في بداية الفترة ما هي إلا القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية، والقيمة الحالية للتدفقات المستقبلية ما هي إلا عبارة عن مجموع توزيعات أرباح السهم المستحدثة إضافة إلى السعر مستحدث أيضاً. فإذا كان k هو معدل الاستحداث وهو معدل العائد المطلوب والمتوقع، و DPA تمثل توزيعات أرباح السهم الواحد، و P_1 سعر السهم بعد دفع توزيعات أرباح السهم، فإن قيمة السهم في بداية الفترة P_0 تعطى رياضياً كما يلي $P_0 = \frac{(DPA_1 + P_1)}{1+k}$. وتصبح قيمة الأموال الذاتية $N \cdot P_0$ في

المؤسسة باعتبار أن N تمثل عدد الأسهم في بداية الفترة هي $N \cdot P_0 = \frac{(N \cdot DPA_1 + N \cdot P_1)}{1+k}$. فإذا تم

افتراض بأن التمويل في الفترة المقبلة كان عن طريق إصدار أسهم جديدة يكون عددها N' ، فإن قيمة

$$(1) \cdot N \cdot P_0 = \frac{[N \cdot DPA_1 + (N + N') \cdot P_1 - N' \cdot P_1]}{1+k}$$

¹ - على بن الصب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير، قسم علوم التسيير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009، ص: 141-142.

تمثل الصيغة الرياضية الأخيرة قيمة الأموال الذاتية بعد التمويل بواسطة إصدار الأسهم العادية، وتساوي القيمة الحالية لتوزيعات أرباح السهم المدفوعة للمساهمين القدامى والقيمة الحالية للأموال الذاتية - الأسهم القديمة والجديدة - مطروحا منها القيمة الحالية للأسهم الجديدة باعتبارها تدفقات خارجة من الخزينة. وبالتالي، فإن القيمة السوقية للأسهم القديمة هي مجموع القيمة الحالية لتوزيعات أرباح السهم القديمة والقيمة الحالية لقيمة الأسهم القديمة في نهاية الفترة.

فإذا اقتصر الموارد على كل من الأرباح الصافية X وقيمة الأسهم الجديدة $N P_1$ ، والاستخدامات في التوزيعات $N.DP$ والاستثمارات I ، فإن مقدار الرفع في رأس المال هي $X + N' P_1 = I + N.DPA \Rightarrow N' P = I + N.DPA - X$ ، وتعويض الصيغة الرياضية الأخيرة في

$$N.P_0 = \frac{[N.DPA_1 + (N + N').P_1 - N'.P_1]}{1+k} \text{، ينتج ما يلي: (1)}$$

$$N.P_0 = \frac{[(N + N')P + X - I]}{1+k}$$

والملاحظ من خلال الصيغة الرياضية الأخيرة، أن قيمة الأموال الذاتية وبالتالي قيمة المؤسسة، هي دالة تابعة أساسا للنتيجة المحققة، الاستثمارات وسعر السهم في نهاية المدة، ولا وجود لتوزيعات أرباح السهم، أي أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن سياسة توزيع أرباح السهم.

2- نظرية عصفور في اليد

من بين الاستنتاجات الرئيسية لنظرية عدم ملائمة التوزيعات أن سياسة توزيع أرباح السهم ليس لها أي تأثير على معدل العائد المطلوب على الأموال الذاتية. إلا أن كلا من قوردين Gordon (1963)⁽²⁾ ولنتنر (1962) Lintner⁽³⁾ بينا بأن العائد المطلوب على الأموال الذاتية يتناقص مع زيادة التوزيعات النقدية، لأن المستثمرين يصبحون أقل تأكدا من استلام العوائد الرأسمالية الناتجة عن احتجاز الأرباح. وبالتالي، فإن قيمة الوحدة النقدية الموزعة حاليا أعلى من قيمة الوحدة النقدية المحتجزة، لأن مكونات عائد توزيع أرباح السهم D_1/P_0 أقل خطورة من معدل النمو g في معادلة

$$k = \frac{D_1}{P_0} + g \text{ العوائد المتوقعة الكلية (4)}$$

¹ - على بن الضب، مرجع سابق، 2009، ص: 142.

² - Myron J Gordon, "Optimal Investment and Financing Policy", The Journal of Finance, The American Finance Association, Vol. 18, No. 1, 1963, pp: 264-272.

³ - John Lintner, "Dividends, Earning, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations", Review of Economics and Statistics, Oxford University Press, New York, Vol. 44, No. 3, 1962, pp: 243-269.

⁴ - محمد قاسم خصاولة، مرجع سابق، 2011، ص: 212.

والنتيجة التي توصل إليها قوردين ولنتنر هي أنه في ظل عدم التأكد، فإن سياسة توزيع أرباح السهم سوف تؤثر على القيمة السوقية للسهم، كما أن المستثمرين سوف يفضلون الحصول على التوزيعات الآن بدلا من تأجيلها للحصول على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن نمو التوزيعات. ومن ثم، ارتفاع سعر السهم في المستقبل غير المؤكد أيضا. بعبارة أخرى، فإن كلا من قوردين ولنتنر أكد بأن أرباح السهم التي تكون في يد المستثمر الآن أفضل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل، إذ إن المستقبل غير مؤكد.⁽¹⁾

إلا أن موديقلياني وميلر أكدا بأن معدل العائد المطلوب على الأموال الذاتية يكون مستقلا عن سياسة توزيع أرباح السهم، وسميا حجة قوردين ولنتنر بمغالطة عصفور في اليد *Bird in the Hand*، لأن معظم المستثمرين يخططون لإعادة استثمار أرباح أسهمهم في أسهم نفس المؤسسات أو مؤسسات شبيهة. وعلى أية حال، تتحدد مخاطرة التدفق النقدي للمؤسسة إلى المستثمرين في المدى الطويل بمخاطرة التدفقات النقدية للتشغيل، وليس بسياسة نسبة أرباح السهم من مكاسب السهم الواحد بحصص الأرباح.⁽²⁾

يؤدي ارتفاع أرباح المؤسسة إلى ارتفاع أرباح السهم المتوقعة من طرف المساهمين، وهذه المعلومة هي أكثر تأثيرا على قيمة المؤسسة من معدل العائد الذي يطلبه المساهمون، لأنها تؤدي إلى ارتفاع السعر السوقي للسهم الذي يمكن أن يعوض الأرباح الموزعة على المساهمين في قيمة المؤسسة. هذه البرهنة تثبت أن مخاطرة المؤسسة تتحدد من خلال قراراتها الاستثمارية وليس كيفية تمويلها، ويتأثر معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين بمخاطرة الاستثمار، ولا يتغير في حالة ما إذا كان تمويلها عن طريق حجز الأرباح أو طرح أسهم جديدة. كما أكد إستربروك (1984) Easterbrook على أن المسيرين لا يستطيعون تغيير مخاطرة الاستثمار بتوزيع أرباح السهم، وإنما يحولون هذه المخاطرة إلى المستثمرين الجدد.⁽³⁾

3- نظرية التفضيل الضريبي

أحد الافتراضات التي قامت عليها نظرية موديقلياني وميلر هي أنه لا توجد ضريبة شخصية ولا ضريبة على دخل المؤسسة، إلا أن هذا الافتراض غير واقعي، فالمستثمرون يدفعون ضرائب، كما أن المؤسسات تدفع هي الأخرى ضرائب على الدخل الذي تحصل عليه. وعلى هذا الأساس، تقوم نظرية التفضيل الضريبي *Tax Preference Theory*.

1- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سابق، 2004، ص: 379.

2- أوجين بريجهام وميشيل إير هارديت، ترجمة سرور على إبراهيم سرور، مرجع سابق، 2009، ص: 882.

3- عيسى بدروني، مرجع سابق، ص: 46.

توجد ثلاث أسباب ترتبط بالضريبة وتؤثر على تفضيل المستثمر لتوزيعات أرباح سهم منخفضة عن توزيعات مرتفعة. فإذا كانت الضريبة على العوائد الرأسمالية أقل من الضريبة على توزيعات الأرباح، فإن المستثمرين الذين يملكون معظم الأسهم وبالتالي يحصلون على أغلب توزيعات أرباح السهم قد يفضلون عدم توزيع الأرباح وإعادة استثمارها في المؤسسة، حيث يعمل نمو العوائد على ارتفاع أسعار الأسهم. أما السبب الثاني، فهو أن الضريبة على العوائد الرأسمالية لا تدفع بعد أن تم بيع السهم.

ووفقاً لمفهوم القيمة الزمنية، فإن قيمة ما يدفع في شكل ضريبة في المستقبل له أثر أقل على التكلفة من الضرائب التي تدفع اليوم. والسبب الأخير، هو أنه إذا احتفظ المستثمر بالأسهم حتى وفاته، فلن تكون هناك ضرائب مستحقة، لذا فإن المستفيدين الورثة الذي يأخذون تلك الأسهم يحصلون على الأسهم بقيمتها في تاريخ الوفاة دون أن يدفعوا ضرائب رأسمالية.⁽¹⁾

وبسبب تلك المميزات الضريبية، فإن المستثمرين قد يفضلون قيام المؤسسات باحتجاز الأرباح أو جزء كبير منها، كما أن المستثمرين يقومون بدفع سعر أعلى في شراء أسهم المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة صغيرة من أرباحها، مقارنة بالسعر الذي تدفعه في شراء المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة كبيرة من أرباحها.

قام كل من فارار وسلواين (1967) Farrar & Selwyn⁽²⁾ من خلال نموذج التوازن الجزئي، بافتراض أن t_c تمثل معدل الضريبة على المؤسسات، وتمثل t_{pi} معدل الضريبة الشخصية على المساهم رقم i ، أما t_{gi} فهي تمثل معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية، وتمثل D_c ديون المؤسسة، أما D_{pi} فهي تمثل الديون الشخصية، وتمثل k معدل الفائدة على الديون ويفترض أن يكون المعدل نفسه بالنسبة لديون المؤسسات والديون الشخصية. لدى كل مساهم i الدخل الموالى بعد الضريبة:⁽³⁾

$$Z_i^d = [(X_t - kD_c)(1 - t_c) - kD_{pi}](1 - t_{pi})$$

فإذا ما قررت المؤسسة الاحتفاظ بالأرباح واستخدامها لإعادة شراء الأسهم، فإن المساهمين يتلقون العائد بعد الضريبة، هذه الضريبة تكون على أرباح رأس المال، وتعطى كما يلي:

$$Z_i^g = [(X_t - kD_c)(1 - t_c)(1 - t_{gi}) - kD_{pi}(1 - t_{pi})]$$

¹ - عاطف طه جابر عبد الرحيم، مرجع سابق، 2008، ص: 395.

² - Donald E Farrar and Lee L.Selwyn, "Taxes, Corporation Financial Policy and Return to Investor", *National Tax Journal*, the National Tax Association, Washington DC, Vol. 20, No. 4, 1967, pp: 444-454.

³ - Baker H Kent, *Op-cit*, 2009, p: 130.

وبالمقارنة بين المعادلتين السابقتين، يمكن كتابة الصيغة الرياضية الموالية:

$$Z_i^g = [(X_t - kD_c)(1 - t_c) - kD_{pi}](1 - t_{gi}) + kD_{pi}(t_{pi} - t_{gi})$$

عندما يكون دخل الضرائب الحكومية العادية بنسبة أقل من مكاسب رأس المال $t_{pi} < t_{gi}$ ، فإنه ينبغي على المساهم الرشيد أن يفضل الحصول على الدخل كأرباح السهم بدلا من الأرباح الرأسمالية، لأن $Z_i^p > Z_i^g$ والعكس. أما إذا كان $t_{pi} = t_{gi}$ ، وبالتالي $Z_i^p = Z_i^g$ ، فإن المستثمر ينبغي أن يكون غير مهتم بين الحصول على أرباح السهم أو العوائد الرأسمالية.

تم تأكيد نظرية التفضيل الضريبي تجريبيا من خلال عدة دراسات، فقد بين قريلون وميشايلي (2002) Grullon & Michaely⁽¹⁾ بأن مستوى نسبة حصص الأرباح من مكاسب السهم الواحد أكبر من حصص الأرباح خلال آخر 30 سنة من القرن العشرين. ففي سنة 1978، دفعت حوالي 66,5% من مؤسسات نايز *NYSE*، أماكس *AMEX* ونازداك *Nasdaq* أرباح السهم. أما في سنة 2002، فقد انخفضت النسبة لتصل إلى 20,8% فقط من المؤسسات التي دفعت حصص أرباح السهم.

وكنسبة من صافي الدخل، فقد بين كل من فاما وفرانش (2001) Fama & French⁽²⁾ بأن نسبة حصص الأرباح من عوائد السهم الواحد لحصص الأرباح قد انخفضت من 22,3% في سنة 1974 إلى 13,8% في سنة 1998. أما في دراسة أخرى قام بها ليوالان وآخرون Lewellen et al (1978)⁽³⁾ حول العلاقة بين الضرائب وسياسة توزيع أرباح السهم، فقد وجدوا ارتباطا ضعيفا بين عائدات أرباح محافظ المستثمرين ومعدلات الضرائب، ولم يجدوا دليلا حول دور تعديل سياسة توزيع أرباح الأسهم في المؤسسات من أجل إرضاء رغبات المستثمرين في مختلف الشرائح الضريبي.

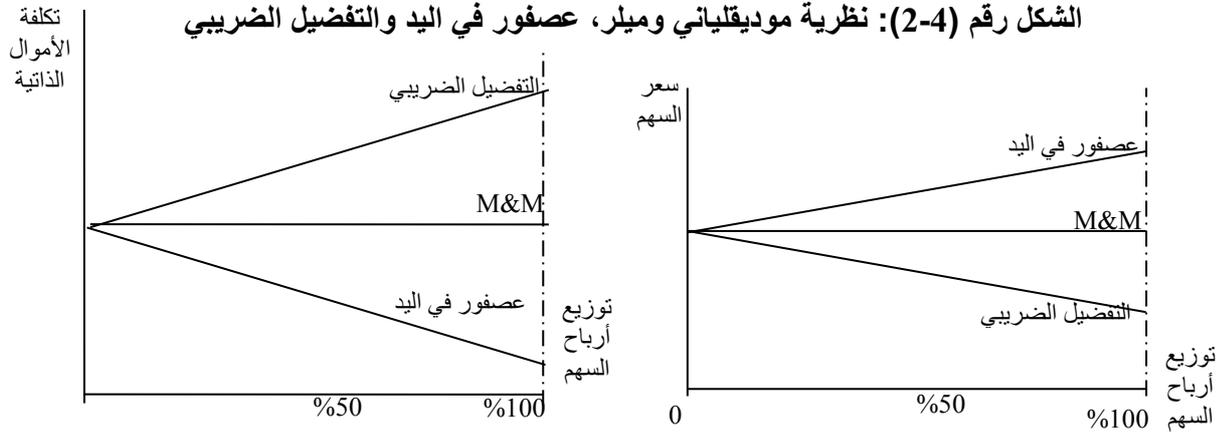
يوضح الشكل رقم (4-2) علاقة كل من نظرية حيادية توزيع أرباح السهم، نظرية عصفور في اليد ونظرية التفضيل الضريبي بسعر السهم وتكلفة الأموال الذاتية.

¹ - Gustavo Grullon and Roni Michaely, "Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis", *The Journal of Finance*, The American Finance Association, Vol. 57, No.4, 2002, pp: 1649-1684.

² - Eugene Fama and Keneth French, "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?", *Journal of Applied Corporate Finance*, A Morgan Stanley Publications, Vol. 14, No.1, 2001, pp: 67-79.

³ - Wilbur G Lewellen, Kenneth L Stanley, Ronald C Lease and Gary G. Schlarbaum, "Some Direct Evidence on the Dividend Clientele Phenomenon", *The Journal of Finance*, A Morgan Stanley Publications, Vol. 33, No.5, 1978, pp: 1385-1399.

وكما يوضحه الشكل، لا أثر لنسبة توزيعات أرباح السهم على سعر السهم أو على تكلفة الأموال الذاتية حسب نظرية موديفلياني وميلر، وبالتالي على تكلفة رأس المال. أما حسب نظرية عصفور في اليد، فإن سعر السهم السوقي يرتفع بارتفاع نسبة أرباح السهم الموزعة وبالمقابل انخفاض تكلفة رأس المال، عكس نظرية التفضيل الضريبي.



المصدر: أوجين بريجهام وميشيل إيرهاردت، ترجمة سرور على إبراهيم سرور، مرجع سبق ذكره، 2009، ص: 884.

4- تأثير الزبائن

يؤثر الاختلاف الكبير في نوعية المساهمين على سياسة توزيع الأرباح للمؤسسة، فالمساهمون الذين لا يتحملون الضريبة أو لهم تسهيلات ضريبية يفضلون الاستثمار في المؤسسات التي توزع نسبة مهمة من أرباحها على شكل أرباح السهم. كما أن اختلاف عمر المساهمين يجعل تفضيلاتهم تختلف. فالمساهم الشاب يرغب في إعادة استثمار أمواله عكس المساهم المسن الذي يفضل أسهم تلك المؤسسات التي توزع نسبة مهمة من أرباحها، وهو ما أكدته بوتيت Pettit (1977)⁽¹⁾ في دراسة تجريبية تكونت من 914 محفظة لمستثمرين من شرائح مختلفة، فتوصل إلى أن المؤسسات التي لها مساهمين مسنين توزع نسبة معتبرة من أرباحها مقارنة مع تلك التي لها مساهمين شباب.

لذا، فإنه تفضل مجموعات من الزبائن سياسات مختلفة اتجاه نسب توزيعات أرباح السهم، وهو ما يطلق عليه أثر الزبائن *Clientele Effect*. يعرف أثر الزبائن من جانب المستثمرين على أنه مجموعة من المستثمرين الذين ينجذبون إلى أسهم المؤسسات التي لديها سياسة توزيع أرباح السهم التي يفضلونها.⁽²⁾ أما من جانب المؤسسات، فيقصد بأثر الزبائن قيام هذه المؤسسات بتبني

¹ - Richardson R Pettit, "Taxes, Transaction Cost and the Clientele Effect of Dividends", *Journal of Financial Economics*, Simon School of Business, Rochester, New York, Vol. 5, No. 3, 1977, pp: 419-436.

² - Joseph P Ogen, Frank C.jen and Philip F. O'Connor, **Advanced Corporate Finance: Policies and Strategies**. Upper Saddle River, New Jersey, 2003, p: 479.

سياسة توزيع أرباح معينة تجتذب فئة من الزبائن تتكون من مجموعة من مستثمرين تعجبهم تلك السياسة، وتتماشى مع تفضيلاتهم فيما يتعلق بالاستثمار أو الاستهلاك.⁽¹⁾

فالأفراد المتقاعدون وصناديق التقاعد وصناديق منح الجامعات يفضلون الدخل النقدي. لذلك، فهم يفضلون أن تدفع المؤسسات نسبة مرتفعة من أرباحها كأرباح السهم. إضافة إلى أنه في العادة، تكون الضرائب المفروضة على هؤلاء المستثمرون منخفضة أو صفرية، فلا تهمهم الضرائب. من ناحية أخرى، يمكن أن يفضل حملة الأسهم إعادة الاستثمار في سنوات الازدهار في المؤسسة، لأن لديهم حاجة أقل لدخل الاستثمار الحالي، ويعيدوا استثمار حصص أرباح السهم التي يحصلون عليها بعد دفع ضرائب الدخل على حصص الأرباح أولاً.

أكد موديفلياني وميلر وجود أثر الزبائن، فهو يساعد في فهم تغير سعر السهم بعد الإعلان عن التغير في سياسة توزيع الأرباح. واستدلاً بذلك على أن المؤسسات تتخذ سياسة توزيع الأرباح التي تتوافق مع تفضيلات مجموعة زبائنها، فالأشخاص المتقاعدون يفضلون الدخل الجاري على العوائد الرأسمالية المستقبلية، ولذلك فهم يفضلون المؤسسات التي تدفع نسبة أعلى من الأرباح المحققة كأرباح السهم.

كما يقوم بعض المساهمون بإعادة استثمار ما يدفع لهم من أرباح السهم، ومن ثم تعود لهم كنسبة توزيع مستقبلية. ففي حالة ما إذا لم تقم هذه المؤسسات بتوزيع أرباح السهم، فإن هؤلاء المساهمون ونظراً لحاجتهم إلى السيولة سيلجؤون إلى بيع بعض من أسهمهم للحصول على السيولة الضرورية، وهذه العملية يترتب عليها تكاليف المعاملات التي تكون في الغالب عالية مقارنة بقيمة الصفقة، خاصة عندما تكون الأسهم المباعة بكميات صغيرة. وبالتالي، فإن عملية بيع الأسهم للحصول على السيولة الضرورية غير فعالة. ومن جهة أخرى، فإذا قامت المؤسسة بدفع نسبة عالية من أرباحها على شكل أرباح السهم، فإن المساهم الذي لا يحتاج إلى كل هذه النسبة سيكون مجبراً على إعادة استثمار الفائض، مما يحملهم تكلفة دفع الضريبة وكذا تكاليف الصفقات لإعادة استثمار السيولة الفائضة.

وبناء على ما سبق، فقد توصل موديفلياني وميلر إلى أن المستثمرين الذين يرغبون في السيولة الأنوية سوف يستثمرون في المؤسسات التي تقوم بتوزيع أرباح السهم، أما المستثمرون الذين يفضلون أرباح رأس المال فإنهم يلجؤون إلى شراء أسهم تلك المؤسسات التي تفضل إعادة استثمار الأرباح، وهذا ما يقترح أن تؤسس كل مؤسسة سياسة لتوزيع أرباحها تراها أكثر ملائمة مع زبائنها.

¹ - محمد زرقون، "أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 08، 2010، ص: 87.

في دراسة تجريبية قام بها كل من إلتون وقرير (Elton&Gruber (1970)¹) لعينة مكونة من 4148 سهم مدرج في بورصة نيويورك NYSE سنة 1970، حيث قسمت العينة إلى عشرة مجموعات حسب مبلغ أرباح السهم الموزعة، وأظهرت الدراسة وجود علاقة عكسية بين الضريبة وأرباح السهم، مما يؤكد وجود تأثير الزبائن على سياسة توزيع الأرباح، وأن تغيرها يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة. رغم ذلك، فقد توصل إلتون وقرير إلى نقاط أساسية، وهي أن التغير في سعر السهم في موعد فقدان حق المطالبة بأرباح السهم الموزعة *Ex-dividend Date* يمكن أن يكون نتيجة عوامل أخرى، كما يمكن المتاجرة بالأسهم في فترة قصيرة أن يحجب تأثير الزبائن في هذا اليوم. إلى جانب ذلك، فقد بينوا أن سعر أموال الملكية لا يحدد وفقا للتغير الحاصل في أسعار السهم نتيجة تأثير الضرائب في موعد فقدان حق المطالبة بأرباح السهم الموزعة.

5- نظرية الإشارة وعدم تماثل المعلومات

عندما وضع مودفلياني وميلر نظريتهما لحيادية سياسة توزيع الأرباح، افترضوا أن لكل الأفراد سواء المستثمرون أو المدراء على حد سواء معلومات متطابقة بالنسبة إلى الأرباح وحصص الأرباح المستقبلية للمؤسسة. لكن في الواقع، يمكن أن يكون للمستثمرين المختلفين وجهات نظر مختلفة على كل من مستوى أرباح السهم المدفوعة المستقبلية، ويكون لدى المدراء معلومات أفضل عن التوقعات المستقبلية عن حملة الأسهم.

تكون المؤسسة التي تبحث عن تمويل مجبرة على التصريح بكفاءتها في عدة أمور، كالمكانة المالية التي تتمتع بها والتي تسمح لها بتسديد ما عليها من التزامات في الوقت وبالمبلغ المناسبين. للمؤسسة عدة وسائل للوصول إلى كسب ثقة الممولين، وذلك من خلال الإشارة إلى السوق المالية. ومن بين هذه الوسائل، توجد سياسة توزيع الأرباح التي تعتبر كإشارة *Signal* على وضعية المؤسسة. وهذه الفكرة مبنية على أساس عدم تماثل المعلومات *Asymmetric Information* بين عناصر السوق المالية، وبالخصوص بين المسيرين والمساهمين.

تؤثر المعلومات المتاحة لدى المستثمرين حول ما يتعلق بسياسة توزيعات أرباح السهم المتوقعة للمؤسسة على سعر السهم. فإذا توقع المستثمرون زيادة نسبة توزيعات أرباح السهم بالنسبة لمؤسسة ما، وبعد فترة قامت المؤسسة بتوزيع نفس النسبة المتوقعة، فإن المعلومات في هذه الحالة لن تحدث تغيرا ملموسا في سعر السهم نظرا لتماثل المعلومات. أما إذا زادت نسبة التوزيعات عن النسبة

¹ - Edwin J Elton and Martin J. Gruber, "Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect", *Review of Economics and Statistics*, MIT Press Journals, Cambridge, Vol. 52, No. 1, 1970, pp: 68-74.

المتوقعة، فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع سعر السهم، والعكس. يرجع السبب في ذلك إلى أن معظم المستثمرين يفضون الحصول على توزيعات أكثر من تحقيق زيادة في الأرباح الرأسمالية.⁽¹⁾

غير أن موديقلياني وميلر ناقشا هذا الأمر بشكل مختلف. فمن وجهة نظريتهما، تكون المؤسسات مرغمة في العادة على قطع توزيعات أرباح السهم أو عدم زيادتها إذا ما تبين للإدارة أن هذا من شأنه زيادة الأرباح أو استقرارها في المستقبل، لذلك عندما يحدث وتكون التوقعات المتاحة لدى المستثمرين عن سياسة توزيعات أرباح السهم لإحدى المؤسسات أعلى مقارنة بما يحدث بالفعل، فإن ذلك يؤخذ من جانب المستثمرين كإشارة عن أن المؤسسة تتوقع تحسنا في الأرباح المستقبلية. ولهذا، يرى موديقلياني وميلر أن رد فعل المستثمرين تجاه التغير في سياسة التوزيعات لا يتحدد بتفضيلات المستثمرين للتوزيعات عن الأرباح الرأسمالية، ولكن يحدده بشكل أكبر المعلومات المعلنة عن سياسة التوزيعات للمؤسسة.

يعتبر روس (1977) Ross⁽²⁾ أول من قام بوضع نموذج يوضح فيه نظرية الإشارة وذلك مرورا بنموذج موديقلياني وميلر لسنة 1961، حيث يشير نموذج روس إلى اتجاه تغيرات الهيكلية المالية باستخدام الديون، وإعطاء إشارة من خلال القدرة على تغطية التزامات الديون من خلال زيادة التدفقات النقدية. كما قام كالاي (1980) Kalay بتمديد نموذج روس بإدخال الإعلانات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح، إضافة إلى الهيكلية المالية، لكون أن توزيع أرباح السهم لها دور في إرسال معلومات إلى السوق المالية.

قام بناتشاريا (1979) Bhattacharya⁽³⁾ من جهته بتطوير نموذج روس، وقام بتفسير لماذا تختار المؤسسات دفع أرباح السهم حتى وإن كان العبء الضريبي لا يساعد على ذلك، حيث يفترض بناتشاريا بأن مصادر المعلومات مثل البيانات المحاسبية ليست موثوقة تماما، فالمستثمرون لا يمكنهم استخدام هذه البيانات بشكل كامل في تحديد ربحية المؤسسة. وبافتراض أن المستثمرين الخارجيين يمتلكون معلومات غير كاملة عن ربحية المؤسسة، وأن معدل الضريبة لأرباح السهم أعلى من معدل الضريبة عن الأرباح الرأسمالية، فإن هذا النموذج يظهر بأنه من الأفضل القيام بإشارة من المؤسسة لرفع أرباح أسهم المستثمرين عوضا عن التكلفة الحدية لتلقي الدخل الخاضع للضريبة المرتفع.

¹ - محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سابق، 2004، ص: 389.

² - Stephen A Ross, "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach", *Bell Journal of Economics*, The RAND Corporation, Vol. 8, No.1, 1977, pp: 23-40.

³ - Sudipto Bhattacharya, "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy", *Bell Journal of Economics*, The RAND Corporation, Vol. 10, No.1, 1979, pp: 259-270.

كما قام ميرتون (1987) Merton⁽¹⁾ من خلال نموذج توازن الأصول المالية بإدخال تكلفة المعلومات، والتي تتكون من مركبتين، تتمثل المركبة الأولى في معالجة البيانات، أما الثانية فتتمثل في تكلفة إنتاج وإصدار المعلومات المتعلقة بالمؤسسة. تمثل تكلفة المعلومات حسب ميرتون تكلفة الإشارة والوكالة. يأخذ نموذج ميرتون بعين الاعتبار تكلفة المعلومات كأنها مشابهة لمعدل الاستحداث المضاف في التدفقات في حالة اللاتأكد، حيث يعطى نموذج ميرتون كما يلي:

$$R_s - r = \beta_s [R_m - r] + \lambda_s - \beta_s \lambda_m$$

حيث يمثل:

R_s : العائد في التوازن للأصل s .

R_m : العائد في التوازن لمحظة السوق.

r : معدل الفائدة بدون مخاطرة.

β_s : بيتا الأصل s ، ويعطى $\beta_s = \frac{\text{cov}(R_s, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$.

λ_s : تكلفة المعلومة للأصل s .

λ_m : تكلفة المعلومة المتوسطة لكل الأصول في السوق.

يعتبر نموذج ميرتون كامتداد لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM بإدخال تكلفة المعلومات.

6- نظرية الوكالة

ينشأ نموذج الإشارة لتوزيع أرباح السهم بناء على عدم تماثل المعلومات الموجود بين المسيرين والمساهمين، حيث يرى أصحاب هذا النموذج أن لتوزيع أرباح السهم دورا بارزا في تخفيض عدم تماثل المعلومات، باعتبارها إشارة ذات مصداقية من داخل المؤسسة للمساهمين. أي تعتبر زيادة أرباح السهم ورفعها كأخبار جيدة *Good News* في حين يعتبر تخفيض الأرباح كأخبار سيئة *Bad News*.

أوضح جونسون (1986) Jensen⁽²⁾ بأن آلية الديون أكثر فعالية من توزيع أرباح السهم للحد من تكاليف الوكالة، لأن القانون يلزم المؤسسة بتسديد ديونها. فلحملة السندات الحق في أخذ المؤسسة إلى محكمة الإفلاس إذا لم تفي المؤسسة بالتزاماتها اتجاههم. كما أشار باركلي، سميث وواتس

1 - Robert C Merton, "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information", The Journal of Finance, The American Finance Association, Vol. 42, No.3, 1987, pp: 483-510.

2 - Michael C Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", American Economic Review, American Economic Association, Vol. 76, No.2, 1986, pp: 323-329.

Barclay, Smith & Watts (1995)⁽¹⁾ إلى أن المحدد الرئيسي لحجم المشاكل هو بين مساهمي المؤسسة وهيكلتها الإدارية.

تنتج نظرية الوكالة من طبيعة الملكية وتركيزها. توصل كالاي (1982) Kalay في دراسة له حول سياسة توزيع الأرباح ونظرية الوكالة، إلى أن دفع التوزيعات في حالة العسر المالي يؤدي إلى تحويل الثروة من الدائنين إلى المساهمين، في حين توصل لوالان (1981) Lewellen إلى أن معدل توزيعات أرباح السهم يرتبط إيجابيا مع علاوة المسيرين وأجورهم السنوية، والتي لها أثر سلبي على قيمة المؤسسة.

من شأن البحث عن التمويل المناسب تخفيض تكاليف الوكالة، فجوء المؤسسة إلى التمويل عن طريق الديون يرفع احتمال إفلاسها والذي يؤدي بدوره إلى رفع تكاليف الوكالة. كما أنه بإمكان المؤسسة أن تلجأ إلى سياسة توزيع الأرباح لتأكيد صحتها المالية. وعليه، فإن الزيادة في توزيعات أرباح السهم تؤدي إلى تخفيض الوكالة، وقد تكون مؤشرا على أن إدارة المؤسسة لا تفرط في استخدام أموال المساهمين لإشباع المنافع غير المالية التي تكون نتيجة قيام المسيرين باستعمال فائض التدفقات النقدية في مصلحتهم، كاختيار الاستثمارات، التي تعظم من منفعتهم الشخصية دون منفعة المساهمين. وبذلك، فإن توزيع أرباح السهم يؤدي إلى تخفيض المجال الذي يمكن للمسيرين أن يستعملوه لتحقيق الأغراض الشخصية، وترتفع بذلك القيمة السوقية للمؤسسة. وفي المقابل، فإن الزيادة في توزيعات هذه الأرباح يعني حاجة المؤسسة إلى أموال خارجية إضافية مثل إصدار الأسهم الجديدة، مما يزيد من تكاليف الإصدار والمعاملات المالية.⁽²⁾

في المقابل، فإن اعتماد المؤسسة على الديون في هيكلتها المالية يؤدي إلى ظهور مشكل الوكالة، كما ترتفع مخاطر المؤسسة مما يؤدي إلى انخفاض الأرباح المتوقعة. فتكلفة الوكالة ترتفع مع ارتفاع نسبة المديونية في المؤسسة، ما يجعل المؤسسة تبحث عن النسبة المثلى في توزيع أرباح السهم للتقليل من مشكل الوكالة. حسب إيستربروك (1984) Easterbrook⁽³⁾، يمكن أن يؤدي لجوء المؤسسة إلى توزيع الأرباح والتمويل عن طريق الديون إلى تحديد توزيعات المؤسسة للأرباح.

1 - Michael J Barclay, Clifford W Smith and Ross L Watts, "The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies", *Journal of Applied Corporate Finance*, A Morgan Stanley Publications, Vol. 7, No.4, 1986, pp: 4-19.

²- عيسى بدروني، مرجع سابق، 2010، ص: 51.

3 - Frank H Easterbrook, "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", *American Economic Review*, American Economic Association, Vol. 74, No.4, 1984, pp: 650-659.

7- نظرية دورة حياة المؤسسة في توزيعات أرباح السهم

تستند نظرية دورة حياة المؤسسة في توزيعات أرباح الأسهم على فكرة أن المؤسسة في حالة نضجها تكون قادرة على توليد النقود وقدرتها على إيجاد فرص استثمارية مربحة، حيث يمكنها تحويل التدفقات النقدية الناتجة للمساهمين عن طريق أرباح السهم. كما تتضمن هذه النظرية ارتباط سياسة توزيعات أرباح السهم المثلى للمؤسسة بمختلف مراحل دورة حياة المؤسسة.

اقترح مولر (1972) Mueller⁽¹⁾ صياغة نظرية خاصة، حيث وضح بأن للمؤسسة دورة حياة محددة، وهذه الدورة مرتبطة بسياسة توزيع أرباح السهم، فقد ركز على مشكل الوكالة داخل المؤسسة، وهي ما إذا كان يقوم مسير المؤسسة بتعظيم حقوق الملكية أو متابعة النمو في المؤسسة أو الاستثمار في الأصول التي تلقى معارضة مع مصالح المساهمين.

ظهرت العديد من نماذج صياغة توزيع أرباح السهم المثلى بالنظر إلى دورة حياة المؤسسة، على غرار نموذج بودي، كان وماركوس (2005) Bodie, Kane & Marcus، حيث اقترحوا نموذجاً ساكناً بسيطاً لسياسة توزيع أرباح السهم المثلى. حسب هذا النموذج، فإن المؤسسة تمويل بشكل كامل بالأموال الذاتية وتعمل لمدة لا نهائية، ولتسهيل النموذج أكثر، فإن عدد المساهمين في المؤسسة هو مساهم واحد فقط، كما أن عائد المؤسسة على الأصول يساوي العائد على حقوق المساهمين ROE ، إضافة إلى إمكانية تحقيق المؤسسة لمشاريع استثمارية بمعدل عائد متوقع يساوي معدل العائد على حقوق الملكية في أي فترة.

لتكن E_0 قيمة الأموال الذاتية في نهاية الفترة 0. في الفترة 1، تكسب المؤسسة مبلغاً e_1 والذي يمثل $ROE \cdot E_0$. بافتراض ثبات نسبة توزيع الأرباح d ، فإن مبلغ توزيع أرباح السهم في الفترة 1 هو D_1 ، ويحسب $d \cdot e_1$. كما أن مبلغ الأرباح المحتجزة في نفس الفترة هو $e_1 - D_1$. تستثمر المؤسسة الأرباح في الأصول الجديدة التي توفر معدل عائد على حقوق الملكية ROE . لذا، فإن إجمالي الأرباح في الفترة 2 هو e_2 ، حيث يعطى e_2 كما يلي

$$e_2 = ROE(E_0 + e_1 - D_1) = e_1 + ROE(1-d)e_1 = (1+g)e_1$$

وتعطى $g = (e_2 - e_1) / e_1 = ROE(1-d)$.

1 - Dennis C Mueller, "A Life Cycle Theory of the Firm", *Journal of Industrial Economics*, Wiley One Library, Vol. 20, No.3, 1972, pp: 199-219.

حسب المعطيات السابقة، فإن أرباح المؤسسة للعام t هي e_t ، حيث $e_t = e_1(1+g)^{(t-1)}$. كما أن مبلغ أرباح السهم المدفوعة في نفس العام هي D_t ، حيث $D_t = d.e_1(1+g)^{(t-1)}$. يمكن حساب قيمة المؤسسة V_0 في الفترة 0 عن طريق القيمة الحالية لتوزيعات أرباح السهم المستقبلية باعتبار تكلفة رأس المال هي k ، حيث $V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d.e_1(1+g)^t}{(1+k)^t}$. وبافتراض أن $g < k$ ، وبإحلال g في المعادلة السابقة، يمكن صياغة القيمة الحالية للمؤسسة V_0 في الفترة 0 كما يلي

$$(1). V_0 = \frac{d.e_1}{(k-g)} = \frac{d.e_1}{[k - ROE(1-d)]}$$

تربط المعادلة الأخيرة قيمة المؤسسة بسياسة توزيع أرباح السهم فيها. فإذا كان معدل العائد على حقوق الملكية ROE أكبر من k ، فإن قيمة المؤسسة تزيد بانخفاض نسبة توزيع أرباح السهم d ، (باعتبار أن $g < k$ فإنه يجب أن تكون $d > 1 - k/ROE$). أما إذا كان ROE أقل من k ، فإن قيمة المؤسسة ترتفع بارتفاع نسبة أرباح السهم. وبالتالي، فإن نسبة توزيع أرباح السهم المثلى هي 0% لما تكون $ROE < k$ ، وهي 100% لما $ROE > k$.

هذه النظرية التي تعطي نسبة توزيع أرباح السهم المثلى تتوافق بالضبط مع ما ذكره مولر (1971) Mueller، حيث قال بأنه يجب الحفاظ على نسبة توزيع أرباح السهم 0 لتعظيم قيمة المؤسسة السوقية في المراحل الأولية، وزيادة دفع أرباح السهم لتصل نسبة 100% في مرحلة النضج. فعندما يكون معدل العائد على الاستثمارات يفوق تكلفة رأس المال k ، فإنه يجب إعادة استثمار المؤسسة لجميع أرباحها في أصول جديدة، وهو ما يتوافق مع المؤسسات الصغيرة التي تكون في مرحلة التوسع. أما إذا كان معدل العائد على الاستثمارات أقل من تكلفة رأس المال، فإن سياسة توزيع الأرباح المثلى هي دفع كل الأرباح للمساهمين، وهذا ما يتوافق مع المؤسسات التي استغلت جميع الفرص الاستثمارية أو الابتكارية والتي وصلت إلى مرحلة النضج في دورة حياتها.

أجريت دراسات قليلة اختبرت مباشرة أثر دورة حياة المؤسسة على سياسة توزيع أرباح السهم. ومن بين إحدى الدراسات المهمة في هذا المجال، توجد دراسة فاما وفرانش (2001) Fama&French،⁽²⁾ حيث قاما بدراسة سلوك دفع أرباح السهم للمؤسسات الأمريكية من خلال معرفة أنماط ومحددات سياسة توزيع أرباح السهم لهذه المؤسسات خلال الفترة 1926-1999،

¹ - Baker H. Kent, **Op-cit**, 2009, pp: 203-204.

² - Eugene G Fama and Kenneth R French, "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?", *Journal of Financial Economics*, Simon School of Business, Rochester, New York, Vol. 60, No.1, 2001, pp: 3-43.

وأشارت نتائجها إلى أن دورة حياة المؤسسة تؤدي دورا مهما في اتخاذ قرار توزيع أرباح نقدية للسهم. كما وجد قريلون، ميشالي وسوامينتان (2002) Grullon, Michaely & Swaminthan⁽¹⁾ بأن المؤسسة في حالة النضج وفي ظل انخفاض المخاطر النظامية لها آثار هامة على سياسة توزيع الأرباح، وأرجعوا ذلك إلى أن التدفقات النقدية تكون عالية في حالة ما إذا كانت المؤسسة في مرحلة النضج، مع انخفاض المخاطر النظامية للمؤسسة في نفس المرحلة. كما قام الأنصاري وجمعة -El- (2012) Ansary & Gomaa⁽²⁾ بدراسة عينة مكونة من 100 مؤسسة مصرية خلال الفترة 2005-2010، ووجدوا بأن نسبة الأرباح إلى حقوق الملكية لها أثر كبير وإيجابي على نسبة توزيع أرباح السهم، واعتبرا ذلك دليلا على وجود نظرية دورة حياة المؤسسة على أرباح.

المطلب الثاني: المساهمات النظرية لسياسة توزيع أرباح السهم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

واجهت أدبيات توزيع أرباح السهم في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة محددتين رئيسيين. تقوم المحددة الأولى على محدودية فرص وصول هذه المؤسسات إلى سوق رأس المال، كما أن قرار توزيع الأموال على شكل أرباح السهم يعتبر أمرا مهما جدا بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تسعى إلى النمو. أما المحددة الثانية، فهي أن توزيعات أرباح السهم في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أكثر تعقيدا منها في المؤسسات الكبيرة. فالمقاول في المؤسسة الصغيرة والمتوسطة يهتم بعناصر كثيرة كالربحية والمخاطر، السيولة، التنوع، المرونة والمراقبة وغيرها، عكس المساهم في المؤسسة الكبيرة الذي يركز على المخاطرة والعوائد.

قام كل من شين، كون وكيم (2010) Shin, Kwon & Kim⁽³⁾، بدراسة العلاقة بين نفقات البحث والتطوير وتجانس توزيع أرباح السهم في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الكورية، وكانت نتائج الدراسة التجريبية أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المبتكرة قد حافظت على استقرار سياسة توزيع أرباحها مقارنة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير المبتكرة.

1 - Gustavo Grullon, Roni Michaely and Bhaskaran Swaminthan, "Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?", *Journal of Business*, The University of Chicago Press, Vol. 75, No.3, 2002, pp: 387-424.

2 - Osama El-Ansary and Tasneem Gomaa, "the Life Cycle Theory of Dividends: Evidence from Egypt", *International Research Journal of Finance and Economics*, No.97, 2012, pp: 72- 80.

3 - Min-Shik Shin, Joong-Saeng Kwon and Soo-Eun Kim, "R&D expenditure and dividend smoothing: Evidence from Korean small and medium sized enterprises", *Journal of Finance and Accountancy*, Academic and Business Research Institute, Florida, USA, 2010, pp: 1- 19.

وفي دراسة قام بها كل من باوا وكاور (2012) Bawa&Kaur⁽¹⁾ لعينة مكونة من 106 مؤسسة مصغرة، صغيرة ومتوسطة صناعية هندية خلال الفترة 2006-2010، وجدا بأن سلوك المؤسسات اتجاه سياسة توزيع أرباح السهم تتوافق ونموذج لنتنر، حيث تتأثر أرباح السهم في هذه المؤسسات بنسبة كبيرة بأرباح المؤسسة الحالية.

وفي دراسة تجريبية قام بها بدروني (2009) لعينة مكونة من 266 مؤسسة صغيرة ومتوسطة جزائرية من خلال بيانات 2008، وجد بأن العوامل المحددة لنسبة توزيع أرباح السهم في هذه المؤسسات هي الأرباح الكلية للمؤسسة والضرائب على أرباح المؤسسات، وقد اعتبر ذلك دلالة على تأثير نظرية دورة حياة المؤسسة. كما وجد علاقة عكسية بين نسبة المديونية في الهيكل المالي للمؤسسات ونسبة توزيع أرباح السهم، وهذا ما يتوافق مع نظرية الوكالة.

أجريت دراسة تجريبية تتضمن 38 مؤسسة صغيرة ومتوسطة لمعرفة أثر دخول البورصة على أدائها في فترة سبع سنوات 1994-1998، ثلاث سنوات قبل الدخول إلى البورصة وسنة الدخول إلى البورصة وثلاث سنوات بعدها، ومن بين أبرز النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة فيما يتعلق بسياسة توزيع أرباح السهم أن نسبة قليلة جدا من هذه المؤسسات تقوم بتوزيع أرباح السهم، كما أن هذه النسبة القليلة من المؤسسات تحافظ على سياسة ثابتة في توزيع أرباح السهم حتى ولو حققت المؤسسة نتيجة سالبة. ووجدت الدراسة أن سياسة توزيع أرباح السهم بالنسبة للمؤسسات التي تقوم بتوزيع أرباح السهم لها دلالة معنوية على أدائها بعد دخول البورصة.⁽²⁾

من ناحية أخرى، بينا لوفينز وترافيس (1987) Levins&Travis⁽³⁾ بأن سياسة توزيع الأرباح غير مناسبة تماما في دراسة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث لا تتعلق أرباح الأسهم المدفوعة في هذا النوع من المؤسسات في الحفاظ على سياسة توزيع أرباح السهم من أجل الحفاظ على قيمة الأسهم في ذروتها. بل تعتمد سياسة توزيع الأرباح على عدد من العوامل غير المادية، مثل الرغبة في تحقيق أقصى قدر من العائدات مع تجنب الازدواج الضريبي، وكذا الرغبة في تحقيق أقصى رفاهية للمقاول.

1 - Sumninder Kaur Bawa and Prabhjot Kaur, "Empirical Validity of Dividend Policy Models in the Indian Manufacturing MSMEs", *EXCEL International Journal of Multidisciplinary Management Studies*, ZENITH International Research & Academic Foundation (ZIRAF) India, Vol.2, No.1, 2012, pp: 18-39.

2 - Nazik Fadil Ater, "La mesure de la performance des PME : Un cas d'application sur la décision d'introduction en Bourse", Téléchargement au Site Officiel d'Association Internationale de Recherche en Entrepreneuriat et PME, web.hec.ca/airepme, (03/02/2013)

3 - Richard I Levin and Virginia R. Travis, "Small company financing: What the books don't say", *Harvard Business Review*, Harvard Business School, 1987, pp: 30-32.

خاتمة الفصل السابع

تستطيع المؤسسة توزيع الأرباح على شكل أرباح السهم أو إعادة شراء الأسهم، كما تقرر الجمعية العامة في تاريخ الإعلان عن أرباح السهم المبلغ الذي سوف يوزع على المساهمين، حتى وإن اختلفت الطريقة التي من خلالها يتم توزيع الأرباح على المساهمين، إلا أن هناك العديد من العوامل الأساسية التي يجب مراعاتها، أهمها المرونة في اختيار الطريقة، والهدف المبتغى من التوزيع.

من بين النماذج التي تناولت سياسة توزيع أرباح السهم نموذج لينتتر 1956، والذي توصل إلى أن المحدد الأساسي لتوزيع أرباح السهم هي الأرباح الحالية والأرباح السابقة، ونموذج الإشارة الذي يوضح أن الإعلان عن توزيع الأرباح ما هو إلا إشارة للمستثمرين حول وضعية المؤسسة.

اختلفت النظريات التي تفسر علاقة سياسة توزيع أرباح السهم بالقيمة السوقية للمؤسسة بين محايد ومؤيد، فنظرية موديقلياني وميلر 1961 أكدت على حيادية سياسة توزيع أرباح السهم على القيمة السوقية للمؤسسة، وبينت أن هذه القيمة تتأثر بمدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة. أما نظرية التفضيل الضريبي، فقد وضحت بأن سياسة التوزيع تتعلق باعتبارات ضريبية. ونظرية الوكالة التي ترى بأن تكاليف الوكالة تنخفض بزيادة توزيعات الأرباح، ذلك لأن الزيادة في توزيعات الأرباح تكون مؤشرا على أن إدارة المؤسسة لا تفرط في استخدام أموال المساهمين لإشباع المنافع غير المالية دون منفعة المساهمين.

كما تقترح نظرية تكلفة الصفقات لسياسة توزيع الأرباح على المؤسسة الاعتماد على أرباحها في تمويل استثماراتها، وتوزيع الأرباح في حالة عدم الحاجة إلى احتجاز الأرباح. أما نظرية الإشارة، فهي تنص على أن سياسة توزيع أرباح السهم تعتبر كإشارة على الوضعية المالية للمؤسسة، وأكدت هذه النتيجة عدة دراسات خلصت إلى أن التغيرات غير المتوقعة في سياسة توزيع الأرباح للمؤسسة تفسر في السوق بأن هناك تغيرا في كفاءة المؤسسة. كما تم إسقاط نظريات ونماذج سياسة توزيع أرباح السهم في عدة دراسات تجريبية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ووجدت كل دراسة نتائج تتعلق بخصائص المؤسسات التي تم إجراء الدراسة عليها.

في الفصل الموالي، ستتم دراسة محددات سياسة توزيع أرباح السهم ومحددات قرار توزيع أرباح السهم في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

الفصل الثامن: محددات توزيع الأرباح في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية

لسياسة توزيع أرباح السهم أهمية بالغة في حياة المؤسسة، حيث يعد المبلغ المتوقع لتوزيع الأرباح المتغير الرئيسي الذي من خلاله يتمكن المساهمون من تحديد قيمة السهم، إضافة لكونها مصدرا مهما للمعلومات حول الأداء الحالي والمستقبلي للمؤسسة.

وبعد معرفة مفهوم سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة، وأهم أشكال توزيع الأرباح وإجراءات التوزيع، وكذلك عرض أهم النظريات التي حاولت تفسير علاقة توزيع أرباح السهم بالقيمة السوقية للمؤسسة، وجب إجراء دراسة تجريبية ميدانية.

يتمثل الهدف من هذا الفصل، في معرفة العوامل المؤثرة على سياسة توزيع أرباح السهم وعلى قرار توزيع أرباح السهم في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، من خلال عينة تم جمعها لهذا الغرض.

وقبل البدء في الدراسة الإحصائية، يجب معرفة الإطار القانوني والضريبي لتوزيع أرباح السهم حسب القانون التجاري الجزائري. ثم عرض أهم الدراسات التجريبية التي أجريت في مجال سياسة توزيع أرباح السهم، وأهم النتائج التي توصلت إليها. ثم عرض العينة وتحديدها، وبعدها تحديد المتغيرات التابعة والمستقلة، وتحديد المتغيرات المفسرة لسياسة توزيع أرباح السهم باستعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وتحديد المتغيرات المفسرة لقرار توزيع أرباح السهم باستعمال نموذج التحليل التمييزي.

يتم دراسة محددات توزيع أرباح السهم في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في النقاط التالية:

- الإطار القانوني والضريبي لتوزيع الأرباح حسب القانون التجاري الجزائري؛
- عرض أهم الدراسات التجريبية السابقة والنتائج المتوصل إليها؛
- تحديد العينة، المتغيرات والنماذج المستعملة؛
- تطبيق النموذج الخطي المتعدد مع اختبار فرضياته، ونموذج التحليل التمييزي؛
- عرض النتائج المتوصل إليها، وتحليلها، مع تفسير النتائج وإسقاطها على مختلف النظريات.

المبحث الأول: الجانب القانوني لتوزيع الأرباح والضرائب عليها وأهم الدراسات التجريبية السابقة

قبل البدء في تحديد أهم العوامل المؤثرة على سياسة وقرار توزيع أرباح السهم في المؤسسات، يجب معرفة الجانب القانوني لتوزيع الأرباح والضرائب على الأرباح حسب القانون التجاري الجزائري. وكذلك، يجب معرفة أهم الدراسات التجريبية السابقة والنتائج المحصل عليها.

المطلب الأول: الجانب القانوني لتوزيع الأرباح والضرائب عليها حسب القانون التجاري الجزائري

في هذا المطلب، سيتم معرفة نظرة القانون التجاري الجزائري للأرباح، وتقديم المواد التي تنص على ذلك، وكذلك الضريبة على الأرباح بصفة عامة وعلى أرباح السهم بصفة خاصة.

1- الجانب القانوني لتوزيع الأرباح

وضحت المادة رقم 722 من القانون التجاري الجزائري الأرباح القابلة للتوزيع، حيث تكون الأرباح القابلة للتوزيع من الربح الصافي للسنة المالية، وبزيادة الأرباح المنقولة، ولكن بعد أن تطرح من الاقتطاع المنصوص عليه في المادة 721، والتي تنص على أنه في حالة الشركات ذات المسؤولية المحدودة والشركات ذات أسهم، فإنه يقتطع من الأرباح نصف العشر على الأقل، وتطرح منها عند الاقتضاء الخسائر السابقة، ويخصص هذا الاقتطاع لتكوين مال احتياطي يدعى احتياطي قانوني، وذلك تحت طائلة بطلان كل مداولة مخالفة. ويصبح اقتطاع هذا الجزء غير إلزامي إذا بلغ الاحتياطي عشر رأس المال.

كما تحدد الجمعية العامة بعد الموافقة على الحسابات والتحقق من وجود مبالغ قابلة للتوزيع، الحصة الممنوحة للشركات تحت شكل أرباح، وكل ربح يوزع خلافا لهذه القواعد يعتبر ربحا صوريا. وهذا حسب ما نصت عليه المادة رقم 723 من القانون التجاري الجزائري. كما أضافت نفس المادة على أنه لا تعد أرباحا صورية الدفعات المسبقة تحت الحساب من أرباح السنة المالية المقفلة أو الجارية، والتي يقرر مجلس الإدارة توزيعها قبل الموافقة على حسابات السنتين المذكورتين وهما:

- إذا كان للمؤسسة قبل التوزيع المقرر بعنوان السنة المالية السابقة احتياطات من غير الاحتياطات التي نصت عليها المادة رقم 721 وزائدا على مبلغ الدفعات.
- متى كانت الميزانية الموضوعة خلال السنة المالية أو في آخرها ومصادق عليها من طرف مندوب الحسابات، تثبت أن المؤسسة حصلت خلال السنة المالية، بعد تكوين الاهتلاكات

والمؤونات الضرورية، أرباحا صافية زائدة على مبلغ الدفعات، وذلك عند الاقتضاء، بعد طرح الخسائر السابقة والاقتطاع المنصوص عليه في المادة 311 من القانون التجاري.

إضافة إلى ذلك، فقد وضحت المادة رقم 724 كيفية دفع الأرباح المصادق عليها، حيث تحددها الجمعية العامة أو عند عدمها مجلس الإدارة أو القائمون بالإدارة حسب الأحوال. غير أن دفع الأرباح يجب أن يقع في أجل أقصاه تسعة أشهر بعد إقفال السنة المالية، ويمكن مد هذا الأجل بقرار قضائي.

كما يحظر اشتراط فائدة ثانية أو إضافية لصالح الشركاء، ويعتبر كل شرط مخالف لذلك كأن لم يكن حسب المادة رقم 725. ولا تطبق هذه الأحكام متى منحت الدولة للأسهم ضمان ربح أدنى. ولا يجوز طلب استرداد أي ربح من المساهمين أو حاملي الأسهم ما عدا حالة التوزيع الجاري، خلافا لما نصت عليه المادة رقم 724 والمادة رقم 725.

أما بالنسبة لمكافآت أعضاء مجلس الإدارة، فقد وضحت المادة رقم 727 أن دفع المكافآت لأعضاء مجلس الإدارة متوقف حسب كل حالة على دفع الأرباح للمساهمين، كما لا يسوغ أن يجاوز مبلغ المكافآت عشر الأرباح القابلة للتوزيع حسب المادة 728 بعد طرح الاحتياطات المكونة تنفيذا لمدولة الجمعية العامة، والمبالغ المرحلة من جديد.

وحسب المادة رقم 563 مكرر 3، فإن القانون الأساسي للشركة بالتوصية البسيطة، يجب أن يتضمن مبلغ أو قيمة حصص كل الشركاء، كما يجب أن يتضمن حصة كل شريك متضامن أو شريك موص في هذا المبلغ أو القيمة، إضافة إلى الحصة الإجمالية للشركاء المتضامنين وحصتهم في الأرباح، وكذا حصتهم في الفائض من التصفية.

إضافة إلى أن رد الأرباح الموزعة وغير المطابقة للأرباح المحصل عليها حقيقة، يمكن أن يطالب من الشركاء الذين قبضوها حسب المادة رقم 588، وتتقدم دعوى رد المدفوع بدون حق في أجل ثلاث سنوات، اعتبارا من يوم الشروع في توزيع حصص الأرباح.

ولا يقبل المتخلفون في التوزيع والأرباح في حالة عدم إحضار السندات في مهلة شهر، ما لم ترفع المحكمة سقوط هذه المهلة، إذ أثبتوا أنه لا يد لهم في هذا التخلف. وفي هذه الحالة، لا يمكن لهم إلا المشاركة في توزيع الحصص أو الأرباح المقبلة، وهذا طبقا للمادة رقم 281.

كما أنه يمكن رفع رأس المال بواسطة الأرباح، وذلك حسب المادة رقم 689، وفقا للمرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993، الذي ينص على أنه لا تقرر زيادة رأس المال

بإضافة القيمة الاسمية للأسهم إلا بقبول المساهمين بالإجماع، ما عدا إذا تحقق ذلك بإلحاق الاحتياط أو الأرباح أو علاوات الإصدار. هذا ويمكن للمساهم أن يطالب بدفع الأرباح غير المتقدمة كأرباح السهم بعد دفع المبالغ المستحقة بالأصل والفائدة، وذلك طبقاً للمادة 715 مكرر 49.

وفي حالة ما إذا أرادت المؤسسة إصدار أسهم، فإن إصدار الأسهم الواجب اكتتابها نقداً أو إدماج الاحتياطيات والأرباح أو منح الإصدار في رأس المال وتوزيع الاحتياطيات الخاصة بالنقد أو السندات إلى بعض الإجراءات والشروط التي تحددها السلطة المكلفة بتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، حسب المادة رقم 715 مكرر 121. وحسب المادة رقم 715 مكرر 124، فإنه يجوز طلب التحويل وفق أجل وشروط محددة في عقد الإصدار، وهذا في حالة إصدار سندات استحقاق قابلة للتحويل إلى أسهم في أي وقت، ويكون للأسهم المسلمة لأصحاب سندات الاستحقاق الحق في الأرباح المدفوعة بعنوان السنة المالية التي طلب فيها التحويل.

2- الضريبة على الأرباح وعلى أرباح السهم

تحدد المادة رقم 150 من قانون الضرائب المباشرة الضريبة على أرباح المؤسسات كما يلي:⁽¹⁾

- تساوي الضريبة 19% بالنسبة للأنشطة المنتجة لمواد البناء والأشغال العمومية، وكذا الأنشطة السياحية. ويطبق هذا المعدل كذلك على الأنشطة المختلطة في حالة ما إذا كان رقم أعمال الأنشطة المذكورة يساوي 50% من رقم الأعمال الإجمالي أو يفوقه.
- تساوي الضريبة بالنسبة للأنشطة التجارية والخدمات 25%.
- وتساوي 25% أيضاً بالنسبة للأنشطة المختلطة عندما يتجاوز رقم الأعمال المحقق في التجارة والخدمات أكثر من 50% من رقم الأعمال الإجمالي خارج الرسوم.
- تساوي الضريبة على الأرباح المعاد استثمارها 12,5%. أي أن المؤسسة يمكنها إعادة استثمار أرباحها بدل توزيعها على المساهمين، وهذا من أجل الاقتصاد الضريبي الذي يساهم في رفع قيمة المؤسسة، وبالتالي رفع ثروة الملاك.
- كما تبلغ الضريبة على المداخل الموزعة كأرباح السهم على الأشخاص الطبيعيين المقيمين 10%، أما الضريبة على المداخل الموزعة على الأشخاص غير المقيمين فهي 15%، اقتطاعاً من المصدر.

¹ - Guide fiscal des produits financière, Ministère des finances, Direction des générales impôts, 2010.

- وحسب المادة رقم 46 متممة بموجب المادة 6 من قانون المالية لسنة 2009 من قانون الضرائب المباشرة، فإنه تعتبر مداخل موزعة على وجه الخصوص كلا من:
- الأرباح أو الإيرادات التي لا تدرج في الاحتياطات أو في رأس المال.
 - المبالغ أو القيمة الموضوعة تحت تصرف الشركاء أو حاملي الأسهم أو حاملي حصص المؤسسة وغير المقطعة من الأرباح، وكذا إيرادات الأموال المستثمرة.
 - القروض أو التسبيقات الموضوعة تحت تصرف الشركاء، إما مباشرة وإما بواسطة شخص أو مؤسسة.
 - المكافآت والامتيازات والتوزيعات غير المعلن عنها.
 - المكافآت المدفوعة للشركاء أو المدراء غير المعوضة، أو لأداء خدمة، أو التي يعد مبلغها مبالغاً فيه.
 - أتعاب مجلس إدارة المؤسسة والنسب المئوية من الربح الممنوح لمدراء المؤسسات كمكافأة عن وظيفتهم.
 - النتائج في طور التخصيص للمؤسسات، والتي لم تكن خلال فترة مدتها ثلاث سنوات محل تخصيص إلى رأسمال المؤسسة.
 - الأرباح المحولة إلى مؤسسة أجنبية غير مقيمة من قبل مؤسساتها الفرعية المقيمة في الجزائر، أو كل منشأة مهنية أخرى بالمفهوم الجبائي.

وحسب المادة رقم 47 من قانون الضرائب المباشرة، فإنه لا تعتبر مداخل موزعة تلك المبالغ التي تكتسي بالنسبة للشركاء أو حاملي الأسهم طابعا تسديدا لمساهماتهم أو لعلاوات الإصدار. غير أن التوزيع لا يكتسي هذا الطابع إلا إذا سبق توزيع كل الأرباح والاحتياطات ما عدا الاحتياطات القانوني. ولتطبيق هذا الحكم، لا تعتبر مساهمات كل من الاحتياطات المدرجة في رأس المال، أو المبالغ المدرجة في رأس المال أو الاحتياطات في حالة اندماج مؤسستين. كما لا تعتبر مداخل كل المبالغ الموزعة نتيجة تصفية مؤسسة عندما تمثل تسديدا للمساهمات أو تتم على مبالغ أو قيم فرضت عليها ضريبة الدخل خلال مدة حياة المؤسسة.

أما بالنسبة للضريبة على ربح القيمة، والتي تمثل الفرق بين سعر شراء السهم وسعر بيعه، بعد طرح جميع المصاريف المتعلقة ببيعه، فإن الشخص المعنوي المقيم يتحمل على 70% من حصته التي باعها ضريبة على أرباح المؤسسات إذا كان عمر الحصص التي تنازل عليها أقل من 3 سنوات. أما إذا كان عمرها أكثر من ثلاث سنوات، فإن النسبة التي تخضع إلى الضريبة تنخفض إلى 35%.

وإذا كان الشخص طبيعياً، فإنه سوف يخضع إلى معدل ضريبة يساوي 15%، في حين يتم إعفاؤه من الضريبة في حالة ما إذا أعاد استثمار المبلغ عن طريق شراء أو الاكتتاب في أسهم مؤسسة أخرى. أما الأشخاص غير المقيمين، فإنه تفرض عليهم ضريبة على الدخل الإجمالي بمعدل 20%، في حين يتم إعفاء 50% من المبلغ في حالة إعادة استثماره. كما تعفى من الضريبة على أرباح المؤسسات المداخيل التي خضعت للضريبة على أرباح المؤسسات، أو المداخيل التي لا تخضع أصلاً لهذه الضريبة، حيث تم إعفاء نواتج الأسهم من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح المؤسسات ابتداء من جانفي 2008 ولمدة خمس سنوات بالنسبة للمؤسسات المدرجة في البورصة.

المطلب الثاني: الدراسات التجريبية لمحددات توزيع أرباح السهم

ظهرت عدة دراسات تجريبية لمعرفة أهم العوامل المحددة لسياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات. سيتم عرض أهم هذه الدراسات والنتائج التي توصلت إليها.

1- وقائع عملية لسياسة توزيع الأرباح في الدول

توجد عدة ملاحظات تجريبية ووقائع عملية متعلقة بسياسة توزيع الأرباح في الولايات المتحدة الأمريكية، يمكن تلخيصها فيما يلي:⁽¹⁾

- توزع المؤسسات الكبيرة نسبة كبيرة من أرباحها على شكل أرباح السهم وإعادة شراء الأسهم.
- كانت تعطى الأهمية قبل سنة 1980 لتوزيع أرباح السهم. أما بعد ذلك، فقد أصبحت تفضل المؤسسات إعادة شراء الأسهم بدلا من توزيع أرباح السهم.
- نسبة توزيع أرباح السهم انخفضت بشكل مستمر في نصف مؤسسات البورصات الأمريكية منذ بداية 1980، فقد توجهت هذه المؤسسات إلى إعادة شراء الأسهم.
- يحصل الأفراد الذين يخضعون لنسب ضريبية مرتفعة على مبالغ كبيرة من أرباح السهم، حيث إنهم يدفعون قيمة كبيرة من هذه الأرباح على شكل ضرائب.
- تحدد المؤسسات توزيعات أرباح السهم تبعا لأرباحها لكن بدرجة من التأخر.
- إعادة شراء الأسهم أكثر تقلبا من توزيع أرباح السهم. لذا، فإن المؤسسات في العادة لا تغير سياسة توزيع أرباح السهم خاصة إذا تعلق الأمر بتخفيض نسبتها.
- لإعادة شراء الأسهم والزيادة في توزيع أرباح السهم أثر إيجابي على السوق المالية، عكس انخفاض أرباح السهم التي لها أثر سلبي.

¹ - Allen F and Michaely R, **Payout Policy, Handbook of the Economics of Finance**, Elsevier, North Holland, Volume 1, 2003, p:342.

أما بالنسبة لحصص الأرباح الموزعة، فهي تتغير بصورة كبيرة في الأسواق المالية المختلفة في جميع أنحاء العالم، فقد يبلغ متوسط حصص أرباح السهم في الولايات المتحدة الأمريكية نسبة 1,6% في عينة من المؤسسات من مؤشر داو جونز الصناعي *Dow Jones Industrial* في سنة 1999، ونسبة 1,2% في عينة أوسع من المؤسسات في مؤشر ستاندار أند بور *S&P500*، وبلغت نسبة 0,3% لأسهم مؤشر نازداك *Nasdaq*. وفي خارج الولايات المتحدة الأمريكية، فقد وصل متوسط حصص الأرباح في مؤشر نيكاي *Nikei* الياباني 0,7%، وقارب 5,75% في نيوزيلندا، ونسبة 0,7% في تايوان، واختلفت النسبة عنهما في أستراليا، حيث بلغت نسبة أرباح السهم 3,1%، أما في بريطانيا وهونغ كونغ فقد وصلت النسبة 2,4%، و 2,1% في فرنسا وألمانيا، و 2% في بلجيكا سنة 1999.(1)

كما أكدت دراسة تجريبية لسياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات التونسية لعينة تتكون من 48 مؤسسة مدرجة في البورصة التونسية خلال الفترة الممتدة بين 1996 إلى 2002، على أن المسيرين يحددون سياسة توزيع أرباح السهم تبعا للأرباح الحالية وليس للأرباح السابقة، كما أن سياسة توزيع أرباح السهم غير مستقرة في المؤسسات التونسية. فهي تتغير من فترة إلى أخرى وبفارق كبير، وهذا نتيجة للتغير الحاصل في أرباح نفس السنة.(2)

2- نتائج الدراسات التجريبية حول سياسة توزيع أرباح السهم

ظهرت عدة دراسات تجريبية قامت بتفسير سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات. سيتم عرض أهم هذه الدراسات مع النتائج التي وصلت إليها.

2-1- دراسة موكرجي 1992

قام موكرجي (1992) *Mookerjee* بدراسة تجريبية لعينة من المؤسسات الهندية خلال الفترة الزمنية 1950 إلى 1981، وذلك بهدف تطبيق نموذج لينتتر وتعديله لينسجم مع حالة الدول في طور النمو مع التركيز على الهند، حيث حاول موكرجي تقدير النموذج الخطي الموالي:(3)

$$\Delta(\text{dividend}) = \alpha_0 + \alpha_1(PAT) + \alpha_2(LPAT) + \alpha_3(LD) + \alpha_4(LEF)$$

تمثل $\Delta(\text{dividend})$ الفرق في نسبة توزيع أرباح السهم، وتمثل PAT الأرباح بعد الضرائب، أما $LPAT$ فهي تمثل الأرباح المحتجزة بعد الضرائب، وتمثل LD توزيعات أرباح السهم المتركمة، وتمثل LEF التمويل الخارجي المتراكم. أما α_i فهي عوامل.

1- سرور علي إبراهيم سرور، مرجع سابق، 2009، ص: 886.

2- عيسى يدروني، مرجع سابق، 2010، ص: 886.

3 - Mookerjee R, "An empirical investigation of corporate dividend pay-out behavior in an emerging market", *Applied Financial Economics*, Taylors & Francis Group, New York, No.2, 1992, pp: 243-246.

بعد تقدير النموذج، تحصل موكرجي على النموذج الموالي:

$$\Delta(\text{dividend}) = -0,99 + 0,32.(PAT) - 0,09.(LPAT) - 0,72.(LD) + 0,36.(LEF)$$

يوضح النموذج، الأثر الطردي للأرباح بعد الضرائب والتمويل الخارجي المتراكم على التغيير في توزيعات أرباح السهم، والأثر السلبي للأرباح المحتجزة بعد الضرائب وتوزيعات أرباح السهم المتراكمة على التغيير في توزيعات أرباح السهم.

خلص موكرجي إلى أن نموذج لينتنر صالح لتفسير سلوك المؤسسات اتجاه توزيع أرباح السهم في المؤسسات الهندية، وذلك لتفسير المتغيرات للنموذج الكلي. أما عن القيمة الثابتة، فقد كانت في النموذج بإشارة سلبية، أي وجود تأثير سلبي على توزيع أرباح السهم، وهذا ما يدل حسب موكرجي إلى أن أثر الضرائب على أرباح السهم لا يشجع المؤسسات الهندية على توزيع أرباح السهم.

2-2- دراسة أقرال وجيارامان 1994

هدفت دراسة أقرال وجيارامان (1994) Agrawal&Jayaraman إلى التحقق من درجة الإحلال بين كل من أرباح السهم، الرافعة المالية والسيطرة على تكاليف الوكالة، وذلك من خلال عينة مكونة من 71 مؤسسة أمريكية صناعية سنة 1981، حيث خلصت هذه الدراسة إلى تحديد النموذج الموالي: (1)

$$PR = 0,501 - 0,300.L - 0,004.IH + 0,03.(IH.L) - 0,301.FCF - 0,072.G$$

تمثل PR نسبة توزيع الأرباح، أما L فهي الرافعة المالية، وتمثل IH السيطرة والتحكم، أما FCF فهي التدفقات النقدية الحرة، وتمثل G النمو.

استنتج أقرال وجيارامان في دراستهما على اعتبار أرباح السهم والديون كبديل لآلية التحكم من أجل السيطرة على تكاليف الوكالة، كما أن توزيع أرباح السهم والتسيير لهما دور كبير في تخفيض تكاليف الوكالة في جميع الأسهم.

2-3- دراسة لي 1996

اهتمت دراسة لي (1996) Lee باختبار فرضية أن التغيير في توزيع أرباح السهم ناتج بسبب التغييرات في الأرباح الدائمة، كما أراد تبيان بأن أداء نموذج لنتنر يكون في ظل وجود مستوى من توزيع أرباح السهم المستهدفة بدلالة الأرباح الدائمة بدلا من الأرباح الحالية، حيث قامت هذه الدراسة

¹ - Agrawal A and Jayaraman N, "The dividend policies of all-equity firms: A direct test of the free cash flow theory", *Managerial and decision Economics*, John Wiley & Sons, Ltd, Vol.15, No.2, 1994, pp:139-148.

على عينة من المؤسسات الأمريكية التي تدخل في تركيب مؤشر ستاندار أند بور S&P في الفترة الزمنية الممتدة بين 1971 إلى 1992.⁽¹⁾

قامت دراسة لي على اختبار التكامل المشترك بين مختلف التعاريف للأرباح وأرباح السهم، وبناء شعاع يمثل التغير في توزيع أرباح السهم مع التفريق بين توزيع أرباح السهم والأرباح. ثم اختبار ما إذا كانت أرباح السهم تتأثر بالأرباح الدائمة، الأرباح الحالية أو المكاسب الحالية العابرة. وهذا باختبار النموذجين المواليين:

$$M_1 \rightarrow \Delta(\text{dividend}) = \alpha(\Delta PE)$$

$$M_2 \rightarrow \Delta(\text{dividend}) = A(TD - LD)$$

يهدف النموذج الأول M_1 لدراسة أثر الأرباح الدائمة، أما النموذج الثاني M_2 فهو يهدف إلى دراسة نموذج التعديل الجزئي، وتمثل ΔPE التغير في الأرباح الدائمة، أما A فهي معامل سرعة التعديل، وتمثل TD نسبة أرباح السهم المستهدفة وتمثل LD أرباح السهم السابقة.

توصل لي من خلال دراسته إلى أن علاقة توزيع أرباح السهم والأرباح هي علاقة غير مستقرة رغم أن لها دلالة. وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن التغير في توزيع أرباح السهم يتأثر بالأرباح الدائمة وليس بالمكاسب الحالية العابرة.

4-2- دراسة لسفر 1996

هدفت دراسة لسفر (1996) Lasfer إلى اختبار حساسية الضرائب سواء على المؤسسات أو على الأشخاص على قرارات توزيع أرباح السهم. وذلك من خلال عينة تكونت من 108 مؤسسة غير مالية في المملكة المتحدة البريطانية في الفترة بين 1973 و1983، من خلال إجراء نموذج الانحدار الخطي المتعدد بواسطة طريقة المربعات الصغرى.

وقد خلصت دراسة لسفر إلى وجود تأثير كبير لكل من الضرائب على المؤسسات والضرائب على الأشخاص على سياسة توزيع أرباح السهم في مؤسسات العينة، وهذا ما يتوافق مع فرضية أثر الضريبة سواء على المؤسسة أو الضرائب الشخصية على سياسة توزيع الأرباح.⁽²⁾

¹ - Manos Ronny, **Capital structure and dividend policy: Evidence from emerging markets**, Thesis of doctoral, Department of accounting and finance, the business school, University of Birmingham, 2001, p: 116.

² - Lasfer M A, "Taxes and dividends: the UK evidence", *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, Amsterdam, Vol.20, No.3, 1996, pp: 455-472.

5-2- دراسة لوكس وآخرون 1998

قام لوكس وآخرون (1998) Laux et al بدراسة رد فعل سعر السهم اتجاه الإعلانات عن توزيع الأرباح في المؤسسة أو المؤسسات المنافسة، وكذا تقييم اتجاه رد الفعل لتحديد ما إذا كانت هناك آثار مهيمنة لإعلانات المؤسسات المنافسة أو العكس. وذلك من خلال عينة مكونة من 1243 إعلان عن توزيع أرباح السهم صادر من طرف 217 مؤسسة خلال الفترة 1969 إلى 1988. (1)

ولدراسة هذه الآثار، قام لوكس وآخرون بتحديد يوم الإعلان واليوم الذي يسبقه، وقياس العوائد الشاذة باستعمال نموذج السوق الذي يقدر الحدث الأخير، ثم مقارنة متوسط العائد التراكمي للإعلانات على زيادة أو انخفاض أرباح السهم، ومقارنة العوائد غير الطبيعية من المؤسسات المنافسة التي أعلنت عن التغيير في توزيعات أرباح. وأخيراً، تجزئة عينات من المؤسسات المنافسة وفقاً لقوى السوق النسبية وفرص النمو النسبي، ومقارنة ردود الفعل في العينات الفرعية.

وقد خلصت الدراسة التجريبية للوكس وآخرون إلى أن التغيير في توزيع أرباح السهم يعتبر إشارة على ردة الفعل التي حدثت في سعر ارتفاع وانخفاض السهم الكبيرة. كما أن زيادة أرباح السهم هي عبارة عن إشارة جيدة لإعلانات المؤسسة، عكس انخفاض أرباح السهم. إضافة إلى أن الإعلان عن تخفيض الأرباح من طرف المسيرين يلقى رد فعل أقوى مقارنة بالإعلان عن رفع توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي. حيث تشير الإعلانات عن توزيع أرباح السهم إلى وضعية المؤسسة التنافسية الجيدة مقارنة بالإعلان عن تخفيض نسبة توزيع أرباح السهم.

6-2- دراسة أرشد وريان 2007

قدم كل من أرشد فؤاد التميمي وريان يوسف نعموم دراسة تجريبية لتحليل مستوى إدراك المستثمرين لمحتوى الإعلان عن الأرباح، وكان هدف الدراسة وصف طبيعة وأهمية المحتوى المعلوماتي للأرباح في تفسير واقع الأحداث الحالية للتنبؤ بالمستقبل، وتوضيح قدرة المستثمر على قراءة الإشارات الضمنية التي تعبر عنها المعلومات المفصح عنها بتقارير الأرباح، إضافة إلى توضيح نوعية وطبيعة المحتوى المعلوماتي للأرباح، واستخلاص مدى تطابق النظرية مع الواقع. (2)

تمثل مجتمع البحث في المستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية، حيث تم سحب عينة عشوائية مؤلفة من 100 مشاهدة، ثم التحليل بواسطة اختبار فرضية مستوى إدراك المستثمرين

¹ - Laux P, Straks L T and Yoon P S, "The relative importance of competition and contagion in intra-industry information transfers: An investigation of dividend announcements", *Financial Management*, Financial Management Association International, University of South Florida, Vol.27, No.3, 1998, pp:5-16.

² - أرشد فؤاد مجيد التميمي وريان يوسف نعموم، *تحليل مستوى إدراك المستثمرين لمحتوى الإعلان عن الأرباح، دراسة ميدانية في بورصة عمان للأوراق المالية*، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء الخاصة، عمان، 2007، ص: 24-1.

بالاعتماد على المتوسطات والانحراف المعياري واختبار ستودنت كذلك لإيجاد الفروق الإحصائية بين المستثمرين الأفراد والمؤسسات.

خلصت الدراسة إلى وجود مستوى إدراك ظاهري مرتفع لدى المستثمرين، كما أظهرت عدم وجود اختلاف جوهري بين إدراك الأفراد والمؤسسات للإعلان عن الأرباح. غير أنه يوجد فرق في المجال المتعلق بتمائل المعلومات في الإعلان عن الأرباح. ويرجع هذا إلى أن للمؤسسات الاستثمارية قدرة تحليلية أفضل لقراءة محتوى الإعلان مقارنة بالأفراد.

2-7- دراسة هاشم حسن 2008

جاءت دراسة هاشم حسن (2008) لمعرفة أهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة، ولدراسة وتوضيح كيفية اتخاذ القرار المتعلق بتوزيع الأرباح أو احتجازها، ودراسة العوامل المؤثرة فيها، وذلك من خلال عينة تتكون من 15 شركة مساهمة مدرجة بسوق العراق للأوراق المالية التي تم اختيارها عشوائياً.

توصل الباحث في دراسته إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الاستدانة في المؤسسات ونسب توزيع أرباح السهم، كما توجد دلالة إحصائية لتأثير عامل السيولة على توزيع الأرباح، إضافة إلى وجود علاقة عكسية بين حاجة المؤسسات لإجراء التوسعات والاستثمارات ونسبة توزيع الأرباح. هذا ويعتبر أغلب المساهمين أن توزيع الأرباح بشكل دوري هو مصدر دخل لهم.⁽¹⁾

المبحث الثاني: محددات توزيع أرباح السهم وقرار التوزيع

يستعمل نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمعرفة محددات توزيع أرباح السهم، ويستعمل نموذج التحليل التمييزي لمعرفة محددات قرار توزيع أرباح السهم في المؤسسات، ولكن قبل ذلك، يجب تقديم عينة الدراسة وأهم خصائصها، وتحديد المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة المتوفرة في العينة.

المطلب الأول: تحديد المتغيرات وتقديم عينة الدراسة ووصفها الإحصائي

تتمثل عينة الدراسة في مجموعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تم استعمالها في الفصل السادس من الباب الثالث، والتي حققت أرباحاً للسنة المالية 2011. وقبل البدء في تحديد نموذج الانحدار الخطي لتحديد العوامل المفسرة لسياسة توزيع أرباح السهم، والعوامل المحددة

¹ - هاشم حسن حسين، "العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، جامعة الموصل، العدد 17، 2008، ص ص: 209-230.

لتوزيع أرباح السهم بدلا من احتجازها، فإنه يجب معرفة المتغيرات التابعة والمستقلة، ثم معرفة أهم خصائص العينة محل الدراسة.

1- تحديد المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة

باعتبار أن الدراسة تتمحور حول محددات توزيع أرباح السهم في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإن المتغير التابع هو نسبة الأرباح الموزعة، والمتغيرات المستقلة هي المعلومات التي تتوفر في العينة.

1-1 المتغيرات التابعة

تعتبر نسبة توزيع أرباح السهم المتغير التابع، حيث يرمز له بالرمز TDD ، ويعرف كما يلي:

$$TDD = \frac{Dividend}{Résultat Net}$$

تمثل $Dividend$ المبلغ الكلي للأرباح الموزعة على المساهمين أو الشركاء، ويتم إيجاد هذا المبلغ من خلال محضر الجمعية العامة المرافق للميزانية المالية وجدول حسابات النتائج للسنة المالية 2011، أما $Résultat Net$ فهي النتيجة الصافية للسنة المالية 2011، وهي المتغيرة التي أدرجها بييري وآخرون (Perry et al(1995)⁽¹⁾ في دراستهم حول العلاقة بين نظرية الوكالة وسياسة توزيع أرباح السهم.

وباعتبار وجود عدة مؤسسات في العينة لم تقم بتوزيع الأرباح على الشركاء، بل قامت باحتجاز الأرباح، رفع رأسمال المؤسسة و/أو رفع الاحتياطي القانوني أو الاختياري، فإنه يتم تحديد أهم المتغيرات التي أثرت على سلوك المؤسسة بتوزيع أو عدم توزيع الأرباح على المساهمين. وبالتالي، فإن المتغير التابع الآخر سيكون متغيرا ثنائي البعد Div الذي يأخذ القيمة 1 إذا قامت المؤسسة بتوزيع أرباح على المساهمين في سنة 2011، والقيمة 0 في حالة لم تقم المؤسسة بتوزيع الأرباح على المساهمين، ويعطى كما يلي:

$$Div = \begin{cases} 1 & \text{si Distribution Dividend} \\ 0 & \text{si non} \end{cases}$$

2-1 المتغيرات المستقلة

تتمثل المتغيرات المستقلة في كل من المردودية، الضمانات، الحجم، النمو، مستوى الاستدانة الكلية في المؤسسة، الشكل القانوني والديون الطويلة ومتوسطة الأجل. وتعرف كما يلي:

¹ - Perry L G ,Moh'd, M A and Rimbey J N, "An investigation of the dynamic relationship between agency theory and dividend policy", The Financial Review, Wiley Online Library, Vol.30, No.2, 1995, pp:367-385.

- تمثل المرودية RE الأرباح الصافية الحالية (سنة 2011) على مجموع الميزانية لسنة 2011،

$$RE = \frac{Résultat\ Net_{2011}}{Total\ Bilan_{2011}}$$

- الأرباح السابقة RE_{-1} ، والتي تتمثل في المرودية لسنة 2010، أي الأرباح الصافية لسنة 2010

$$RE_{-1} = \frac{Résultat\ Net_{2010}}{Total\ Bilan_{2010}}$$

- تتمثل الضمانات GAR في مجموع الأصول الملموسة والمخزونات على مجموع الميزانية،

$$GAR = \frac{Actif\ Tangibles + Stocks}{Total\ Bilan}$$

- أما الحجم TA ، فهو اللوغاريتم النيبييري لرقم الأعمال، $TA = \ln(Chiffre\ d'Affaires)$

- ويمثل النمو CR نسبة التغير في لوغاريتم رقم الأعمال بين سنتي 2011 و 2010،

$$CR = \frac{\ln(CA_{2011}) - \ln(CA_{2010})}{\ln(CA_{2010})}$$

- يعبر مستوى الاستدانة TD عن نسبة الاستدانة الكلية في المؤسسة في الهيكلية المالية لها،

$$TD = \frac{Total\ Dettes}{Total\ Billan}$$

- يعبر الشكل القانوني على أربع متغيرات ثنائية البعد، فإذا كانت المتغيرة هي $SARL$ فإنها تأخذ

القيمة 1 إذا كانت الشركة ذات مسؤولية محدودة وتأخذ القيمة 0 في حالة العكس، وكذلك الأمر

$$SARL = \begin{cases} 1 & \text{si } SARL \\ 0 & \text{si non} \end{cases} \text{ مع المتغيرات } EURL, SPA \text{ و } SNC$$

- أما متغيرة الديون الطويلة ومتوسطة الأجل $DLMT$ ، فهي أيضا عبارة عن متغيرة ثنائية البعد،

تأخذ القيمة 1 إذا كان للمؤسسة استدانة طويلة ومتوسطة الأجل والقيمة 0 في حالة العكس.

2- خصائص العينة

من خلال الفصل السادس من الباب الثالث في هذا البحث والمتعلق بدراسة محددات الهيكلية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، تم الحصول على عينة تتكون من 920 مؤسسة صغيرة ومتوسطة. إلا أن دراسة محددات توزيع الأرباح يجب أن تقتصر على المؤسسات التي حققت نتائج إيجابية في السنة محل الدراسة، أي 2011. وبالتالي، فإن كل مؤسسة حققت نتائج سلبية تحذف من عينة الدراسة، حيث بلغ عدد المؤسسات التي حققت نتائج سلبية 154 مؤسسة. ومنه، فإن عينة الدراسة في هذا الفصل هي 766 مؤسسة صغيرة ومتوسطة.

يوضح الجدول رقم (1-4) وصف المتغيرات الإحصائية للعينة. حيث يعطي أدنى وأعلى قيمة لكل متغيرة، وكذا المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لها.

الجدول رقم (1-4): الوصف الإحصائي للعينة

الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	أعلى قيمة	أدنى قيمة	العدد	المتغيرة
0,286	0,620	1,269	0	766	TD
0,270	0,378	1	0	766	GAR
0,153	0,122	1,670	0,000	766	RE
1,784	17,021	22,971	8,132	766	TA
0,061	0,018	0,570	-0,484	766	CR
0,437	0,257	1	0	766	DLMT
0,401	0,201	1	0	766	Div
0,495	0,576	1	0	766	SARL
0,463	0,309	1	0	766	EURL
0,203	0,043	1	0	766	SPA
0,258	0,072	1	0	766	SNC
0,179	0,093	0,940	0	766	RE-1

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج 'SPSS'.

حسب الجدول أعلاه، فإن نسبة الاستدانة الكلية في العينة يساوي 62% بانحراف معياري 0,28، أما متوسط الضمانات فهو يساوي 37,8% بانحراف معياري 0,27، وبلغت نسبة المردودية 12,2% بانحراف معياري 0,153، أما متوسط الحجم فبلغ 17,02 بانحراف معياري 1,78. أما نسبة النمو في العينة، فقد بلغت 0,018% بانحراف معياري 0,061.

وبالنسبة للمتغيرات ثنائية البعد، فإن 25,7% من المؤسسات لها استدانة طويلة ومتوسطة الأجل في هيكلتها المالية، و20,1% من المؤسسات قامت بتوزيع أرباح على المساهمين أو الشركاء، كما أن 57,6% من المؤسسات عبارة عن شركات ذات مسؤولية محدودة، و30,9% عبارة عن مؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة، و4,3% هي شركات ذات أسهم، و7,2% شركات تضامن.

يوضح الجدول رقم (2-4) نسب توزيع أرباح السهم على شكل فئات، مدى كل فئة 0,2.

الجدول رقم (2-4): توزيع المؤسسات حسب نسب توزيع أرباح السهم

النسبة %	عدد المؤسسات	نسب توزيع أرباح السهم
79,90	612	0
01,57	12	]0; 0,2]
01,31	10	]0,2; 0,4]
01,57	12	]0,4; 0,6]
02,87	22	]0,6; 0,8]
12,79	98	]0,8; 1]
100	766	المجموع

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

حسب الجدول رقم (2-4)، فإن عدد المؤسسات التي لم تقم بتوزيع أرباح على المساهمين أو الشركاء بلغ 612 مؤسسة، بنسبة 79,90% من إجمالي عدد المؤسسات، وهي نسبة كبيرة جداً، وهذا ما يمكن أن يفسر بأن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية لا تعتبر توزيع الأرباح على الشركاء كعامل أساسي في مكافأة المساهمين والشركاء، وكذلك إلى خصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، كما أن معظم المؤسسات قامت بتوزيع أرباح السهم بنسبة تفوق 60%، حيث فاقت نسبة توزيع الأرباح 80% في 120 مؤسسة من أصل 154 مؤسسة قامت بتوزيع أرباح السهم.

يوضح الجدول رقم (3-4) علاقة نسبة توزيع أرباح السهم بالشكل القانوني، عن طريق التوزيع المشترك.

الجدول رقم (3-4): علاقة نسبة توزيع أرباح السهم بالشكل القانوني

المجموع	SNC	SPA	EURL	SARL	الشكل القانوني نسب توزيع أرباح السهم
612	43	7	213	349	0
12	0	5	2	5	]0; 0,2]
10	0	5	2	3	]0,2; 0,4]
12	0	3	1	8	]0,4; 0,6]
22	0	1	5	16	]0,6; 0,8]
98	12	12	14	60	]0,8; 1]
766	55	33	237	441	المجموع

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

حسب الجدول رقم (3-4)، فإن النسبة الكبيرة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا تقوم بتوزيع أرباح السهم، وإذا ما قامت بتوزيع الأرباح، فإن نسب هذه التوزيعات تفوق 60% من إجمالي الأرباح الصافية. ويختلف الأمر بالنسبة للشركات ذات أسهم، حيث إن نسب المؤسسات التي قامت بتوزيع أرباح السهم يفوق نسبة المؤسسات التي لم توزع أرباح السهم.

ويوضح الجدول رقم (4-4) رقم أعمال مؤسسات العينة.

الجدول رقم (4-4): توزيع المؤسسات حسب رقم الأعمال

النسبة %	العدد	رقم الأعمال (مليون دينار جزائري)
30,03	230	≤ 10
14,75	113	]10 ;20]
10,18	78	]20 ;30]
8,57	67	]30 ;40]
3,52	27	]40 ;50]
11,88	91	]50 ;100]
9,01	69	]100 ;200]
11,88	91	>200
100	766	المجموع

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

حسب الجدول أعلاه، فإن 30% من مؤسسات العينة التي توافق 230 مؤسسة رقم أعمالها أقل من 10 ملايين دينار جزائري، أي أن 30% من المؤسسات التي حققت أرباحا لها رقم أعمال أقل من 10 ملايين دينار جزائري. فإذا تم الأخذ بعين الاعتبار تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والاقتصار على رقم الأعمال، فإن 230 مؤسسة بنسبة 30% من مؤسسات العينة هي مؤسسات صغيرة جدا (مصغرة)، و445 مؤسسة بنسبة 58,1% من إجمالي العينة لها رقم أعمال محصور بين 10 ملايين و200 مليون دينار جزائري، وهي مؤسسات صغيرة، أما 81 مؤسسة بنسبة 11,88% من المؤسسات التي لها رقم أعمال يفوق 200 مليون دينار جزائري فهي مؤسسات متوسطة.

المطلب الثاني: تحديد المتغيرات المفسرة لنسب توزيعات أرباح السهم

يتم تحديد المتغيرات المفسرة لنسب توزيعات أرباح السهم بالنسبة للمؤسسات التي قامت بتوزيع جزء أو كل أرباحها للمساهمين باستعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد.

1- تحديد نموذج الانحدار الخطي لنسب توزيع أرباح السهم

لتحديد المتغيرات المستقلة المفسرة لنسب أرباح السهم الموزعة، يتم استعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وباستعمال طريقة المربعات الصغرى، حيث يتمثل النموذج المراد تفسيره فيما يلي:

$$TDD = \beta_0 + \beta_1.RE + \beta_2.GAR + \beta_3.CR + \beta_4.TD + \beta_5.TA + \beta_6.RE_{-1} + \beta_7.DLMT + \beta_8.SARL + \beta_9.EURL + \beta_{10}.SPA + \beta_{11}.SNC$$

تمثل $\beta_i / i \in \{0,1,\dots,11\}$ عوامل.

يوضح الجدول رقم (4-5) جودة نموذج الانحدار الخطي المتعدد، حيث يوضح إحصائية فيشر ومستوى الدلالة. وحسب الجدول أدناه، فإن مستوى الدلالة 1%، وهذا ما يعني رفض الفرضية الأولية $H_0: \beta_0 = \beta_1 = \dots = \beta_{10} = 0$ ، وقبول الفرضية البديلة H_1 . وبالتالي، فإن النموذج مقبول بصفة عامة.

الجدول رقم (4-5): تحليل التباين أنوفا ANOVA لنموذج الانحدار الخطي المتعدد

مستوى الدلالة	إحصائية فيشر	متوسط الانحرافات	درجة الحرية	مجموع المربعات	
0,000	14,151	1,030	3	1,998	الانحدار
		0,073	150	10,097	البواقي
			153	12,095	المجموع

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

يوضح الجدول رقم (4-6) المتغيرات المستقلة التي تفسر مستوى نسب توزيع أرباح السهم في هذه المؤسسات، مع إحصائية ستيودنت ومستوى الدلالة لكل متغيرة.

الجدول رقم (4-6): المتغيرات المفسرة لنسب توزيع أرباح السهم

المتغيرة	المعامل	الانحراف المعياري	إحصائية ستيودنت	مستوى الدلالة
الثابت	0,643	0,063	10,231	0,000
SPA	-0,180	0,058	-3,112	0,002
RE-1	0,272	0,104	3,593	0,000
TD	0,215	0,088	2,435	0,016

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

حسب الجدول رقم (4-6)، فإن كل من SPA، RE-1 و TD هي المتغيرات المفسرة في النموذج، حيث مستوى دلالة كل من SPA و RE-1 هي 1%، بينما مستوى دلالة TD هي 5%.

ومنه، فإن نموذج الانحدار الخطي المتعدد يصاغ كما يلي:

$$\hat{TD} = 0,643 - 0,180.SPA + 0,272.RE_{-1} + 0,215.TD$$

$$SD \quad 0,063 \quad 0,058 \quad 0,104 \quad 0,088$$

وحسب النموذج، فإن نسبة توزيع أرباح السهم تتأثر بشكل عكسي مع الشركات ذات أسهم، وبشكل طردي مع كل من أرباح السنة السابقة، ومستوى الاستدانة الكلية.

2- اختبار فرضيات النموذج

تتمثل فرضيات النموذج التي سيتم اختبارها في كل من الارتباط الذاتي، اختلاف التباين والتوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية.

1-2- الارتباط الذاتي

يتم الكشف عن الارتباط الذاتي بواسطة عدة اختبارات، يتم استعمال اختبار التتابع أو اختبار والد وولفويتز *Wald-Wolfowitz*. ولإجراء هذا الاختبار يجب إيجاد الأخطاء العشوائية والتي

$$\xi_i = TDD_i - \hat{TDD}_i / \quad i = \{1,2,\dots,154\}$$

يبين الجدول رقم (7-4) نتائج الإحصائيات التي يقوم عليها اختبار التتابع.

الجدول رقم (7-4): نتائج اختبار التتابع

z	σ_r	μ_r	r	n_-	n_+
0,81	5,88	74,24	79	60	94

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج *Excel*.

باعتبار أن $\alpha = 5\%$ ، فإن $u_{1-\frac{\alpha}{2}} = u_{0,975} = 1,96$. ومنه، فإن قاعدة الاختيار تكون كما يلي:

$$d(z) : \begin{cases} a_0 : z \leq 1,96 \\ a_1 : z > 1,96 \end{cases}$$

وكما هو ملاحظ، فإن $|z| = 0,81 < 1,96$ أي a_0 ومنه قبول الفرضية الأولية H_0 ، أي أن

$$E(\xi_i, \xi_j) = 0 / i \neq j$$

2-2- اختلاف التباين

باستعمال اختبار جارك بيررا، يمكن الكشف عما إذا كان هناك اختلاف في التباين العكس. وذلك بتقدير نموذج الانحدار الخطي الموالي:

$$\xi_i^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \hat{y} + \alpha_2 \hat{y}^2 + Error$$

يوضح الجدول رقم (8-4) نموذج تحليل التباين للانحدار الخطي، والذي يوضح أن مستوى الدلالة أكبر من 5%، وبالتالي رفض الفرضية البديلة $H_1 : \exists_i / i \in \{0,1,2\}, \alpha_i \neq 0$ وقبول الفرضية الأولية (فرضية العدم) $H_0 : \alpha_0 = \alpha_1 = \alpha_2 = 0$.

الجدول رقم (8-4): تحليل التباين لنموذج وايت *White*

مستوى الدلالة	إحصائية فيشر	متوسط المربعات	درجة الحرية	مجموع المربعات	
0,091	2,440	0,031	2	0,062	الانحدار
		0,013	151	1,917	البواقي
			153	1,979	المجموع

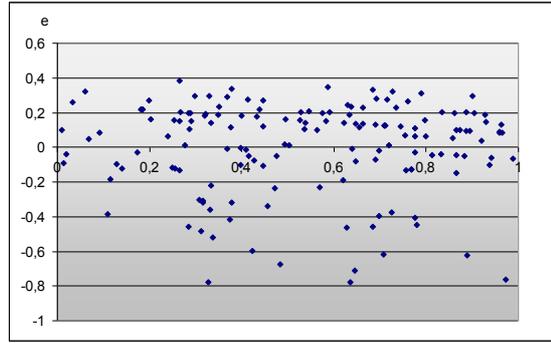
المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج *SPSS*.

وبالتالي، لا يوجد اختلاف التباين *Homoscedasticité*، أي أن

$$. E(\xi_i - 0)^2 = E(\xi_i)^2 = \sigma_i^2$$

يبرز الشكل البياني رقم (1-4) تشتت وعدم وجود توجه معين لسحابة النقاط بين البواقي والمردودية السابقة.

الرسم البياني رقم (1-4): توزيع سحابة النقاط بين البواقي ومستوى الاستدانة الكلية



المصدر: تم إعداد الرسم البياني بناء على قيم البواقي وقيم الاستدانة الكلية باستعمال برنامج *Excel*.

حسب الشكل أعلاه، فإن توزيع سحابة النقاط بين البواقي ومستوى الاستدانة الكلية *TD* باعتبار أنها متغير مستقل مفسر في نموذج الانحدار الخطي متشتت ولا يأخذ أي توجه معين أو شكل مميز. وهو ما يبرز عدم وجود علاقة واضحة بين البواقي والمتغير المستقل *TD*.

3-2- التوزيع الطبيعي للأخطاء

يمكن معرفة ما إذا كانت الأخطاء تتبع التوزيع الطبيعي أو لا عن طريق اختبار جارك بيررا *Jarque Berra*، وذلك بحساب معامل التحذب والتفرطح.

يوضح الجدول رقم (9-4) نتائج اختبار جارك بيررا.

الجدول رقم (9-4): نتائج اختبار جارك بيررا *Jarque Berra*

0,0678	$\hat{\mu}_2$
-0,0205	$\hat{\mu}_3$
0,0174	$\hat{\mu}_4$
-1,1628	<i>s</i>
3,7956	<i>k</i>
4,7830	<i>JB</i>

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج *Excel*.

قاعدة الاختيار هي:

$$d(JB): \begin{cases} a_0 : JB \leq \chi_{2,0,95}^2 \\ a_1 : JB > \chi_{2,0,95}^2 \end{cases}$$

واعتمادا على جدول توزيع كاي التربيعي، فإن $\chi^2_{2,0,95} = 5,99$ ، ومنه فإن:

$$JB = 4,78 < \chi^2_{2,0,95} = 5,99$$

أي a_0 ، وبالتالي قبول الفرضية H_0 ، أي أن توزيع الأخطاء العشوائية يتبع التوزيع الطبيعي.

المطلب الثالث: محددات قرار توزيع أرباح السهم

تكمن أهمية نموذج التحليل التمييزي لتوزيع أرباح السهم في معرفة أهم المتغيرات المستقلة التي تفسر توزيع أو عدم توزيع أرباح السهم في المؤسسات.

1- الخصائص الوصفية لكل مجموعة

تنقسم عينة الدراسة إلى مجموعتين، فالمجموعة الأولى هي تلك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لم تقم بتوزيع أرباح السهم. أما المجموعة الثانية، فهي تلك المؤسسات التي قامت بتوزيع جزء أو كل أرباحها إلى المساهمين.

يوضح الجدول رقم (4-10) المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لكل متغيرة مستقلة في كل مجموعة على حدى، وفي كل العينة.

حسب الجدول، فإن عدد المؤسسات التي قامت بتوزيع أرباح السهم 154 مؤسسة، بينما لم تقم 612 مؤسسة بذلك. ويلاحظ أيضا من خلال الجدول أن متوسط الاستدانة الكلية في المجموعة الأولى مرتفع عن متوسط الاستدانة الكلية في المجموعة الثانية، حيث بلغ في الأولى 63,8%، بينما بلغ في المجموعة الثانية 54,7%. وكذلك الأمر بالنسبة لنسبة النمو، حيث إن نسبة النمو في المجموعة الأولى 2% وفي المجموعة الثانية 1%.

إضافة إلى ذلك، فإن نسبة المؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة وصلت 34,8% في المجموعة الأولى و15,6% في المجموعة الثانية، وهو ما يوضح أن هذا النوع من المؤسسات تفضل احتجاز الأرباح بدل توزيعها. وكذلك الأمر بالنسبة للضمانات، التي بلغت نسبتها 38,3% في المجموعة الأولى و36% في المجموعة الثانية.

الجدول رقم (4-10): الوصف الإحصائي لكل مجموعة

Div	المتغيرة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	العدد
0	TD	0,638	0,289	612
	SARL	0,570	0,495	612
	EURL	0,348	0,477	612
	SPA	0,011	0,106	612
	SNC	0,070	0,256	612
	GAR	0,383	0,267	612
	RE	0,110	0,145	612
	TA	16,833	1,682	612
	RE-1	0,079	0,166	612
	CR	0,020	0,065	612
	DLMT	0,227	0,419	612
	1	TD	0,547	0,262	154
SARL		0,597	0,492	154
EURL		0,156	0,364	154
SPA		0,169	0,376	154
SNC		0,078	0,269	154
GAR		0,360	0,282	154
RE		0,169	0,174	154
TA		17,767	1,976	154
RE-1		0,151	0,217	154
CR		0,010	0,034	154
DLMT		0,377	0,486	154
المجموع		TD	0,620	0,286	766
	SARL	0,576	0,495	766
	EURL	0,309	0,463	766
	SPA	0,043	0,203	766
	SNC	0,072	0,258	766
	GAR	0,378	0,270	766
	RE	0,122	0,153	766
	RE-1	0,093	0,178	766
	TA	17,021	1,784	766
	CR	0,018	0,061	766
	DLMT	0,257	0,437	766

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

في المقابل، فإن نسبة الشركات ذات أسهم في المجموعة الأولى 1,1% أقل من نسبة هذه الشركات في المجموعة الثانية التي وصلت حوالي 17%. كما أن نسبة المردودية في المجموعة الثانية أعلى من نسبتها في المجموعة الأولى، حيث بلغت نسبة 11% في المجموعة الأولى و17% في المجموعة الثانية. وكذلك الأمر بالنسبة للحجم، حيث ارتفع من 16,8 إلى 17,7. ويوضح نفس الجدول أن المؤسسات التي لديها استنادة طويلة ومتوسطة الأجل في هيكلتها المالية والتي قامت

بتوزيع أرباح السهم بلغت نسبة 37,7% أكبر من نفس المؤسسات التي لم تقم بتوزيع أرباح السهم، والتي بلغت نسبة 22,7%.

2- اختبار الفرق بين متوسطي المجتمعين

حسب الجدول رقم (4-10)، فإن هناك عدة فروقات في المتوسطات لكل المتغيرات المستقلة في كلا المجموعتين. ولمعرفة الفروقات الجوهرية فإنه يجب استعمال نموذج اختبار تحليل التباينات لمقارنة المتوسطات.

فإذا كان \bar{X}_{TD1} المتوسط الحسابي لمستوى الاستدانة الكلية في المجموعة الأولى، و \bar{X}_{TD2} المتوسط الحسابي لمستوى الاستدانة الكلية في المجموعة الثانية، فإن الاختبار يتمثل فيما يلي:

$$\begin{cases} H_0 : \bar{X}_{TD1} = \bar{X}_{TD2} \\ H_1 : \bar{X}_{TD1} \neq \bar{X}_{TD2} \end{cases}$$

يتم اختيار الفرضية البديلة H_1 في حالة ما إذا كانت مستوى الدلالة أقل من 5%، وتفسير ذلك وجود فرق جوهري في اختلاف نسبة الاستدانة الكلية للمؤسسات التي قامت بتوزيع أرباح السهم والمؤسسات التي لم تقم بتوزيع أرباح السهم.

يوضح الجدول رقم (4-11) اختبار الفروق في المتوسطات لكل المتغيرات المستقلة في النموذج.

يتضح من خلال الجدول بأن مستوى دلالة كل من $DLMT$ ، TA ، RE ، $EURL$ ، SPA هي 1%، أما مستوى دلالة CR فهي 6%. بينما تفوق مستوى دلالة المتغيرات المستقلة الأخرى 10%.

يمكن التأكيد على أن الاختلاف بين متوسطي المؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة، الشركات ذات أسهم، المرادوية، المرادوية السابقة، الحجم، مستوى الاستدانة الكلية ووجود الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل هو اختلاف جوهري في كل من مجموعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي قامت بتوزيع أرباح السهم على المساهمين أو الشركاء ومجموعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لم تقم بتوزيع أرباح السهم، وكذلك الأمر بالنسبة للنمو ولكن بمستوى دلالة 6%.

الشكل رقم(4-11): تحليل التباين للفرق بين المتوسطات

المتغيرة	مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط المربعات	إحصائية فيشر	مستوى الدلالة
SARL	بين المجموعتين	1	0,091	0,370	0,543
	خارج المجموعتين	764	187,018		
	المجموع	765	187,108		
EURL	بين المجموعتين	1	4,545	21,821	0,000
	خارج المجموعتين	764	159,127		
	المجموع	765	163,672		
SPA	بين المجموعتين	1	3,048	81,621	0,000
	خارج المجموعتين	764	28,530		
	المجموع	765	31,578		
SNC	بين المجموعتين	1	0,007	0,108	0,742
	خارج المجموعتين	764	51,044		
	المجموع	765	51,051		
GAR	بين المجموعتين	1	0,061	0,845	0,358
	خارج المجموعتين	764	55,573		
	المجموع	765	55,635		
RE	بين المجموعتين	1	0,423	18,500	0,000
	خارج المجموعتين	764	17,453		
	المجموع	765	17,876		
RE-1	بين المجموعتين	1	0,633	20,144	0,000
	خارج المجموعتين	764	23,980		
	المجموع	765	24,614		
TA	بين المجموعتين	1	107,341	35,251	0,000
	خارج المجموعتين	764	2326,390		
	المجموع	765	2433,730		
CR	بين المجموعتين	1	0,013	3,629	0,057
	خارج المجموعتين	764	2,795		
	المجموع	765	2,808		
DLMT	بين المجموعتين	1	2,750	14,632	0,000
	خارج المجموعتين	764	143,586		
	المجموع	765	146,336		
TD	بين المجموعتين	1	1,015	12,624	0,000
	خارج المجموعتين	764	61,425		
	المجموع	765	62,440		

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

أما بالنسبة لكل من الشركات ذات المسؤولية المحدودة، شركات التضامن والضمانات، فإنه لا يوجد فرق بين متوسطهما في كلا المجموعتين. ومنه، يمكن القول مبدئياً على عدم تأثير هذه المتغيرات على قرار توزيع الأرباح بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

3- تحديد نموذج التحليل التمييزي

بعد تحديد مجموعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي قامت بتوزيع أرباح السهم في السنة المالية 2011 ومجموعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لم تقم بتوزيع أرباح السهم في نفس السنة، وتحديد المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، ووصفها إحصائياً، وكذا معرفة الفروقات الجوهرية في المتوسطات لكل متغيرة على حدى بين المجموعتين، فإنه يجب معرفة العوامل المؤثرة على سلوك المؤسسة فيما يتعلق باتخاذ قرار التوزيع من عدمه وذلك باستعمال نموذج التحليل التمييزي.

يوضح الجدول رقم (4-12) مستوى دلالة نموذج التحليل التمييزي، حيث يوضح بأن مستوى الدلالة يساوي 1%، وهو ما يعني صلاحية النموذج لتفسير قرار المؤسسات باتخاذ قرار توزيع أو عدم توزيع الأرباح على المساهمين.

الجدول رقم (4-12): اختبار نموذج التحليل التمييزي لما $Div=1$

إحصائية كاي التربيعي	درجة الحرية	مستوى الدلالة
131,696	5	0,000

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

أما الجدول رقم (4-13)، فهو يوضح المتغيرات المستقلة المفسرة في النموذج مع معامل كل متغيرة.

الجدول رقم (4-13): المتغيرات المؤثرة في نموذج التحليل التمييزي

المتغير	المعامل
<i>EURL</i>	-0,292
<i>SPA</i>	0,674
<i>RE</i>	0,309
<i>TA</i>	0,345
<i>RE₋₁</i>	0,264

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

يمكن صياغة نموذج التحليل التمييزي كما يلي:

$$S = -0,292.EURL + 0,674.SPA + 0,309.RE + 0,345.TA + 0,264.RE_{-1}$$

تمثل S نتيجة أن تنتمي المؤسسة إلى المجموعة الأولى أو المجموعة الثانية.

وحسب صيغة نموذج التحليل التمييزي، فإن العلاقة بين توزيع أرباح السهم وكل من SPA ، RE و TA هي علاقة طردية، وعلاقة عكسية مع $EURL$ و CR . أي أن الشركات ذات المسؤولية المحدودة تميل إلى عدم توزيع أرباح السهم، عكس الشركات ذات أسهم، كما أن ارتفاع

حجم المؤسسة يؤدي بها إلى توزيع أرباح السهم، وكذلك الأمر مع المردودية، أما ارتفاع حجم المؤسسة (النمو) بين سنتي 2010 و 2011 فيؤدي إلى عدم توزيع أرباح السهم.

4- جودة نموذج التحليل التمييزي

يوضح الجدول رقم (4-14) التصنيف الفعلي للعينة مع تصنيف التحليل التمييزي، فنسبة المؤسسات التي لم تقم بتوزيع أرباح السهم صنفتم بشكل جيد حسب النموذج، حيث إن 84% من المؤسسات تم تصنيفها كما هي فعليا، بينما نسبة 16% من المؤسسات صنفتم بالعكس.

الجدول رقم(4-14): تطبيق نموذج التحليل التمييزي

التصنيف حسب النموذج			Div	العدد	النسبة %
المجموع	1	0			
612	98	514	0		
154	76	78	1		
100	16	84	0		
100	49,4	50,6	1		

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على المعالجة الإحصائية لبرنامج SPSS.

بصفة عامة، فإن جودة نموذج التحليل التمييزي للتمييز بين مجموعة المؤسسات التي قامت بتوزيع أرباح السهم ومجموعة المؤسسات التي لم تقم بتوزيع أرباح السهم بلغت نسبة 77%.

المبحث الثالث: عرض وتحليل النتائج المتعلقة بسياسة توزيع أرباح السهم وقرار التوزيع

بعد إجراء كل من الأدوات الإحصائية اللازمة، وجب عرض كل النتائج التي تم الحصول عليها، ثم تحليلها وفقا لنظريات توزيع أرباح السهم ووفقا لخصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمحيط التي تنتمي إليه، وتأثير إشكالية التمويل التي تعاني منها في تحديد سياسة توزيع الأرباح.

المطلب الأول: عرض النتائج

في هذا المطلب، يتم عرض النتائج التي تم الحصول عليها من خلال نموذج الانحدار الخطي ونموذج التحليل التمييزي، لتحديد سياسة توزيع أرباح السهم وقرار توزيع أرباح السهم.

1- تقديم ووصف العينة

تتمثل عينة الدراسة في 766 لمؤسسات صغيرة ومتوسطة جزائرية حققت أرباحا خلال السنة المالية 2011، قامت 154 مؤسسة بنسبة 20,10% من إجمالي المؤسسات بتوزيع جزء أو كل أرباحها على المساهمين. فإذا تم الأخذ بعين الاعتبار معيار رقم الأعمال في الفصل بين المؤسسات

المصغرة، الصغيرة والمتوسطة، فإن العينة تشتمل على 230 بنسبة 30,01% مؤسسات مصغرة، و445 مؤسسة بنسبة 58,1% مؤسسات صغيرة، بينما 91 مؤسسة 11,88% تعتبر مؤسسات متوسطة.

بلغت نسبة الاستدانة الكلية المتوسطة في الهيكلة المالية للمؤسسات محل الدراسة 62%، بينما بلغت نسبة الضمانات والتي تمثل الأصول الملموسة إضافة إلى المخزونات على مجموع الميزانية 37,8%، أما رقم الأعمال المتوسط للمؤسسات فهو 24,6 مليون دينار جزائري، و25,7% من مؤسسات العينة لها استدانة طويلة ومتوسطة الأجل.

فإذا تم تقسيم العينة حسب الشكل القانوني، فإن 441 مؤسسة بنسبة 57,57% تعتبر شركات ذات مسؤولية محدودة، منها 349 مؤسسة بنسبة 79,14% لم تقم بتوزيع أرباح السهم. بينما بلغت نسبة المؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة 30,94%، منها 213 مؤسسة لم تقم بتوزيع أرباح السهم، أي بنسبة 89,87%. وتوجد 33 شركة ذات أسهم مؤسسة بنسبة 4,3%، منها 26 مؤسسة بنسبة 78,79% قامت بتوزيع أرباح السهم. أما فيما يتعلق بشركات التضامن، فعددها 55 شركة بنسبة 7,18%، منها 43 شركة بنسبة 78,18% لم تقم بتوزيع أرباح السهم.

بالنسبة للمؤسسات التي قامت بتوزيع أرباح السهم، فإن 80% تعادل 120 مؤسسة قامت بتوزيع أكثر من 60% من أرباحها على المساهمين، ونسبة 7,79% للمؤسسات التي قامت بتوزيع أقل من 20% من أرباحها، ونفس النسبة بالنسبة للمؤسسات التي قامت بتوزيع ما بين 40% و60% من أرباحها، ونسبة 6,5% من المؤسسات التي قامت بتوزيع من 20% إلى 40% من أرباحها على المساهمين، ونسبة 14,29% من المؤسسات قامت بتوزيع من 60% إلى 80% من أرباحها.

2- عرض النتائج المتعلقة بسياسة توزيع أرباح السهم

لتحديد العوامل المفسرة لسياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات، تم استعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد وذلك باستعمال طريقة المربعات الصغرى المعيارية، حيث يتمثل المتغير التابع في مستوى توزيع أرباح السهم، أما المتغيرات المستقلة فهي تتمثل في كل من المردودية، المردودية السابقة، الحجم، النمو، الضمانات، مستوى الاستدانة الكلية، ومتغيرات ثنائية البعد التي تتمثل في الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، والشكل القانوني الذي يتضمن الشركات ذات المسؤولية المحدودة، المؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة، الشركات ذات أسهم شركات التضامن.

عبرت إحصائية فيشر على صلاحية نموذج الانحدار الخطي بمستوى دلالة 1%، أما إحصائية سيتودنت فقد أعطت المتغيرات المفسرة لنسب توزيع أرباح السهم، والتي تتمثل في مستوى الاستدانة الكلية، المردودية السابقة والشركات ذات أسهم، حيث إن العلاقة بين كل من مستوى الاستدانة الكلية والمردودية السابقة هي علاقة طردية على نسب توزيع أرباح السهم، بينما العلاقة عكسية بين الشركات ذات أسهم ومستوى أرباح السهم الموزعة.

3- عرض النتائج المتعلقة بقرار المؤسسة اتجاه توزيع أرباح السهم

باعتبار وجود نسبة معتبرة من المؤسسات التي حققت نتيجة صافية لم تقم بتوزيع أرباح السهم، فإنه يجب تحديد العوامل التي تحدد سلوك المؤسسة اتجاه توزيع الأرباح، ويمكن ذلك باستعمال نموذج التحليل التمييزي.

بعد استعمال نموذج التحليل التمييزي، فإن كلا من المردودية السابقة، المردودية، الحجم، المؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة والشركات ذات أسهم هي متغيرات لها دور في سلوك المؤسسة اتجاه توزيع أو عدم توزيع جزء أو كل أرباحها على المساهمين، بينما لا تؤثر مستوى الاستدانة الكلية، الشركات ذات المسؤولية المحدودة، شركات التضامن والمؤسسات التي لها استدانة طويلة ومتوسطة الأجل في هيكلتها المالية على قرار المؤسسة بتوزيع الأرباح.

يؤدي ارتفاع المردودية والمردودية السابقة والحجم أو إذا كانت الشركة ذات أسهم إلى تحفيز المؤسسة على توزيع أرباح السهم. وتؤثر المتغيرة المتمثلة في المؤسسة ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة على سلوك المؤسسة بعدم توزيع الأرباح.

المطلب الثاني: تحليل النتائج

من خلال عرض النتائج، تبين أن كلا من الأرباح الحالية والأرباح السابقة والشركات ذات أسهم لها تأثير على مستوى أرباح السهم الموزعة وكذلك على اتخاذ قرار التوزيع.

1- المردودية

اعتبار المردودية كمتغيرة مؤثرة على توزيع أرباح السهم في المؤسسات يتوافق مع النتائج التي توصل إليها كل من فاما وبابياك (1968) Fama&Babiak، لي (1996) Lee، دي ونتر ووارثر (1998) Dewenter&Warther والنتيجة التي توصل إليها بدروني (2011).

يتوافق تأثير الأرباح الحالية والأرباح السابقة على توزيع أرباح السهم الحالية مع نموذج لنتنر (1956) Lintner، والذي توصل إلى أن المسيرين يفضلون ثبات توزيعات أرباح السهم، ولا يتم تغيير سياسة توزيع أرباح السهم إلا إذا كان من الضروري القيام بذلك. كما توصل إلى أن المحدد الرئيسي لتوزيع أرباح السهم هي الأرباح الحالية والأرباح السابقة.

يدل وجود العلاقة الطردية بين الأرباح الحالية والمستقبلية على أرباح السهم إلى أن الأولوية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تمنح لقرار توزيع أرباح السهم، أما باقي القرارات المالية فهي تابعة فقط. فالمؤسسة إذا أرادت تمويل احتياجاتها الاستثمارية وكانت طاقة التمويل الذاتي غير كافية، فإنها تلجأ إلى التمويل الخارجي، وهو ما يؤكد العلاقة العكسية بين المردودية والاستدانة الكلية حسب نتائج الفصل السادس من الباب الثالث.

كما يمكن تفسير العلاقة الطردية بين الأرباح الحالية والسابقة على اتخاذ قرار توزيع أرباح السهم في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بنظرية الإشارة، فالهدف من المسيرين هو إرسال إشارة إلى المستثمرين لها دلالة على أن للمؤسسة أرباحا معتبرة، وأنها تتمتع بوضعية مالية جيدة. ومهما اختلف الهدف من تغيير نسب أرباح السهم، فإن الكثير من الدراسات التجريبية مثل بنارتزي وآخرون (1997) Benartzi et al أكدت بأن توزيع أرباح السهم يعطي معلومات مستقبلية وأنية عن المؤسسة.

2- حجم المؤسسة

لا يؤثر حجم المؤسسة على نسبة توزيع أرباح السهم لعدم دلالاته الإحصائية، ولكن له دلالة في تحديد قرار توزيع أرباح السهم، وهذه العلاقة طردية، فالمؤسسة الصغيرة والمتوسطة ذات حجم كبير تميل إلى توزيع أرباح السهم.

ينفق الأثر الإيجابي لحجم المؤسسة على قرار توزيع أرباح السهم مع عدة نتائج لدراسات تجريبية، منها دراسة ليود وآخرون (1985) Lloyd et al، بيرري وآخرون (1995) Perry et al ودراسة هولدر وآخرون (1998) Holder et al.

يكون المساهمون في المؤسسات صغيرة الحجم غير راضين إلى اللجوء إلى التمويل الخارجي حسب نظرية الوكالة ونظرية الصفقات، عكس المؤسسات ذات الحجم الكبير، فضياع إمكانية مراقبة المؤسسة يعتبر أكبر مشكل يواجه مساهمي المؤسسات ذات الحجم الصغير نتيجة زيادة التمويل الخارجي، والذي يكون أكثر تكلفة بالنسبة لها مقارنة مع المؤسسات ذات الحجم الكبير.

لذا، فإن المؤسسات صغيرة الحجم تقوم بحجز الأرباح لتمويل مشاريعها الاستثمارية الحالية والمستقبلية، وهو ما يؤكد إجماع المؤسسات صغيرة الحجم على توزيع أرباحها.

وحسب نظرية الوكالة لجونسون وماكلين (1976) Jensen&Meckling، فإنه كلما يكبر حجم المؤسسة ويتسع نطاقها تنفصل الملكية عن التسيير، وهو ما يؤدي إلى نشأة نظرية الوكالة بين المسيرين والمساهمين. وفي هذه الحالة، يجب على المسير التأكيد على حسن أدائه من خلال عدة مؤشرات، أهمها توزيع أرباح السهم على المساهمين، عكس المؤسسات الصغيرة والتي من خصائصها أن المالك هو المسير، وتندم في هذا النوع من المؤسسات تكاليف الوكالة. أما حسب نظرية الصفقات، فإن المؤسسة تتحمل تكاليفها عند توزيعها لأرباح السهم، وهي تكلفة مرتفعة جدا بالنسبة للمؤسسات صغيرة الحجم عكس المؤسسات الكبيرة التي يمكنها أن تتحمل تكاليف الصفقات الناجمة عن توزيع أرباح السهم.

3- الشكل القانوني

يعتبر الشكل القانوني المتمثل في الشركات ذات أسهم من بين محددات توزيع أرباح السهم ومحددات قرار توزيع أرباح السهم، أما المؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة فهي من محددات توزيع أرباح السهم.

بالنسبة للشركات ذات أسهم، فإن تأثيرها على نسب توزيع أرباح السهم هو تأثير سلبي، بينما لها دور إيجابي في اتخاذ قرار توزيع أرباح السهم. فالمؤسسات ذات أسهم تقوم بتوزيع نسب من أرباح السهم مقارنة بالمؤسسات الأخرى، ويمكن تبرير ذلك وفق نظرية الوكالة، التي بينت أن لهيكل المساهمين أثر على توزيع أرباح السهم، ووجدت علاقة طردية بين المساهمين وقرار توزيع أرباح السهم. فوجود المساهمين في المؤسسة يعني وجود درجة من المراقبة على المسيرين والتي ينتج عنها تكلفة الوكالة، وهو ما يضطر بالمسيرين إلى توزيع جزء من الأرباح على المساهمين للتخفيف من تكلفة الوكالة. كما أن الشركات ذات أسهم يمكنها تحمل تكاليف توزيع أرباح السهم التي تنص عليها نظرية الصفقات وذلك نظرا لحجمها، عكس المؤسسات الأخرى.

أما بالنسبة لنسب توزيع أرباح السهم، فإن الشركات ذات أسهم تقوم بتوزيع نسب أقل من أرباح السهم على المساهمين عكس المؤسسات الأخرى، فالنسبة المتوسطة لتوزيع أرباح السهم وصلت 60,55% من الأرباح، بينما متوسط نسبة الاحتياطات سواء القانونية أو الاختيارية بلغت 21,6% من إجمالي الأرباح المحققة، وباقي الأرباح تم احتجازها كأرباح محتجزة.

يرجع انخفاض مستوى الأرباح الموزعة على المساهمين في الشركات ذات أسهم إلى خصائص هذه الشركات، فمن أبرز مزاياها فصل الملكية عن التسيير التي تبرر اتخاذ قرار التوزيع، وقدرتها الكبيرة على تجميع الأموال وطبيعة مشاريعها الاستثمارية والتوسعية التي تحتاج إلى أموال كبيرة لا تقترضها كلها بهدف تجنب تكاليف الإفلاس، بل تقوم باحتجاز الأرباح المحققة لتمويل جزء من تلك المشاريع الاستثمارية.

أما بالنسبة للمؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة، فإن أصحاب هذه المؤسسات لا يفضلون توزيع أرباح السهم، وهو ما يبرر العلاقة العكسية بينها وبين قرار توزيع أرباح السهم، ويرجع هذا إلى كون أن هذه المؤسسات هي ملك لشخص واحد، وفي أغلب الأحيان يكون المالك هو المسير. وبذلك، فإن تكاليف الوكالة تنعدم، ويفضل المالك الوحيد للمؤسسة عدم توزيع الأرباح واستثمارها أو التوسع بها بدل اللجوء إلى الاستدانة، فتكلفة التمويل بالاستدانة في هذا النوع من المؤسسات التي تتميز بصغر حجمها تقريبا أكبر من تكلفة التمويل بالأموال الذاتية.

بالنسبة لباقي الأشكال القانونية، والتي تتمثل في الشركات ذات المسؤولية المحدودة وشركات التضامن، فقد تم استبعادها من النموذجين، وهو ما يؤكد هدف كل مسير في المؤسسة، فمن المؤسسات من تسعى إلى التطور والنمو، ومنها من تهدف إلى البقاء فقط.

كما تعتبر مستوى الاستدانة الكلية كمحدد رئيسي لنسب توزيع أرباح السهم، والعلاقة طردية، أي أنه كلما ارتفعت نسبة الاستدانة الكلية في الهيكلية المالية للمؤسسة سترتفع نسبة أرباح السهم الموزعة وكذلك العكس. فالمؤسسة أقل استدانة أقل توزيعا لأرباح السهم، وهو ما يبرز دور الأرباح المحتجزة كشكل من أشكال التمويل الذاتي في المؤسسة، فإذا أرادت المؤسسة تفادي الاستدانة الكلية فعليها أن تحتجز نسبة كبيرة من أرباحها المحققة لتمويل المشاريع الحالية أو المستقبلية.

خاتمة الفصل الثامن

تمثل هدف هذا الفصل في معرفة محددات توزيع أرباح السهم ومحددات قرار توزيع أرباح السهم في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، من خلال عينة من هذه المؤسسات جمعت لهذا الغرض.

وقبل البدء في تحليل هذه المحددات، وجب ذكر الجانب القانوني للأرباح وأرباح السهم، ومختلف الضرائب التي يتحملها المساهم في حالة تحصله على أرباح السهم أو إعادة استثمار هذه الأرباح، وذلك من خلال عدة مواد في القانون التجاري الجزائري. كما وجب ذكر أهم الدراسات التجريبية السابقة التي اهتمت بتوزيع أرباح السهم، والتي بينت بأن هناك الكثير من العوامل التي من شأنها التأثير سواء على نسبة أرباح السهم أو على قرار توزيع الأرباح على المساهمون.

تتمثل عينة الدراسة في مجموعة مكونة من 766 مؤسسة صغيرة ومتوسطة قامت بتحقيق نتائج إيجابية خلال السنة المالية 2011 و2010، وتتمثل المتغيرات المستقلة في كل من المردودية، المردودية السابقة، مستوى الاستدانة الكلية، الضمانات، الحجم، الشكل القانوني، أما المتغيرات التابعة فهي نسبة توزيع أرباح السهم والمتغير ثنائي البعد المتمثل في قرار توزيع أرباح السهم.

كشفت نموذج الانحدار الخطي المتعدد على تأثير كل من المردودية السابقة، مستوى الاستدانة الكلية والشركات ذات أسهم، وهو ما يبين تحقق نموذج لنتنر الذي يبين أن أرباح السهم الحالية تتعلق بدرجة كبيرة بالأرباح المحققة في السنة السابقة وبدرجة أقل بأرباح السهم الحالية. أما مستوى الاستدانة الكلية، فإنها تدل على نظرية الإشارة وتكاليف الإفلاس، فالمؤسسة ذات أعلى استدانة تتعرض لتكاليف الإفلاس وتعطي معلومة محتواها أن المؤسسة في وضعية غير جيدة، مما تضطر إلى توزيع أرباح السهم بنسب كبيرة لإرسال إشارة على أداء هذه المؤسسة وتغطية مخاطر الإفلاس. أما نسب أرباح السهم المنخفضة في الشركات ذات أسهم، يدل على الاحتياجات التمويلية الكبيرة لهذا النوع من الشركات، وهو ما يؤدي بها إلى احتجاز جزء كبير من أرباحها بهدف تمويلها للمشاريع الاستثمارية المستقبلية.

وبالنسبة لمحددات قرار توزيع أرباح السهم، فهي تتمثل في كل من المردودية الحالية والسابقة، الحجم، الشركات ذات أسهم والمؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة، وهو ما يؤكد تحقق نظرية الوكالة، فالمسير يحاول إبراز حسن أدائه من خلال توزيع جزء من الأرباح المحققة كأرباح السهم. وانعدام تكاليف الوكالة في المؤسسات ذات الشخص الوحيد يبرز

احتجاز أرباحها بدل توزيعها، لكون أن هذه المؤسسات هي ملك لشخص وحيد. وفي العادة، صاحب المؤسسة هو المسير.

وتبرز نظرية الصفقات في عدم قدرة تحمل المؤسسات صغيرة الحجم لتكاليف توزيع أرباح السهم عكس المؤسسات كبيرة الحجم، التي يمكنها تحمل هذه التكاليف، وهو ما يبرز في العلاقة الطردية بين الحجم وقرار توزيع أرباح السهم.

إضافة إلى ما سبق، فإن هناك اختلافا جوهريا في الفرق بين المتوسطات لكل من مجموعة المؤسسات التي قامت بتوزيع أرباح السهم والمؤسسات التي لم توزع أي نسبة من أرباحها على المساهمين، ويتمثل الفرق الجوهري في كل من مستوى الاستدانة الكلية، وجود الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل في الهيكلية المالية للمؤسسات، الحجم، المردودية الحالية، المردودية السابقة، الشركات ذات أسهم والمؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة.

الخاتمة العامة

يهدف هذا البحث إلى معرفة محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، وذلك من خلال تحديد كل من محددات الاستثمار، محددات الهيكلية المالية ومحددات سياسة توزيع أرباح السهم في هذه المؤسسات.

تم من خلاله في جانبه النظري التطرق إلى مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفة عامة، وإشكالية التمويل التي تواجه تعريف هذه المؤسسات، وأهم المعايير التي يمكن بواسطتها التفريق بينها وبين المؤسسات الكبيرة، إضافة إلى عرض أهم خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تميزها عن المؤسسات الأخرى والمعوقات التي تواجهها.

لتقوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمهامها وجب عليها الاعتماد على عدة مصادر للتمويل، منها المصادر قصيرة الأجل، والتي تتمثل في كل من الائتمان التجاري والائتمان المصرفي والتمويل عن طرق أوراق السوق النقدي، وكذا مصادر التمويل متوسطة الأجل، والتي تتكون في القروض متوسطة الأجل والاستئجار، والمصادر طويلة الأجل، والتي تتمثل في كل من الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، السندات، الأرباح المحتجزة، القروض البنكية طويلة الأجل والتمويل بالاندماج، الخيارات والتعهدات. وباعتبار أن لكل مصدر من هذه المصادر تكلفة، فإن على المؤسسة تحديد تكلفة كل مصدر بدقة، والتكلفة المرجحة لتكاليف مصادر التمويل تسمى تكلفة رأس المال، والتي تعتبر ذات أهمية بالغة في اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة.

من بين قرارات السياسة المالية في المؤسسة، يوجد قرار اختيار المشاريع الاستثمارية، هذه الأخيرة تعتبر ذات أهمية كبيرة بالنسبة للمؤسسة، لأن اختيار أحسن مشروع يؤدي إلى رفع القيمة السوقية لها. غير أن اختيار المشاريع يحتمل لعدة معايير، هذه المعايير التي يجب تحديد الحالة التي تنتمي إليها، فهناك حالة التأكد التام، والتي تشمل على معايير لا تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، كمدة الاسترداد، مردودية الوحدة النقدية ومعدل العائد المحاسبي، والمعايير التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، مثل معيار القيمة الحالية الصافية، معدل العائد الداخلي ومعيار مؤشر الربحية. كما توجد حالة المخاطرة، والتي تركز على التوقع الرياضي لعوائد المشاريع وتباينها، حيث تشمل على معيار التوقع التباين، معامل الاختلاف وطريقة البرمجة الخطية. أما حالة عدم التأكد، فلها معاييرها أيضا، وفيها المعايير التي تركز على مصفوفة القرار وتحليل الحساسية.

تعتبر التدفقات النقدية للمشاريع الركيزة الأساسية لتقييم المشاريع والمفاضلة بينها، حيث تتدخل مصادر التمويل، وتكلفة التمويل لكل مصدر وتكلفة رأس المال الإجمالية، الضرائب على أرباح

المؤسسات وغيرها في حساب التدفقات النقدية. إضافة إلى ذلك، فإن التضخم لا يؤثر على التدفقات النقدية في حالة ما إذا كانت الضرائب على أرباح المؤسسات معدومة، ولكن التضخم يمس العوائد والتكاليف الناجمة عن تشغيل المشروع بنفس النسبة. أما إذا وجدت الضرائب، فإن التضخم له تأثير واضح على حساب التدفقات النقدية.

يعتبر اتخاذ قرار التمويل من بين أدوات السياسة المالية في المؤسسة أيضا، وهو ما يبرز في الهيكلة المالية لهذه المؤسسات، حيث تؤثر العديد من العوامل على قرار تركيبة الهيكلة المالية في المؤسسة، منها المخاطر التشغيلية والمالية، الموقف الضريبي للمؤسسة، المرونة المالية ودرجة تحفظ الإدارة وغيرها. أهمية تحديد الهيكلة المالية أدى إلى ظهور العديد من النظريات، بداية بنظرية موديقلياني وميلر سنة 1958، إضافة إلى نظرية صافي الربح، النظرية التقليدية ونظرية صافي ربح العمليات، كل نظرية قامت على فرضيات غير واقعية في مجملها.

ثم جاءت نظرية موديقلياني وميلر سنة 1963، والتي رفضت فرضية انعدام وجود الضرائب، وأكدت بأنه في حالة إدخال الضرائب فإنه توجد هيكلة مالية مثلى، وذلك بسبب الاقتصاد الضريبي. ثم جاءت العديد من النظريات التي قامت بإدخال الضرائب الشخصية، تكاليف الوكالة ونظرية الإشارة على الهيكلة المالية، كما ظهرت نظرية الترتيب السلمي التي توضح ترتيب مصادر التمويل للمؤسسة.

وآخر أدوت السياسة المالية في المؤسسة، يوجد قرار توزيع أرباح السهم، والذي لا يقل أهمية عن قرار الاستثمار أو قرار التمويل، حيث يعتبر توزيع أرباح السهم النسبة التي وزعت من الأرباح المحققة سواء الحالية أو المحتجزة سابقا على الشركاء والمساهمين، ولتوزيع الأرباح عدة أشكال، فمنها التوزيع النقدي والتوزيع غير النقدي، إضافة إلى أشكال التوزيع، فإن إجراءات التوزيع تتمثل في المواعيد المختلفة التي يتم فيها توزيع أرباح السهم، بداية بموعد الإعلان عن توزيع الأرباح، موعد فقدان حق المطالبة بأرباح السهم، وموعد توزيع أرباح السهم.

ولأهمية سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة، فقد ظهرت العديد من النماذج التي فسرت سياسة توزيع أرباح السهم، منها نموذج لنتنر، والذي يؤكد على أن المحدد الأساسي لتوزيع أرباح السهم الحالية هو الأرباح الحالية والأرباح السابقة. كما ظهر نموذج والتر، قوردن، كالاي وميرتون. إضافة إلى النماذج، فقد ظهرت الكثير من النظريات، بداية بنظرية موديقلياني وميلر سنة 1961، والتي تؤكد على حيادية توزيع أرباح السهم اتجاه القيمة السوقية للمؤسسة، ثم ظهرت نظرية عصفور في اليد، والتي قامت على نقد نظرية موديقلياني وميلر 1961، كما أدرجت النظريات الأخرى بعض العوامل

المؤثرة، مثل التفضيل الضريبي، أثر الزبائن، الإشارة وعدة تماثل المعلومات، الوكالة ونظرية دورة حياة المؤسسة.

تتمثل إشكالية البحث فيما يلي:

ما هي محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عامة، والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية خاصة؟

بعد معالجة هذه الإشكالية، تم التوصل إلى عدة نتائج، حيث تتمثل أهم النتائج بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيما يلي:

- يختلف تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من دولة لأخرى، ومن هيئة لأخرى، ويرجع هذا الاختلاف إلى التفاوت في درجة نمو كل دولة، وكذلك إلى اختلاف النشاط الاقتصادي، وهو ما أدى إلى عدم وجود تعريف موحد.
- لكل مصدر من مصادر التمويل تكلفة خاصة، والتكلفة المرجحة لمصادر التمويل تسمى بتكلفة رأس المال، لهذه الأخيرة أهمية بالغة جدا في المؤسسة، لما لها من دور في اختيار المشاريع وتحديد الهيكلية المالية المناسبة.
- توجد عدة معايير لتقييم المشاريع والمفاضلة بينها في المؤسسة، كما تختلف حسب حالة التأكد التام، حالة المخاطرة وحالة عدم التأكد. ويعتبر تحديد وحساب التدفقات النقدية من أساسيات معايير تقييم والمفاضلة بين المشاريع.
- لا تتوافق نظريات الهيكلية المالية للمؤسسات فيما بينها، فلكل نظرية نتائجها، وتختلف هذه النتائج انطلاقا من الفرضيات التي اعتمدت عليها. حيث بدأت بفرضيات غير واقعية في مجملها، ثم تغيير كل فرضية بالواقع.
- لتحديد سياسة توزيع أرباح السهم أهمية كبيرة في المؤسسة، لما لها من دور في رفع القيمة السوقية لها. وهذا ما أدى إلى ظهور عدة نماذج تفسر سياسة توزيع أرباح السهم. في المقابل، فقد ظهرت العديد من النظريات في الأدبيات المالية التي أوضحت أهمية سياسة توزيع أرباح السهم على قيمة المؤسسة السوقية، فمنها من أدخلت الضرائب، ومنها من أدخلت الوكالة أو الإشارة وحتى دورة حياة المؤسسة.
- للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أهمية كبيرة في الجزائر، وذلك لما توفره من مناصب شغل، ولما تحدثه من قيمة مضافة، إضافة إلى دورها في التجارة الخارجية. رغم هذه الأهمية، إلا أنها تعاني من إشكالية في تمويلها، فضيق مصادر التمويل الخارجية، وهشاشة العلاقة بين المؤسسة والبنك، وثقل العبء الضريبي، أدى إلى تفاقم إشكالية التمويل.

- قامت الجزائر باستحداث العديد من هيئات التمويل المباشرة، مثل الهيئات التمويلية الحكومية، أو مصادر تمويل غير مباشرة، كصندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أو صندوق ضمان قروض استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إضافة إلى إبرام العديد من الاتفاقيات الدولية ومع الهيئات المختصة بمجال هذا النوع من المؤسسات، كما فعلت واستحدثت العديد من هيئات الدعم، كحاضنات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار وغيرها، حيث كان الهدف من كل هذه الهيئات هو الحد من إشكالية التمويل التي تعتبر عقبة كبيرة في وجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.
- أكدت العديد من الدراسات التجريبية على تأثير العوامل الداخلية على الاستثمار، مثل رقم الأعمال المحقق، التدفقات النقدية الصافية، حجم الاستدانة الكلية والنمو، وتأثير عوامل خارجية أيضا، كتكلفة التمويل بالديون والنتاج المحلي الإجمالي. كما أبرزت أيضا، تأثير كل من الحجم، المردودية، النمو، الضمانات والأصول الملموسة على الهيكلة المالية، كما أوضحت تأثير الأرباح الحالية والسابقة، تغير الأرباح السنوية، الضرائب على المؤسسات وعلى الأشخاص والإعلانات عن توزيع الأرباح على سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات.
- أكدت الدراسة التجريبية المتعلقة بهذا البحث عن تأثير كل من النمو، تكلفة الاستدانة، التدفقات النقدية، حجم الاستثمار الإجمالي السابق، الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل ومؤسسات التضامن على نسبة الاستثمار، وتأثير كل من الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، رقم الأعمال، التدفقات النقدية، مستوى الاستدانة الكلية والمؤسسات ذات أسهم على هيكل الأصول.
- تؤكد العلاقة الطردية بين النمو والاستثمار على اعتماد المؤسسات على التمويل الذاتي، وهذا بسبب القيود المالية التي تواجهها، وكذا قلة الضمانات المطلوبة في الحصول على الاستدانة البنكية. وهذا ما يؤكد أن إشكالية التمويل أثر على اختيار المشاريع في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية. كما يمكن تدعيم ذلك بواسطة حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، فالمؤسسات التي تتسم بعلاقات غير جيدة مع دائنيها، تعتمد على التدفقات النقدية في تنفيذ استثماراتها، وهو ما تؤكد العلاقة الطردية بين التدفقات النقدية ونسبة الاستثمار.
- تؤدي الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل إلى ارتفاع الاستثمار، وهذا ما يفسر بأن الأصول الدائمة يجب أن تمول بالأموال الدائمة، وهذا ما تؤكد العلاقة الطردية بين هذه الاستثمار وهيكل الأصول، كما أن العلاقة الطردية بين التدفقات النقدية وحجم الاستثمار الكلي تبين أهمية التدفقات النقدية في جلب الاستثمارات في المؤسسة، فارتفاع هذه التدفقات يؤدي إلى تحسين الوضعية المالية للمؤسسة.

- لا يؤثر رقم الأعمال على نسبة الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويرجع سبب ذلك إلى أن هذه الأخيرة حديثة نوعا ما، وهو ما يجعل رقم الأعمال يتسم بالتذبذب وعدم الاستقرار، وهذا ما يجبر المؤسسة على عدم الأخذ بعين الاعتبار لرقم الأعمال في سياسة الاستثمار.
- تتمثل محددات الهيكلية المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائية في كل من الحجم، المردودية، الضمانات، النمو والشكل القانوني المتمثل في المؤسسات ذات أسهم والمؤسسات ذات المسؤولية المحدودة. أما محددات الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، فهي تتمثل في الضمانات، الحجم والمؤسسات ذات أسهم.
- تظهر نظرية الترتيب السلمي في التمويل من خلال العلاقة العكسية بين الاستدانة والمردودية، فالمؤسسات ذات مردودية أكبر تمول نفسها بالأموال الداخلية، عكس المؤسسات ذات مردودية أقل، والتي هي مجبرة إلى اللجوء للتمويل الخارجي، كما تظهر من خلال العلاقة الطردية بين الضمانات والاستدانة، فالمؤسسات ذات ضمانات أعلى تنخفض فيها عدم تماثل المعلومات، وبالتالي سهولة الحصول على الاستدانة. كما أن المؤسسات ذات معدلات نمو مرتفعة، لها احتياجات تمويلية كبيرة، وهو ما يجبرها إلى الاستدانة، وهذا ما يتضح من خلال العلاقة الطردية بين النمو والاستدانة. إضافة إلى ذلك، فالمؤسسات صغيرة الحجم تفتقر للموارد الذاتية، وهو ما يجبرها إلى الاستدانة عكس المؤسسات كبيرة الحجم، وهذا ما يتأكد من خلال العلاقة العكسية بين الحجم والاستدانة.
- يمكن التأكيد على أن إشكالية التمويل لها دور كبير في إتباع المؤسسات لنظرية الترتيب السلمي، فضيقة مصادر التمويل، وانحصارها في البنوك، وارتفاع تكلفتها إلى جانب انخفاض الضمانات المتوفرة في المؤسسة مقارنة بما هو مطلوب في البنوك، يؤدي إلى تمويل المؤسسة ذاتيا بأقصى ما يمكن، وتجعل الاستدانة كآخر حل لها.
- تبرز نظرية الوكالة من خلال العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة الكلية، وذلك في حالة عدم فاعلية السوق، حيث يتجنب المسكرون الضغط الناجم عن الاستدانة المتمثل في تكاليف الإفلاس وتسديد الفوائد والدفعات، وتوفير الأموال اللازمة للتمويل طالما تتوفر الأموال الذاتية في المؤسسة، كما أن نظرية الإشارة تظهر من خلال العلاقة العكسية بين النمو والاستدانة، فارتفاع النمو في المؤسسة يعطي إشارة للمقرضين على الصحة المالية للمؤسسة، وبالتالي سهولة حصولها على الاستدانة عكس المؤسسات ذات مستويات نمو ضعيفة.
- يؤثر كل من مستوى الاستدانة الكلية، المردودية السابقة والمؤسسات ذات أسهم على نسب توزيع أرباح السهم، كما تؤثر كل من المردودية السابقة والحالية، الحجم، المؤسسات ذات الشريك الوحيد وذات المسؤولية المحدودة والمؤسسات ذات أسهم على قرار توزيع أرباح السهم.

- يتوافق توزيع أرباح السهم في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية مع نموذج لينتنر، والذي يؤكد على أثر الأرباح الحالية والسابقة على قرار ونسب توزيع أرباح السهم في المؤسسة. كما تبرز نظرية الإشارة من خلال توزيع نسب مرتفعة من أرباح السهم، وذلك دلالة على أن المؤسسة تحقق أرباحا كبيرة، وأنها تتمتع بصحة مالية جيدة.
- يؤثر الحجم على قرار توزيع أرباح السهم، فالمؤسسات صغيرة الحجم لا تميل إلى الاستدانة وذلك بسبب نظرية الصفقات، عكس المؤسسات كبيرة الحجم، وذلك لضياح إمكانية المراقبة من طرف مساهمي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. كما تبرز نظرية الوكالة في المؤسسات كبيرة الحجم، والتي تنفصل فيها الملكية عن التسيير، وهو ما يجبر المسير في المؤسسة الكبيرة على توزيع أرباح السهم تأكيدا لأدائه وحسن تسييره، عكس المؤسسات صغيرة الحجم والتي يكون المالك هو المسير في العادة، وبالتالي انعدام تكاليف الوكالة، واحتجاز الأرباح للتمويل الداخلي.
- من خلال النتائج السابقة، يمكن مناقشة الفرضيات المتعلقة بالبحث، كما يلي:
- يتم تقييم المشاريع حسب كل حالة من حالات الطبيعة التي تتواجد فيها، سواء التأكد التام، المخاطرة أو عدم التأكد، وفي كل حالة معايير تختلف عن المعايير في الحالتين الباقيتين، وهذا ما يؤكد رفض الفرضية التي تقول بأن تقييم المشاريع يتم باستعمال القيمة الحالية الصافية فقط.
- يتم اختيار المشاريع للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر استنادا لخصائصها، والتي تتعلق بالنمو، التدفقات النقدية، رقم الأعمال وتكلفة الاستدانة، عكس ما جاء في الفرضية والتي تقول بأن اختيار المشاريع في الجزائر يرجع لاعتبارات ذاتية وليست موضوعية.
- رغم أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تنشط في اقتصاد غير مرن، ويسوده النظام البنكي والذي لا يتسم بدوره بالمرونة، فإن محددات الهيكل المالية ومحددات توزيع أرباح السهم تتماثل في جزء مع محددات الهيكل المالية وتوزيع أرباح السهم في المؤسسات التي تنتمي للدول المتطورة. وبالتالي، ترفض الفرضية الثانية من البحث جزئيا، والتي تقول بأن إشكالية التمويل تؤدي إلى اختلاف محددات الهيكل المالية وتوزيع أرباح السهم بين المؤسسات التي تنتمي في الدول المتطورة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. فلا إشكالية التمويل تأثير على المحددات لكن التأثير ليس كليا.
- من خلال كل ما سبق، وكإجابة على الإشكالية الرئيسية للبحث، يمكن القول بأن السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تتحدد بعدة عوامل، وهي النمو، رقم الأعمال، الأرباح المحققة، الأصول الملموسة والشكل القانوني. كما تؤثر نسبة الاستدانة الكلية على توزيع الأرباح وعلى حجم الاستثمار، وتؤثر تكلفة التمويل بالاستدانة على نسبة الاستثمار.

ومنه، فإن لإشكالية التمويل أثر على محددات السياسة المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، حيث يمكن معالجة هذه الإشكالية من خلال العناصر الموالية، والتي تعتبر كإجراءات للحد من إشكالية التمويل:

- تطوير سوق الأوراق المالية من خلال:
 - التحكم في المحيط الاقتصادي الكلي، وذلك بتفعيل دور البنك المركزي والجهاز المصرفي.
 - تعزيز الشفافية والإفصاح بما يتلاءم مع المعايير الدولية، وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر.
 - مراجعة الإطار التشريعي، لأن نجاح سوق الأوراق المالية يقتضي التكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي، الاقتصادي، الاجتماعي والثقافي.
 - خصوصية المؤسسات العمومية بما فيها البنوك، من خلال فتح رأس مالها أمام المتعاملين في البورصة.
 - إرساء الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع.
 - إصلاح النظام الجبائي، وذلك لما لتأثير الضريبة على الاستثمار، حيث تؤثر الضريبة على تكلفة رأس المال، وتؤثر هذه الأخيرة على اختيار المشاريع وعلى الهيكلة المالية.
 - إيجاد بعض صيغ التمويل التي تلائم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مثل رؤوس الأموال الاستثمارية، والتي شهدت تطورا كبيرا في الدول المتطورة، خاصة الولايات المتحدة الأمريكية، فدور رؤوس الأموال لا ينحصر في توفير الأموال فقط، ولكن في المشاركة في تحمل المستثمر للمخاطر جزئيا أو كليا في حالة فشل المشروع الممول.
 - تحسين العلاقة بين البنوك والمؤسسة، بما تتضمنه العلاقة من أشكال وطرق وأساليب.
- يمكن وضع عدة توصيات وآفاق لهذا البحث، من بينها:
- دراسة عوامل أخرى تحدد على السياسة المالية للمؤسسات لم تدرج في هذا البحث، مثل وضعية المساهمين، وهيكل الملكية، المخاطرة وغيرها.
 - تقدير تكلفة رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال تقدير مختلف تكاليف مصادر التمويل الممكنة لهذه المؤسسات.
 - دراسة السياسة المالية للمؤسسات في ظل غياب السوق المالية، ومقارنتها بأداء المؤسسات التي تنشط في وجود السوق المالية.
 - دراسة أثر العوامل الدينية والأخلاقية والاجتماعية والعرف على السياسة المالية للمؤسسة، كعدم التعامل مع البنوك بسبب معدل الفائدة.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

I- الكتب

- 1- أبو قحف (عبد السلام)، اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي، مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2001.
- 2- آل شبيب (دريد كامل)، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الثانية، 2009.
- 3- أندوراس (عاطف وليم) ، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- 4- بركات (عبد الكريم صادق) ورمضان (نعمة الله أحمد)، محاضرات في التنمية الاقتصادية ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1986.
- 5- بريهام (أوجين) وإبرهاردت (ميشيل)، ترجمة سرور (على إبراهيم سرور)، الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي، دار المريخ للنشر، الرياض، الكتاب الأول، 2009.
- 6- البلداوي (عبد المجيد)، الأساليب التطبيقية لتحليل وإعداد البحوث العلمية مع حالات دراسية باستخدام برنامج SPSS، دار الشروق، عمان، 2007.
- 7- بلعجوز (حسين) وصابوري (الجودي)، تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013.
- 8- بن حيدر بن درويش (عدنان)، حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، منشورات اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2007.
- 9- بن ساسي (إلياس) وقريشي (يوسف)، التسيير المالي - الإدارة المالية دروس وتطبيقات -، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2006.
- 10- البنوان (أسعد أحمد)، إدارة المخاطر، مكتبة آفاق، الكويت، بدون ذكر سنة النشر.
- 11- توفيق (أحمد جميل)، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، دمشق، 1987.
- 12- الحضري (حامد العربي)، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، 2000.
- 13- الحمزاوي (محمد كمال خليل)، اقتصاديات الائتمان المصرفي، منشأة المعارف، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2000.
- 14- الحناوي (محمد صالح) ، مصطفى (نهال فريد) والعبد (جلال إبراهيم)، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.

- 15- الحناوي (محمد صالح) ، مصطفى (نهال فريد) والصفيفي (سيد)، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، 2007.
- 16- حنفي (عبد الغفار)، الإدارة المالية - مدخل اتخاذ القرارات-، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2007.
- 17- حنفي (عبد الغفار) وقرياقص (رسمية زكي)، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 18- خصاولة (محمد قاسم)، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، عمان، الطبعة الأولى، 2011.
- 19- دوسينبيري (جميس إس) وألبير (روبرت زد)، ترجمة السيد (أحمد عبد الخالق)، النقود والبنوك والاقتصاد، دار المريخ، الرياض، 2002.
- 20- الرشيد (عبد المعطي رضا) وآخرون، إدارة الائتمان، دار وائل للطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 1999.
- 21- الزاوي (حكمت)، البعد المحاسبي لجدوى وتقييم المشاريع الاستثمارية، مكتبة الفلاح، الكويت، 2000.
- 22- الزبيدي (حمزة محمود)، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2004.
- 23- الزبيدي (حمزة محمود)، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2008.
- 24- سالم (أحمد تمام محمد)، تقييم المشاريع الاستثمارية غير المؤكدة، جامعة الأزهر، بدون ذكر سنة النشر.
- 25- السيد (علي عبد المنعم) والعيسى (نزار سعد الدين)، النقود البنوك والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2004.
- 26- صبح (محمود)، الإدارة المالية الطويلة الأجل، البيان للطباعة والنشر، القاهرة، 2000.
- 27- طنيب (محمد) وعبيدات (محمد)، الإدارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009.
- 28- العامري (محمد علي إبراهيم)، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2007.
- 29- العامري (محمد علي إبراهيم)، الإدارة المالية المتقدمة، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2010.
- 30- العامري (محمد علي إبراهيم)، محاسبة التضخم بين النظرية والتطبيق، جامعة البصرة، البصرة، الطبعة الأولى، 2006.

- 31- عبد الرحيم (عاطف جابر طه)، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- 32- عبد العزيز (سمير محمد)، الاقتصاد الإداري، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1991.
- 33- عبد اللطيف (عبد الحميد)، البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 34- عبد الهادي (محمد سعيد)، الإدارة المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2008.
- 35- عبد ربه إبراهيم علي إبراهيم، رياضيات التمويل والاستثمار، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- 36- عثمان (سعيد عبد العزيز)، دراسات جدوى المشروعات، بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 37- عثمان (سعيد عبد العزيز)، دراسات جدوى المشروعات ومشروعات B.O.T بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 38- عجمية (محمد عبد العزيز) وناصر (إيمان عطية)، التنمية الاقتصادية - دراسات نظرية وتطبيقية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 39- مفلح (محمد عقل)، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009.
- 40- عمر (حسبن)، التنمية والتخطيط الاقتصادي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994.
- 41- العيساوي (كاظم جاسم)، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات تحليل نظري وتطبيقي، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2000.
- 42- فاهيد (لطفى)، دعم القرارات لإدارة العمليات وبحوث العمليات، دار المريخ، الرياض، 2007.
- 43- القزوين (شاكر)، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1989.
- 44- كامل (أسامة) وحامد (عبد الغني)، مبادئ في المالية (شركات الأموال)، مؤسسة لورد العالمية للشؤون الجامعية، البحرين، 2006.
- 45- كانافوس (جورج) وميلر (دون) ترجمة سلطان (محمد عبد الحميد)، الإحصاء للتجارين - مدخل حديث-، دار المريخ للنشر، الرياض، 2004.
- 46- كلجيان (هاري) وأونس (والاس) ترجمة المرسي (السيد حجازي عبد القادر محمد عطية)، مقدمة في الاقتصاد القياسي - المبادئ والتطبيقات، جامعة الملك سعود، الرياض، الطبعة الأولى، 2001.
- 47- لطرش (الطاهر)، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.

- 48-طرش (الطاهر)، تقنيات البنوك: دراسة طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع الإشارة إلى التجربة الجزائرية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2004.
- 49-المحروق (ماهر حسن) ومقابله (إيهاب)، المشروعات الصغيرة والمتوسطة أهميتها ومعوقاتهما، مركز المنشآت الصغيرة والمتوسطة، عمان، 2006.
- 50-مطاوع (سعد عبد الحميد)، الإدارة المالية-مدخل حديث-، بدون ذكر دار النشر ولا سنة النشر.
- 51-مطر (محمد)، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الرابعة، 2006.
- 52-مطر (محمد)، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات الكمية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 1999.
- 53-مكيد (علي)، الاقتصاد القياسي- دروس ومسائل محلولة، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2007.
- 54-الميداني (محمد أيمن عزت)، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الرياض، الطبعة الثالثة، 1999.
- 55-النجار (فريد)، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004.
- 56-نصير (نعيم)، الأساليب الكمية وبحوث عمليات في الإدارة، جامعة اليرموك، عمان، 2004.
- 57-النعمي (عدنان تايه)، الإدارة المالية بين النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 2000.
- 58-النعمي (عدنان تايه) وآخرون، الإدارة المالية، النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الثانية، 2008.
- 59-النعمي (عدنان تايه) وآخرون، الإدارة المالية، النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الثالثة، 2009.
- 60-النعمي (عدنان تايه) والتميمي (أرشد فؤاد)، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009.
- 61-النعمي (عدنان تايه) والخرشه (ياسين كاتب)، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان، 2007.
- 62-نور (أحمد)، المحاسبة الإدارية، دار النهضة العربية، بيروت، 2000.

II- المقالات

- 1- حامد (رائد عبد القادر)، الفخري (نعمه عبد الله) وذكاء (يوسف عزيز)، تعددين بيانات مشتركي خدمة الانترنت باستخدام المنطق المضرب والدالة التمييزية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، جامعة الموصل، العدد 19، 2011.
- 2- دادن (عبد الوهاب)، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي -الإسهامات النظرية الأساسية-، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 4، 2006.
- 3- دادن (عبد الوهاب)، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 7، 2009.
- 4- الدغيم (عبد العزيز)، ماهر (الأمين) وإيمان (انجرو)، التحليل الائتماني ودوره في ترشيد عمليات الإقراض المصرفي بالتطبيق على المصرف الصناعي السوري، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية ، العدد رقم 3، 2006.
- 5- زرقون (محمد)، "أثر الائتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 8، 2010.
- 6- سوبسي (هوارى)، "أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 5، 2007.
- 7- شلاش (سليمان)، البقوم (علي) والعون (سالم)، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال -حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة 1997-2001-، مجلة المنارة، جامعة آل البيت، الأردن، المجلد 14، العدد 1، 2008.
- 8- صالحى (صالح)، أساليب تنمية المشروعات المصغرة والصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد الجزائري، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، العدد 03، 2004.
- 9- مالك (الحافظ م م)، أثر كلفة التمويل على التشكيلة التمويلية، مجلة المنصور، كلية المنصور الجامعة، بغداد، العدد 12، 2009.
- 10- هاشم (حسن حسين)، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، بغداد، العدد 17، 2008.

III- المذكرات وأطروحات الدكتوراه

مذكرات الماجستير

- 1- الأغا (يسام محمد)، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة بفلسطين، رسالة ماجستير، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2005.
- 2- بدروني (عبسى) ، محددات توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة -دراسة حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية والمالية، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2010.
- 3- برجى (شهرزاد)، إشكالية استغلال مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير، تخصص مالية دولية، مدرسة الدكتوراه التسيير الدولي للمؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012.
- 4- بن الضب (على)، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير، قسم علوم التسيير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.
- 5- بن مسعود (نصر الدين)، دراسة وتقييم المشاريع الاستثمارية، مع دراسة حالة شركة الإسمنت بيني صاف، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2010.
- 6- خطيب (نهال)، تكلفة الانتماء المصرفي وقياس مخاطر بالتطبيق على أحد المصارف التجارية السورية، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة حلب، 2004.
- 7- رجال (نصر)، محاولة تشخيص ظاهرة التهرب الضريبي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير، تخصص تسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، قسم العلوم الاقتصادية، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2007.
- 8- سعودي (بلقاسم)، اختيار المشاريع الاستثمارية في ظل المخاطرة، مذكرة ماجستير، فرع التنمية والتخطيط، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002.
- 9- الطيف (عبد الكريم)، واقع وآفاق تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل سياسات الإصلاحات، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003.
- 10- قوبقح (نادية)، إنشاء وتطوير المؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة الخاصة في الدول النامية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001.

أطروحات الدكتوراه

- 1- برحومة (عبد الحميد)، محددات الاستثمار وأدوات مراقبتها، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، فرع اقتصاد، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007.
- 2- حميدي (يوسف)، مستقبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في ظل العولمة، أطروحة دكتوراه، فرع التحليل الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2009.
- 3- دادن (عبد الوهاب)، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية-، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، 2008.
- 4- العايب (ياسين)، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، فرع الاقتصاد المالي، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011.
- 5- قريشي (يوسف)، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005.
- 6- لخلف (عثمان)، واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسبل دعمها وتنميتها - دراسة حالة الجزائر-، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004.

IV- الملتقيات

- 1- بريش (السعيد)، "التمويل التاجيري كبديل لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006.
- 2- بوداح (عبد الجليل)، "بدائل التمويل الخارجي في المشروعات الصغيرة والمتوسطة"، الدورة التدريبية حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، سطيف، 2003.

- 3- جبار (محموظ)، "المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشاكل تمويلها"، ملتقى دولي حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف، 25-28 ماي 2003.
- 4- رحيم (حسين)، "ترقية شبكة دعم الصناعات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: نظام المحاضن"، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، جامعة عمار تليجي، الأغواط، 8-9 أبريل 2002.
- 5- زغيب (شهرزاد) وعيساوي (إيلي)، "المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر واقع وآفاق"، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عمار تليجي، الأغواط، 08-09 أبريل 2002.
- 6- سليمان (ناصر) وعواطف (محسن)، "تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالصيغ المصرفية الإسلامية"، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، 23-24 فيفري 2011.
- 7- ضحاك (نجية)، "المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين الأمس واليوم، آفاق تجربة الجزائر"، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 17-18 أبريل 2006.
- 8- قدي (عبد المجيد) وودان (عبد الوهاب)، "محاولة تقييم برامج وسياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائري"، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006.
- 9- كتوش (عاشور) وطرشي (محمد)، "تنمية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، الملتقى الدولي الأول حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 17-18 أبريل 2006.

V- النصوص التشريعية والتنظيمية

- 1- القانون رقم 18/02 المؤرخ في 27 رمضان 1422 الموافق 12 ديسمبر 2002، يتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المادة رقم 4.
- 2- المرسوم 03/01، الصادر في 26 سبتمبر 2001، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد: 55.
- 3- المرسوم التنفيذي رقم 94-211، المؤرخ في 18 جويلية 1994، الجريدة الرسمية، العدد 42.

4- المرسوم التنفيذي رقم 03-78 المؤرخ في 25 فيفري 2003 المتعلق بالقانون الأساسي لمشاتل المؤسسات، المادة رقم 2، الجريدة الرسمية، العدد 13.

VI- الجرائد

1- بوكروح عبد الوهاب، "تهرب ضريبي بـ 21 مليار في 2009"، جريدة الشروق اليومية، العدد 2820 ، الصادرة في 2010/01/13.

VII- التقارير

1- المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، مشروع تقرير: من أجل سياسة لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الدورة العامة العشرون، 2002.

VIII- مواقع الأنترنت

- 1- الموقع الإلكتروني الرسمي للوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب: www.ansej.org.dz (تم الاطلاع يوم 23 ديسمبر 2012).
- 2- منشورات الوكالة بعنوان أنساج، التحميل من الموقع الإلكتروني الرسمي: www.ansej.org.dz (تم التحميل يوم 13 ديسمبر 2012).
- 3- الموقع الرسمي للوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر: www.angem.dz، (تم الاطلاع يوم 26 ديسمبر 2013).
- 4- الموقع الإلكتروني الرسمي للشركة العربية للإيجار المالي www.arableasing-dz.com (تم الاطلاع عليه يوم 13 فيفري 2012).
- 5- الموقع الإلكتروني الرسمي لصندوق ضمان قروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة www.fgar.dz (تم الاطلاع عليه يوم 23 ديسمبر 2012).

I- Les ouvrages

- 1- Abol (Ardalan), **Economic and Financial analysis for engineering and project management**, Technomic Publications, New Holland, 1993.
- 2- Allen (Franklin) and Michaely (Roni), **Payout Policy**, Handbook of the Economics of Finance, Part 1, 2003.
- 3- Allen (F) and Michaely (R), **Payout Policy: Handbook of the Economics of Finance**, Elsevier North Holland, Volume 1, 2003.
- 4- Blerman (H) and Smidt (S), **the Capital Budgeting Secession**, New York Macmillan Publishing Co, Inc, 2006.
- 5- Bodie (Zvi) et Merton (Robert), **Finance**, Distribution Nouveaux Horizons, Paris, 2ème Edition, 2011.
- 6- Brealey (Richard A), Myers (Stewart C) and Marcus (Alan J), **Fundamentals of Corporate Finance**, McGraw-Hill Primis Companies, Inc, Boston, Third Edition, 2001
- 7- . Brealey (Richard A), Myers (Stewart C) et Laroche (Pierre), **Principes de Gestion Financière des Société**, McGraw-Hill Editeurs, Saint-Laurent(Québec), 2eme édition, 1992.
- 8- Chatterjee (Samprit) and Hadi (Ali S), **Regression Analysis by Example**, John Wiley & Sons Inc Publication, New Jersey, Fourth Edition, 2006.
- 9- Chrissos (Jacques) et Gillet (Roland), **Décision d'investissement**, Dareios & Pearson Education, 3ème Edition, Paris, 2012.
- 10- Cobbaut (Robert), **Théorie financière**, Economica, Paris, 1997.
- 11- Cohen (Elie), **Gestion financière de l'entreprise et développement financier**, Edition UREF, Paris. 1991.
- 12- Conso (Pierre), **La gestion financière de l'entreprise**, Dunod, Paris, Tome 2, 1974.
- 13- Constantinides (George M), Harris (Milton) and Stulz (René M), **Corporate Finance**, Elsevier, Amsterdam, volume 1, 2003.
- 14- Correia (da Silva Luis), Goergan (Marc) and Renneboog (Luc), **Dividend Policy and Corporate Governance**, Oxford University Press, New York, 2004.
- 15- Damodaran (Aswath), **Finance d'entreprise : Théorie et pratique**, Nouveau Horizon, Belgique, 2 ème édition, 2007.

- 16- Defusco (Richard A) and all, **Quantitative Investment Analysis**, John Wiley & Sons, Inc, Second Edition, USA, 2007.
- 17- Dietrich (Martin) and Fitzgerald (Scott), **A discriminant Analysis of Corporate Debt-Equity Decision**, Financial Management, 1974.
- 18- Dodge (Yadolah) et Rousson (Valentin), **Analyse de régression appliquée**, Dunod, Paris, 2éme édition, 2004.
- 19- Ehrhardt (Michael C) and Brigham (Eugene F), **Corporate Finance A Focused Approach**, South-Western College Pub, Cincinnati (USA), 5 Edition, 2013.
- 20- Faber (André) et all, **Finance**, Collection synthex, France, 2004.
- 21- Frank (Murray Z) and Goyal (Vidhan K), **Tradeoff and Pecking Order Theory of Debt**, Handbook in Finance Series, Vol. 7, 2005.
- 22- Frankfurter (George M) and Wood (Bob G), **Dividend Policy, Theory & Practice**, Academic Press, San Diego (USA), 2003.
- 23- Gremillet (Alian) et Lefebvre (Christin), **Endettement de l'entreprise politique et gestion**, édition d'organisation, Paris, 1978.
- 24- Kent (Baker H), **Dividends and Dividend Policy**, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, 2009.
- 25- Kidwell (David S) and Peterson (Richard L), **Financial Institutions, Markets, And Money**, The Dryden Press, Hinsdale, Illinois, 1981.
- 26- Guedj (Norbert), **Finance d'entreprise, les règles des jeux**, Edition d'organisation, 2éme édition, Paris, 2004.
- 27- Ogden (Joseph P), Jen (Frank C) and O'Connor (Philip F), **Advanced Corporate Finance: Policies and Strategies**, Upper Saddle River, New Jersey, 2003.
- 28- Petit (Justin), **Strategic Corporate Finance -Applications in Valuation and Capital Structure-**, John Wiley & Sons incorporated, New Jersey, 2007.
- 29- Pike (Richard) and Neale (Bill), **Corporate Finance and Investment**, Decisions & Strategies, Pearson Education, London, Fifth Edition, 2006.
- 30- Ross (Geddes H), **An Introduction to Corporate Finance: Transaction and Techniaues**, John Wiley& Sons LTD, England, Second Edition, 2006.
- 31- Sease (Douglas) and Prestbo (John), **Barrons's Guide to Making Investment Decisions**, Library of Congress Cataloging in Publication Data, New York, 1999.
- 32- Zane (Swanson), Bin (Srinidhi) and Ananth (Seetharaman), **the Capital Structure Paradigm: Evolution of Debt/Equity Choices**, Praeger, London, 2003.
- 33- Teulié (Jacques) et Topsacalian (Patric), **Finance**, Librairie Vuibert, Paris, 1994.

- 34- Tracy (John A), **The Fast Forward MBA in Finance**, John Wiley&Sons, Inc, New York, Second Edition, 2002.
- 35- Traverdet (Popiolek Nathalie), **Guide du Choix d'investissement**, Edition d'organisation, Paris, 2006.
- 36- Vernimmen (Pierre), **Finance d'entreprise**, Dalloz, Paris, 3^{ème} Edition, 1998.
- 37- Vernimmen (Pierre), **Finance d'entreprise**, Dalloz, Paris, 7^{ème} édition, 2009.
- 38- Watson (Denzil) and Head (Antony), **Corporate Finance: Principles & Practice**, Pearson Education, England, Fourth Edition, 2007.
- 39- Yan (Xin) and Gang (Su Xiao), **Linear Regression Analysis Theory and Computing**, World Scientific Publishing Co Pte Ltd, Singapore, 2009.

II- Les articles

- 1- A Petersen (Mitchell) and Rajan (Raghuram G), ***“Trade credit: theories and evidence”***, NBER working paper, 1996.
- 2- Agrawal (Anup) and Jayaraman (N), ***“The dividend policies of all-equity firms: A direct test of the free cash flow theory”***, Managerial and decision Economics, John Wiley & Sons, Ltd, Vol.15, No.2, 1994.
- 3- Agrawal (Anup) and Nagarajan (Nandu J), ***“Corporate Capital Structure, Agency Costs, and Ownership Control: The Case of All-Equity Firms”***, The Journal of Finance, The American Finance Association, Vol. 45, No. 4, 1990.
- 4- Aivazian (L), Booth (V), Demirguc-Kunt (A) and Maksimovic (V), ***“Capital structure in developing countries”***, The Journal of Finance, The American Finance Association, Vol.56, 2001.
- 5- Alrashidi (Abdulaziz) and Baakeel (Omar), ***“The Impact of Operational Risk Management on the Financial Development and Economic Growth: A Case Study of Saudi SME Companies”***, European Journal of Business and Management, The International Istitut for Science, Technology and Education (IISTE), Vol 4, No.5, 2012.
- 6- Abimbola (A), ***“cross-sectional test of pecking order hypothesis against static trade-off theory on UK data”***, 2002, [en ligne], disponible sur World Wide Web: <http://ssrn.com/abstract=302827>, date de telechargement 29/11/2013.
- 7- Balakrishnan (S) and Fox (I), ***“Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure”***, Strategic Management Journal, Strategic Management Society (SMS), Vol.14 No.1, 1993.

- 8- Barclay (Michael J), Smith (Clifford W) and Watts (Ross L), "***The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies***", Journal of Applied Corporate Finance, A Morgan Stanley Publications, Vol. 7, No.4, 1986.
- 9- Bhattacharya (Sudipto), "***Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy***", Bell Journal of Economics, The RAND Corporation, Vol. 10, No.1, 1979.
- 10- Bawa (Sumninder Kaur) and Prabhjot (Kaur), "***Empirical Validity of Dividend Policy Models in the Indian Manufacturing MSMEs***", EXCEL International Journal of Multidisciplinary Management Studies, ZENITH International Research & Academic Foundation (ZIRAF) India, Vol.2, No.1, 2012.
- 11- Beck (T), Demirgüç-Kunt (A), Laeven (L) and Maksimovic (V), "***The Determinants of Financing Obstacles***", Journal of International Money and Finance, Elsevier BV, Amsterdam, Vol. 25, 2006.
- 12- Becker (Jack), "***General Proof of Modigliani-Miller Propositions I and II using Parameter- Preference Theory***", The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Cambridge University Press, Vol. 13, No.1, 1978.
- 13- Ben Amor (Atiyet), "***The Pecking Order Theory and the Static Trade Off Theory: Comparison of the Alternative Explanatory Power in French Firms***", Journal of Business Studies Quarterly, Gale Cengage Learning, Michigan (USA), Vol. 4, No. 1, 2012.
- 14- Bernanke (S) and Gertler (M), "***Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission***", Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, Vol. 9, 1995.
- 15- Bernanke (S) and Gertler (M), "***Agency Cost, Net Worth and Business Fluctuation***", American Economics Reviews, American Economic Association, Vol. 87, 1989.
- 16- Bernanke (S) and Gertler (M), "***Liquidity Effects, Monetary Police and the Business Cycle***", Review of Economics and Statistics, MIT Press Journals, Cambridge, Vol. 78, 1996.
- 17- Bhaduri (S N), "***Determinants of capital structure choice: a study of the Indian corporate sector***", Applied Financial Economics, Taylors & Francis Group, New York, Vol.12, No.9, 2002.
- 18- Biernacki (Christophe) and Julien (Jacques), "***Analyse discriminante généralisée : cas des données binaires avec modèle des classes latentes***", work paper.

- 19- Bourdieu (J) and Colin-Sedillot (B), “*Structure du capital et coûts d’information : le cas des entreprises françaises à la fin des années 80*”, Économie et Statistique, Institut national de la statistique et des études économiques, France, 1993.
- 20- Boussaa (Najet), “*denaruralistion de la PME et apport de la théorie financière moderne: une application économétrique sur données panel*”, Édition universitaire de Paris-x-Nanterre, 2000.
- 21- Bratkowski (Andrzej), Grosfeld (Irena) and Rostowski (Jacek), “*Investment in De Novo Private Firms: Empirical Results from the Czech Republic, Hungary and Poland*”, Working Paper 236 in CASE Foundation Warsaw, 1999.
- 22- Brau (James C) and Carpenter (J Troy), “*Small-Firm Uniqueness and Signalling Theory*”, Journal of Business, The University of Chicago Press, Vol.1, No.1 2012.
- 23- Brinckmann (J Salomo S) and Gemuenden (H), “*Financial Management Competence of Founding Teams and Growth of New Technology-Based Firms*”, Entrepreneurship Theory and Practice, Wiley Online Library, Vol.35, 2011.
- 24- Brown (J), Fazzari (S) and Peterson (B), “*Financing Innovation and Growth: Cash flow, External Equity and the 1990s R&D Boom*”, Journal of Finance, The American Finance Association, 2009.
- 25- Carpentier (C) and Suret (JM), “*Stratégies de financement des entreprises françaises : une analyse empirique*”, Série Scientifique, Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations, Montréal, No.09, 1999.
- 26- Cleary S, “*The Relationship Between Firm Investment and Financial Status*”, Journal of Finance, The American Finance Association, Vol. 54, 1999.
- 27- De Jong A and Van Dijk R, “*Determinants of leverage and agency problems*”, Working Paper, Tilburg University, Centre for Economic Research, 1998.
- 28- Desbois (Dominique), “*Une introduction à l’analyse discriminante avec SPSS pour Windows*”, La revue modulad, L’institut national de recherche en informatique et en automatique, Beijing, N.30, 2003.
- 29- Devereux (M) and Schiantarelli (F), “*Investment, Financial Factors, and Cash Flow: Evidence from U.K. Panel Data, in Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*”, (editor) Hubbard, R., University of Chicago Press, 1990.
- 30- Dormard (Serge), “*Arbitrages et endettement de la firme: Une généralisation*”, Revue économique, Ecole des hautes études, des facultés de droit et de lettres, Paris, Vol. 26, No. 4, 1975.

- 31- Easterbrook (Frank H), "***Two Agency-Cost Explanations of Dividends***", American Economic Review, American Economic Association, Vol. 74, No.4, 1984.
- 32- Eisner (R), "***Investment: Fact and Fancy***", American Economic Review, American Economic Association, Vol. 53, 1963.
- 33- El-Ansary (Osama) and Gomaa (Tasneem), "***the Life Cycle Theory of Dividends: Evidence from Egypt***", International Research Journal of Finance and Economics, No.97, 2012.
- 34- Elton (Edwin J) and Gruber (Martin J), "***Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect***", Review of Economics and Statistics, MIT Press Journals, Cambridge, Vol.52, No .1, 1970.
- 35- Evans (D) and Jovanovic (B), "***An Estimated model of Entrepreneurial Choice under Liquidity Constraints***", Journal of Political Economics, The University of Chicago Press Journals, Vol. 97, 1989.
- 36- Ezzell (John R) and Rubiales (Carlos), "***An Empirical Analysis of the Determinants of Stock Splits***", Financial Review, Vol. 10, No. 1, 1975.
- 37- Fagiolo G and Luzzi A, "***Do Liquidity Constraints Matter in Explaining Firm Size and Growth? Some Evidence from the Italian Manufacturing Industry***", Industrial and Corporate Change, Oxford Journals, Vol. 15, 2006.
- 38- Fama (Eugene F) and French (Kenneth R), "***The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence***", Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, Vol.18, No.3, 2004.
- 39- Fama (Eugene F), Fisher (Lawrence), Jensen (Michael C) and Roll (Richard), "***The Adjustment of Stock Prices to New Information***", International Economic Review, Wiley Online Library, Vol. 10, No. 1, 1969.
- 40- Fama (Eugene F) and Babiak (Harvey), "***Dividend Policy: An Empirical Analysis***", Journal of the American Statistical Association, The American Statistical Association, Vol. 63, No.324, 1968.
- 41- Fama (Eugene F) and French (Keneth), "***Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?***", Journal of Applied Corporate Finance, A Morgan Stanley Publications, Vol. 14, No.1, 2001.
- 42- Farrar (Donald E) and Selwyn (Lee L), "***Taxes, Corporation Financial Policy and Return to Investor***", National Tax Journal, the National Tax Association, Washington DC, Vol. 20, No. 4, 1967.

- 43- Fazzari (S), Hubbard (G) and Peterson (B), "***Financing Constraints and Corporate Investment***", Brookings Papers on Economics Activity, Washington DC, Vol. 1, 1988.
- 44- Fazzari (S) and Peterson (B), "***Working Capital and Fixed Investment: New Evidence on Financing Constraints***", Rand Journal of Economics, Rand Corporation, California, Vol. 24, 1993.
- 45- Fuss (C) and Vermeulen (P), "***Firm's Investment Decisions in response to Demand and Price Uncertainty***", Working Paper Series, European Central Bank, 37, 2004.
- 46- Gaud (Philippe) et Jani (Elion), "***Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : une étude empirique***", Rapport, 2002.
- 47- Geoffrey Mills T, "***The Impact of Inflation on Capital Budgeting and Working Capital***", Journal Of Financial And Strategic Decisions, Study Finance, Vol.9, No.1, 1996.
- 48- Ghosh (Ghosh S S), "***Impact of Liquidity Constraint on Firms Investment***", Economia Internazionale, Camera di Commercio, Genova, Vol.54, 2006.
- 49- Gilchrist (S), Himmelberg © and Huberman (G), "***Do Stock Price Bubbles Influence Corporate Investment?***", Journal of Monetary Economics, Elsevier, Amsterdam, Vol. 52, 2005.
- 50- Gordon (Donaldson), "***New Framework For Corporate Debt Policy***", Harvard Business Review, Harvard Business School, 1962.
- 51- Gordon (Myron J), "***The Saving Investment and Valuation of a Corporation***", The Review of Economics and Statistics, MIT Press Journals, Cambridge, Vol.44, No 1, 196.
- 52- Gordon (M J), "***Dividends, Earnings, and Stock Prices***", The Review of Economics and Statistics, MIT Press Journals, Cambridge, Vol. 41, No. 2, Part 1, 1959.
- 53- Gordon (Myron J), "***Optimal Investment and Financing Policy***", The Journal of Finance, The American Finance Association, Vol. 18, No. 1, 1963.
- 54- Gottardi (Piero), "***An Analysis of the Conditions for the Validity of Modigliani-Miller Theorem with Incomplete Markets***", Economic Theory, Springer Berlin Heidelberg, Vol. 5, No. 2, 1995.
- 55- Grinblatt (Mark), Masulis (Ronald W) and Titman (Sheridan), "***The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends***", Journal of Financial Economics, Simon School of Business, Rochester, New York, Vol. 13, No. 4, 1984.

- 56- Grullon (Gustavo) and Michaely (Roni), “*Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis*”, The Journal of Finance, The American Finance Association, Vol. 57, No.4, 2002.
- 57- Grullon (Gustavo), Michaely (Roni) and Swaminthan (Bhaskaran), “*Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?*”, Journal of Business, The University of Chicago Press, Vol. 75, No.3, 2002.
- 58- Gupta (Manak), “*The effect of size growth and industry on financial structure of manufacturing companies*”, The Journal of Finance, The American Finance Association, No.24, 1969.
- 59- Hall (R) and Jorgenson (D), “*Tax Policy and Investment Behaviour*”, American Economic Review, American Economic Association, Vol. 58, 1967.
- 60- Hangyong (Lee), “*The Impact of Uncertainty on Investment: Empirical Evidence from Manufacturing in Korea*”, Korea development Institute, 2005.
- 61- Harris (M) and Raviv (A), “*Capital structure and the information role of debt*”, The Journal of finance, The American Finance Association, Vol.45, No.2, 1991.
- 62- Heins (James A) and Sprenkle (Case M), “*A Comment on the Modigliani-Miller Cost of Capital Thesis*”, The American Economic Review, American Economic Association, Vol. 59, No. 4, 1969, pp: 590-592.
- 63- Hellwig (Martin F), “*Bankruptcy, Limited Liability, and the Modigliani-Miller Theorem*”, The American Economic Review, American Economic Association, Vol. 71, No. 1, 1981.
- 64- Kashyap (Hoshi T A) and Scharfstein (D), “*Corporate Structure Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Panel Data*”, Quarterly Journal of Economics, Oxford Univesity Press, Vol. 106, 1991.
- 65- Hsu (Kuang-Hua) and Hsu (Ching-Yu), “*Capital Structure And Financing Decision – Evidence From the Four Asian Tigers and Japan*”, African Journal of Business Management, Academic Journals, Sapele, Nigeria, Vol. 5, No. 15, 2011.
- 66- Huang (G) and Song (F M), “*The determinants of capital structure: Evidence from China*”, China Economic Review, Hing Kong Covering Business, Finance and Economic, China, 17, 2006.
- 67- Jensen (Michael C), “*Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*”, American Economic Review, American Economic Association, Vol. 76, No.2, 1986, pp: 323-329.

- 68- Johnson (S A), "*An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure*", European Economic Review, Elsevier, Amsterdam, No.44, 1997, p. 281-304.
- 69- Jorgenson (D), "*Econometric Studies of Investment Behaviour: A Survey*", Journal of Economics Literature, American Economic Association, Vol. 9, 1971, pp: 1111-1146.
- 70- Junlu (M), Zeguang (L) and Qunyong (W), "*Financial Constraints, Agency Cost and Firm's Investment behavior: Evidence from Listed Companies of China*", Frontiers of Economics in China, Brill, Leiden, Netherlands, Vol. 4, 2009, pp: 384-405.
- 71- Kalay (Ayner), "*Signaling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends*", The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Cambridge University Press, Vol. 15, No. 4, 1980, pp. 855-869.
- 72- Kaplan (S) and Zingales (L), "*Investment Cash-flow Sensitivities are not Valid Measures of Financing Constraints*", Quarterly Journal of Economics, Oxford University Press, Vol. 115, 2000, pp: 707-712.
- 73- Kaufmann (S) and Valderrama (T), "*Bank Lending in Germany and the U.K.: Are There Differences Between a Bank-Based and a Market-Based Country?*", International Journal of Finance and Economics, Wiley Online Library, Vol. 13, 2008, pp: 266-279.
- 74- Kochhar (Rahul), "*Explaining Firm Capital Structure: The Role of Agency Theory vs. Transaction Cost Economics*", Strategic Management Journal, Strategic Management Society (SMS), Vol. 17, No. 9, 1996.
- 75- Kremp (E), Stoss (E) et Gerdesmeier (D), "*Estimation d'une fonction d'endettement. Résultats à partir de panels d'entreprises françaises et allemandes, in Modes de financement des entreprises allemandes et françaises*", Projet de recherche commun de la Deutsche Bundesbank et de la Banque de France, 1999.
- 76- Kunc (M) and Bandahari (R), "*Strategic Development Processes During Economic and Financial Crisis*", Management Decision, Emerland Group, Bingley, United Kingdom, Vol. 49, 2011.
- 77- Landstom (Hans), "*Agency Theory and Ditz A Applications to Small Firms: Evidence From the Swedish Venture Capital Markets*", The Journal of Small Business Finance, Research Bible, Vol. 3, No. 2, 1993.
- 78- Lasfer (M A), "*Taxes and dividends: the UK evidence*", Journal of Banking & Finance, Elsevier, Amsterdam, Vol.20, No.3, 1996.

- 79- Laux (P), Straks (L T) and Yoon (P S), "***The relative importance of competition and contagion in intra-industry information transfers: An investigation of dividend announcements***", Financial Management, Financial Management Association International, University of South Florida, Vol.27, No.3, 1998..
- 80- Leland (Hayne E), "***Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure***", The Journal of Finance, The American Finance Association, Vol. 53, No. 4, 1998.
- 81- Levin (Richard I) and Travis (Virginia R), "***Small company financing: What the books don't say***", Harvard Business Review, Harvard Business School, 1987.
- 82- Lewellen (Wilbur G), Stanley (Kenneth L), Lease (Ronald C) and Schlarbaum (Gary G), "***Some Direct Evidence on the Dividend Clientele Phenomenon***", The Journal of Finance, The American Finance Association, Vol. 33, No.5, 1978.
- 83- Lintner (John), "***Distribution of Income of Corporation Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes***", American Economic Review, American Economic Association, Vol. 45, No.2, 1956.
- 84- Lintner (John), "***Dividends, Earning, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations***", Review of Economics and Statistics, MIT Press Journals, Cambridge, Vol. 44, No. 3, 1962.
- 85- Lord Frederic, "***An Empirical Study of the Normality and Independence of Errors of Measurement in Test Scores***", Psychometrika, Springer Link, Vol.25, No.1, 1960.
- 86- McNichols (Maureen) and Dravid (Ajay), "***Stock Dividends, Stock Splits, and Signalling***", The Journal of Finance, The American Finance Association, Vol. 45, No. 3, 1990.
- 87- Merton (Robert C), "***A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information***", The Journal of Finance, The American Finance Association, Vol. 42, No.3, 1987.
- 88- Miller (Merton H) and Modigliani (Franco), "***Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares***", The Journal of Business, The University of Chicago Press, Vol. 34, No. 4, 1961.
- 89- Modigliani (Franco) and Miller (Merton H), "***The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment***", The American Economic Review, American Economic Association, Vol. 48, No. 3, 1958.
- 90- Modigliani (Franco) and Miller (Merton H), "***Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction***", The American Economic Review, American Economic Association, Vol. 53, No. 3. 1963.

- 91- Mookerjee (R), "*An empirical investigation of corporate dividend pay-out behavior in an emerging market*", Applied Financial Economics, Taylors & Francis Group, New York, No.2, 1992.
- 92- Morgan (Jeuan) and Saint-Pierre (Jacques), "*Dividend and Investment Decisions of Canadian Firms*", The Canadian Journal of Economics, The Journal of The Canadian Economics Association, Vol. 11, No. 1, 1978.
- 93- Mueller (Dennis C), "*A Life Cycle Theory of the Firm*", Journal of Industrial Economics, Wiley One Library, Vol. 20, No.3, 1972.
- 94- Mulkay (B) and Sassenou (M), "*La hiérarchie des financements des investissements des PME*", Revue économique, Ecole des hautes études, des facultés de droit et de lettres, Paris, Vol.46, No.2, 1995.
- 95- Murphy (Frederic H), Ofer (Aharon R) and Satterthwaite (Mark A), "*Abstract--Capital Structure and the Value of the Firm*", The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Cambridge University Press, Vol. 10, No. 4, 1975.
- 96- Myers (Stewart C) and Majluf (Nicholas S), "*Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*", Journal of Financial Economics, Simon School of Business, Rochester, New York, Vol. 13, No. 2, 1984.
- 97- Narayanaswamy (C R) and Phillips (Herbert E), "*CAPM, Valuation of Firms, and Financial Leverage*", Quarterly Journal of Business and Economics, University of Nebraska-Lincoln College of Business Administration (USA), Vol. 26, No. 1, 1987.
- 98- Norhasniza (Abdullah Mohd Hasan), Zuraidah (Ahmad) and Shashazrina (Roslan), "*The Influence of Ownership Structure on the Firms Dividend Policy Based Lintner Model*", International Review of Business Research Papers, National Library of Australia, Vol. 8, No.6, 2012.
- 99- Olivier (Colot) et Mélanie (Croquet), "*Les Déterminants de la Structure Financière des Entreprises BELGES -Étude exploratoire basée sur la confrontation entre la théorie des préférences de financement hiérarchisées et la détermination d'un ratio optimal d'endettement-*", Reflets et perspectives de la vie économique, 2007.
- 100- Ondo (Jean-Cléophas) et Lachance (Marius), "*Etude comparative de la méthode de régression sur les facteurs d'une analyse des correspondances*", Rapport de recherche No R-553, Institut national de la recherche scientifique, Québec, 1999.

- 101- Parrino (Robert) and all, "***Horses and Rabbits? Trade-Off Theory and Optimal Capital Structure***", The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Cambridge University Press, Vol. 40, No. 2, 2005.
- 102- Perry (L G), Moh'd (M.A), and Rimbey (J N), "***An investigation of the dynamic relationship between agency theory and dividend policy***", The Financial Review, Wiley Online Library, Vol.30, No.2, 1995.
- 103- Peterson (M) and Rajan (R), "***The Effect of Credit Market Competition on lending Relationship***", Quarterly Journal of Economics, Oxford University Press, Vol. 40, 1995.
- 104- Pettit (Richardson R), "***Taxes, Transaction Cost and the Clientele Effect of Dividends***", Journal of Financial Economics, Simon School of Business, Rochester, New York, Vol. 5, No. 3, 1977.
- 105- Rajan and Zingales, "***What do we know about capital structure? Some evidence from international data***", Journal of finance, The American Finance Association, No.50, 1995.
- 106- Resek (Robert W), "***Multidimensional Risk and the Modigliani-Miller Hypothesis: A Reply***", The Journal of Finance, The American Finance Association, Vol. 26, No. 4, 1971.
- 107- Ross (Stephen A), "***The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach***", Bell Journal of Economics, The RAND Corporation, Vol. 8, No.1, 1977.
- 108- Sarkar (Sudipto) and Zapatero (Fernando), "***The Trade-off Model with Mean Reverting Earnings: Theory and Empirical Tests***", The Economic Journal, Willey-Blackwell for the Royal Economic Society, England, Vol. 113, No. 490, 2003.
- 109- Schnabel (Jacques A), "***Bankruptcy, Interest Tax Shields and 'Optimal' Capital Structure: A Cash Flow Formulation***", Managerial and Decision Economics, John Wiley & Sons, Ltd, Vol. 5, No. 2, 1984.
- 110- Schwartz (Eli), "***A Note on the Cost of Capital, Leverage, Dividends, and the Corporate Veil***", Southern Economic Journal, Southern Economic Association, University Richmond, USA, Vol. 31, No. 1, 1964.
- 111- Serrasqueiro (Z), Mendes (S), Nunes (PM) and da Rocha (Armada M), "***Do the investment determinants of new SMEs differ from those of existing SMEs? Empirical evidence using panel data***", Investment Analysts Journal, Investment Analysis Society of Southern Africa, Johannesburg, South Africa, No.76, 2012.

- 112- Sharpe (William F), “*Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*”, The Journal of Finance, The American Finance Association, Vol. 19, No. 3, 1964.
- 113- Shuetrim (G), Lower (P) and Morling (S), “*The determinants of corporate leverage: a panel data analysis*”, Research Discussion Paper, 9313, Reserve Bank of Australia, 1993.
- 114- Shin (Min-Shik), Kwon (Joong-Saeng) and Kim (Soo-Eun), “*R&D expenditure and dividend smoothing: Evidence from Korean small and medium sized enterprises*”, Journal of Finance and Accountancy, Academic and Business Research Institute, Florida, USA, 2010.
- 115- Stiglitz (Joseph E), “*A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem*”, The American Economic Review, American Economic Association, Vol. 59, No. 5, 1969.
- 116- Sun (J) and Nobuyoshi (Y), “*Regional Disparities and Investment-Cash Flow Sensitivity: Evidence From Chinese Listed Firms*”, Pacific Economic Review, Wiley Online Library, Vol. 14, 2009.
- 117- Thadewald (Thorson) and Buning (Helbert), “*Jarque-bera Test and its Competitors for Testing Normality –A power Comparison-*”, Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin, 2004.
- 118- Titman (Sheridan) and Wessels (Roberto), “*The Determinants of Capital Structure Choice*”, The Journal of Finance, The American Finance Association, Vol. 43, No. 1, 1988.
- 119- Vanderhoeht (Jan) et De Brabander (Koen), “*Règle d’or pour une bonne politique de financement dans votre PME*”, Federation des entreprises de Belgique, Belgique, 2005.
- 120- Vermeulen, (P), “*Business Fixed Investment: Evidence of a Financial Accelerator in Europe*”, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Oxford University Press, New York, Vol. 64, 2002.
- 121- Wald (J K), “*How firm characteristics affect capital structure: an international comparison*”, Journal of Financial Research, Wiley Online Library, Vol.22, No.2, 1999.
- 122- Walter (James E), “*Dividend policies and common stock prices*”, The Journal of Finance, The American Finance Association, Vol. 11, No.1, 1956.

- 123- Weston (Fred j), "*A Test of Cost of Capital Propositions*", Southern Economic Journal, Southern Economic Association, University Richmond, USA, Vol. 30, No.2, 1963.
- 124- Williamson (Oliver E), "*Corporate Finance and Corporate Governance*", The Journal of Finance, The American Finance Association, Vol. 43, No. 3, 1987.

III- Les mémoires et Thèses Universitaires

- 1- Bedue (A), Les déterminants de la structure financière des entreprises françaises, Thèse de doctora, Université de Paris X, Nanterre, 1997.
- 2- Ronny (Manos), Capital structure and dividend policy: Evidence from emerging markets, Thesis of doctora, Department of accounting and finance, The business school, University of Birmingham, 2001.
- 3- Simard (Roch), Structure du Capital et Management Stratégique, Mémoire présenté pour l'obtention du grade de maîtrise Msc (PMO), Université du QUÉBEC à Chicoutimi, 1991

IV- Autres

- 1- Doerig Hans Ulrich, Operational Risks in Financial Services, An Old Challenge in A New Environment, Credit Suisse Group, 2003.
- 2- Suret (Jean-Marc), Carpentier (Cécile) et L'Her (Jean-François), Le coût du capital des entreprises à base de connaissance au Canada, Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations, Montréal, 1990.
- 3- Guide fiscal des produits financiers, Direction des générales impôts, Ministère des finances, 2010
- 4- Rokatomalala (Ricco), Pratique de la Régression Linéaire multiple –Diagnostic et sélection de variables-, Université Lumière, Lyon 2, 2009.

الملحق رقم 01

(جزء من عينة الدراسة - 20 مؤسسة صغيرة ومتوسطة - الخاصة بمحددات الاستثمار - الفصل الرابع -)

n	FJ	Invest2011	DETTE	CA	CF	Dett LMT	DLMT	kd	Inves	INVEST-1	DETTE-1	CA-1	CF-1	Dett LMT-1	Kd-1
1	SARL	0,09	0,86	12,51	-0,05	0,00	0	0,00	-0,01	0,09	0,82	12,25	0,13	0,00	0,00
2	SARL	0,12	0,79	17,18	-0,31	0,00	0	0,06	0,08	0,04	0,40	14,91	-0,05	0,00	0,00
3	EURL	0,00	0,95	13,80	0,01	0,00	0	0,00	0,00	0,00	0,97	14,90	0,01	0,00	0,00
4	EURL	0,00	0,46	16,41	0,34	0,46	1	0,00	0,00	0,00	0,94	16,53	0,05	0,94	0,00
5	SARL	0,22	0,74	14,46	0,15	0,00	0	0,00	0,19	0,04	0,79	14,25	0,06	0,00	0,00
6	SARL	0,04	0,67	14,98	-0,15	0,00	0	0,00	0,03	0,01	0,01	11,76	0,01	0,00	0,00
7	SARL	0,41	0,84	16,56	0,03	0,00	0	0,00	0,00	0,41	0,86	16,61	0,01	0,00	0,00
8	SARL	0,01	0,61	17,33	0,10	0,20	1	0,03	0,00	0,01	0,50	16,85	0,11	0,27	0,02
9	SARL	0,19	0,73	16,49	-0,13	0,07	1	0,04	0,08	0,12	0,56	16,14	-0,36	0,02	0,00
10	EURL	0,21	0,71	15,33	0,26	0,00	0	0,01	0,18	0,03	0,72	14,41	0,23	0,07	0,00
11	EURL	0,00	0,87	15,65	0,09	0,00	0	0,00	0,00	0,00	0,95	15,43	0,07	0,00	0,00
12	SARL	0,72	1,18	14,92	0,17	1,04	1	0,00	0,03	0,83	1,31	13,86	-0,03	1,26	0,00
13	SARL	0,60	0,30	14,07	0,38	0,00	0	0,00	0,00	0,45	0,56	13,78	-0,03	0,00	0,00
14	SNC	0,17	0,76	16,16	0,05	0,00	0	0,00	-0,01	0,18	0,81	15,96	0,00	0,00	0,00
15	SARL	0,00	0,61	14,38	0,15	0,00	0	0,00	0,00	0,00	0,94	15,05	0,03	0,00	0,00
16	SARL	0,10	0,60	10,01	0,00	0,60	1	0,00	0,02	0,08	0,60	8,52	0,33	0,59	0,00
17	SARL	0,00	0,30	14,29	0,01	0,00	0	0,00	0,00	0,00	0,93	14,42	0,02	0,00	0,00
18	SARL	0,01	1,30	15,93	-0,99	0,00	0	0,00	0,00	0,01	0,65	15,43	-0,01	0,00	0,00
19	EURL	0,43	0,61	17,56	0,14	0,00	0	0,00	0,34	0,15	0,96	16,90	0,05	0,00	0,00
20	SARL	0,40	0,62	17,84	0,10	0,00	0	0,11	0,24	0,33	0,16	17,53	0,50	0,00	0,04

حيث:

FJ: الشكل القانوني. **invest2011**: نسبة الاستثمار سنة 2011، **DETTE**: نسبة الاستدانة الكلية سنة 2011، **CA**: رقم الأعمال سنة 2011، **CF**: التدفق النقدي الصافي سنة 2011، **Dett**: نسبة الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل سنة 2011، **DLMT**: متغيرة ثنائية البعد تأخذ القيمة 1 إذا كانت المؤسسة ديون طويلة ومتوسطة الأجل والقيمة 0 في حالة العكس، **kd**: تكلفة التمويل بالاستدانة سنة 2011، **Inves**: نسبة الفرق بين استثمار سنة 2010 وسنة 2011، **invest-1**: نسبة الاستثمار سنة 2010، **DETTE-1**: نسبة الاستدانة الكلية سنة 2010، **CA-1**: رقم الأعمال سنة 2010، **Dett LMT-1**: نسبة الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل سنة 2010، **kd-1**: تكلفة التمويل بالاستدانة سنة 2010.

الملحق رقم 02

(جزء من عينة الدراسة - 20 مؤسسة صغيرة ومتوسطة - الخاصة بمحددات الهيكلية المالية - الفصل السادس -)

n	FJ	TD	TDLM	TDCT	GA	RE	TAILLE	TD-1	TDLM-1	TDCT-1	GA-1	RE-1	TAILLE-1
1	SARL	0,86	0,00	0,86	0,09	-0,06	12,51	0,82	0,00	0,82	0,09	0,12	12,25
2	SARL	0,32	0,00	0,32	0,95	0,01	15,71	0,30	0,00	0,30	0,96	0,01	15,42
3	SARL	0,79	0,00	0,79	0,47	-0,34	17,18	0,40	0,00	0,40	0,04	-0,05	14,91
4	SARL	0,33	0,00	0,33	0,42	0,02	16,36	0,28	0,00	0,28	0,48	0,03	16,52
5	EURL	0,95	0,00	0,95	0,45	0,01	13,80	0,00	0,00	0,00	0,44	0,01	14,90
6	EURL	0,97	0,00	0,97	0,84	0,02	14,58	0,99	0,00	0,99	0,71	0,01	14,07
7	EURL	0,46	0,46	0,00	0,70	0,34	16,41	0,94	0,94	0,00	0,99	0,05	16,53
8	SARL	0,63	0,00	0,63	0,00	0,20	15,96	0,35	0,00	0,35	0,00	0,49	16,31
9	SARL	0,74	0,00	0,74	0,22	0,12	14,46	0,79	0,00	0,79	0,02	0,06	14,25
10	SARL	0,01	0,00	0,01	0,48	0,02	14,52	0,11	0,00	0,11	0,23	0,28	16,51
11	SARL	0,67	0,00	0,67	0,04	-0,15	14,98	0,01	0,00	0,01	0,01	0,01	11,76
12	EURL	0,06	0,00	0,06	0,00	0,11	16,73	0,03	0,00	0,03	0,01	-0,04	16,45
13	SARL	0,84	0,00	0,84	0,70	0,03	16,56	0,86	0,00	0,86	0,69	0,00	16,61
14	EURL	2,19	0,64	1,54	0,66	-0,44	14,75	1,64	0,90	0,74	0,92	-0,23	14,10
15	SARL	0,61	0,20	0,41	0,21	0,10	17,33	0,50	0,27	0,23	0,30	0,11	16,85
16	SARL	0,53	0,00	0,53	0,00	0,19	14,46	0,49	0,00	0,49	0,00	0,13	14,48
17	SARL	0,73	0,07	0,66	0,62	-0,15	16,49	0,56	0,02	0,54	0,16	-0,37	16,14
18	SARL	0,58	0,00	0,58	0,01	0,17	16,24	0,52	0,00	0,52	0,43	0,17	14,03
19	EURL	0,71	0,00	0,71	0,75	0,25	15,33	0,72	0,07	0,64	0,03	0,22	14,41
20	EURL	0,69	0,07	0,62	0,31	0,16	20,26	0,84	0,34	0,50	0,54	0,01	17,10

حيث:

FJ: الشكل القانوني، **TD**: نسبة الاستدانة الكلية سنة 2011، **TDLM**: نسبة المؤسسة سنة 2011، **TDCT-1**: نسبة المؤسسة سنة 2010، **RE**: نسبة المرودية سنة 2011، **TAILLE**: حجم المؤسسة سنة 2011، **RE-1**: نسبة المرودية سنة 2010، **GA-1**: نسبة الضمانات سنة 2010، **GA**: نسبة الضمانات سنة 2010، **TDCT-1**: نسبة الاستدانة قصيرة الأجل سنة 2010، **RE-1**: نسبة المرودية سنة 2010، **TAILLE-1**: حجم المؤسسة سنة 2010.

الملحق رقم 03

(جزء من عينة الدراسة - 20 مؤسسة صغيرة ومتوسطة - الخاصة بمحددات توزيع أرباح السهم - الفصل الثامن -)

n	FJ	TD	GAR	RE	taille	CR	RE-1	DLMT	DIV
1	SARL	0,32	0,95	0,01	15,71	0,02	0,01	0	0
2	SARL	0,33	0,42	0,02	16,36	-0,01	0,03	0	1
3	EURL	0,95	0,45	0,01	13,80	-0,07	0,01	0	0
4	EURL	0,97	0,82	0,02	14,58	0,04	0,01	0	0
5	EURL	0,46	0,70	0,34	16,41	-0,01	0,05	1	0
6	SARL	0,63	0,00	0,20	15,96	-0,02	0,49	0	0
7	SARL	0,74	0,20	0,12	14,46	0,01	0,06	0	1
8	SARL	0,01	0,34	0,02	14,52	-0,12	0,28	0	0
9	EURL	0,06	0,00	0,11	16,73	0,02	-0,04	0	0
10	SARL	0,84	0,70	0,03	16,56	0,00	0,03	0	0
11	SARL	0,61	0,21	0,10	17,33	0,03	0,11	1	0
12	SARL	0,53	0,00	0,19	14,46	0,00	0,13	0	1
13	SARL	0,58	0,01	0,17	16,24	0,16	0,17	0	0
14	EURL	0,71	0,75	0,25	15,33	0,06	0,22	1	1
15	EURL	0,69	0,31	0,16	20,26	0,18	0,01	1	1
16	EURL	0,87	0,26	0,09	15,65	0,01	0,07	0	0
17	EURL	0,86	0,27	0,08	18,91	0,02	0,07	0	0
18	SARL	1,18	0,75	0,07	14,92	0,08	-0,26	1	0
19	SARL	0,72	0,16	0,03	17,85	-0,03	0,05	1	0
20	SARL	0,30	0,24	0,12	14,07	0,02	-0,28	0	0

حيث:

FJ: الشكل القانوني، **TD**: نسبة الاستدانة الكلية سنة 2011، **GAR**: نسبة الضمانات سنة 2011، **RE**: نسبة المردودية سنة 2011، **taille**: حجم المؤسسة سنة 2011، **CR**: نسبة النمو بين سنتي 2010 و 2011، **RE-1**: نسبة المردودية سنة 2010، **DLMT**: متغيرة ثنائية البعد تأخذ القيمة 0 إذا كانت المؤسسة استدانة طويلة ومتوسطة الأجل والقيمة 1 في حالة العكس، **DIV**: متغيرة ثنائية البعد تأخذ القيمة 1 إذا قامت المؤسسة بتوزيع جزء أو كل أرباحها على الشركاء والقيمة 0 في حالة العكس.

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المدرسة العليا للتجارة-الجزائر-

ملخص رسالة دكتوراه في العلوم التجارية والمالية
تخصص مالية

الموضوع:

محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

دراسة حالة الجزائر

تحت إشراف الأستاذ الدكتور:
محمد براق

من إعداد الطالب:
حمزة غربي

السنة الجامعية: 2014-2015

1- أهمية الموضوع

تشير الكثير من الإحصائيات إلى أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تمثل ما نسبته 90% من مجموع المؤسسات في الدول المختلفة، وأن نسبة العاملين فيها في معظم دول العالم لا تقل عن 80% من إجمالي عدد القوى العاملة. فهي مجال خصب لتوفير فرص العمل للباحثين عن عمل، والتخفيف من حدة الفقر عن طريق توفير فرص العمل التي توفرها للقوى العاملة لاسيما القوى العاملة غير الماهرة أو القوى العاملة محدودة المهارة.

تمثل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في منطقة آسيا وحوض الباسيفيك ما نسبته 95% من إجمالي حجم المشاريع وتشغل ما نسبته 65-85% من إجمالي قوة العمل. كما تشير بيانات البنك العالمي وصندوق النقد الدولي إلى أن الصناعات الصغيرة والمتوسطة تشكل ما نسبته 25-35% من حجم الصادرات العالمية للمواد المصنعة، كما بلغت هذه النسبة معدلات عالية في بعض الدول الآسيوية، حيث تقدر في الصين بنحو 60% وتايوان 56% من حجم صادراتها.

أما في الاتحاد الأوروبي، فإنه طبقا لإحصائيات فيفري 2011، فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تمثل ما نسبته 99% من إجمالي المؤسسات وتوظف ما نسبته 66,7%، كما تساهم بأكثر من 58% من القيمة المضافة الإجمالية للاتحاد الأوروبي.

وعلى صعيد دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، تمثل المؤسسات الصغيرة ما نسبته 75% من المؤسسات الصناعية في المملكة العربية السعودية، و88% في الكويت، و93% في قطر، وتساهم هذه المؤسسات بتشغيل أكثر من نصف القوى العاملة في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية.

أما في الجزائر وبالضبط في نهاية سنة 2012، فقد بلغ عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المصرح بها 711.832 مؤسسة، حيث ارتفعت بنسبة أكبر من 110% مقارنة بسنة 2009، كما أنها تشغل 1.848.117 يد عاملة.

وتشير الدراسات التي أجرتها المراكز البحثية إلى أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وضعت كأولى الحلول للتخلص من آثار الأزمة المالية العالمية. وتكمن أهمية هذه المؤسسات في أنها تمثل الركيزة الأولية لنشأة الصناعة لأي دولة، إضافة إلى تميزها بقلّة استثماراتها الرأسمالية نسبيا وارتفاع العائد التشغيلي للاستثمار واعتمادها على المواد الخام المحلية في الكثير من الأحيان، هذا إضافة إلى قدرتها على تنويع الإنتاج والتكيف مع الظروف والمتغيرات الاقتصادية والاستغلال الأمثل للموارد وذلك لأنها تدار عادة من قبل القطاع الخاص، إضافة إلى مساهمتها في محاربة الفقر والبطالة من خلال

تدريب وتشغيل الشباب وتوفير فرص عمل جديدة، كما أنها تساهم بنصيب كبير من القيمة المضافة وتوفير السلع والخدمات بأسعار في متناول شريحة كبيرة من ذوي الدخل المحدود، كما تعتبر وسيلة جيدة لتوجيه المدخرات الصغيرة إلى الاستثمار وتدعيم التجديد والابتكار، إضافة إلى دورها في تنمية الصادرات.

لم تتوقف الأبحاث التي تتعلق بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال الفترة الماضية، حيث تزايدت عدد الندوات والمجلات المتعلقة وكذا أطروحات الدكتوراه التي اهتمت بهذه المؤسسات، ويرجع ذلك إلى أن الظرف الاقتصادي المتسم بالتباطؤ في النمو الاقتصادي وارتفاع درجات عدم التأكد في الأسواق العالمية، وبالتالي، فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تمثل أحسن وسيلة للاستجابة للتغيرات السريعة بما تتميز به من المرونة واللامركزية.

للمؤسسات عدة وظائف تدرج من خلال تحليل النشاط الكلي لها وتقسيمه على أنشطة جزئية كل حسب دورها، وهذا التحليل يسمح بتوجيه الموارد البشرية والمالية والمادية في سياق الإستراتيجية المتبعة من طرف المؤسسة لتحقيق أهدافها، حيث تعتبر الوظيفة المالية من أهم وظائف المؤسسة، فهي مجموعة من المهام أو العمليات التي تسعى إلى البحث عن الأموال في مصادرها الممكنة وفي إطار محيطها، بعد تحديد الاحتياجات التي تريدها من خلال برامجها الاستثمارية وكذا برامج تمويلها وحاجاتها اليومية، وبعد تحديد الاحتياجات ودراسة الإمكانيات للحصول على الأموال تأتي عملية اختيار أحسن البدائل المتاحة.

يعتبر موضوع تقييم المشاريع واختيارها من المواضيع التي حظيت باهتمام كبير في البلدان المتقدمة وبخاصة بعد الحرب العالمية الثانية، انطلاقاً من اهتمامها بأهمية تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة والنادرة، حيث تعود أهمية تقييم واختيار المشاريع إلى ندرة الموارد الاقتصادية وبخاصة رأس المال وإلى التقدم العلمي والتكنولوجي وما يترتب عليه من بدائل وفرص استثمارية وفي كافة المجالات، ذلك التعدد الذي يتطلب ضرورة المفاضلة والاختيار بين الفرص الاستثمارية المتاحة للوصول إلى الفرصة الاستثمارية المناسبة. وقد نتج عن هذا الاهتمام أساليب عدة في تقييم المشاريع واختيارها في ظل عدم التأكد والتي تتناول معالجة العديد من المتغيرات والاحتمالات وأثرها على النتائج المرجوة.

من بين أهم الأساليب في تقييم المشاريع واختيارها تلك الأساليب التي تأخذ القيمة الزمنية للنقود بعين الاعتبار، من بينها فترة الاسترداد ومعدل العائد المحاسبي، معدل العائد الداخلي وصافي القيمة الحالية.

وحتى تحقق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مشاريعها، يجب عليها أن تعتمد على مصادر التمويل المختلفة، والتي تتكون من المصادر الداخلية والمصادر الخارجية. وبما أن لكل مصدر من هذه المصادر التمويلية تكلفته الخاصة به، فإن اختيار الهيكلية المالية لها محددات يستوجب على المؤسسة مراعاتها، ومعرفة محددات الهيكلية المالية صنعت حدثا مهما في الأدبيات المالية وذلك بعد الدراسة التي قام بها موديفلياني وميلر (1958) Modigliani&Miller والتي حاولت إعطاء شرح نظري لهذه الهيكلية في ظل بعض الفرضيات.

حسب هاريس ورافيف (1991) Harris&Raviv، فإن الهيكلية المالية هي تعبير عن نظام التفضيل العقلاني لمسيريها في محيط تضارب المصالح وعدم تماثل المعلومة بين الأعوان الاقتصادية (بين المسيرين والمساهمين والدائنين)، والحصول على التمويل عن طريق الديون ليس محدودا وإنما المؤسسة هي التي تضع حدا لهذا المصدر بطريقة تسمح لها بتخفيض تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين والدائنين، والذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة الوكالة والإفلاس. وفي هذا الإطار، فإن المؤسسة تبحث عن نسبة الديون المثلى في الهيكلية المالية والتي ينتج عنها تحقيق الهدف الأساسي للمساهمين وهو تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

تمثل أرباح السهم تلك الدفعات التي يتم دفعها إلى حملة الأسهم من الأرباح التي تحققها المؤسسة من مختلف أنشطتها إما على شكل نقدي أو على شكل أسهم، وقرار توزيع أرباح السهم يعتبر أحد أهم القرارات المالية في المؤسسة فهو يبين الكيفية التي يتم من خلالها تحديد أرباح المؤسسة لتوزيعها أو لإعادة الاستثمار.

من بين النماذج التي تناولت سياسة توزيع أرباح السهم هي نموذج لينتر (1956) Linter الذي توصل إلى أن أرباح المؤسسة تعتبر محددًا رئيسيًا لأرباح السهم، ونموذج موديفلياني وميلر (1961) Modigliani&Miller الذي بين بأن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة عن سياستها في توزيع الأرباح. كما تؤثر على سياسة توزيع الأرباح كل من نظرية الوكالة ونظرية الصفقات وذلك بعد عدة دراسات تجريبية مختلفة أجريت، على غرار دراسة ميلر وروك (1985) Miller&Rock ودراسة باتاشاريا (1979) Bhattacharya .

2- أسباب اختيار الموضوع

من أهم الأسباب الذاتية التي أدت إلى اختيار هذا الموضوع هو تخصص المالية المدروس في التدرج وما بعد التدرج، إضافة إلى الرغبة أكثر في التحكم في السياسة المالية للمؤسسة من خلال اختيار المشاريع وتحديد الهيكلية المالية المثلى وسياسة توزيع الأرباح بما يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

أما من بين الأسباب الموضوعية، هو الضعف الكبير الذي تشهده المؤسسات الجزائرية في اتخاذ هذه القرارات المالية، إضافة إلى البيئة الاقتصادية التي تعمل في ظلها هذه المؤسسات، خاصة في ظل انعدام البدائل التمويلية، كما أن الهيكلة المالية وسياسة توزيع الأرباح التي تنتهجها المؤسسات مهمة كثيرا لإعطاء الصورة الحقيقية لوضعية المؤسسة.

3- أهداف البحث

- يمكن تلخيص أهداف هذا البحث في العناصر التالية:
- تحديد مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أهميتها وخصائصها.
 - معرفة مختلف مصادر التمويل للمؤسسة وتكاليفها، وتحديد تكلفة رأس المال.
 - إبراز مكانة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ومعرفة أهم هيئات دعم وتمويل هذا المؤسسات.
 - تحديد مختلف معايير تقييم المشاريع والمفاضلة بينها، ومعرفة محددات الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.
 - تلخيص أهم ما توصلت إليه نظريات الهيكلة المالية بشكل يسمح للمؤسسة بفهمها، ومعرفة أهم محددات الهيكلة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.
 - تلخيص أهم ما توصلت إليه النظريات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح وتحديد محددات توزيع الأرباح بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

4- الدراسات السابقة

- توجد عدة دراسات سابقة أجريت تتعلق بأحد عناصر السياسة المالية للمؤسسة، من بينها:
- الدراسة التي قام بها يوسف قريشي سنة 2005 والتي تتمثل في أطروحة دكتوراه بعنوان: **"سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: دراسة ميدانية"**
- تمثل هدف هذه الدراسة في معرفة المتغيرات المفسرة لهيكل التمويل لمعرفة طبيعة سياسة التمويل التي تميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، وذلك بالاعتماد على دراسة ميدانية لعينة من 128 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في الفترة الممتدة بين 2001-2003.
- أكدت دراسة قريشي على أهمية نظرية الوكالة، دورة حياة المؤسسة ونظرية الترتيب السلمي للتمويل في تفسير اختيارات التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.
- الدراسة التجريبية التي قام بها ساراسكويرو وآخرون (2012) Serrasquerio et al وهي عبارة عن بحث نشر ك مقال بعنوان:

"هل تختلف محددات الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة عن تلك المحددات في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة القائمة؟ تأكيد تجريبي باستعمال بيانات اللوحة"

"Do the investment determinants of new SMEs differ from those of existing SMEs? Empirical evidence using panel data"

عالج الباحثون في هذا المقال محددات الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة القائمة أو القديمة، وذلك من خلال عينة تكونت من 1854 مؤسسة صغيرة ومتوسطة.

خلصت هذه الدراسة إلى وجود اختلاف جوهري بين محددات الاستثمار في كل من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة القديمة والجديد، وتتمثل المحددات في المبيعات، الوضع الاقتصادي، التمويل الداخلي والتمويل الخارجي والتدفقات النقدية.

- الدراسة التجريبية التي قام بها فيليب قاد وإليون جاني (2002) Philippe Gaud et Elion Jani في بحث لهما نشر كمقال تحت عنوان:

"محددات وديناميكية هيكل رأس المال للمؤسسات السويسرية: دراسة تجريبية"

"Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : étude empirique"

تمثل هدف هذا البحث في دراسة محددات الهيكل المالية للمؤسسات السويسرية، وذلك من خلال عينة متكونة من 106 مؤسسة مسجلة في البورصة السويسرية في الفترة ما بين 1991 و2000.

تم التأكيد في هذه الدراسة على تفسير نظرية التمويل السلمي لتمويل المؤسسات السويسرية.

- دراسة عيسى بدروني سنة 2011، وهي عبارة عن مذكرة تخرج ماجستير في المالية بعنوان:

"محددات توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة - دراسة حالة الجزائر -"

تمثل هدف هذا البحث في معرفة أهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية، والتي قام من خلالها بدراسة تجريبية لعينة تتكون من 266 مؤسسة خاصة جزائرية.

خلصت هذه الدراسة إلى توافق توزيعات أرباح السهم في المؤسسات الجزائرية مع نظرية قوردين، وتأثير كل من التدفقات النقدية، الشكل القانوني، المرودية على تحديد سياسة توزيع أرباح السهم.

5- إشكالية البحث

من خلال ما سبق، تتبلور معالم إشكالية هذا البحث فيما يلي:

ما هي محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عامة، والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية خاصة؟

يمكن أن تتفرع هذه الإشكالية إلى عدة أسئلة فرعية تساعد في الإجابة عليها:

- ما هو مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وما هي مكانتها ودورها في الجزائر؟
- ما هي مختلف مصادر التمويل، وما هي تكلفتها، وما هي تكلفة رأس المال؟
- كيف يتم تقييم المشاريع واختيارها بالنسبة للمؤسسة؟
- ما هي أهم النظريات التي قامت بدراسة الهيكلة المالية وسياسة توزيع الأرباح؟
- كيف تقوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية باختيار مشاريعها، وما هي محددات الهيكلة المالية ومحددات توزيع الأرباح الخاصة بها؟

6- فرضيات البحث

تتمثل الفرضية العامة للبحث في كون أن للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية دورا ومكانة بارزين خاصة بعد التوجه إلى الاقتصاد الحر، كما أن تقييم المشاريع واختيارها لا يتم بطريقة علمية، بل يرجع الأمر إلى قرار رئيس المؤسسة، كما أن نسبة كبيرة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية هي مؤسسات عائلية، إضافة إلى أن محددات كل من الهيكلة المالية ومحددات توزيع الأرباح تختلف اختلافا بارزا في الجزائر عن مثيلاتها في باقي الدول، ويرجع ذلك إلى طبيعة البيئة الاقتصادية الجزائرية التي لا تتسم بالمرونة، إضافة إلى انعدام البدائل التمويلية التي تعتبر من أهم العوائق لتحديد الهيكلة المالية المناسبة.

أما فيما يتعلق بالفرضيات الجزئية فهي تتمثل في العناصر الموالية:

- يتم تقييم المشاريع باستعمال القيمة الحالية الصافية التي تعطي الفرق في القيمة السوقية للمؤسسة، ويتم اختيار المشروع الذي يحقق أكبر قيمة حالية صافية، أما في الجزائر فإن اختيار المشاريع للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ترجع لاعتبارات ذاتية وليست موضوعية.
- كون أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تنشط في اقتصاد غير مرن ويسوده النظام البنكي الذي لا يتسم بالمرونة بدوره، فإن محددات الهيكلة المالية ومحددات توزيع الأرباح تختلف عن مثيلاتها في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في باقي دول العالم.

7- المناهج المتبعة

يستلزم انجاز هذا البحث إتباع المنهج الوصفي لعرض أهم الطرق والأساليب التي بواسطتها يتم اختيار المشاريع، وكذا عرض أهم النظريات التي تتحدث عن الهيكلية المالية، وعلى سياسة توزيع الأرباح. والمنهج التحليلي، وذلك من خلال إسقاط ما هو نظري على الواقع الجزائري، بواسطة تحليل نتائج الدراسات الميدانية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

8- هيكل البحث

نظرا إلى الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية، فإن البحث يتم تقسيمه إلى أربعة أبواب، وكل باب ينقسم بدوره إلى فصلين، فصل نظري وفصل تطبيقي.

في الباب الأول، وفي الفصل الأول، يتم التطرق إلى مختلف تعاريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أهميتها ومكانتها، وكذا مميزاتها وخصائصها وعوائقها، كما يتم التطرق إلى مختلف مصادر التمويل وتكلفة كل مصدر إضافة إلى تقديم تكلفة رأس المال، أما في الفصل الثاني فيتم التطرق إلى واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، من خلال عرض تعريفها وكذا دورها ومكانتها في الاقتصاد الجزائري وأهم العقبات والمشاكل التي تواجهها، إضافة إلى تقديم أهم البدائل التمويلية المتاحة وعرض إشكالية التمويل التي تعاني منها هذه المؤسسات.

أما في الباب الثاني، وفي الفصل الأول، سيتم عرض مختلف تعاريف المشاريع وأنواعها، وأهميتها، وكذا أهم أساليب تقييمها، ومزايا وعيوب كل أسلوب، إضافة إلى عملية اختيار المشاريع. أما في القسم الثاني، فيتم معرفة آلية اختيار المشاريع بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية من خلال دراسة ميدانية لعدد من هذه المؤسسات.

في الباب الثالث والذي يختص بدراسة الهيكلية المالية، فسيتم عرض مختلف النظريات المفسرة للهيكلية المالية وأهم العوامل المؤثرة عليها في الجزء النظري، وفي الجزء التطبيقي يتم دراسة محددات الهيكلية المالية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية من خلال دراسة ميدانية لعدد من هذه المؤسسات.

وفي الباب الرابع والأخير، يتم التطرق إلى الأدبيات المالية التي تركزت على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة وأهم النظريات المفسرة لهذه السياسة، ثم دراسة محددات توزيع الأرباح في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

9- نتائج البحث

بعد معالجة هذه الإشكالية، تم التوصل إلى عدة نتائج، حيث تتمثل أهم النتائج بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيما يلي:

- يختلف تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من دولة لأخرى، ومن هيئة لأخرى، ويرجع هذا الاختلاف إلى التفاوت في درجة نمو كل دولة، وكذلك إلى اختلاف النشاط الاقتصادي، وهو ما أدى إلى عدم وجود تعريف موحد.
- لكل مصدر من مصادر التمويل تكلفة خاصة، والتكلفة المرجحة لمصادر التمويل تسمى بتكلفة رأس المال، لهذه الأخيرة أهمية بالغة جدا في المؤسسة، لما لها من دور في اختيار المشاريع وتحديد الهيكلية المالية المناسبة.
- توجد عدة معايير لتقييم المشاريع والمفاضلة بينها في المؤسسة، كما تختلف حسب حالة التأكد التام، حالة المخاطرة وحالة عدم التأكد. كما يعتبر تحديد وحساب التدفقات النقدية من أساسيات معايير تقييم والمفاضلة بين المشاريع.
- لا تتوافق نظريات الهيكلية المالية للمؤسسات فيما بينها، فلكل نظرية نتائجها، وتختلف هذه النتائج انطلاقا من الفرضيات التي اعتمدت عليها. حيث بدأت بفرضيات غير واقعية في مجملها، ثم تغيير كل فرضية بالواقع.
- لتحديد سياسة توزيع أرباح السهم أهمية كبيرة في المؤسسة، لما لها من دور في رفع القيمة السوقية لها. وهذا ما أدى إلى ظهور عدة نماذج تفسر سياسة توزيع أرباح السهم. في المقابل، فقد ظهرت العديد من النظريات في الأدبيات المالية التي أوضحت أهمية سياسة توزيع أرباح السهم على قيمة المؤسسة السوقية، فمنها من أدخلت الضرائب، ومنها من أدخلت الوكالة أو الإشارة وحتى دورة حياة المؤسسة.
- للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أهمية كبيرة في الجزائر، وذلك لما توفره من مناصب شغل، ولما تحدثه من قيمة مضافة، إضافة إلى دورها في التجارة الخارجية. رغم هذه الأهمية، إلا أنها تعاني من إشكالية في تمويلها، فضيق مصادر التمويل الخارجية، وهشاشة العلاقة بين المؤسسة والبنك، وثقل العبء الضريبي، أدت إلى تفاقم إشكالية التمويل.
- قامت الجزائر باستحداث العديد من هيئات التمويل المباشرة، مثل الهيئات التمويلية الحكومية، أو مصادر تمويل غير مباشرة، كصندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أو صندوق ضمان قروض استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إضافة إلى إبرام العديد من الاتفاقيات الدولية ومع الهيئات المختصة بمجال هذا النوع من المؤسسات، كما فعلت واستحدثت العديد من هيئات الدعم، كحاضنات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الوكالة الوطنية لترقية

- الاستثمار وغيرها. حيث كان الهدف من كل هذه الهيئات هو الحد من إشكالية التمويل التي تعتبر عقبة كبيرة في وجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.
- أكدت العديد من الدراسات التجريبية على تأثير العوامل الداخلية على الاستثمار، مثل رقم الأعمال المحقق، التدفقات النقدية الصافية، حجم الاستدانة الكلية والنمو، وتأثير عوامل خارجية أيضا، كتكلفة التمويل بالديون والنتائج المحلي الإجمالي. كما أبرزت أيضا، تأثير كل من الحجم، المرودية، النمو، الضمانات والأصول الملموسة على الهيكل المالية، كما أوضحت تأثير الأرباح الحالية والسابقة، تغير الأرباح السنوية، الضرائب على المؤسسات وعلى الأشخاص والإعلانات عن توزيع الأرباح على سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسات.
- أكدت الدراسة التجريبية المتعلقة بهذا البحث عن تأثير كل من النمو، تكلفة الاستدانة، التدفقات النقدية، حجم الاستثمار الإجمالي السابق، الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل ومؤسسات التضامن على نسبة الاستثمار، وتأثير كل من الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، رقم الأعمال، التدفقات النقدية، مستوى الاستدانة الكلية والمؤسسات ذات أسهم على هيكل الأصول.
- تؤكد العلاقة الطردية بين النمو والاستثمار على اعتماد المؤسسات على التمويل الذاتي، وهذا بسبب القيود المالية التي تواجهها، وكذا قلة الضمانات المطلوبة في الحصول على الاستدانة البنكية. وهذا ما يؤكد أن لإشكالية التمويل أثر على اختيار المشاريع في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية. كما يمكن تدعيم ذلك بواسطة حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، فالمؤسسات التي تتسم بعلاقات غير جيدة مع دائنيها، تعتمد على التدفقات النقدية في تنفيذ استثماراتها، وهو ما يؤكد العلاقة الطردية بين التدفقات النقدية ونسبة الاستثمار.
- تؤدي الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل إلى ارتفاع الاستثمار، وهذا ما يفسر بأن الأصول الدائمة يجب أن تمويل بالأموال الدائمة، وهذا ما تؤكد العلاقة الطردية بين هذه الاستثمار وهيكل الأصول، كما أن العلاقة الطردية بين التدفقات النقدية وحجم الاستثمار الكلي تبين أهمية التدفقات النقدية في جلب الاستثمارات في المؤسسة، فارتفاع هذه التدفقات يؤدي إلى تحسين الوضعية المالية للمؤسسة.
- لا يؤثر رقم الأعمال على نسبة الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويرجع سبب ذلك إلى أن هذه الأخيرة حديثة نوعا ما، وهو ما يجعل رقم الأعمال يتسم بالتذبذب وعدم الاستقرار، وهذا ما يجبر المؤسسة على عدم الأخذ بعين الاعتبار لرقم الأعمال في سياسة الاستثمار.
- تتمثل محددات الهيكل المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في كل من الحجم، المرودية، الضمانات، النمو والشكل القانوني المتمثل في المؤسسات ذات أسهم والمؤسسات ذات المسؤولية المحدودة. أما محددات الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل، فهي تتمثل في الضمانات، الحجم والمؤسسات ذات أسهم.

- تظهر نظرية الترتيب السلمي في التمويل من خلال العلاقة العكسية بين الاستدانة والمردودية، فالمؤسسات ذات مردودية أكبر تمول نفسها بالأموال الداخلية، عكس المؤسسات ذات مردودية أقل، والتي هي مجبرة إلى اللجوء للتمويل الخارجي، كما تظهر من خلال العلاقة الطردية بين الضمانات والاستدانة، فالمؤسسات ذات ضمانات أعلى تنخفض فيها عدم تماثل المعلومات، وبالتالي سهولة الحصول على الاستدانة. كما أن المؤسسات ذات معدلات نمو مرتفعة، لها احتياجات تمويلية كبيرة، وهو ما يجبرها إلى الاستدانة، وهذا ما يتضح من خلال العلاقة الطردية بين النمو والاستدانة. إضافة إلى ذلك، فالمؤسسات صغيرة الحجم تفتقر للموارد الذاتية، وهو ما يجبرها إلى الاستدانة عكس المؤسسات كبيرة الحجم، وهذا ما يتأكد من خلال العلاقة العكسية بين الحجم والاستدانة.
- يمكن التأكيد على أن إشكالية التمويل لها دور كبير في إتباع المؤسسات لنظرية الترتيب السلمي، فضيق مصادر التمويل، وانحصارها في البنوك، وارتفاع تكلفتها إلى جانب انخفاض الضمانات المتوفرة في المؤسسة مقارنة بما هو مطلوب في البنوك، يؤدي إلى تمويل المؤسسة ذاتيا بأقصى ما يمكن، وتجعل الاستدانة كأخر حل لها.
- وتبرز نظرية الوكالة من خلال العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة الكلية، وذلك في حالة عدم فاعلية السوق، حيث يتجنب المسكرون الضغط الناجم عن الاستدانة المتمثل في تكاليف الإفلاس وتسديد الفوائد والدفعات، وتوفير الأموال اللازمة للتمويل طالما تتوفر الأموال الذاتية في المؤسسة، كما أن نظرية الإشارة تظهر من خلال العلاقة العكسية بين النمو والاستدانة، فارتفاع النمو في المؤسسة يعطي إشارة للمقرضين على الصحة المالية للمؤسسة، وبالتالي سهولة حصولها على الاستدانة عكس المؤسسات ذات مستويات نمو ضعيفة.
- يؤثر كل من مستوى الاستدانة الكلية، المردودية السابقة والمؤسسات ذات أسهم على نسب توزيع أرباح السهم، كما تؤثر كل من المردودية السابقة والحالية، الحجم، المؤسسات ذات الشريك الوحيد وذات المسؤولية المحدودة والمؤسسات ذات أسهم على قرار توزيع أرباح السهم في المؤسسة.
- يتوافق توزيع أرباح السهم في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائية مع نموذج لينتنر، والذي يؤكد على أثر الأرباح الحالية والسابقة على قرار ونسب توزيع أرباح السهم في المؤسسة. كما تبرز نظرية الإشارة من خلال توزيع نسب مرتفعة من أرباح السهم، وذلك دلالة على أن المؤسسة تحقق أرباحا كبيرة، وأنها تتمتع بصحة مالية جيدة.
- يؤثر الحجم على قرار توزيع أرباح السهم، فالمؤسسات صغيرة الحجم لا تميل إلى الاستدانة وذلك بسبب نظرية الصفقات، عكس المؤسسات كبيرة الحجم، وذلك لضياح إمكانية المراقبة من طرف مساهمي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. كما تبرز نظرية الوكالة في المؤسسات كبيرة الحجم، والتي تتفصل فيها الملكية عن التسيير، وهو ما يجبر المسير في المؤسسة الكبيرة على توزيع أرباح

السهم تأكيداً لأدائه وحسن تسييره، عكس المؤسسات صغيرة الحجم والتي يكون المالك هو المسير في العادة، وبالتالي انعدام تكاليف الوكالة، واحتجاز الأرباح للتمويل الداخلي.

10- مناقشة الفرضيات والإجابة على الإشكالية الرئيسية

- من خلال النتائج السابقة، يمكن مناقشة الفرضيات المتعلقة بالبحث، كما يلي:
- يتم تقييم المشاريع حسب كل حالة من حالات الطبيعة التي تتواجد فيها، سواء التأكد التام، المخاطرة أو عدم التأكد، وفي كل حالة معايير تختلف عن المعايير في الحالتين الباقيتين، وهذا ما يؤكد رفض الفرضية التي تقول بأن تقييم المشاريع يتم باستعمال القيمة الحالية الصافية فقط.
 - يتم اختيار المشاريع للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر استناداً لخصائصها، والتي تتعلق بالنمو، التدفقات النقدية، رقم الأعمال وتكلفة الاستدانة، عكس ما جاء في الفرضية والتي تقول بأن اختيار المشاريع في الجزائر يرجع لاعتبارات ذاتية وليست موضوعية.
 - رغم أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تنشط في اقتصاد غير مرن، ويسوده النظام البنكي والذي لا يتسم بدوره بالمرونة، فإن محددات الهيكلية المالية ومحددات توزيع أرباح السهم تتماثل في جزء مع محددات الهيكلية المالية وتوزيع أرباح السهم في المؤسسات التي تنتمي للدول المتطورة. وبالتالي، ترفض الفرضية الثانية من البحث جزئياً، والتي تقول بأن إشكالية التمويل تؤدي إلى اختلاف محددات الهيكلية المالية وتوزيع أرباح السهم بين المؤسسات التي تنتمي في الدول المتطورة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. فإشكالية التمويل تؤثر على المحددات لكن التأثير ليس كلياً.

من خلال كل ما سبق، وكإجابة على الإشكالية الرئيسية للبحث، يمكن القول بأن السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تتحدد بعدة عوامل، وهي النمو، رقم الأعمال، الأرباح المحققة، الأصول الملموسة والشكل القانوني. كما تؤثر نسبة الاستدانة الكلية على توزيع الأرباح وعلى حجم الاستثمار، وتؤثر تكلفة التمويل بالاستدانة على نسبة الاستثمار.

11- توصيات وآفاق

لإشكالية التمويل أثر على محددات السياسة المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، حيث يمكن معالجة هذه الإشكالية من خلال العناصر الموائية، والتي تعتبر كإجراءات للحد من إشكالية التمويل:

- تطوير سوق الأوراق المالية من خلال:
- التحكم في المحيط الاقتصادي الكلي، وذلك بتفعيل دور البنك المركزي والجهاز المصرفي.

- تعزيز الشفافية والإفصاح بما يتلاءم مع المعايير الدولية، وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر.
- مراجعة الإطار التشريعي، لأن نجاح سوق الأوراق المالية يقتضي التكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي، الاقتصادي، الاجتماعي والثقافي.
- خصوصية المؤسسات العمومية بما فيها البنوك، من خلال فتح رأس مالها أمام المتعاملين في البورصة.
- إرساء الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع.
- إصلاح النظام الجبائي، وذلك لما لتأثير الضريبة على الاستثمار، حيث تؤثر الضريبة على تكلفة رأس المال، وتؤثر هذه الأخيرة على اختيار المشاريع وعلى الهيكلة المالية.
- إيجاد بعض صيغ التمويل التي تلائم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مثل رؤوس الأموال الاستثمارية، والتي شهدت تطورا كبيرا في الدول المتطورة، خاصة الولايات المتحدة الأمريكية، فدور رؤوس الأموال لا ينحصر في توفير الأموال فقط، ولكن في المشاركة في تحمل المستثمر للمخاطر جزئيا أو كليا في حالة فشل المشروع الممول.
- تحسين العلاقة بين البنوك والمؤسسة، بما تتضمنه العلاقة من أشكال وطرق وأساليب.

12- آفاق البحث

- يمكن وضع عدة توصيات وآفاق لهذا البحث، من بينها:
- دراسة عوامل أخرى تحدد على السياسة المالية للمؤسسات لم تدرج في هذا البحث، مثل وضعية المساهمين، وهيكل الملكية، المخاطرة وغيرها.
 - تقدير تكلفة رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال تقدير مختلف تكاليف مصادر التمويل الممكنة لهذه المؤسسات.
 - دراسة السياسة المالية للمؤسسات في ظل غياب السوق المالية، ومقارنتها بأداء المؤسسات التي تنشط في وجود السوق المالية.
 - دراسة أثر العوامل الدينية والأخلاقية والاجتماعية والعرف على السياسة المالية للمؤسسة، كعدم التعامل مع البنوك بسبب معدل الفائدة.