جامـــــــــــــــعة العقيـــــــــد أحمد دراية أدرار

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر الأكاديمي

تخصص : مالية المؤسسة

بعنـــــــــــــــــــوان

اثر اختيار هيكل رأس المال على مردودية المساهمين – دراسة حالة الشركات المدرجة في البورصة

إعداد الطالبين :

- الشيخ عبد الحليم
- رابحي الشيخ

إشراف الدكتور:

* لخديمي عبد الحميد

لجنـــــــــــــــة المناقشـــــــــــــــة

رئيسا	بوعزة عبد القادر	أستاذ تعليم عالي
مقررا ومشرفا	لخديمي عبد الحميد	أستاذ تعليم عالي
مناقشـــــــــــــــا	بلوافي عبد المالك	أستاذ محاضر " أ "

الموسم الجامعي : 2021- 2022

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

People'sDemocraticRepublic of Algeria

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة أحمد دراية- أدرار
المكتبة المركزية
مصلحةالبحثالببليوغرافي

Ministry of Higher Education and
Scientific Research
University Ahmed Draia of Adrar
The central library

جامعة أحمد دراية - أدرار

شهادة الترخيص بالإيداع

انا الأستاذ(ة): لخديمي عبدالحميد

المشرف مذكرةالماسترالموسومةبـــ : اثر اختيارهيكل رأس المال على مردودية المساهمين
دراسة حالة الشركات المدرجة في البورصة

من إنجاز الطالب(ة): الشيخ عبد الحليم

و الطالب(ة): رابحي الشيخ

كلية : العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

القسم : العلوم التجارية

التخصص: مالية المؤسسة

تاريخ تقييم / مناقشة: 2022/05/30

أشهد ان الطلبة قد قاموا بالتعديلات والتصحيحات المطلوبة من طرف لجنة التقييم / المناقشة، وان المطابقة بين النسخة الورقية والإلكترونية استوفت جميع شروطها.
ويامكانهم إيداع النسخ الورقية (02) والاليكترونية (PDF).

ادرار في :.....15 JUIN 2022.....

- امضاء المشرف:

LAKHDIMI Abdelhamid
Maître de Conférence
Université Ahmed DRAIA d'Adrar

مساعد رئيس القسم:

د . قويدري عبد الرحمان
مساعد رئيس قسم العلوم التجارية
مكلف بما بعد التدرج والبحث العلمي

ملاحظة :لاتقبل أي شهادة بدون التوقيع والمصادقة.

* كلمة شكر وتقدير *

بسم اللّه الرحمن الرحيم

" ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والديّ وأن أعمل صالحا ترضاه

وأدخلني برحمتك في عبادك الصّالحين" صدق اللّه العظيم

(سورة النمل الآية 91)

قبل كل شيء نشكر الله عزّ وجلّ الذي رزقنا من العلم ما لم نكن نعلم وأعطانا

من القوة والمقدرة ما نحتاجه للوصول إلى هذا المستوى راجين منه أن يشفعنا بما

علمنا، ويزيدنا علما، هذا فإن أصبنا فمن الله وإن أخطأنا فمن أنفسنا ومن الشيطان، والصلاة والسلام

على من بعث رحمة للعالمين البشير النذير والسراج المنير سيدنا محمد صلى الله عليه سلم وعلى أصحابه.

نتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ الدكتور الفاضل المؤطر" **لخديمي عبد الحميد**" على حسن قبوله الإشراف على هذا العمل، وتقديمه لنا النصح والتوجيه والإرشادات.

كما نتقدم بالشكر والتقدير إلى كل أساتذتنا وزملائنا وكل من ساهم من بعيد أو قريب في منحنا الثقة

في إنجاز هذا العمل.

والشكر إلى كل من شجعنا بالكلمة الطيبة والابتسامة وبالدعاء.

وشكرا.....

الإهــداء

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على المبعوث رحمة للعالمين

سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين

نهدي ثمرة جهدنا إلى اللذين قال فيهما تعالى "وقل رب ارحمهما كما ربياني صغيرا".

إلى اللذين لن نوفي بحقهما مهما فعلنا إلى أغلى ما نملك الوالدين الكريمين بارك الله في أعمارهم

إلى من كانوا لنا سندا ودعما "إخوتنا وأخواتنا" حفظهم الله و إلى جميع الأهل والأقارب.

نهديها إلى كل رمو ز المحبة، الصحبة والصداقة جميع من نسيهم قلمنا ولم تنساهم قلوبنا.

إلى كل طالب علم...

إلى قسم العلوم التجارية تخصص مالية المؤسسة دفعة2022/2021

رابحي الشيخ

الشيخ عبد الحليم

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

العنوان	ص
الواجهة	
البسملة	
كلمة الشكر	I
الإهداء	I I
فهرس المحتويات	IV
قائمة الجداول	IV
قائمة الأشكال	IV
مقدمة	أ-ب
الفصل الأول : الإطار المفاهيمي لهيكل رأس المال و المردودية	6
تمهيد	6
المبحث الأول : الإطار المفاهيمي لهيكل رأس المال	7
المطلب الأول : ماهية هيكل رأس المال و الهيكل المالي الأمثل	7
المطلب الثاني : النظريات المفسرة لهيكل رأس المال	7
المطلب الثالث : السياسات التمويلية و مصادر هيكل رأس المال	10
المبحث الثاني : المردودية	16
المطلب الأول : ماهية المردودية	16
المطلب الثاني : مكونات المردودية	17
المطلب الثالث : العوامل المؤثرة في المردودية	18
المبحث الثالث : الدراسات السابقة ذات صلة بالموضوع	20
المطلب الأول : الدراسات المحلية	20
المطلب الثاني : الدراسات الاجنبية	21
المطلب الثالث : موقع الدراسات السابقة	22
خلاصة الفصل	25
الفصل الثاني : دراسة قياسية للشركات المدرجة في البورصة	27
تمهيد	27
المبحث الاول : منهج الدراسة	28
المطلب الاول : استقرارية السلاسل الزمنية	28

المطلب الثاني : نموذج بيانات البانل	33
المطلب الثالث : اختبار هوسمان	35
المبحث الثاني : تقديم الشركات محل الدراسة	37
المطلب الاول : تقديم شركة أليانس للتأمينات	37
المطلب الثاني : تقديم مجمع صيدال	39
المطلب الثالث : مؤسسة الأوراسي	42
المبحث الثالث : تقدير و تحليل النتائج	43
المطلب الاول : استقرار السلاسل الزمنية	43
المطلب الثاني : اختيار النموذج الأفضل	45
المطلب الثالث : المطلب الثالث : تقدير نموذج الخطأ	47
خلاصة الفصل	48
خاتمة	50
قائمة المصادر و المراجع :	54
الملاحق	58
الملخص	66

قائمة الجداول

رقم الجدول	العنوان	رقم الصفحة
1	يوضح مقارنة الدراسات السابقة	22
2	يوضح موصفات مجمع صيدال	40
3	نتائج اختبار جذر الوحدة	43
4	مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدارسة	44
5	يوضح نتائج تقدير نموذج الدراسة	45
6	Hausman اختبار	46
7	تقدير نموذج الخطأ	47

قائمة الأشكال

رقم الشكل	العنوان	رقم الصفحة
1	العلاقة بين التمويل المقترض وسعر السهم	9
2	تمويل الأصول وفقا لسياسة المحافظة	11
3	تمويل الأصول وفقا للسياسة الجريئة	11
4	كيفية تمويل الأصول وفقا للسياسة المثلى	13
5	الهيكل التنظيمي لشركة اليانس للتأمينات الجزائرية	38
6	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	41

مقدمة

تعد مسألة تمويل المؤسسات و تصميم هيكلها المالي من المواضيع ذات الأهمية البالغة في دراسة السلوك التمويلي للمؤسسة يمكن من معرفة مدى حسن اختيار الموارد المالية، حيث تملك المؤسسة مصادر تمويل متعددة تتباين في خصائصها وتختلف في تكاليفها وشروط الحصول عليها، ورغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمامها لازال الاهتمام موجه على الطريقة التي بها المزج بين مختلف هذه المصادر لتشكيل هيكل رأس المال، ولإيجاد هيكل رأس المال المناسب لابد من عملية التخطيط المالي التي تعتمد على تحديد الاحتياجات المالية للمؤسسة .

يعتبر هيكل رأس المال مسالة مهمة كونه شديد الارتباط بمصير المؤسسة، حيث ان هيكل رأس المال المناسب من شانه أن يؤدي إلى تحسين المردودية المالية للمؤسسة لان هدف كل مؤسسة رفع مستوى أدائها المالي وتعظيم قيمتها .

1- الإشكالية

على ضوء ما سبق تتجلى معالم إشكالية دراستنا والتي يمكن صياغتها في السؤال الرئيسي التالي :

- ✓ ما هو أثر اختيار هيكل رأس المال على مردودية المساهمين للشركات المدرجة في البورصة ؟

يندرج تحت هذا السؤال مجموعة من الأسئلة الفرعية والتي يمكن صياغتها على النحو التالي :

- ✓ ماهي أهم النظريات المفسرة لهيكل رأس المال ؟
- ✓ فيما تتمثل مصادر مكونات هيكل رأس المال ؟
- ✓ ما هي العلاقة بين المردودية و مكونات هيكل رأس المال ؟

2- فرضيات البحث :

في ضوء العرض السابق ومن اجل تفسير الإشكالية ومحاولة الإجابة عن التساؤلات السابقة يمكن طرح الفرضيات التالية :

الفرضية الأولى :

- تعتبر نظرية مودغلياني وميلر من أهم النظريات المفسرة لهيكل راس المال .

الفرضية الثانية :

- من بين مصادر مكونات هيكل رأس المال ، التمويل الذاتي، التمويل عن طريق الأسهم والسندات، و القروض طويلة الأجل و الاحتياطات. والأرباح المحتجزة أو غير الموزعة

الفرضية الثالثة :

بالنسبة للديون و المرودية :

- H_0 : لاتوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الديون و المردودية .
- H_1 : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الديون و المردودية .

بالنسبة للاحتياطات و المردودية :

- H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاحتياطات و المردودية .
- H_1 : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاحتياطات و المردودية .

3- أسباب اختيار الموضوع

تعددت أسباب اختيارنا لهذا الموضوع دون غيره من أسباب ذاتية و أخرى موضوعية يمكن إيجازها فيما يلي:

- ✓ ارتباط موضوع الدراسة بطبيعة التخصص.
- ✓ تعد مسالة تمويل المؤسسة الاقتصادية ودراسة هيكل رأس المال من بين المواضيع الحساسة و ذات الأهمية البالغة في مجال مالية المؤسسة .

4- أهمية الدراسة

تتجلى أهمية هذه الدراسة في محاولة التوفيق بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية من اجل اختيار هيكل رأس المال المناسب .

5- أهداف الدراسة

- ❖ توضيح كل من الهيكل المالي الأمثل وهيكل رأس المال مع التعرض إلى مختلف أبعاده الرئيسية .
- ❖ اختبار اثر هيكل راس المال على المردودية

6- المنهج المتبع

- الأسلوب الوصفي النظري : من خلال الوصف لمفهوم هيكل رأس المال ومحدداته والاطلاع على المجلات و المذكرات و الكتب المتعلقة بموضوع الدراسة

- الأسلوب التحليلي : وذلك بتحليل المتحصل عليها من خلال البرنامج المستخدم في الدراسة .

7- تقسيمات الدراسة

سعيا منا لانجاز البحث والإجابة على الإشكالية، قمنا بتقسيم البحث إلى فصلين، حيث ستناول في الفصل الأول منها الجانب النظري من اجل الفهم الجيد للموضوع و مراجعة الأبحاث والدراسات العلمية السابقة للوقوف على النتائج المتوصل إليها، وفي حين سنتطرق في الفصل الثاني إلى جانب التطبيقي ، وذلك بإجراء دراسة على عينة من الشركات المدرجة في البورصة باستخدام بيانات البانل .

الفصل الأول

الإطار المفاهيمي لهيكل رأس المال و المردودية

والمردودية

تمهيد :

يعتبر هيكل رأس المال من أهم المواضيع التي اهتم بها في البحث العلمي في مجال الإدارة المالية و باعتبار المؤسسة مركز للقرارات فإنها تقوم على جملة من القرارات المالية الخاصة و التي تتوفر على مجموعة من المصادر التمويلية التي تستدعي المفاضلة بينها ، و لتكوين هيكل رأس المال الأمثل و الذي يفسر السلوك التمويلي لها في ظل إتباع سياسة تمويلية محددة من طرف المؤسسة .

و يتطرق هذا الفصل إلى أهم مكونات هيكل رأس المال المردودية و ذلك بالتعرف على معظم المصادر التمويلية للشركة و قد قسمناه إلى ثلاثة مباحث و هي كالتالي :

المبحث الأول : الإطار المفاهيمي لهيكل رأس المال

المبحث الثاني : المردودية

المبحث الثالث : الدراسات السابقة

والمردودية

المبحث الأول : الإطار المفاهيمي لهيكل رأس المال

يعد التمويل الكيفية أو الطريقة التي تحصل عليها المؤسسة على ما تحتاجه من أموال للقيام بنشاطها و من اجل ذلك تطرقنا في هذا المبحث إلى ماهية الهيكل المالي و الهيكل المالي الأمثل ، و النظريات المفسرة له و كذا السياسات التمويلية .

المطلب الأول : ماهية هيكل رأس المال و الهيكل المالي الأمثل

أولا : هيكل رأس المال :

يعرف هيكل رأس المال على انه : " التمويل الطويل الأجل أو الدائم المتجسد لكل من المديونية طويلة الأجل ، الأسهم الممتازة ، الأسهم العادية ، و الأرباح المحتجزة و الإجارة المالية " [1]

و يعرف أيضا على انه " خليط للديون و حقوق الملكية الجديدة ، حيث يواجه المدير المالي مشكلة الاختيار بين الأموال المملوكة و الأموال المقترضة للوصول إلى المزيج الأمثل للهيكل المالي "[2]

ثانيا : الهيكل المالي الأمثل :

يجب على المؤسسة أن تحسن اختيار هيكلها المالي و هو ما يندرج ضمن السياسة التمويلية للمؤسسة ، و بالتالي فانه يقصد بالهيكل المالي الأمثل " مدى إمكانية المؤسسة من اختيار نسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة و الديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة التمويل لأقصى حد ممكن "[3]

كما يعتبر الهيكل المالي الأمثل هو " ذلك المزيج من القروض و حقوق الملكية الذي يترتب عليه أحداث التوازن بين العائد و المخاطرة بطريقة تؤدي إلى تعظيم قيمة الأسهم السوقية ، و يكون عند المعدل الموزون لكلفة رأس المال في أدنى مستوى له " .[4]

المطلب الثاني : النظريات المفسرة لهيكل رأس المال

و من ابرز النظريات التي حاولت تفسير هيكل المال :

---

[1] د/ عدنان تايه النعيمي ، أساسيات في الإدارة المالية ، دار المسيرة للنشر الطبعة الأولى عمان –الأردن 2007 ص 138

[2] دعاء خلقي خنفر ، محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين ، رسالة استكمال متطلبات درجة الماجستير في إدارة الأعمال بكلية الدراسات العليا و البحث العلمي في جامعة الخليل ، فلسطين 2017 ص 11

[3] محمد الصالح فروم ، النمو و الأداء المالي والاستراتيجي للمؤسسة ، مذكرة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة 20 اوت 1955 سكيكدة ، 2008 ، ص176

[4] جليل كاظم مدلول العارض ، الإدارة المالية المتقدمة ، دار الصفاء للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان ، 2013، ص 37

والمردودية

- ✓ نظرية موديكلياني وميلر في 1958 و المعدلة 1963
- ✓ نظرية المبادلة
- ✓ نظرية الالتقاط

الفرع الأول : نظرية موديكلياني و ميلر

" تم نشر نظرية مودكيلياني و ميلر عام 1958 و كانت و لا تزال هذه النظرية موضع جدل و نقاش المهتمين في الإدارة المالية حيث برهنت هذه النظرية تحت مجموعة من الافتراضات إن قيمة الشركة تزداد بشكل مستمر كلما زادت نسبة الدين و ذلك بسبب إمكانية تحقيق الوفر الضريبي لان الفوائد المدفوعة تسجل نفقات مقبولة ضريبيا و بالتالي تؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال و بالتالي تحقيق قيمة أعلى لسهم في السوق ، و قد إشارة النظرية انه في ظل غياب الضريبة فان القيمة السوقية لا تتأثر بهيكل التمويل آي بتغيرات نسبة الرافعة المالية و لذلك أكدت النظرية عدم وجود هيكل تمويل امثل "[1]

أما النظرية المصححة في ظل وجود الضرائب 1963 " قدم موديكلياني و ميلر مقالة بعنوان ضرائب دخل الشركة و تكلفة رأس المال و التي أشارت إلى أن الفرق بين قيمة الشركة التي تستخدم التمويل بالرافعة المالية في هيكل رأس مالها ، و قيمة الشركة التي تعتمد على التمويل بحقوق الملكية ، هو في القيمة الحالية للوفورات الضريبية ، و إن مزايا التمويل المقترض هي أكثر مما اقترضاه في بحثهما السابق ، و أضافت هذه النظرية جانب مؤثر على تكلفة التمويل و من ثم على قيمة الشركة و هو الجانب الضريبي ، حيث سمحت القوانين الضريبية في الولايات المتحدة الأمريكية بان مصروف الفائدة هو بمثابة مخفف ضريبي و إن توزيعات الأرباح للمساهمين لا تعد مصروفا يخفف من الضريبة المستحقة على الشركة و بالتالي كان ذلك تبرير للشركات بالتوجه لاستخدام الرافعة المالية أساسا لتخفيض تكلفة التمويل و رفع القيمة الجوهرية للشركة " [2]

الفرع الثاني : نظرية المبادلة

"تشير نظرية المبادلة إلى فكرة آن تختار الشكة التوازن بين الدين والملكية في تمويله عن طريق الموازنة بين التكاليف والعوائد. وهذه النظرية قدمت لأول مرة بواسطة (Kraus and Litzenberge) . هذه النظرية تبين ان الشركات تمول عادة جزئيا بالديون وجزئيا بالملكية، وهي تنص على ان هناك ميزة في توظيف الدين سواء المزايا الضريبية فضلا عن تكلفة التمويل مع الديون ، وتكاليف العسر المالي بما في ذالك تكاليف الإفلاس وغيرها من التكاليف. وتستند نظرية المبادلة إلى أطروحات موديلياني وميلر (1958)

[1] اشرف عادل محمود إسماعيل ، محددات الهيكل المالي و أثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية ، رسالة للحصول على الماجستير جامعة الأزهر – غزة 2016 ص 33

[2] اشرف عادل محمود إسماعيل ، مرجع سبق ذكره ، ص 34-35

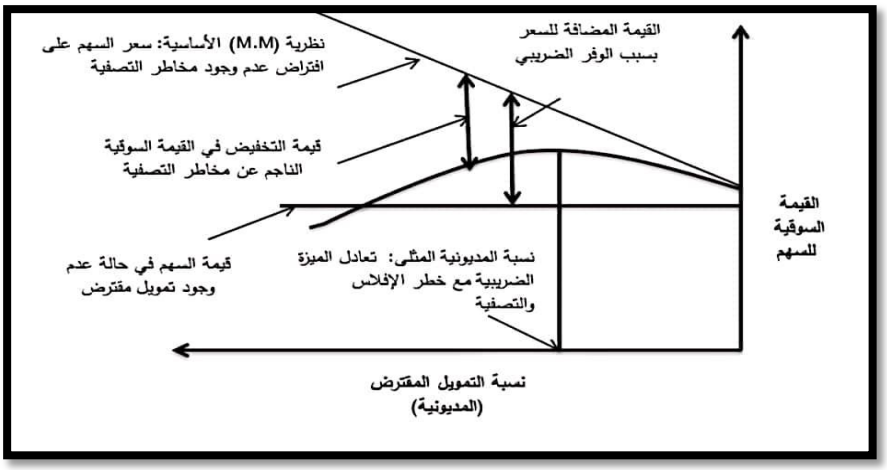
والمردودية

باقتراح وجود هيكل رأس مال أمثل لكل شركة وعلى افتراض إن إدارة الشركة تهدف إلى الحفاظ على نسبة الدين ، وحقوق الملكية المثلى في اتخاذ قرارات هيكل رأس المال للحد من تكاليف العيوب السائدة في السوق وتشمل هذه العيوب تكاليف الوكالة والعسر المالي من اجل المحافظة على مستويات الديون المرتفعة ."[1]

إن نظرية المبادلة توازن بين الوفورات الضريبية للدين وكلفة الإفلاس ، أما أهم الافتراضات الخاصة بهذه النظرية فهي [2] :

- ✓ توجه المنشأة إلى وضع نسبة مديونية الى القيمة المستهدفة وبشكل تدريجي ، وبالطريقة نفسها تعدل المقسوم لغرض الوصول إلى نسب الدفع المستهدفة من قبل الشركة.
- ✓ عدم وجود كلف لتعديل هيكل رأس مال الشركة أو أنها تكون موجودة ولكن بنسب منخفضة .
- ✓ إن نسب المديونية المثلى للمنشأة يمكن تحديدها من خلال التبادل بين كلف ومنافع الاقتراض مع الاحتفاظ بموجداتها وخططها الاستثمارية مستقرة .
- ✓ قيام الشركة باستبدال الدين بالملكية أو الملكية بالدين لحين تعظيم قيمة الشركة.

الشكل رقم (1) : يوضح العلاقة بين التمويل المقترض وسعر السهم



المصدر:اشرف عادل محمود إسماعيل مرجع سبق ذكره ص 36

"ويلاحظ أن قيمة السهم في السوق ترتفع الى حد معين وذالك بارتفاع نسبة المديونية ويرجع السبب إلى الرفع المالي الذي يزيد من الربحية مما يزيد من الطلب على أسهم الشركة في سوق الأوراق المالية ، إلا أن سعر السهم يعود للهبوط بعد حد معين من المديونية بسبب مخاطر الإفلاس و التصفية التي تنجم عن

[1] علي احمد فارس ، اثر بناء هيكل رأس المال في تحديد قيمة الشركة بإطار نظريتي الإشارة والمبادلة ، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، جامعة كربلاء ، مجاد 14 العدد 56، 2018 ص 172.

[2] اشرف عادل محمود إسماعيل مرجع سبق ذكره ص35

والمردودية

التمويل المقترض والذي يمكن ترجمته بمخاطر الوفاء بالديون والذي يهدد المنشأة بالتصفية من الدائنين أو بقرار داخلي للمنشأة ، هذا وعلاوة على إن الفوائد تقلل من الكلف ، حيث أن فوائد القروض اقل تكلفة من تكلفة إصدار الأسهم العادية و الممتازة ، كما و ان فوائد القروض تعامل معاملة الكلف وتطرح من إجمالي الربح في قائمة الدخل لأي شركة."[1]

الفرع الثالث : نظرية الالتقاط

" أجرى كوردن دونالدسون في أوائل الستينات (1961) دراسة ميدانية توصل الى نظرية تعرف بنظرية الالتقاط وهي نظرية للمفاضلة بين مصادر التمويل من وجهة نظر الشركات ، وقد طورت هذه النظرية من مايرز (1984) . إذ اقترح مايرز مدخل الالتقاط لهيكل رأس المال وقدم مناقشة تفصيلية عن خيارات تمويل الشركة مع عدم تماثل المعلومات .

أن أساس نظرية الالتقاط هو أن المديرين يملكون معلومات جيدة عن منشآتهم فيما يتعلق بتوقع المخاطر أكثر مما يملكه المستثمرين الخارجيين ، وتقوم هذه النظرية على عدة افتراضات منها :

أ- ثبات سياسة المقسوم إذ يميل المديرين إلى المحافظة على حصة السهم الواحد من توزيعات الأرباح ، فلا يتم رفع أو خفض المقسوم استجابة للتقلبات الحاصلة في الأرباح الجارية .

ب- تفضيل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي .

ج- إذا احتاجت الشركة إلى التمويل الخارجي ، فإنها سوف تفضل إصدار الأوراق المالية اقل مخاطرة .

إذا لم تكتف بإصدار الأوراق المالية اقل مخاطرة فأنها سوف تحتاج إلى تمويل بالدين ثم الأوراق المالية القابلة للتحويل ثم الأسهم الممتازة ، ثم الأسهم العادية كونها الملجأ الأخير. "[2]

المطلب الثالث : السياسات التمويلية و مصادر هيكل رأس المال

الفرع الاول : السياسات التمويلية

1- سياسة التمويل المحافظة (Conservative Financing Policy)

في ظل هذه السياسة لن يقتصر استخدام مصادر التمويل طويلة الأجل عن تمويل الأصول الدائمة ، بل إن جزء من الأصول المؤقتة سوف يتم تمويله من تلك المصادر محاولة منها لتخفيض مخاطر العسر

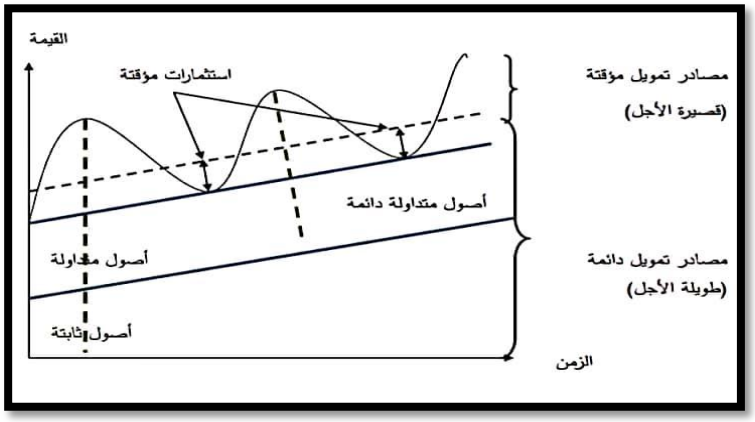
[1] اشرف عادل محمود اسماعيل مرجع سبق ذكره ص36

[2] علي احمد فارس ، مرجع سبق ذكره ص 171 – 172

والمردودية

المالي ، رغم إن لذلك اثر عكسي على العائد و يوضح الشكل أدناه لتطبيق هذه السياسة حيث توضح المساحة بين الخط المتقطع المائل و بين الخط الغير متقطع المائل الذي يليه حجم الأصول المؤقتة التي يتم تمويلها من مصادر طويلة الأجل ، و يمكن ملاحظة انه في حالة هبوط الاحتياجات المؤقتة إلى الصفر و ذلك عند النقطيتين " ه. و " فان المؤسسة تظل محتفظة بأصول مؤقتة (لا تحتاج إليها) ممولة من مصادر طويلة الأجل . و غنى عن البيان إن وجود هذا الرصيد غير الضروري من الأصول المؤقتة في بعض الشهور ، يرجع إلى عدم المرونة التي يتصف بها التمويل طويلة الأجل .[1]

الشكل (2) : كيفية تمويل الأصول وفقا لسياسة المحافظة



المصدر : راضية قربوع ، مرجع سبق ذكره ص 6

2- سياسة التمويل الجريئة [2]

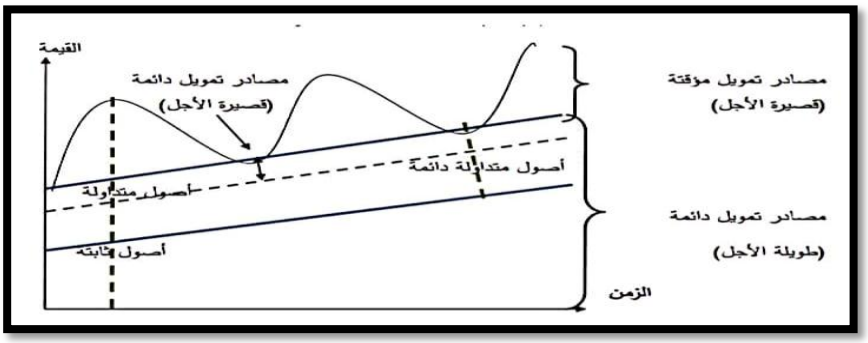
إذا تميزت إدارة المؤسسة بقدر من الجرأة ، فإنها قد تذهب في اعتمادها على مصادر التمويل القصيرة الأجل إلى حد استخدامها له في تمويل الأصول الدائمة ، و ذلك في زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة المخاطر ، و يوضح الشكل اللاحق تطبيقا للسياسة الجريئة في التمويل حيث توضع المساحة بين الخط المتقطع المائل والخط غير المتقطع المائل الذي يظهر أعلى الخط المتقطع ، حجم الأصول الدائمة التي يتم تمويلها من مصادر تمويل قصيرة الأجل .

الشكل (3) : كيفية تمويل الأصول وفقا للسياسة الجريئة

[1] راضية قربوع ، محددات اختيار الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية ، مذكرة ممكلة ضمن متطلبات نيل مذكرة ماستر في علوم التسيير ، جامعة العربي بن مهيدي– ام البواقي ، 2017/2016 ، ص 5

[2] – منير ابراهيم هندي ، الادراة المالية ، مدخل تحليلي معاصر ، الطبعة السادسة ، المكتب العربي للنشر ، 2014 ، ص 210–211

والمردودية



المصدر : راضية قربوع ، **مرجع سبق ذكره ص** 7

إذا قرنا الشكل أعلاه مع الشكل السابق (الخاص بتمويل الأصول و وفقا لسياسة المحافظة) فسوف يتضح لنا أن حجم الأصول المتداولة لم يتغير ، بينما ازداد حجم الاعتماد على الخصوم المتداولة وهذا من شانه ان يؤدي إلى أضعاف مركز المؤسسة من حيث السيولة ، أي يؤدي إلى زيادة مخاطر العسر المالي ، ومن ناحية أخرى فإن زيادة درجة الاعتماد على الخصوم المتداولة لتعويض انخفاض درجة الاعتماد على الخصوم غير المتداولة وحقوق الملكية من شانه أن يؤدي إلى زيادة العائد نظرا لانخفاض تكلفة التمويل قصير الأجل (الخصوم المتداولة) مقارنة بالتمويل الطويل الأجل ، تؤدي السياسة الجريئة إلى زيادة العائد أيضا .[1]

3- سياسة التمويل المثلى

"هي السياسة التمويلية التي يتم إتباعها عندما تكون إدارة المؤسسة من النوع المحافظ فإنها تقوم بالاعتماد على مصادر طويلة الأجل في تمويل جزء من الأصول المؤقتة ، و هذه السياسة تخفض من العسر المالي الذي يرافقه انخفاض في مستوى العائد وفقا لحالة التلازم بين المخاطرة و العائد المتوقع .

تعد السياسة المثلى في التمويل تطبيقا لمبدأ التغطية و الذي يقضي بضرورة ملائمة توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويل الأصل ، مع توقيت النفقات النقدية المتولدة عنه ، و طبقا لهذا المبدأ ينبغي تمويل الأصول الدائمة (الأصول المتداولة الدائمة بالإضافة إلى الأصول الثابتة) الذي عادة ما تتحول إلى نقدية بعد فترة طويلة ، فليس من الحكمة في شيء إن يتم تمويل الأصل الدائم من مصادر تمويل قصيرة الأجل كالقروض المستخدمة في تمويل الأصول بمعدل أسرع من المعدل الذي يتحول بها الأصل إلى نقدية ".[2]

أما فيما يتعلق بالأصول المؤقتة (الأصول المتداولة المؤقتة) التي عادة ما تحول إلى نقدية خلال فترة قصيرة ، فانه ينبغي تمويلها من مصادر تمويل قصيرة الأجل ، فكما سبق الإشارة فان تمويل تلك

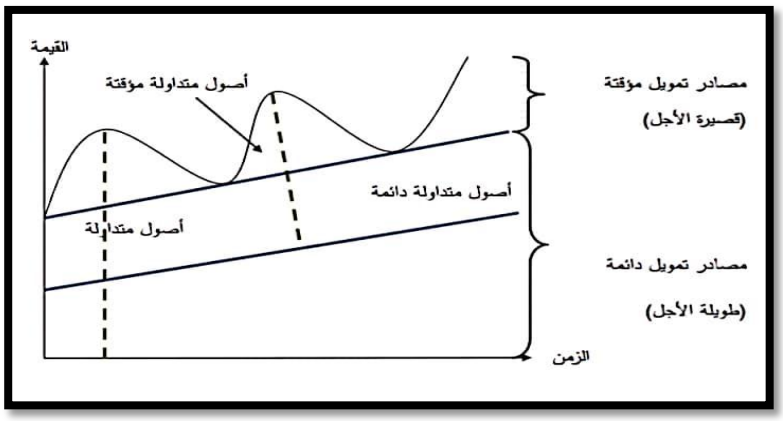
[1] – راضية قربوع ، مرجع سبق ذكره ص 7

[2] راضية قربوع ، مرجع سبق ذكره ص 8

والمردودية

الأصول من مصادر تمويل طويلة الأجل كالقروض طويلة الأجل يترك أثار عكسية على الربحية ، ويوضح الشكل الموالي سياسة تمويل الأصول وفقا لمبدأ ، أو ما يمكن أن يطلق عليه سياسة التمويل المثالية ، و أهم تغطية جديرة للاهتمام يبرزها مبدأ التغطية ، أو ما يمكن أن يطلق عليه سياسة التمويل الطويل ، لا تتوقف فقط على مدى استعداد إدارة المنشاة لتحمل المخاطر ، كما سبق و أن اشرنا إليه بل يتوقف كذلك على هيكل الأصول المتداولة فتطبيق لمبدأ التغطية كلما زادت الأصول المتداولة المؤقتة زاد الاعتماد على الخصوم المتداولة (مصادر قصيرة الأجل في التمويل) [1]

الشكل (4) : كيفية تمويل الأصول وفقا للسياسة المثلى



المصدر : راضية قربوع ، **مرجع سبق ذكره ص** 9

الفرع الثاني : مصادر مكونات هيكل رأس المال

يعتبر هيكل رأس المال جزء من الهيكل المالي للشركة و يتكون هيكل رأس المال من مصادر تمويل طويلة الأجل و المتمثلة في كل من القروض طويلة الأجل ، الأسهم الممتازة ، الأسهم العادية ، الأرباح المحتجزة ، الاستئجار .[2]

1 – التمويل عن طريق الأسهم

وهي عبارة عن صكوك متساوية القيمة غير قابلة للتجزئة وقابلة للتداول بحيث تنقسم إلى قسمين وهما الأسهم العادية و الأسهم الممتازة.

[1] منير إبراهيم هندي ص 207-208

[2] علي احمد فارس ، مرجع سبق ذكره ص 168

والمردودية

1-1 الأسهم العادية [1]: يمكن ان يعرف السهم العادي كصك ملكية قابل للتحويل والتبادل ، وهو يعطي مالكه حق الحصول على جزء من النتائج ، وعائد التصفية وإمكانية المشاركة في الاجتماعات ، بحيث أن لهذه الأسهم قيمة اسمية تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم ، وقيمة دفترية تتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة.

2-1 الأسهم الممتازة[2] : تعتبر الأسهم الممتازة مصدرا هاما من مصادر التمويل، طويل الأجل، فا الأسهم الممتازة لها حق الأولوية قبل الأسهم العادية على دخل الشركة وأصولها ، ولذالك سميت بالأسهم الممتازة ، حيث تعتبر خليطا من الدين وحقوق الملكية فهي كالديون لها معدل توزيعات أرباح ثابت ، و كالأسهم العادية ليس لها فترة استحقاق ، كما ان عدم دفع توزيعات أرباحها لا يؤدي بالشركة إلى الإفلاس.

2 – التمويل السندي

" تعتبر السندات أحد البدائل المتاحة أمام الشركات للتمويل الطويل الأجل ، وتقوم الشركات بإصدار السندات بغرض الحصول قروض طويلة الأجل وتتعهد بموجب هذا العقد بدفع القيمة الدفترية للسند في ميعاد استحقاقه بالإضافة إلى معدل سنوي للفائدة .

والجدير بالذكر إن السندات التي تصدر عن الشركات ليست واحدة ، بل أن السندات التي تصدر عن الشركة الواحدة في فترات زمنية مختلفة قد لا تكون متشابهة على الأقل من حيث تكلفة السند(نسبة الفائدة المحددة) أومن حيث شكلها (سندات مكفولة بضمانات وسندات من غير ضمانات)."[3]

يمكن اعتبار السندات على أنها عقد بين الشركة وحامل السند ويترتب بموجب هذا العقد حقوق و التزامات على طرفي العقد وهي[4] :

- ✓ حق حامل السند في معدل فائدة دوري .
- ✓ تاريخ استحقاق الفوائد.
- ✓ تحقيق القيمة الدفترية للسند.
- ✓ تاريخ استحقاق قيمة السند.
- ✓ أولوية أصحاب السندات في المطالبة بحقوقهم في حال التصفية.

[1] عمار موسى ، الادارة المالية للشركات ، دار الرضا للنشر ، الطبعة الاولى سوريا – دمشق ،2005 ، ص281

[2] شرابي باية كنزة ، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة مذكرة ماجستير في علوم التسير ، جامعة الجزائر 3 ،2014/2013 ، ص 27- 28

[3] د/ نور الدين خبابة الإدارة المالية ،دار النهضة العربية للطباعة والنشر ، بيروت الطبعة الاولى ، 1997 ص 498

[4] د/ نور الدين خبابة مرجع سبق ذكره ص 498 - 499

والمردودية

- ✓ تحديد الضمانات إن وجدت لاسيما التي تكفل السند في حال السندات المضمونة.

3- القروض طويلة الأجل : "يعد هذا النوع من التمويل المقترض بمثابة عقد يلتزم بموجبه المقترض (المنشاة) على تسديد فوائد دورية طيلة سنوات القرض إضافة إلى أصل المبلغ المقترض ضمن توقيتات يتم الاتفاق عليها مع المقرض ، وقد يكون الطرف المقرض منشاة مالية وسيطة وتتراوح أجال هذه القروض بين 3 سنوات إلى 15 سنة . وقد تكون هذه القروض مضمونة بأصل معين ، أو بأي نوع من أنواع الضمانات الأخرى ، ولا شك أن هناك بعض الاستثناءات من هذه القواعد في بعض الأحيان حسب متانة المركز المالي الذي يتمتع به المقترض ."[1]

4- الاستئجار [2]: إن استئجار الأصول يعتبر أحد قنوات التمويل طويلة الأجل ، وتجد الشركات في بعض الأحيان تلبية حجاتها من التمويل طويل الأجل في استئجار الأصول بدل حيازتها ويمكن لاستئجار الأصول أن يأخذ شكلين وهما :

أ- **الاستئجار المالي :** وبموجبه تحصل الشركة المستأجرة على الأصول المطلوبة مقابل التعهد بدفع دفعات تسديد تغطي تكلفة الأصل الكلية بالإضافة إلى نسبة فائدة معينة إلى الجهة المؤجرة ، بحيث يتميز هذا النوع بالخصائص التالية :

- ✓ يتطلب الأصل المستأجر اطفاءا كامل.
- ✓ يعتبر عقد الاستئجار غير قابل للفسخ .
- ✓ لا يشمل عقد الاستئجار تأدية الخدمات .

ب- **الاستئجار التشغيلي :** وفق هذا النوع من الاستئجار يمكن للشركة المستأجرة الحصول على الأصول من الجهة المؤجرة بشروط تختلف عن تلك المذكورة سابقا بالنسبة للنوع الاول ، ويتميز بجموعه من الخصائص وهي :

- ✓ الأصل المستأجر لا يتطلب إطفاء كاملا .
- ✓ يعتبر عقد الاستئجار قابل للفسخ.
- ✓ يشمل عقد الاستئجار تأدية خدمات الصيانة.

5- الأرباح المحتجزة[3]

تمثل احد مصادر التمويل الذاتي للمؤسسة و هي : " عبارة عن الجزء من حقوق الملكية الذي تستمده المؤسسة من ممارسة عملياتها ، و يتمثل في المتبقي من الأرباح العامة بعد تجنب الاحتياطات المختلفة و التوزيعات المقررة .

[1] عدنان تايه النعيمي ، مرجع سبق ذكره ص 169

[2] د/ نور الدين خبابة مرجع سبق ذكره ص 485 - 486

[3] عدنان تايه النعيمي ، مرجع سبق ذكره ص 167

المبحث الثاني : المردودية

إن هدف المؤسسة الاقتصادية هو العمل من أجل تحقيق مردودية مالية جيدة حيث تعتبر بمثابة المحرك الرئيسي للمؤسسة من أجل التوسع في نشاطها وتحقيق الاستقلالية المالية والاستمرار في مزاولة نشاطها .

المطلب الأول : ماهية المردودية

الفرع الأول : مفهوم المردودية

" ان مفهوم المردودية (او العائد) له تفسيرات متعددة تبعا للمستثمرين . فحين نتكلم عن المردودية او العائد المتوقع على سهم مثلا ، تعني الارباح الصافية التي يعطيها هذا السهم ، اضافة الى فائض القيمة الذي يمكن ان يحققه هذا السهم "[1]

"و قد عرفه كل من Forget و Gymbery : المردودية هي العلاقة الموجودة بين النتائج المتحصل عليها و الوسائل التي استخدمت عليها للحصول على هذه النتائج.

وقد عرفه أيضا بوخزار وكونصو : المردودية هي قاعدة تطبق على كل المراحل الاقتصادية وهذ بوضع الامكانية المادية والبشرية الازمة والتي تعبر عنها العلاقة التالية" [2]:

[1] د/ ناجي جمال ، مبادئ الاستثمار في اسواق التمويل ، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر و التوزيع ص/191

[2] مبارك مبروكي اثر الرفع المالي على مردودية المالية في المؤسسة الاقتصادية مذكرة ليسانس جامعة ورقلة 2013/2012 ص3

والمردودية

$$\text{المردودية} = \frac{\text{النتائج المحققة}}{\text{الامكانية}}.$$

و ترتبط المردودية بعدة مفاهيم كالربحية ، فالمردودية هي العلاقة بين النتائج المتحصل عليها و الإمكانيات المستخدمة سواء كانت مادية أو بشرية ، أما الربحية فلها علاقة مباشرة بالسعر ، و أنها الفرق بين سعر البيع و سعر التكلفة ، و تنقسم الربحية إلى [1]:

1- **ربحية الاستغلال** : تقيس قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح عن طريق عمليات الاستغلال

2- **النتيجة العامة** : وهي النتيجة الصافية قبل الضرائب و المصاريف المالية

الفرع الثاني: مكونات المردودية

تتكون المردودية من مجموعة من العناصر تتمثل فيما يلي [2]:

1- الإنتاجية : يشير هذا المصطلح بصفة عامة إلى نسبة المدخلان و المخرجات .

2- الربحية : وتعني فائض في النواتج مقارنة بالأعباء .

3- الفعالية : يمكن تعريفها على أنها القدرة على تحقيق النشاط المرتقب والوصول الى النتائج المرتقبة .

4- المكونات المالية : تتركز على مفهومين وهما :

أ- التدفقات النقدية : وهي رصيد التدفقات المتعلقة بالمشروع خلال فترة زمنية معينة ويقصد بذالك الفرق بين التدفقات النقدية الداخلية والخارجية الذي يمثل التغير الذي طرا على رصيد النقدية .

ب- الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي : بحيث يعبر الهامش الإجمالي عن الفرق بين المبيعات من البضاعة و تكاليف شرائها.

الفرع الثالث : أهداف المردودية

تتمثل أهداف المردودية في تحقيق ما يلي [3] :

[1] زكرياء لشهب ، دور عتبة المردودية ، مكتبة الوفاء القانونية الاسكندرية الطبعة الاولى 2010 ص79

[2] فتاحي عبد الغاني ، تقييم الاداء المالي بستخدام معيار المردودية المالية مذكرة ماستر جامعة ادرار 2017/2016 ص 26-27

[3] بوطغان حنان ، تحليل المردودية المحاسبية للمؤسسة الاقتصادية ، مذكرة ماجستير 2007 ، جامعة سكيكدة ص 75/74

والمردودية

- قياس كفاءة ورشد استخدام الموارد من اجل تعظيم عوائدها مع الأخذ بالحسبان تكلفة الفرصة البديلة.
- تلعب دورا جوهريا في تامين تشغيل و تطوير المؤسسة عن طريق إنماء الموارد المتاحة .
- تحقيق الحد الأدنى منها يمثل شرطا لا بديل لها لدعم و صيانة التوازن المالي للمؤسسة .
- تخصيص الأموال لأفضل الاستخدامات .
- ضمان إشباع الاحتياجات الدنيا لكل القوى المنتجة في المؤسسة

المطلب الثاني : أنواع المردودية

الفرع الأول : المردودية الاقتصادية

تهتم بالنشاط الرئيسي و تستبعد النشاطات الثانوية و ذات الطابع الاستثنائي ، حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من جدول حسابات النتائج ، و الأصول الاقتصادية في الميزانية ، أي تقيس مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال ، و تنقسم الى :[1]

1-1 المردودية الاقتصادية الإجمالية : وهي العلاقة بين الفائض الإجمالي للاستغلال و أصول المؤسسة

المردودية الاقتصادية الإجمالية =الفائض الإجمالي للاستغلال / الصول .

2-1 المردودية الاقتصادية الصافية : هي العلاقة بين نتيجة الاستغلال و أصول المؤسسة .

المردودية الاقتصادية الصافية = نتيجة الاستغلال / الأصول .

الفرع الثاني : المردودية المالية

تهتم بإجمالي أنشطة المؤسسة و تدخل في مكوناتها كافة العناصر و الحركات المالية ويمكن حسابها بالعلاقة التالية :[2]

المردودية المالية = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

[1] طالبي نوال تحليل ملاءة ومردودية شركات التأمين دراسة حالة الصندوق الجهوي للتعاون الفلاحي ، مذكرة ماستر ، جامعة الجلايلي بونعامة بخميس مليانة 2017/2016 ص 17-18

[2] طالبي نوال مرجع سبق ذكره ص18

والمردودية

تحدد هذه العلاقة مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية **تمكن** المؤسسة من استعادة ورفع حجم الأموال الخاصة ، و تقيس مردودية الأموال الخاصة مدى قدرة المؤسسة على توليد أرباح مكافئة المساهمين ، ولهذا يهتم المساهم بالمردودية المالية كونها تحدد مصيره فيما يتعلق بالأرباح .

الفرع الثالث : مردودية النشاط [1]

يطلق عليها في بعض الأحيان اسم المردودية التجارية ، لأنها تدرس وتسمح بتقييم الأداء التجاري أو البيعي للمؤسسة . فهي معيار مهم لتقييم الأداء في المؤسسات التجارية و تتمثل هذه المردودية في قدرة المؤسسة على استخلاص فائض من التشغيل أو هامش تجاري ، فهي بذلك تقدم معلومات تساعد على إصدار حكم ذو قيمة حول فعالية و كفاءة النشاط التجاري و الصناعي الذي تمارسه المؤسسة .

المطلب الثالث : العوامل المؤثرة في المردودية

الفرع الأول : العوامل الداخلية

يوجد العديد من العوامل الداخلية التي تؤثر و تعرقل بدورها تحسين مردودية المؤسسة ، كما يمكن القول انها العوامل المتعلقة بالإدارة وهي :[2]

1- تسيير الموارد البشرية : ان العامل البشري عنصر مهم في تسيير المؤسسة ورئيسي لنشاطها ، و مشكلة تسيير الموارد البشرية مشكلة تعاني منها المؤسسات ، ومن بين المصاعب التي تعاني منها المؤسسة في هذا المجال :
   - ✓ استياء في العلاقات الوظيفية بظهور خلافات بين مختلف العاملين .
   - ✓ عدم الاهتمام بتطوير العمال و مشكلة الأجور و ارتفاع حوادث العمل .
2- السياسة الإنتاجية : عدم التحكم في الإنتاج هو أيضا مؤثر على المردودية ، و ذلك لأنه من او مسؤوليات مدير إدارة الإنتاج و العمليات . يحتل الإنتاج أهمية خاصة ، سواء في مؤسسات إنتاج السلع أو مؤسسات خدماتية .
3- التسيير : تحقيق مردودية موجبة يتطلب من المؤسسة انتهاج سياسة تسييرية محكمة ، من شانها أن تسمح بالاستغلال الأمثل لمواردها عند تحقيق أهدافها المسطرة التي يرأسها تحقيق المردودية . و أخيرا فالتحكم في التسيير أمر ضروري يجب على المؤسسة أن تولي اهتمامها بهذا الجانب .
4- السياسة المالية : هي تلك القرارات التي تهدف إلى تخصيص الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف الإستراتيجية وذلك ضمن القيود المالية التي تفرضها الوضعية المالية والإمكانات المالية

[1] طالبي نوال مرجع سبق ذكره19

[2] صفاء الغول ، دراسة قياسية للعوامل المؤثرة في مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نموذجا ، مذكرة ماستر جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2014/2013 ص 5-6

والمردودية

المتوفرة للمؤسسة ومنه على هذه الأخيرة التحكم الكبير في سياستها المالية لضمان تحقيق مردودية عالية .

5- السياسة التجارية : تتوقف السياسة التجارية على مدى تحقيق المؤسسة للأرباح وأحجام رقم الأعمال المرتفعة ، ولا يتأتى ذالك إلا بالدفع عجلة نشاط المؤسسة ، للدراسة عن أسواق جديدة وبالتالي زيادة حصتها السوقية في نفس القطاع .

الفرع الثاني : العوامل الخارجية

العوامل الخارجية هي من العوامل التي ليست تحت السيطرة المباشرة للإدارة وهي :[1]

1- السوق : حيث أن السوق عامل جد مؤثر على مردودية المؤسسة إذ يجب على المؤسسة أن تولي اهتماما له ، وذالك عن طريق القيام بدراسات عن السوق لتفسير المعلومات المتعلقة بالتعرف على رغبات العملاء ، ورصد حجاتهم من اجل تلبيتها .

2- المنافسة : تعرف المنافسة على أنها القدرة المستثمرة للمؤسسات على بيع السلع والخدمات بربحية في الأسواق المفتوحة.

3- السياسة الضريبية : تعتبر من أهم أدوات السياسة المالية ، كما أن لهذه السياسة دور في التأثير على مردودية المؤسسة ، وهي تمثل صورة التدخل الحكومي من خلال فرض عدة أنواع من الضرائب.

المبحث الثالث : الدراسات السابقة ذات صلة بالموضوع

بعد التطرق للإطار النظري لموضوع دراستنا ، و قصد الإحاطة أكثر بموضوع بحثنا ، توجب علينا إعطاء نظرة على أهم الدراسات السابقة و التي قمنا بالاطلاع عليها و المتعلقة أساسا بموضوعنا قصد التعرف على النتائج المتوصل لها ، تم اختيار عدد من المذكرات و المقالات التي قمنا بتلخيصها بذكر أهم النقاط المتوصل لها ، حيث قسمنا هذا المبحث لثلاثة مطالب الأول يخص عرض الدراسات المحلية و الثاني عرض الدراسات الأجنبية و الثالث المقارنة .

المطلب الأول : الدراسات المحلية

1- دراسة حليمة تلالي ، محددات الهيكل المالي للمؤسسات الخدماتية المدرجة في البورصة ورقلة 2018/2017

[1] صفاء الغول ، مرجع سبق ذكره ص7

والمردودية

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على مختلف بنود الهيكل المالي و العوامل المحددة له و اختبار العلاقة بين (الحجم ، المردودية المالية ، العائد على الأصول ، النمو ، العمر) و الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية و حيث تدور الإشكالية حول ما هي محددات الهيكل المالي للمؤسسات الخدماتية المدرجة في بورصة عمان ، خلصت هذه الدراسة إلى التعرف بأهم العوامل المحددة للهيكل المالي و أن كل من المتغيرات : المردودية المالية ، العائد على الأصول ، حجم المؤسسة، تلعب دورا جوهريا في تفسير الهيكل المالي [1]

2- دراسة علي بن الضب ، تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية مدرجة بالبورصة ، رسالة ماجستير ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، 2009

حيث تدور الإشكالية حول ما مدى تأثير كل من الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح لقيمة المؤسسة الاقتصادية المسعرة بالبورصة و تفسيرهما لها ؟ . حيث يهدف الباحث إلى الوقوف على قدرة التفسيرية للقرارات التمويلية على أسعار أسهم الدول العربية ، و التعمق في طرق التقييم المتعددة و اختبار إمكانية تطبيقها و الوقوف على النقائص و الصعوبات في ضل الإصلاحات المحاسبية الوطنية ، و هذا من خلال اختبار الدراسة على عينة متكونة من 60 شركة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية في الفترة الممتدة بين 2008/2006 ، إضافة إلى اختبار كفاء سوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف لكل أسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية في الفترة بين 2008/2001 ، كذلك و محاولة اختبار الوعي الاستثماري العربي من خلال المراعاة لمؤشرات المردودية .[2]

3- دراسة انفال حدة خبيزة ، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية ، مذكرة ماجستير ، جامعة بسكرة 2012/2011

تطرقت هذه المذكرة إلى الجمع بين جانبين بالغي الأهمية والأثر على المؤسسات الاقتصادية ، فهي تهدف إلى إبراز العلاقة بين الهيكل المالي وإستراتيجية المؤسسة ، حيث تسعى إلى توجيه الأنظار إلى طبيعة الارتباط بين كل من الجانب المالي و الجانب الاستراتيجي داخل المؤسسة الصناعية من

[1] حليمة تلالي ، محددات الهيكل المالي للمؤسسات الخدماتية المدرجة في البورصة مذكرة ماستر تخصص مالية المؤسسة جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2017 /2018

[2] علي بن الضب ، تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية مدرجة بالبورصة ، رسالة ماجستير ،تخصص مالية المؤسسة ،2008 / 2009 جامعة قاصدي مرباح ورقلة

والمردودية

اجل تحديد الخيارات الإستراتيجية المناسبة لوضعها التنافسي ، ففي عالم تحتدم فيه المنافسة ، أصبح نجاح المؤسسات الصناعية واستمرارها يتوقف على قدرتها على اختيار الإستراتيجية المناسبة .[1]

4- دراسة **السايح عثمان ، قياس تأثير تركيبة راس المال على ربحية الشركات ، مذكرة ماستر ، جامعة ورقلة 2014/2013**

هدفت هذه الدراسة لتبيين كيف يتخذ المدراء قراراتهم المتعلقة بتركيبة رأس المال و ذلك للشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان فترة 2010-2012 ، و لتحقيق أهداف الدراسة تم بناء نموذج لفحص العلاقة بين ربحية الشركة و تركيبة رأس المال وتوصل الباحث إلى وجود علاقة سالبة وذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركة وتركيبة رأس المال .[2]

المطلب الثاني : الدراسات الأجنبية

1- دراسة (NIKOLAS 2002)[3] : و التي بحثت في العلاقة ما بين هامش الربح و هيكل رأس المال ، حيث توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين هيكل رأس المال و هامش الربح و استخدام الباحث هامش الربح كعامل تابع و نسبة الدين إلى حقوق الملكية ، حجم الشركة ، و نسبة التركيز كعوامل مستقلة و غطت الدراسة إن على الشركات استخدام التمويل الذاتي حيث انه أكثر ربحا لها من الدين و إن تكاليف الدين أعلى من الأرباح المتحققة من استثماراته .

2- دراسة (MASULIS)[4]: و التي ضمنت 33 شركة في الفترة الواقعة ما بين 1978/1963 و المدرجة في البورصة حيث بحثت هذه الدراسة في اثر التغير في تركيبة رأس المال على قيمة الشركات و كانت بعض نتائجها NYSE or ASE

- ✓ التغير في أسعار الأسهم له علاقة موجبة مع التغير في الرفع المالي .
- ✓ التغير في قيمة الشركة له علاقة موجبة مع التغير في نسبة الدين .

3- دراسة WIPPERN 1966[5] : والتي بحثت في العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة وقد توصل الباحث إلى الزيادة في قيمة الشركة تعتمد على التمويل الداخلي ولكن لم تثبت إن

---

[1] انفال حدة خبيزة ، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية ، مذكرة ماجستير ، جامعة بسكرة 2012/2011

[2] السايح عثمان ، قياس تأثير تركيبة راس المال على ربحية الشركات ، مذكرة ماستر ، جامعة ورقلة 2014/2013

[3] Nikolaos . p . Eriotis. zoe . f zoe v. **proit Margin and capital structure: An Zmpirical Relationship** : the journal of Applied Business Research ،Athens University . volume 18 ، number 2، 2002.

[4] Masulis . W . Ronald : Ronald :the lmpect of captal strure change or Frim value : Some Estimates . the gournal of finance . Vol . XX XVH II. No .1 March 1983 .pp 107-26.

[5] Wippern ,F, Ronald , Financil structur and the value of the firm , the gornal of finance, vol ,XXI,No,4 ,Doc1966 pp, 615 - 33

والمردودية

استخدام أموال الاقتراض سوف يزيد من قيمة الشركة وكذلك بينت الدراسة انه و بسبب وجود اثر الفوائد فان الشركة سوف تحقق عوائد من استخدام مزيج بين الملكية والدين في تمويل احتياجاتها .

4- دراسة Pozniak Laetitia [1]: يهدف من خلال دراسته الى تحديد خصائص الهيكل المالي وكذلك لدراسة خيارات التمويل لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البلجيكية غير المدرجة في السوق المالي ، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأصول الثابتة ونسبت الديون ، كما خلص الباحث أيضا إلى أن درجة التمويل الذاتي تؤثر على سلبا على استخدام الديون وهذا ما يتوافق مع نظرية التمويل التدريجي .

المطلب الثالث : موقع الدراسة من الدراسات السابقة

من خلال عرض الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع يمكننا توضيح موقع الدراسة من الدراسات السابقة وذالك من خلال الجدول التالي :

الجدول (1) : يوضح مقارنة الدراسات السابقة

الدراسة	الهدف	عينة الدراسة	متغيرات الدراسة	أدوات التحليل الإحصائي	النتائج
حليمة تلالي	تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على مختلف بنود الهيكل المالي و العوامل المحددة له و اختبار العلاقة بين (الحجم، المردودية المالية ، العائد على الأصول، النمو)	دراسة حالة عينة من المؤسسات الخدماتية المدرجة في بورصة عمان 2014- 2016	المتغير التابعة(المردودية المالية ، العائد على الأصول ، حجم المؤسسة..الخ) أما المتغير المستقل هو الهيكل المالي .	نموذج الانحدار المتعدد لبيانات السلاسل الزمنية و المقطعية	من أهم النتائج المتوصل إليها هي أن الهيكل التمويلي يتمثل بالدرجة الأولى على الأموال الخاصة ، وبصفة ضئيلة على الديون

[1] Pozniak laetita ,Determinantes des choix definancement et profils de PME , Memorandum of unpublhshed , Université de mons-Hainaut, 2010.

والمردودية

دراسة علي بن الضب	تهدف هذه الدراسة إلى مجموعة من الأهداف من أ همها الوقوف على القدرة التفسيرية للقرارات التمويلية (قرار اختيار الهيكل المالي ،قرار توزيع الأرباح) على قيمة المؤسسة ومن ثمة على أسعار أسهم الدول العربية	دراسة حالة عينة الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006 2008-	المتغير التابع (قيمة المؤسسة) المتغير المستقل (الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح)	نماذج الانحدار الخطي والمتعدد والبسيط من خلال منهج وصفي وتحليلي	إن متغير الهيكل المالي ومتغير سياسة توزيع الأرباح نلا حصة الأسد في تفسير قيمة المؤسسة ولهما تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة.
انفال حدة خبيزة	تهدف الى ابراز العلاقة بين الهيكل المالي واستراتيجية المؤسسة	دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب بسكرة	المتغير التابع (استراتيجية المؤسسة الصناعية) و المتغير المستقل (الهيكل المالي)	منهج تحليلي معتمد على الجداول و الاشكال البيانية	ان نجاح المؤسسات الصناعية واستمرارها يتوقف على قدرتها على اختيار الاستراتيجية المناسبة .
السايح عثمان	تبيين كيف يتخذ المدراء قرارتهم المتعلقة بتركيبة راس المال	دراسة عينة من الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان فترة 2010-2012 ،	المتغير التابع (ربحية الشركة) المتغير المستقل (راس المال)	ادوات التحليل القياسي	وجود علاقة سالبة وذات دلالة احصائية بين ربحية الشركة وتركيبة راس المال .
NIKOLAS	هدفت الدراسة إلى تفسير العلاقة بين (نسبة الدين،حقوق الملكية) وربحية الشركة مع الأخذ بعين الاعتبار مستوى استثمار الشركات	العلاقة ما بين هامش الربح و هيكل رأس المال دراسة حالة 53 شركة من مختلف الصناعة بين الفترة 1995-1996	المتغير التابع هو(نسبة الدين ،حقوق الملكية ،هامش الربح) أما المتغير المستقل هو هيكل رأس المال	نماذج الانحدار ومقاييس التشتت	إلى وجود علاقة سلبية بين هيكل رأس المال و هامش الربح و استخدام الباحث هامش الربح كعامل تابع و نسبة

والمردودية

	ودرجة قوة السوق				الدين إلى حقوق الملكية
MASULIS	بحثت هذه الدراسة في اثر التغير في تركيبة رأس المال على قيمة الشركات	اثر التغير في تركيبة رأس المال على قيمة الشركات دراسة حالة الشركات المدرجة في البورصة بين الفترة 1978/1963	المتغير التابع هيكل رأس المال أما التغيرات المستقلة هي الاستدانة ،قيمة الشركة ، الضريبة	مقاييس التشتت	يعتبر التمويل الذاتي أفضل وسيلة لتمويل واقلها تكلفة ، لكن يكون في معظم الأحيان غير كاف لتغطية حاجيات الشركة
WIPPERN 1966	البحث في العلاقة بين هيكل راس المال وقيمة الشركة	علاقة تركيبة رأس المال و قيمة الشركة دراسة حالة الشركات المدرجة في البورصة	المتغير التابع (قيمة الشركة) المتغير المستقل (هيكل راس المال)	ادوات التحليل القياسي	تحقيق عوائد من استخدام مزيج بين الملكية و الدين في تمويل احتياجاتها
Pozniak Laetitia	يهدف من خلال دراسته الى تحديد خصائص الهيكل المالي	خيارات التمويل لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البلجيكية غير المدرجة في السوق المالي	المتغير التابع (الهيكل المالي) المتغيرات المستقلة (حجم المؤسسة ، هيكل الأصول ، المردودية)	نماذج الانحدار الخطي والمتعدد والبسيط	خلصت الدراسة الى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأصول الثابتة ونسبت الديون.

المصدر : إعداد الطلبة بناءا على الدراسات السابقة

من خلال الدراسات السابقة في الجدول الذي تم تقديمه يمكن أن نقارن بين موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة في النقاط التالية :

- تشابه الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة من حيث الإطار النظري، بحيث اغلب الدراسات السابقة تطرقت إلى مفهوم هيكل رأس المال ومكوناته كما أبرزت بعض النظريات إلى وجود هيكل مالي امثل .

- وبالرغم من التشابه الدراسات السابقة مع الدراسة الحالية إلا أنها تختلف عنها من حيث طريقة المعالجة التي اعتمدت عليها الدراسة الحالية والسابقة ، كما تختلف من حيث عينات الدراسة.

خلاصة الفصل

تطرقنا في هذا الفصل إلى عرض مفاهيم أساسية حول هيكل رأس المال و مصادر مكوناته حيث تم تعريفه على انه التمويل الطويل الأجل أو الدائم المتجسد لكل من المديونية طويلة الأجل ، الأسهم الممتازة ، الأسهم العادية ، و الأرباح المحتجزة و الإجارة المالية . و كذا اهم النظريات المفسرة لهيكل رأس المال .

كما تطرقنا في هذا الفصل إلى المردودية و التي لها تفسيرات متعددة تبعا للمستثمرين . فحين نتكلم عن المردودية أو العائد المتوقع على سهم مثلا ، تعني الأرباح الصافية التي يعطيها هذا السهم ، إضافة إلى فائض القيمة الذي يمكن أن يحققه هذا السهم. إضافة إلى أهم العوامل المؤثرة عليها.

الفصل الثاني

دراسة قياسية للشركات المدرجة في البورصة

تمهيد :

بعد التطرق في الجزء النظري الى هيكل رأس المال وكذا أهم مكوناته وعلاقته بالمردودية ، سيعالج هذا الفصل الدراسة التطبيقية بالتعرف على عينة متكونة من مجموعة من المؤسسات المدرجة في البورصة بالاعتماد على نماذج البانل خلال الفترة 2010-2020 .

ومن أجل التحليل و اختبار الفرضيات قمنا بتقسيم الفصل الى ثلاث مباحث كالأتي :

المبحث الأول : منهج الدراسة

المبحث الثاني : تقديم الشركات محل الدراسة

المبحث الثالث : تقدير و تحليل النتائج

المبحث الأول : منهج الدراسة

نعني بمصطلح بيانات السلال الزمنية المقطعية أو معطيات البانل مجموعة من المشاهدات التي تتكرر عند مجموعة من الأفراد في عدة فترات من الزمن بحيث انها تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلال الزمنية في نفس الوقت ،فبالنسبة للبيانات المقطعية فهي تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة ، بينما تصف بيانات السلاسل الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة ، وهنا تكمن أهمية استخدام بيانات البانل كونها تحتوي على معلومات ضرورية تتعامل مع ديناميكية الوقت وعلى مفردات متعددة ، فإذا كانت الفترة الزمنية نفسها لكل الأفراد نسمي نموذج البانل ب " المتوازن " أما اذا اختلفت الفترة الزمنية من فرد لأخر يكون نموذج البانل " غير متوازن "[1]

المطلب الأول :استقرارية السلاسل الزمنية

نحاول في هذا المطلب التعرف على استقرارية السلاسل الزمنية حيث نبين ماهية السلاسل الزمنية ومسراتها واختبارات استقراريتها.

1 – ماهية السلاسل الزمنية

السلاسل الزمنية هي عبارة عن سلسلة من القيم العددية لمؤشر إحصائي يعكس تغير ظاهرة ما بالنسبة للزمن ، بحيث ان لكل قيمة احصائية فترة زمنية تقابلها ، (يكون متغير الزمن t متغيرا مستقلا تقابلها قيمة احصائية مرتبطة Y_t و تعرف الاستقرارية أيضا انها مجموعة من القيم الخاصة بمؤشر ما مأخوذ خلال فترات زمنية متتالية والتي تعكس تطور ذلك المؤشر عبر الزمن

ومن خلال هذه التعاريف يمكن أن نذكر خصائص استقرار السلسلة الزمنية ، حيث تكون السلسلة الزمنية مستقرة اذا توفرت الخصائص التالية

- ثبات متوسط القيم عبر الزمن أي($E(Y_t)$ مستقل عن الزمن(t) .
- ثبات التباين عبر الزمن($VAR(Y_t)$.
- التغاير مستقل عن الزمن أي أن يكون التغاير (Covariance) بين قيمتين لنفس المتغير معتمدا على الفجوة الزمنية بين القيمتين وليس على القيمة الفعلية الزمن الذي يحسب عند التغاير .

[1] Dielman1989 "Pooled Cross-Sectional and time seri data analysis "Tesax Chrisitan University USA . P02

2 – مسارات السلاسل الزمنية

إن الاستقرار هو أن السلسلة تتجه إلى التذبذب حول متوسطها الحسابي وأنها تسعى إلى العودة إلى هذا المتوسط خلال فترة زمنية قصيرة، لذلك وجب تحويل السلاسل الزمنية الغير المستقرة، ويمكن أن نميز بين نوعين من المسارات الغير مستقرة.

وحسب ترتيب (Nelson Plasser) سنة 1982 يمكن التميز بين نوعين من المسارات :

أ- المسار من نوع ST (Trend Stationary)

يمثل عدم الاستقرارية ، يكتب هذا النوع من المسار كالتالي :

$X_t = f_t + \varepsilon_t$ حيث ان f_tهي دالة خطية محددة بدلالة الزمن ، ε_tهو متغير عشوائي يمثل مسار احتمالي مستقر ، وهو عبارة عن الخطأ .

و المسار TS غير مستقر ، لأنE(Xt) مستقل عن الزمن، ويمكن ارجاعه مستقرا عن طريق طرح t القيمة التقديرية القيمة x بدلالة t وفي هذا النوع من النماذج يكون الأثر الناتج عن التاثيرات العشوائية خلال فترة t ظرفي ، ويمكن تعميم هذه النتائج على الدوال الخطية من درجات مختلفة

ب- **المسار من النوع SD (Differency Stationry)**

وتتمثل في المسارات غير المستقرة العشوائية ويمكن ارجاعها مستقرة باستعمال طريقة التصفية $(1+D)^d{}_t$=B+ε_t حيث :

ε_t: مسار مستقر

B: ثابت حقيقي

D: معامل الفروقات

d: درجة التصفية بالفروقات

فالمسار العشوائي يوضح لنا ان المسار Y_t عند اللحظة الزمنية t يبدأ عند توقف مسار(Y_{t-1}) ويتبع اتجاه الصدمةε_t بحيث ان ε_t تمثل الخطأ الابيض ، هذا النوع من المسار هو عكس مسار TS الذي يتميز بالإتجاه المحدد ، وتكون في مسار DS علاقة الاتجاه غير واضحة

حيث ان أي صدمة عابرة في لحظة ما لها اثر دائم على مستوى المسار و هذا يعني ان المسار لايعود الى حالته الأولى وذالك بسبب الصدمة .

ومما سبق نعرف المسار DS بأنه مسار غير مستقر أي لايحقق احد خصائص الاستقرار، ولاكن يمكن إرجاعه مستقر باستعمال الفروق اي التكامل او التفاضل حيث نقول ان المسار DS هو متكامل عند الدرجة d بصفة عامة من اجل استرجاع استقرارية مسار من نوع TS ، فإن أحسن طريقة هي طريقة المربعات الصغرى العادية ، أما فيما يخص مسار من نوع DS ، فإنه يجب استعمال مايسمى La filter aux différences premières.

3 –اختبار استقرار السلاسل الزمنية

من أهم اختبارات استقرار السلاسل الزمنية ما يلي :

1-3 اختبار " Augmentd Dickey " (ADF)[1] : يعتبر اختبار ADF 1981 حيث يعتبر من اهم الاختبارات استعمالا للكشف عن وجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية، ويهدف هذا الاختبار الى فحص فرض العدم ($H_0: \delta = 0$) في العلاقة التالية

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + Y_t$$

والذي يعني وجود جذر الوحدة في السلسلة الزمنية أي انها غير مستقرة ، في مقابل الفرض البديل $(H_1: \delta < 0)$ والذي يعني استقرارها . وقد أضاف كل من ديكي –فولر سنة 1981 الى الطرف الأيمن من العاقة السابقة قاطعة واتجاه عام بالاضافة الى عدد مناسب من الفروق من الدرجة الأولى وذلك لتفادي مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء ، لتظهر في الأخير على شكل جملة مكونة من ثلاثة معادلات على النحو التالي :

(بدون ثابت واتجاه عام) $\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} U_t$

(ثابت) $\Delta Y_t \alpha + \delta Y_{t-1} + U_t$

(ثابت واتجاه عام) $\Delta Y_t = \alpha + \delta Y_{t-1} + B_t + U_t$

ولاجراء هذا الاختبار يستوجب حساب احصائية ديكي – فولر (t) لكل من النماذج الثلاثة السابقة وذلك من خلال اختبار الفرض العدمي($H_0 \delta = 0$) أو بوجود جذر وحدة من خلال مقارنة إحصائية (t) المقدرة للمعلمة (δ) مع القيم الجدولية لاختبار ديكي – فولر الموسع فاذا كانت القيمة المطلقة للاحصائية (t) المقدرة تتجاوز القيمة المطلقة لديكي – فولر الموسع فانها تكون معنوية

[1] بن مسعود عطا الله ، بوثلجة عبد الناصر ، الانفاق الحكومي و الاستثمار الاجنبي المباشر في الجزائر ، مجلة الحقوق و العلوم الانسانية ، الجزائر العدد 19 سنة 2014 ص 18–19 .

احصائية وعليه نرفض الفرض العدمي بوجود جذر الوحدة اي ان السلسة الزمنية مستقرة او ساكنة واذا كانت أقل من القيمة الجدولية لديكي – فولر فانه لا يمكن رفض فرض جذلر الوحدة أي أن السلسلة غير ساكنة.

2-3 اختبار Levin, Lin and Chu (LLC)[1]: تعتبر دراسة السلاسل الزمنية غير المستقرة مهمة في تطبيق الاقتصاد القياسي الحالي وذلك باستخدام مختلف اختبارات جذر الوحدة وفي المقابل قان تحليل المعطيات البانل غير المستقرة لم يعرف تطورا الا منذ وقت قريب ، وذلك يعود الى اعمال كل من **Levin and Lin**(1992) فهما أول من اقترحا هذا الاختبار من خلال سلسلة الاعمال التي قامو بها (1992-1993-2002) وقد كانت انطلاقتهم مأخوذة مباشرة من اختبارات جذر الوحدة في السلاسل الزمنية من نوع ديكي – فولر الصاعدة (ADF) .

ومن أجل إجراء هذا الاختبار تم وضع ثلاثة نماذج لاختبار وجود جذر الوحدة:

النموذج (1) : $\Delta y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$

النموذج (2) : $\Delta y_{i,t} = \alpha_i + P y_{i,t-1} + \delta_{i,t}$

النموذج (3) : $\Delta \boldsymbol{y_{i,t}} = \boldsymbol{\alpha_i} + \beta_{i,t} + P y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$

وانطلاقا من النماذج الثلاثة السابقة يقترح Levin, Lin and Chu اختبار الفرضيات التالية:

النموذج (1) : $H_0 : P = 0 \qquad H_1 : P < 0$

النموذج (2): $\Delta \mathbf{y_{i,t}} = \boldsymbol{\alpha_i} + \mathbf{p y_{i,t-1}} + \boldsymbol{\varepsilon_{i,t}}$ $\boldsymbol{H_0}$:

النموذج (3) : $\Delta \mathbf{y_{i,t}} = \boldsymbol{\alpha_i} + \mathbf{P y_{t,-1}} + \boldsymbol{\varepsilon_{i+t}}$

بحيث : $i = 1,2, \ldots \ldots \ldots, N$

$$t = 1,2, \ldots \ldots \ldots . . T$$

وانطلاقا من النماذج الثلاثة السابقة يقترح Levin, Lin and Chu اختبار الفرضيات التالية :

النموذج 1 : $\mathbf{H_0}: \boldsymbol{P} = \mathbf{0}$ $\boldsymbol{H_1}: \mathbf{P} < 0$

النموذج 2 : $H_0 : P = 0 \ , \alpha_i = 0 \ , \forall_i = 1,2, \ldots \ldots \ldots , N$

$$H_1 : P < 0 \ , \alpha_i \in R \ , \forall_i , \ldots \ldots \ldots N$$

[1] بدراوي شهيناز تأثيرات أنظمة الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية ، اطروحة دكتورة جامعة ابي بكر بلقايد تلمسان 2014-2015 ص222-223

النموذج 3 : $\boldsymbol{H_0}: \mathbf{P} = 0 \ , B_i = 0 \ , \forall_i = 1,2, \dots \dots \dots \dots N$

$$\boldsymbol{H_1}: \mathbf{P} < 0 \ , \boldsymbol{B_i} \in \boldsymbol{R} \ , \forall_{\boldsymbol{i}} = \mathbf{1}, \mathbf{2}, \dots \dots \dots \boldsymbol{N}$$

ويجدر بالذكر بأن فرضية العدم في النموذجين (2) و (3)هي فرضيات مترافقة، بمعنى أن في النموذج الثاني فرضية العدم هي فرضية جذر الوحدة لكل مفردات البانل($P_i = 0$) مترافقة مع فرضية غياب الأثر الفردي وبالتحديد انعدام كل الحدود الثابتة ($\alpha_i = 0$) ، أما النموذج الثالث فإن فرضية العدم تقتضي اختبار فرضية جذر الوحدة كما في النموذج مع فرضية غياب مركبة الاتجاه العام من أجل كل مفردات البانل ($\alpha_i = 0$) .

3-3 (IPS) Im ,Pesaram and shin (2003)[1] : كما ذكرنا سابقا فان الحد الأساسي الذي يقف أمام اختبار **Levin, Lin and Chu** يمكن في فرضية تجانس جذر الانحدار الذاتي تحت الفرضية البديلة $\boldsymbol{H_1}$ و التي تقتضي بوجود انحدار ذاتي مشترك P_i لكل الأفراد ، ثم جاءت بعد ذلك الأعمال المشتركة Im ,Pesaram and shin في السنوات (1997 ، 2002 ، 2003) والتي سمحت بمعالجة هذه الفرضية ،بالأضافة الى أن هذا الاختبار يندرج ضمن نماذج الجيل الأول بحيث يعتبر هؤلاء الاقتصاديون أول من قامو بتطوير اختبار التجانس تحت الفرضية البديلة مع اختلاف جذر الانحدار الذاتي .

ان النموذج المقدم في هذه الحالة هو نموذج باثار فردية ودون اتجاه عام و المطابق للنموذج (2) الخاص بكل من LLC وغياب ارتباط بين البواقي ، ويكتب بالصيغة التالية

$$\Delta y_{i,t} = \alpha_i + P_i y_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

بحيث : $i = 1,2, \dots \dots$

اما الاثار الفردية فهي تعرف كالتالي :

$$\alpha_i = -\rho_i \ y_i$$

مع

$$y_i \in R \ \text{ و } \epsilon_{i,t} \sim N \ , I, d \ (0, \sigma^2_{\epsilon_{i,t}})$$

يعتبر اختبار IPS مثل اختبار LLC فهو عبارة عن اختبار مرافق ، بحيث يجمع بين فرضيتي جذر الوحدة وانعدام الفردية بحيث :

اختبار IPS:

$$H_0: P_1 = 0 \ , \quad \forall_i = 1.2 \dots \dots \dots \dots . N$$
$$H_0: P_1 < 0 \ , \quad \forall_i = 1.2 \dots \dots . . N$$

[1] بدراوي شهيناز مرجع سبق ذكره ص224-225-226

$$P_i = 0 \,.\forall_i = N_1 + 1, N_1 + 2, \dots\dots, N$$

يوجد نوعين من الفرضيات هما :

- واحدة من أجل المتغير $Y_{\mathrm{i}\,.\mathrm{t}}$ مبنية على $i=1,2,\dots\dots N_1$ وتكون مستقرة .
- و الاخرى من اجل حركية المتغير $Y_{\mathrm{i}\,.\mathrm{t}}$ تقبل جذر الوحدة ومبنية على شكل $i = N_1 +$ $1, \dots\dots N$ وتكون $0 < N_1 < N$ كما ان نسبة N_1/N تحقق العلاقة التالية :

$$\lim_{\mathrm{n}\to\infty}\left(\frac{\mathrm{N}_1}{\mathrm{N}}\right) = \delta, \qquad 0 < \delta < 1$$

وكما هي الفرضية السائدة في اختبارات الجيل الاول فإن البواقي مستقلة فيما بينها في البعد الفردي بحيث ان نموذج IPS يسمح بوجود ارتباط ذاتي للبواقي برتب مختلفة من أجل كل فرد في بينات البانل ، وفي هذه الحالة اشتق IPS توزيعات تقاربية لأحصائياتهم المتوسطة عندما Tو N تتجه نحو ∞ وقترحو احصائيتين متوسطتين متوحدتين للنموذج .

المطلب الثاني: نماذج بيانات البانل

اولا : نموذج التاثيرات الثابتة (*FEM*) Fixed Effects Model

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدى من خلال جعل معلمة المقطع β_0 تتفاوت من مجموعة الى اخرى مع بقاء معملات الميلβ_{j} ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية (اي سوف نتعامل مع حالة عدم التجانس للتباين بين المجاميع) ،وعليه فان نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة الآتية :[1]

$$Y_{\mathrm{it}} = \beta_{0(\mathrm{i})} \sum_{\mathrm{j}=1}^{\mathrm{k}} \beta_{\mathrm{j}}\, \mathrm{X}_{\mathrm{j}(it)} + \varepsilon_{\mathrm{it}} \quad ، i = 1,2, \dots . N \quad t = 1,2, \dots T \dots\dots\dots\dots (1)$$

حيث ان $E(\varepsilon_{it}) = 0$ و $\mathrm{Var}(\varepsilon_{\mathrm{it}}) = \sigma_\varepsilon^2$. ويقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة بأن المعلمة β_0 لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن و انما يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية لغرض تقدير معلمات النموذج في (1) والسماح لمعلمة القطع β_0 بالتغير بين المجاميع المقطعية عادة ما تستخدم متغيرات وهمية بقدر $(N-1)$ لكي نتجنب حالة التعددية الخطية التامة . ثم تستخدم طريقة

[1] رتيعة محمد استخدام نماذج بينات البانل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية جامعة المدية العدد02– –سبتمبر 2014 ص 155–156

المربعات الصغرى الاعتيادية . ويطلق على نموذج التأثيرات الثابتة اسم نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية .

بعدا اضافة المتغيرات الوهمية D في المعادلة (1) يصبح النموذج على الشكل التالي :

$$Y_{it} = \alpha_1 + \sum_{d=2}^{N} \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^{k} \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad , i = 1,2, \dots . N \; t = 1,2, \dots . . T \dots \dots (2)$$

حيث يمثل المقدار:

$$\alpha_1 \sum_{d=2}^{N} \alpha_d D_d$$

التغير في المجاميع المقطعية لمعلمة القطع β_0 ويمكن كتابة النموذج بالمعادلة (2) بعد حذف α_1 بالشكل الآتي :

$$Y_{it} = \sum_{d=2}^{N} \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^{k} \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad , i = 1,2, \dots . N \; t = 1,2, \dots . . T \dots \dots (3)$$

ثانيا : نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model (REM)

يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية نموذجا ملائما في حالة وجود خلل في أحد الفروض المذكورة أعلاه في نموذج التأثيرات الثابتة .

في نموذج التأثيرات العشوائية سوف يعامل معامل القطع $\beta_{0(i)}$ كمتغير عشوائي له معدل مقداره μ أي : [1]

$$\beta_{0(i)} = u + v_i \quad , i = 1,2, \dots \dots . (4)$$

و بتعويض المعادلة (4) في المعادلة (1) نحصل على نموذج التأثيرات العشوائية وبالشكل الآتي :

$$Y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^{k} \beta_j X_{j(it)} + v_i + \varepsilon_{it} \quad i = 1,2, \dots \dots N \quad t = 1,2, \dots \dots . T \quad \dots . (5)$$

[1] رتيعة محمد مرجع سبق ذكره ص156-157

حيث ان v_i يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية i يطلق على نموذج التأثيرات العشوائية احيانا نموذج مكونات الخطأ بسبب أن نموذج في المعادلة (5) يحوي مركبين للخطأ v_i و ε_{it} يمتلك نموذج التأثيرات العشوائية خواص رياضية منها $E(\varepsilon_{it}) = 0$ و $Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$ ، $E(v_i) = 0$ و $Var(v_i) = \sigma_v^2$

ليكن لدينا حد الخطأ المركب الآتي : $w_{it} = v_i + \varepsilon_{it}$ ..... (6)

حيث أن $E(w_{it}) = 0$ ..... (7)

$$Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_v^2 + \sigma_\varepsilon^2 \dots\dots (7)$$

تفشل طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في تقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية كونها تعطي مقدرات غير كفوءة و لها أخطاء قياسية غير صحيحة مما يؤثر في اختبار المعلمات كون أن التبان المشترك بين w_{it} و w_{is} لا يساوي الصفر أي :

$$cov(w_{it}w_{is}) = \sigma_v^2 \neq 0 \quad , t \neq s \dots\dots (8)$$

لغرض تقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية بشكل صحيح عادة ما تستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة .

المطلب الثالث : اختبار هوسمان (Hausman Test 1978)

يقوم اختبار **Hausman** على الاختلاف الجوهري بين التأثيرات الثابتة و العشوائية فهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات ، فبالرغم من أن نصوص التحليل القياسي تشير الى ان التأثيرات الثابتة هي الأكثر ملائمة للبيانات المقطعية عبر الدول إلا أنه لا يمكن التأكد من ذلك إلا بعد استخدام اختبار Hausman وذلك لمعرفة أي من التأثيرات تعتبر أكثر ملائمة لتقدير النموذج سواء كانت نماذج التأثيرات الثابتة أم نماذج التأثيرات العشوائية . ومن أجل تحديد أي من النموذجين ينبغي اختياره واستعماله في الدراسة، فان فرضية العدم تستند على عدم وجود ذالك الارتباط وفي الحالة التي تكون فيها كل من مقدرات التأثيرات الثابتة و العشوائية منسقة ولكن مقدرة التأثيرات العشوائية تكون الأكثر كفاءة ، بينما في ظل الفرضية البديلة لوجود الارتباط فان مقدرة التأثيرات الثابتة هي فقط منسقة وأكثر كفاءة ، وعلى هذا الأساس نأخذ الفرضيتين الشكل التالي :[1]

[1] بدراوي شهيناز مرجع سبق ذكره ص 219-220

$$\begin{cases} H_0: E(\alpha_i/X_i) = 0 \\ \mathrm{H}_1: E(\alpha_i/X_i) \neq 0 \end{cases}$$

بحيث تمثل :

H_0 : هي فرضية العدم عندما يكون نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم ، وفي هذه الحالة يتم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى المعممة GLS .

H_1 : وهي الفرضية البديلة عندما يكون نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم ، وفي هذه الحالة يتم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى العادية OLS .

و بالتالي تكون صيغة الاختبار ل Hausman على الشكل التالي:

$$\mathrm{H}= (\hat{\beta}_{OLS} - \hat{\beta}_{GLS})'\left[Var(\hat{\beta}_{OLS} - \hat{\beta}_{GLS})\right]^{-1}(\hat{\beta}_{OLS} - \hat{\beta}_{GLS})$$

بحيث :$(\hat{\beta}_{OLS} - \hat{\beta}_{GLS})$ تمثل الفرق بين مقدرات التأثيرات الثابتة و التأثيرات العشوائية .

و $Var(\hat{\beta}_{OLS}) - Var(\hat{\beta}_{GLS})$ هي الفرق بين مصفوفة التباين المشترك لكل مقدرات التاثيرات الثابة و التأثيرات العشوائية .

بحيث تتبع H تحت فرضية العدم توزيع كاي تربيع (X^2) مع درجة حرية K اي عدد المتغيرات المستقلة، فاذا تبين بأن القيمة المحسوبة لإحصائية الاختبار H اكبر من القيمة الجدولية يتم رفض فرضية العدم المؤيدة لأفضلية نموذج التأثيرات العشوائية وقبول الفرضية البديلة القائلة بان نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل .

المبحث الثاني : تقديم الشركات محل الدراسة

سوف نتطرق في هذا المبحث الى مجموعة من الشركات منها شركة اليانس لتأمينات في الجزائر ، أما مجمع صيدال يختص في مجال إنتاج الأدوية وتسويقها ، أما الاورسي تختص في السياحة والفندقة .

المطلب الأول : شركة أليانس للتأمينات الجزائرية

الفرع الأول : تعريف اليانس للتأمينات

أليانس للتأمينات هي شركة مختلطة ذات رأس مال أغلبيته اجنبي ذات أسهم، تأسست في جويلية 2005 بموجب الأمر رقم 65-07 المؤرخ 25 جانفي 1995 و الصادر عن وزارة المالية، والمتعلقة بفتح سوق التأمينات بعد الحصول على موافقة الجهات المختصة (اعتماد) تحت رقم 122/5 انطلق نشاط الشركة سنة 2006 ، بواسطة القيام بجميع عمليات التامين وإعادة التامين .[1]

تطور رأس مال شركة أليانس للتأمينات الجزائرية و دخولها للبورصة :

قدر رأس مال شركة أليانس فور انطلاق نشاطها بـــ 500مليون دج سنة 2006 ليصل في سنة 2009 الى 800 مليون دج ويرجع سبب هذا الارتفاع في دمج الاحتياطات بقيمة 360 مليون دج ونظرا لسياسة الشركة التوسعية من جهة ، ووفقا للمرسوم رقم (375-09) الصادر في 16 نوفمبر 2009 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي (344-95) الصادر في 30أكتوبر 1995 الذي يحدد الحد الأدنى لرأس مال شركات التأمين ، قررت الشركة في الجمعية غير العادية في جويلية 2010 ، برفع رأس مالها عن طريق الإكتتاب العام اين لجأت إلى بورصة الجزائر في 3 أكتوبر 2010 ، بعد منحها رخصة الدخول رقم :2010/02 من لجنة تنظيم عمليات البورصة .

وتعتبر شركة اليانس اول مؤسسة من القطاع الخاص تدخل الى البورصة ، ولقد بلغت الأموال التي تم رفعها بمقدار 1.4 مليار دج ، وقد اشترك في هذه العملية جمع بطاقات الإكتتاب البنوك التالية :

- القرض الشعبي الجزائري CPA، مسؤول الفريق .
- بنك التنمية المحلية BDL .

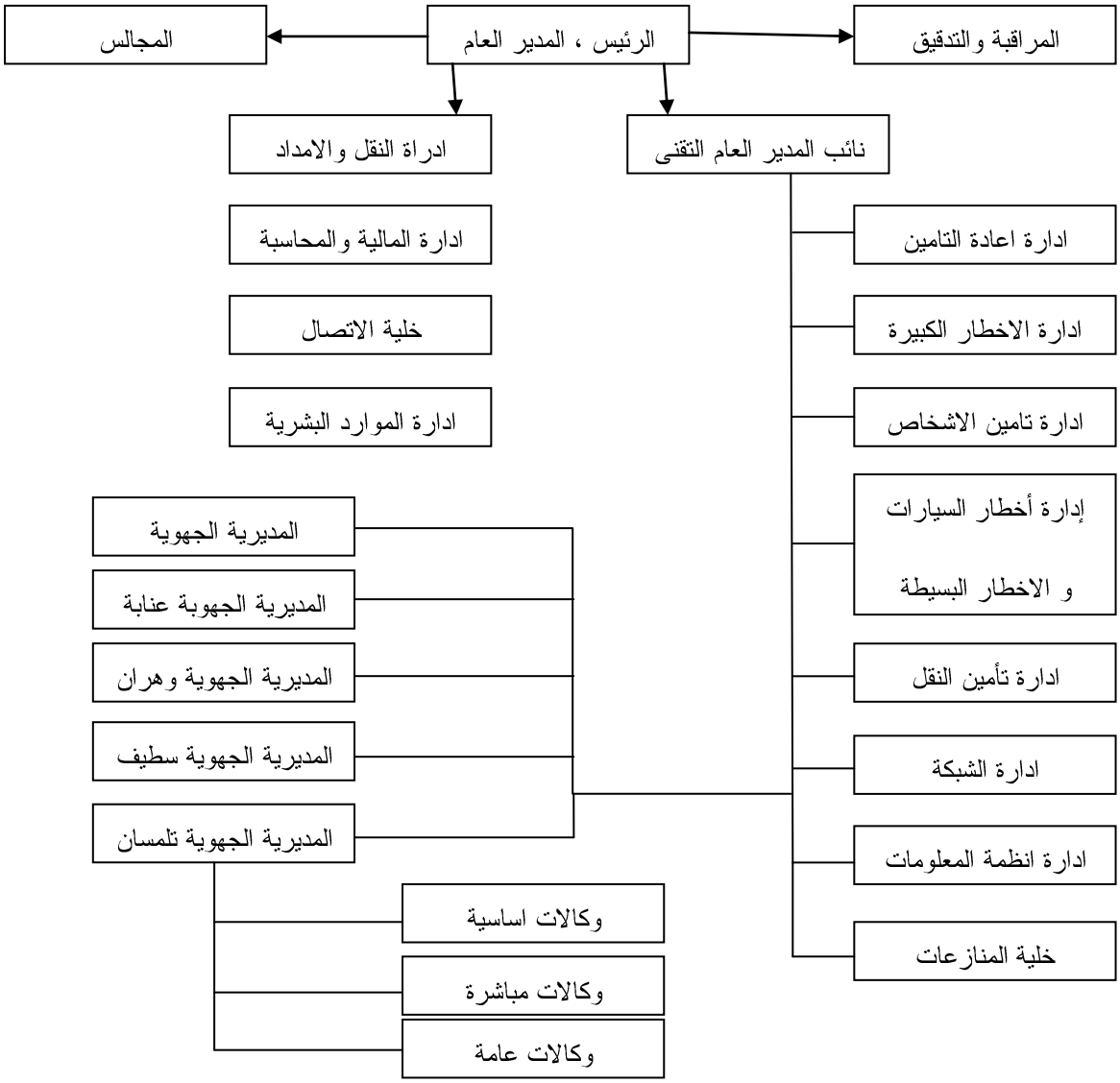
[1] -محمد زرقون ، العرض العمومي في البورصة و أثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية ، دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر ، مجلة الباحث عدد 12 كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة 2013

- البنك الخارجي الجزائري BEA .
- البنك الوطني الجزائري BNA .
- صندوق الإدخار والاحتياط CNEP BANQUE.
- سوسيتي جينيرال الجزائر SGA.
- بي أن بي باريبا الجزائرBNP PARIBAS .

ولقد كان رأس مال الشركة يبلغ قبل رفعه 100 مليون دج تم إكتتابها كليا وتحريرها من طرف المساهمين.

الفرع الثاني : الهيكل التنظيمي لشركة أليانس للتأمينات

الشكل رقم (5) : الهيكل التنظيمي لشركة اليانس للتأمينات الجزائرية



Source : allianceassurances,notice d'information,augmention de capital de 1433 million da viaun appel public a l'eparagne et introduction du titre en bourse , visa cosob n° 2010/02 du 8aout2010 insertion boal 59 du 24,p32 .

المطلب الثاني : مجمع صيدال

يعتبر صيدال هو أول مخبر صيدلاني ينتج الأدوية الجنيسة في الجزائر

الفرع الأول : نشأة مجمع صيدال: [1]

تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري. وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلية في عام 1971 وحدة إنتاج الحراش، واشترت على مرحلتين (في سنة1971 ثم 1975) وحدتي "بيوتيك" (BIOTIC) و"فارمال" (PHARMAL) .

وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية، أصبح فرعها للإنتاج يُسمى الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب المرسوم 161/82 الصادر في أبريل 1982.

وكانت مهمة الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني هي ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وهدفها تزويد السوق الجزائرية على نحو كاف ومنتظم.

ثم إن هذه الشركة غيّرت اسمها في سنة 1985 لتصبح صيدال. وفي أعقاب تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية لعام 1989، صارت صيدال مؤسسة اقتصادية عامة تملك استقلالية الإدارة واختيرت لتكون من بين الشركات الوطنية الأولى التي تحصل على وضع الشركة ذات الأسهم.

وفي عام 1993، تم إجراء تغييرات على النظام الأساسي للشركة ما مكّنها من المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية ذات الصلة بأغراض الشركات من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة.

في فبراير 1999: قام مجمع صيدال بفتح رأس ماله عن طريق العرض العلني للبيع. وانصب مبلغ العرض على 20 ٪ من رأس مال المجمع، أي ما يعادل 500 مليون دينار جزائري موزعة على 2 مليون سهم.

[1] https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=28

في فبراير 1999: قام مجمع صيدال بفتح رأس ماله عن طريق العرض العلني للبيع. وانصب مبلغ العرض على 20 ٪ من رأس مال المجمع، أي ما يعادل 500 مليون دينار جزائري موزعة على 2 مليون سهم.

في سبتمبر 1999 : وبعد استيفاء شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية . (وقُدر مبلغ الإدراج ب 800 دينار جزائري).

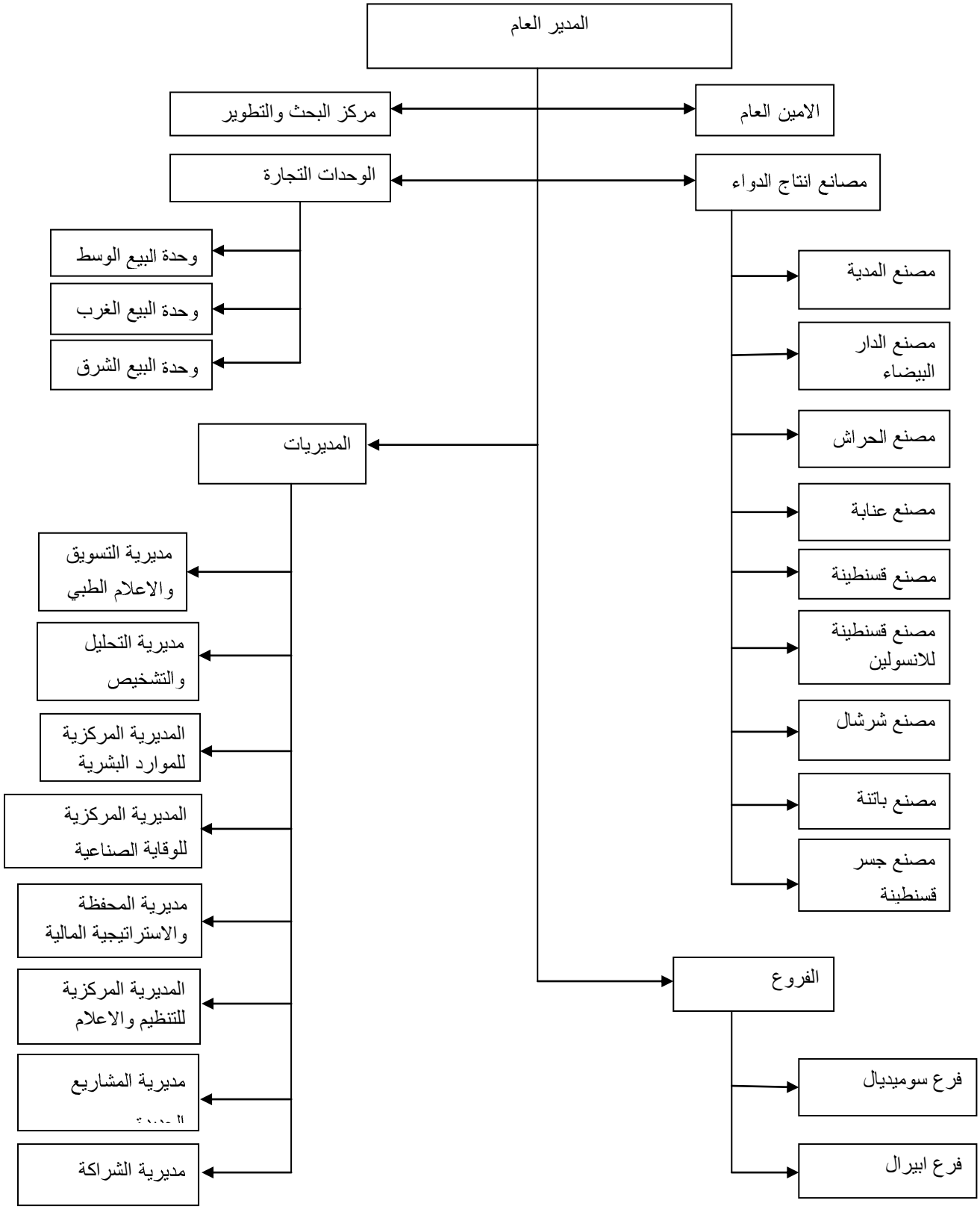
الجدول (2) : يوضح موصفات مجمع صيدال

الاسم	المجمع الصناعي صيدال
المنشىء	القابضة العامة للكيمياء والصيدلة
رأس المال الاجتماعي	2.500.000.000 دينار جزائري أو ما يعادل 10000000 سهم بقيمة اسمية قدرها 250 دينار جزائري.
الكمية المعروضة	2000000 سهم تمثل 20٪ من رأس المال الاجتماعي.
سعر العرض	800 دينار جزائري
فترة العرض	من 15 فبراير1999 إلى 15 مارس 1999
الوسيط في عمليات البورصة المرافق	المؤسسة المالية العامة Sogefi
الوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بجمع أوامر الشراء	المؤسسة المالية العامة Sogefi، الراشد المالي، المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف Soficop و شركة توظيف القيم المنقولة SPDM.

المصدر : بورصة الجزائر https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=28

الفرع الثاني : الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

الشكل (6) : يوضح الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



المصدر : فاطمة محبوب أطروحة دكتوراه تخصص اقتصاد صناعي جامعة محمد خيضر بسكرة

المطلب الثالث : مؤسسة الأوراسي

تقديم مؤسسة الأوراس :[1]

تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 2 مايو 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة. وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR) حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة (ALTOUR) حتى عام 1979، وأخيراً من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983.

في ذلك العام، وضمن إطار عملية لإعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقي (EGH) (المرسوم رقم 83-226 المؤرخ في 2 ابريل 1983) .

وعدّل الفندق ، في 12 فبراير عام 1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار. وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقي "الاوراسي".

وفي عام 1995، وُضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية التابعة للدولة، وأصبحت المساهم الوحيد فيه.

لكن، وتمشيا مع توجّهات السلطات العمومية التي تهدف إلى فك الارتباط الكلي بالدولة، من خلال مختلف القوانين التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالخوصصة الكلية أو الجزئية، اختيرت مؤسسة الأوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في فبراير 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يتجاوز 20 ٪ من رأس مالها للاكتتاب العام.

وفي يونيو 1999، فتحت مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع. ومثّل مبلغ العرض 480 مليون دينار جزائري، أو ما يعادل 20 ٪ من رأس المال الاجتماعي.

في 14 فبراير 2000 : وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية. (وقُدر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري)

[1] https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=26

المبحث الثالث : تقدير و تحليل النتائج

اعتمدنا في دراستنا على نموذج من نماذج الاقتصاد القياسي المتمثل في تحليل بيانات البانل (Panal data) من أجل تحديد أثر هيكل رأس المال على المردودية لبعض الشركات المدرجة في بورصة الجزائر ، كونه النموذج الملائم لبيانات هذه الدراسة حيث يعتبر هيكل رأس المال متغير مستقل ، و المردودية LRN متغير تابع .

في المتغير المستقل اقتصرنا فقط على :

- LRES الاحتياطات والأرباح المحتجزة أو غير الموزعة
- LDT الديون الطويلة والقصيرة الاجل

المطلب الأول : استقرار السلاسل الزمنية:

تعد استقرارية السلاسل الزمنية شرطا أساسيا في دارسة علاقة التكامل المتزامن، فغياب الإستقرارية يؤدي إلى مشاكل قياسية مثل مشكلة الإنحدار الزائف والتي تجعل معظم الاختبارات الإحصائية مضللة، ومن أجل ذلك وجب دارسة استقرارية السلاسل الزمنية المراد دارستها من أجل تفادي هذا المشكل .وتطلق الإستقرارية في المفهوم الإحصائي على السلسلة الزمنية التي يكون وسطها الحسابي وتباينها ثابتان عبر الزمن.[1]

الجدول (3) : يبين نتائج اختبار جذر الوحدة

2st Difference		1st Difference		Level		Test type	Integration rank	Variables
Prob.**	Statistic	Prob.**	Statistic	Prob.**	Statistic			
0.999	3.778	1.000	3.949	0.549	0.124	Levin, Lin & Chu	ليست مستقرة	LRES
0.697	0.517	0.811	0.883	0.748	0.671	Im, Pesaran and Shin		
0.919	2.0003	0.951	1.619	0.936	1.806	ADF - Fisher Chi-square		
0.000	-5.344	0.018	-2.077	0.185	-0.896	Levin, Lin & Chu	درجة التكامل 2	LDT
0.345	-0.398	0.651	0.390	0.779	0.770	Im, Pesaran and Shin		

[1]Damodar N.Gujarati., Porter, D. C., Basic Econometrics, The McGraw-Hill, International Edition, 05th edition, (2009) pp. 653,654

		ADF - Fisher Chi-square	4.412	0.621	3.633	0.726	9.501	0.147
LRN	درجة التكامل 0	Levin, Lin & Chu	-8.431	0.000	-8.638	0.000	-6.298	0.000
		Im, Pesaran and Shin	-0.731	0.232	-0.797	0.212	-0.299	0.382
		ADF - Fisher Chi-square	14.212	0.027	12.860	0.045	9.726	0.136

معنوية عند مستوى 5% **المصدر:** eviews

من خلال الجدول نلاحظ :

- **LRES** ليست مستقرة ، ومنه قبول الفرضية التي تنص على جذر الوحدة الزمنية في السلسلة الزمنية وبالتالي فهو غير مستقر لا في السلسلة الأولى ولا في الفروق الأولى ولا في الفروق الثانية
- **LDTL** مستقرة من الدرجة 2 عند اختبار Levin, Lin & Chu واختبار-ADF - Fisher Chi square ب5% ، وبالتالي رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على استقرار السلاسل الزمنية
- **LRN** مستقرة من الدرجة 0 في وضعها الأصلي .

الجدول (4): يبين مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدارسة

المتغيرات	LDT	LRES	LRN
LDT	1.000000 -----		
LRES	0.944404 0.0000	1.000000 -----	
LRN	0.403674 0.0299	0.475371 0.0092	1.000000 -----

المصدر: من إعداد الطلبة من خلال برنامج eviews

يتبين من خلال الجدول أعلاه معاملات الارتباط بين المتغيرات التابعة والمستقلة كانت كالتالي:

- بلغ معامل الارتباط بين الديون (LDT) و الاحتياطات والأرباح المحتجزة أو غير الموزعة (LRES) 0.944 وبالتالي وجود علاقة قوية طردية .بالإضافة إلى أنها ذات معنوية إحصائية لأن تم رفض الفرضية العدمية التي تنص على وجود علاقة في المدى القصير وقبول الفرضية البديلة التي تفترض وجود علاقة قوية على المدى الطويل.

- بلغ معامل الارتباط بين الديون (LDT) و المردودية (LRN) 0.403 وبالتالي وجود علاقة ضعيفة طردية . بالإضافة إلى أنها ذات معنوية إحصائية لأن تم رفض الفرضية العدمية التي تنص على وجود علاقة في المدى القصير وقبول الفرضية البديلة التي تفترض وجود علاقة متوسطة على المدى الطويل.

- بلغ معامل الارتباط بين الاحتياطات والأرباح المحتجزة أو غير الموزعة (LRES) و المردودية (LRN) 0.475 وبالتالي وجود علاقة ضعيفة طردية . بالإضافة إلى أنها ذات معنوية إحصائية لأن تم رفض الفرضية العدمية التي تنص على وجود علاقة في المدى القصير وقبول الفرضية البديلة التي تفترض وجود علاقة متوسطة على المدى الطويل.

المطلب الثاني : اختيار النموذج الأفضل

1-تقدير نموذج الدراسة

يتم التقدير باستخدام نماذج البانل الساكن وهي نموذج الانحدار التجميعي، نمـــوذج التأثيرات الثابتـــة ونمـــوذج التأثيرات العشوائية، وذلك بالمعادلة التالية :

$$\boldsymbol{Lrn = c_{(1)} + c_{(2)}Ldt + c_{(3)}Lres}$$

الجدول (5) : يوضح نتائج تقدير نموذج الدراسة

المتغير التابع : المردودية LRN									
المتغيرات	نموذج الانحدار التجميعي			نموذج الانحدار الثابت			نموذج الانحدار العشوائي		
	Coefficient	Statistic	Prob.	Coefficient	Statistic	Prob.	Coefficient	Statistic	Prob.
C	16.989	5.751	0.000	15.909	1.620	0.118	16.989	6.658	0.000
LDT	-0.278	-0.807	0.426	0.601	1.448	0.160	-0.278	-0.935	0.358
LRES	0.433	1.680	0.104	-0.418	-0.877	0.388	0.433	1.944	0.062
Rsquared	0.244			0.479			0.244		
Durbin-Watson stat	0.894			1.018			0.894		
F-statistic	4.217			5.535			4.217		
Prob(F-statistic)	0.025			0.002			0.025		

مستوى معنوية 5% المصدر :من إعداد الطلبة من خلال برنامج eviews

يتبين من خلال الجدول أعلاه أن:

- نموذج الانحدار التجميعي معنوي عند مستوى معنوية 5 %، حيث بلغت قيمة(F-statistic) 4.217 كما بلغت قيمة (Rsquared) 0.244 و قيمة (Durbin-Watson) 0.894
- نموذج الانحدار الثابت معنوي عند مستوى معنوية 5 %، حيث بلغت قيمة(F-statistic) 5.535 كما بلغت قيمة (Rsquared) 0.479 و قيمة (Durbin-Watson) 1.018
- نموذج الانحدار العشوائي معنوي عند مستوى معنوية 5 %، حيث بلغت قيمة(F-statistic) 4.217 كما بلغت قيمة (Rsquared) 0.244 و قيمة (Durbin-Watson) 0.894

2- المفاضلة بين النماذج :

يتم المفاضلة بين نماذج البانل الثلاث (نموذج الانحدار التجميعي، نموذج الانحدار الثابت ونموذج الانحدار العشوائي) من أجل تحديد النموذج الملائم للدارسة، وذلك من خلال إجراء الاختبار التالي :

اختبار Hausman : يستخدم اختبار Hausman للمفضلة بين نموذج الانحدار الثابت ونموذج الانحدار العشوائي، وفرضيات هذا الاختبار كالتالي:

- نموذج الانحدار العشوائي هو الملائم.....H_0
- نموذج الانحدار الثابت هو الملائم.....H_1

معيار القرار: رفض (H0) إذا كانت قيمة الاحتمال أقل من 5٪ ، قبول (H0) إذا كانت قيمة الاحتمال أكبر من 5٪

الجدول (6) : يوضح اختبارHausman

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	**Chi-Sq. Statistic**	**Chi-Sq. d.f.**	**Prob.**
Cross-section random	10.840545	2	0.0044

المصدر : من اعداد الطلبة من خلال برنامج eviews

بلغت قيمة اختبار **Hausman** 10.840545 الموضحة في الجدول رقم 6 اعلاه وهي معنوية عند مستوى 5% ومنه نرفض الفرضية العدمية H_0 و نقبل الفرضية البديلة H_1 ومنه نموذج الانحدار الثابت هو الملائم .

المطلب الثالث : تقدير نموذج الخطأ

يتم تصحيح نموذج التأثيرات الثابتة من خلال إعادة التقدير بطريقة نموذج تصحيح الخطأ ECM

الجدول (7) يوضح : تقدير نموذج الخطأ

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: LRN

Method: Panel Least Squares

Date: 05/12/22 Time: 10:58

Sample: 2010 2020

Periods included: 11

Cross-sections included: 3

Total panel (unbalanced) observations: 29

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.1181	1.620940	9.815153	15.90977	C
0.1605	1.448067	0.415319	0.601410	LDT
0.3889	-0.877479	0.476695	-0.418290	LRES
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
0.479871	R-squared		0.671851	Root MSE
0.393183	Adjusted R-squared		20.12424	Mean dependent var
0.738527	S.E. of regression		0.948064	S.D. dependent var
13.09014	Sum squared resid		2.387268	Akaike info criterion
-29.61539	Log likelihood		2.623009	Schwarz criterion
5.535598	F-statistic		2.461099	Hannan-Quinn criter.
0.002650	Prob(F-statistic)		1.018899	Durbin-Watson stat

المصدر : من اعداد الطلبة من خلال برنامج eviews

يتبين من خلال الجدول اعلاه :

- $\alpha_1 = 0.1605$ توجد علاقة في المدى القصير بين المردودية والديون بينما لاتوجد علاقة في المدى الطويل لانها اكبر من القيمة الجدولية وبالتالي لاتوجد معنوية احصائية ،ومنه نقبل الفرضية العدمية H_0 .

- $\alpha_2 = 0.3889$ توجد علاقة في المدى القصير بين المردودية والاحتياطات والأرباح المحتجزة أو غير الموزعة ، بينما لا توجد علاقة في المدى الطويل لأنها اكبر من القيمة الجدولية وبالتالي لاتوجد معنوية إحصائية ،ومنه نقبل الفرضية العدمية H_0 .

- بلغت قيمة Durbin-Watson stat 1.018899 ومنه يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطأ و بالتالي لاتوجد معنوية احصائية للنموذج .

- بلغت قيمة R-squared 0.479871 و منه معنوية النموذج ضعيفة .

خلاصة الفصل :

في هذا الفصل قمنا باستعراض منهجية الدراسة والتطرق لأدبيات التكامل المتزامن للسلاسل الزمنية ، أما في الجانب التطبيقي فركزنا فيه على تقدير النماذج وتحليل النتائج حيث توصلنا من خلال الاختبارات الإحصائية Eviews الى مايلي :

- أثبتت اختبارات كل من Levin, Lin & Chu و Im, Pesaran and Shin و ADF - Fisher وجود استقرار للسلاسل الزمنية مع إختلاف في درجة تكاملها .
- أكد تقدير النتائج لنموذج التأثيرات الثابتة لبيانات البانل على وجود ارتباط بين المتغير التابع (المردودية) و المتغيرات المستقلة في المدى القصير .
- اكد اختبار Hausman على ان نموذج الانحدار الثابت هو الملائم.
- اكد اختبار Durbin-Watson stat على انه يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطأ و بالتالي لاتوجد معنوية إحصائية للنموذج .

خـــــــاتمـــــــــــة

يحضى مدخل هيكل رأس المال باهتمام بالغ لدى الباحثين باعتباره يعبر عن صورة عن المردودية و الاحتياطات والأرباح المحتجزة أو غير الموزعة و الديون ، ولا تزال الرؤى والنظريات متعددة فيما يتعلق بتفسير العلاقة بين هيكل أرس المال والمزيج التمويلي من أموال مقترضة وممتلكة وكذا تأثير ذلك على المردودية الاقتصادية للمؤسسة .

وقد حاولنا في هذه الدارسة تسليط الضوء على أهم المفاهيم النظرية المتعلقة بهيكل رأس المال وكذا الإطار المفاهيمي للمردودية كعنصر أساسي للدارسة بشكل خاص ، ثم حاولنا الإجابة على إشكالية الدارسة واختبار الفرضيات بالاعتماد على التحاليل والاختبارات الإحصائية لبرنامج Eviews لبيانات ونتائج عينة من الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2020 .

وتوصلنا في الأخير إلى مجموعة نتائج نظرية وتطبيقية تمكننا من إثبات أو نفي الفرضيات التي طرحناها سابقا وهي كالتالي :

نتائج الدراسة :

1 – النتائج النظرية :

- تعتبر نظرية مودغلياني وميلر من أهم النظريات المفسرة لهيكل رأس المال ، حيث يرى هذان الاقتصاديان أن لا وجود لهيكل مالي أمثل حيث أن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلتان عن هيكلها المالي .
- يتطلب نشاط المؤسسة الاقتصادية استخدام تشكيلة من مصادر التمويل، قد تكون داخلية وتتمثل في التمويل الذاتي إضافة إلى التمويل عن طريق التنازل عن الاستثمارات.
- في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية لتمويل احتياجات المؤسسة فإنها تلجأ إلى مصادر خارجية، حيث تنقسم هذه الأخيرة إلى مصادر تمويل خارجية مباشرة ، إلى جانب مصادر تمويل خارجية غير مباشرة مشكلة من مصادر تمويل متوسطة وطويلة الأجل ، و مصادر تمويل قصيرة الأجل .
- تم إن الوصول إلى بهيكل مالي أمثل تحكمه مجموعة من المحددات أهما المرونة، الربحية، التحفظ، القدرة على الوفاء، ويمكن القيام بتقييم الهيكل المالي باستعمال مؤشرات التوازن أو استخدام نسب الهيكلة ففي حالة قضى ذلك التقييم بعدم أمثلية الهيكل المالي فإنه يستلزم االلجوء إلى تقويم باتخاذ بعض الإجراءات التصحيحية من أجل السير بالهيكل المالي نحو الأمثلية .

2- نتائج الدراسة التطبيقية :

من خلال اختبار استقرار السلاسل الزمنية توصلنا الى أن :

- الاحتياطات والأرباح المحتجزة أو غير الموزعة **(LRES)** ليست مستقرة ، ومنه قبول الفرضية التي تنص على جذر الوحدة الزمنية في السلسلة الزمنية وبالتالي فهو غير مستقر لا في السلسلة الأولى ولا في الفروق الأولى ولا في الفروق الثانية .
- الديون(**LDTL**) مستقرة من الدرجة 2 عند اختبار Levin, Lin & Chu واختبار - ADF Fisher Chi-square ب5% ، وبالتالي رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على استقرار السلاسل الزمنية .
- المردودية (**LRN**)مستقرة من الدرجة 0 في وضعها الأصلي .

أثبتت نتائج تقدير نموذج الدراسة ما يلي:

- بلغ معامل الارتباط بين الديون (LDT) و الاحتياطات والأرباح المحتجزة أو غير الموزعة (LRES) 0.944 وبالتالي وجود علاقة قوية طردية .بالإضافة إلى أنها ذات معنوية إحصائية لأن تم رفض الفرضية العدمية التي تنص على وجود علاقة في المدى القصير وقبول الفرضية البديلة التي تفترض وجود علاقة قوية على المدى الطويل.

- بلغ معامل الارتباط بين الديون (LDT) و المردودية (LRN) 0.403 وبالتالي وجود علاقة ضعيفة طردية . بالإضافة إلى أنها ذات معنوية إحصائية لأن تم رفض الفرضية العدمية التي تنص على وجود علاقة في المدى القصير وقبول الفرضية البديلة التي تفترض وجود علاقة متوسطة على المدى الطويل.

- بلغ معامل الارتباط بين الاحتياطات والأرباح المحتجزة أو غير الموزعة (LRES) و المردودية (LRN) 0.475 وبالتالي وجود علاقة ضعيفة طردية . بالإضافة إلى أنها ذات معنوية إحصائية لأن تم رفض الفرضية العدمية التي تنص على وجود علاقة في المدى القصير وقبول الفرضية البديلة التي تفترض وجود علاقة متوسطة على المدى الطويل.

ومن خلال تقدير نموذج الخطأ استخلصنا مايلي:

– توجد علاقة في المدى القصير بين المردودية والديون بينما لاتوجد علاقة في المدى الطويل لانها اكبر من القيمة الجدولية وبالتالي لاتوجد معنوية احصائية ،ومنه نقبل الفرضية العدمية H_0 .

– توجد علاقة في المدى القصير بين المردودية والاحتياطات، بينما لا توجد علاقة في المدى الطويل لأنها اكبر من القيمة الجدولية وبالتالي لاتوجد معنوية إحصائية ،ومنه نقبل الفرضية العدمية H_0 .

– بلغت قيمة Durbin-Watson stat 1.018899 ومنه يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطأ و بالتالي لاتوجد معنوية احصائية للنموذج .

– بلغت قيمة R-squared 0.479871 و منه معنوية النموذج ضعيفة .

التوصيات المقترحة

- على الشركات محل الدراسة الأخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ قرار بخصوص زيادة ديونها أو تخفيضها ورفع قيمتها بأكبر قدر ممكن ؛
- على الشركات أن تسعى الى وضع استراتيجيات جديدة لتحسين وزيادة مستواها و تعزيز موقعها في البورصة ؛
- ضرورة زيادة الاهتمام بهيكلها المالي من خلال توفير نظم المعلومات وقواعد البيانات وأنظمة وإجراءات العمل واللوائح والاستراتيجيات، ومراجعتها وتطويرها بشكل مستمر؛

آفاق الدراسة :

إن دارسة موضوع هيكل رأس المال وعلاقته بالمردودية موضوع واسع جدا لا يمكن حصره ، و من خلال بحثنا في هذا الموضوع نرى أنه لازالت هناك بعض النقاط التي يمكن التطرق إليها والتي ستكون أساسا لبحوث قادمة ، من شأنها أن تقدم نتائج يستفاد منها، نذكر منها

- دراسة العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال
- أثر هيكل رأس المال على المردودية

قائمة المصادر و المراجع

***الكتب :**

أولا : باللغة العربية

1- جليل كاظم مدلول العارض ، الإدارة المالية المتقدمة ، دار الصفاء للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان ، 2013 .

2- زكرياء لشهب ، دور عتبة المردودية ، مكتبة الوفاء القانونية الاسكندرية الطبعة الاولى 2010 .

3- عدنان تايه النعيمي ، أساسيات في الإدارة المالية ، دار المسيرة للنشر الطبعة الأولى عمان – الأردن 2007 .

4- عمار موسى ، الإدارة المالية للشركات ، دار الرضا للنشر ، الطبعة الأولى سوريا – دمشق ،2005 .

5- منير إبراهيم هندي ، الادراة المالية ، مدخل تحليلي معاصر ، الطبعة السادسة ، المكتب العربي للنشر ، 2014 .

6- ناجي جمال ، مبادئ الاستثمار في اسواق التمويل ، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر و التوزيع .

7- نور الدين خبابة الإدارة المالية ،دار النهضة العربية للطباعة والنشر ، بيروت الطبعة الاولى ، 1997 .

ثانيا : مذكرات و مداخلات ودراسات ومجلات

8- اشرف عادل محمود اسماعيل ، محددات الهيكل المالي و اثرها على هيكل راس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للاوراق المالية ، رسالة للحصول على الماجستير جامعة الازهر – غزة 2016

9- باية كنزة ، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة مذكرة ماجستير في علوم التسير ، جامعة الجزائر 3 ،2014/2013 .

10- بدراوي شهيناز تأثيرات أنظمة الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية ، اطروحة دكتورة جامعة ابي بكر بلقايد تلمسان 2014-2015 .

11- بن مسعود عطا الله ، بوثلجة عبد الناصر ، الانفاق الحكومي و الاستثمار الاجنبي المباشر في الجزائر ، مجلة الحقوق و العلوم الانسانية ، الجزائر العدد 19 سنة 2014 .

12- بوطغان حنان ، تحليل المردودية المحاسبية للمؤسسة الاقتصادية ، مذكرة ماجستير 2007 ، جامعة سكيكدة .

13- حليمة تلالي ، محددات الهيكل المالي للمؤسسات الخدماتية المدرجة في البورصة مذكرة ماستر تخصص مالية المؤسسة جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2017 /2018 .

14- دعاء خلقي خنفر ، محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين ، رسالة استكمال متطلبات درجة الماجستير في إدارة الأعمال بكلية الدراسات العليا و البحث العلمي في جامعة الخليل ، فلسطين 2017 .

15- راضية قربوع ، محددات اختيار الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية ، مذكرة ممكلة ضمن متطلبات نيل مذكرة ماستر في علوم التسيير ، جامعة العربي بن مهيدي- ام البواقي ، 2017/2016 .

16- رتيعة محمد استخدام نماذج بينات البانل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية جامعة المدية العدد02- -سبتمبر 2014 .

17- طالبي نوال تحليل ملاءة ومردودية شركات التأمين دراسة حالة الصندوق الجهوي للتعاون الفلاحي ، مذكرة ماستر ، جامعة الجلايلي بونعامة بخميس مليانة 2017/2016 .

18- علي احمد فارس ، اثر بناء هيكل رأس المال في تحديد قيمة الشركة بإطار نظريتي الإشارة والمبادلة ، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، جامعة كربلاء ، مجاد 14 العدد 56، 2018 .

19- علي بن الضب ، تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية مدرجة بالبورصة ، رسالة ماجستير ،تخصص مالية المؤسسة ،2008 / 2009 جامعة قاصدي مرباح ورقلة .

20- فتاحي عبد الغاني ، تقييم الاداء المالي بستخدام معيار المردودية المالية مذكرة ماستر جامعة ادرار 2017/2016.

21- محمد الصالح فروم ، النمو و الأداء المالي والاستراتيجي للمؤسسة ، مذكرة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة 20 اوت 1955 سكيكدة ، 2008

22- محمد زرقون ، العرض العمومي في البورصة و أثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية ، دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر ، مجلة الباحث عدد 12 كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة 2013

***مواقع اليكترونية :**

23- https://www.cosob.org/ar/
24- https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=26
25- https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=28

***مراجع باللغة الأجنبية :**

26- [1] Pozniak laetita ,Determinantes des choix definancement et profils de PME , Memorandum of unpublhshed , Université de mons-Hainaut, 2010 .
27- Damodar N.Gujarati., Porter, D. C., Basic Econometrics, The McGraw-Hill, International Edition, 05th edition, (2009) .
28- Dielman1989 "Pooled Cross-Sectional and time seri data analysis "Tesax Chrisitan University USA .
29- Masulis . W . Ronald : Ronald :the lmpect of captal strure change or Frim value : Some Estimates . the gournal of finance . Vol . XX XVH II. No .1 March 1983 .
30- Nikolaos . p . Eriotis. zoe . f zoe v. proit Margin and capital structure: An Zmpirical Relationship : the journal of Applied Business Research ،Athens University . volume 18 ، 2002

المـــــــــلا

الملحق (1) : نتائج اختبار جذر الوحدة LRES

Panel unit root test: Summary
Series: LRES
Date: 05/13/22 Time: 18:21
Sample: 2010 2020
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
27	3	0.5494	0.12406	Levin, Lin & Chu t*
24	3	0.9186	1.39541	Breitung t-stat
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
27	3	0.7489	0.67111	Im, Pesaran and Shin W-stat
27	3	0.9366	1.80623	ADF - Fisher Chi-square
30	3	0.9881	0.92977	PP - Fisher Chi-square

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: D(LRES)
Date: 05/13/22 Time: 18:23
Sample: 2010 2020
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
24	3	1.0000	3.94927	Levin, Lin & Chu t*
21	3	0.9428	1.57865	Breitung t-stat
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
24	3	0.8114	0.88306	Im, Pesaran and Shin W-stat
24	3	0.9512	1.61968	ADF - Fisher Chi-square
27	3	0.0403	13.1809	PP - Fisher Chi-square

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: D(LRES,2)
Date: 05/13/22 Time: 18:26
Sample: 2010 2020
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
21	3	0.9999	3.77886	Levin, Lin & Chu t*
18	3	0.8752	1.15150	Breitung t-stat
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
21	3	0.6975	0.51715	Im, Pesaran and Shin W-stat
21	3	0.9197	2.00030	ADF - Fisher Chi-square
24	3	0.0023	20.4818	PP - Fisher Chi-square

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق (2) : نتائج اختبار جذر الوحدة LDT

Panel unit root test: Summary
Series: LDT
Date: 05/13/22 Time: 18:29
Sample: 2010 2020
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
26	3	0.1850	-0.89630	Levin, Lin & Chu t*
23	3	0.9817	2.08933	Breitung t-stat
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
26	3	0.7795	0.77053	Im, Pesaran and Shin W-stat
26	3	0.6210	4.41298	ADF - Fisher Chi-square
29	3	0.9750	1.23742	PP - Fisher Chi-square

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: D(LDT)
Date: 05/13/22 Time: 18:30
Sample: 2010 2020
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
23	3	0.0189	-2.07741	Levin, Lin & Chu t*
20	3	0.9255	1.44303	Breitung t-stat
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
23	3	0.6518	0.39015	Im, Pesaran and Shin W-stat
23	3	0.7261	3.63387	ADF - Fisher Chi-square
26	3	0.1446	9.55639	PP - Fisher Chi-square

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: D(LDT,2)
Date: 05/13/22 Time: 18:33
Sample: 2010 2020
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
20	3	0.0000	-5.34468	Levin, Lin & Chu t*
17	3	0.3420	-0.40706	Breitung t-stat
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
20	3	0.3450	-0.39892	Im, Pesaran and Shin W-stat
20	3	0.1473	9.50138	ADF - Fisher Chi-square
23	3	0.0004	24.7441	PP - Fisher Chi-square

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق (3) : نتائج اختبار جذر الوحدة LRN

Panel unit root test: Summary
Series: LRN
Date: 05/13/22 Time: 18:35
Sample: 2010 2020
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
22	3	1.0000	4.84802	Levin, Lin & Chu t*
19	3	0.9997	3.41680	Breitung t-stat
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
22	3	0.8265	0.94030	Im, Pesaran and Shin W-stat
22	3	0.9865	0.97649	ADF - Fisher Chi-square
25	3	0.0078	17.4317	PP - Fisher Chi-square

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: D(LRN)
Date: 05/13/22 Time: 18:36
Sample: 2010 2020
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
User-specified lags: 1
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
14	2	0.0000	-6.35574	Levin, Lin & Chu t*
12	2	0.6787	0.46409	Breitung t-stat
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
14	2	0.2195	-0.77389	Im, Pesaran and Shin W-stat
14	2	0.0521	9.38624	ADF - Fisher Chi-square
16	2	0.0006	19.6935	PP - Fisher Chi-square

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق (4) : مصفوفة الارتباط

Covariance Analysis: Ordinary
Date: 05/13/22 Time: 18:42
Sample: 2010 2019
Included observations: 29
Balanced sample (listwise missing value deletion)

Correlation			
LRN	LRES	LDT	Probability
		1.000000	LDT

	1.000000	0.944404	LRES
	-----	0.0000	
1.000000	0.475371	0.403674	LRN
-----	0.0092	0.0299	

الملحق (5): نتائج نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: LRN
Method: Panel Least Squares
Date: 05/13/22 Time: 18:48
Sample: 2010 2020
Periods included: 11
Cross-sections included: 3
Total panel (unbalanced) observations: 29

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	5.751951	2.953753	16.98984	C
0.4265	-0.807930	0.344879	-0.278638	LDT
0.1049	1.680164	0.258005	0.433490	LRES

0.244934	R-squared	0.809487	Root MSE
0.186852	Adjusted R-squared	20.12424	Mean dependent var
0.854914	S.E. of regression	0.948064	S.D. dependent var
19.00282	Sum squared resid	2.622065	Akaike info criterion
-35.01994	Log likelihood	2.763509	Schwarz criterion
4.217041	F-statistic	2.666364	Hannan-Quinn criter.
0.025930	Prob(F-statistic)	0.894535	Durbin-Watson stat

الملحق (6): نتائج نموذج الانحدار الثابت

Dependent Variable: LRN
Method: Panel Least Squares
Date: 05/13/22 Time: 18:51
Sample: 2010 2020
Periods included: 11
Cross-sections included: 3
Total panel (unbalanced) observations: 29

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.1181	1.620940	9.815153	15.90977	C
0.1605	1.448067	0.415319	0.601410	LDT
0.3889	-0.877479	0.476695	-0.418290	LRES

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

0.479871	R-squared	0.671851	Root MSE
0.393183	Adjusted R-squared	20.12424	Mean dependent var
0.738527	S.E. of regression	0.948064	S.D. dependent var
13.09014	Sum squared resid	2.387268	Akaike info criterion
-29.61539	Log likelihood	2.623009	Schwarz criterion
5.535598	F-statistic	2.461099	Hannan-Quinn criter.
0.002650	Prob(F-statistic)	1.018899	Durbin-Watson stat

الملحق (7): نتائج نموذج الانحدار العشوائي

Dependent Variable: LRN
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 05/13/22 Time: 18:53
Sample: 2010 2020
Periods included: 11
Cross-sections included: 3
Total panel (unbalanced) observations: 29
Swamy and Arora estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	6.658416	2.551634	16.98984	C
0.3583	-0.935254	0.297928	-0.278638	LDT
0.0627	1.944945	0.222880	0.433490	LRES

Effects Specification

Rho	S.D.	
0.0000	0.000000	Cross-section random
1.0000	0.738527	Idiosyncratic random

Weighted Statistics

0.244934	R-squared	0.809487	Root MSE
0.186852	Adjusted R-squared	20.12424	Mean dependent var
0.854914	S.E. of regression	0.948064	S.D. dependent var
4.217041	F-statistic	19.00282	Sum squared resid
0.025930	Prob(F-statistic)	0.894535	Durbin-Watson stat

Unweighted Statistics

20.12424	Mean dependent var	0.244934	R-squared
0.894535	Durbin-Watson stat	19.00282	Sum squared resid

الملحق (8) : اختبار هوسمان

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: EQ02
Test cross-section random effects

Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	Test Summary
0.0044	2	10.840545	Cross-section random

** WARNING: estimated cross-section random effects variance is zero.

ملحق (9) : نموذج تقدير الخطأ

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: LRN
Method: Panel Least Squares
Date: 05/13/22 Time: 18:57
Sample: 2010 2020
Periods included: 11
Cross-sections included: 3
Total panel (unbalanced) observations: 29

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.1181	1.620940	9.815153	15.90977	C
0.1605	1.448067	0.415319	0.601410	LDT
0.3889	-0.877479	0.476695	-0.418290	LRES

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

0.479871	R-squared	0.671851	Root MSE
0.393183	Adjusted R-squared	20.12424	Mean dependent var
0.738527	S.E. of regression	0.948064	S.D. dependent var
13.09014	Sum squared resid	2.387268	Akaike info criterion
-29.61539	Log likelihood	2.623009	Schwarz criterion
5.535598	F-statistic	2.461099	Hannan-Quinn criter.
0.002650	Prob(F-statistic)	1.018899	Durbin-Watson stat

ملخص :

هدفت هذه الدارسة إلى البحث في مدى اثر هيكل رأس المال على المردودية للشركات المدرجة في البورصة في الجزائر، حيث اعتمدت على جمع معلومات من القوائم المالية لشركات محل الدراسة

خلال الفترة 2010– 2020 ، ولاختبار فرضيات الدارسة تم إجراء دارسة قياسية باستخدام بيانات البانل داتا عن طرق برنامج eviews وقد توصلت الدراسة الى :

- توجد علاقة في المدى القصير بين المردودية والديون بينما لاتوجد علاقة في المدى الطويل لانها اكبر من القيمة الجدولية وبالتالي لاتوجد معنوية احصائية ،ومنه نقبل الفرضية العدمية
- أكد تقدير النتائج لنموذج التأثيرات الثابتة لبيانات البانل على وجود ارتباط بين المتغير التابع (المردودية) والمتغيرات المستقلة في المدى القصير .
- **الكلمات المفتاحية:** هيكل راس المال ، المردودية

Abstract:

This study aimed to investigate the impact of the capital structure on the profitability of companies listed on the stock exchange in Algeria, as it relied on collecting information from the financial statements of the companies under study.

During the period 2010-2020, and to test the hypotheses of the study, a standard study was conducted using panel data using eviews program, and the study concluded:

- There is a relationship in the short term between profitability and debt, while there is no relationship in the long run because it is greater than the tabular value and therefore there is no statistical significance, and from it we accept the null hypothesis

- Estimating the results of the fixed effects model of the panel data confirmed the existence of a strong correlation between the dependent variable (profitability) and the independent variables (reserves and debts).

Mots-clés : structure du capital, rentabilité