

Université MUSTAPHA Stambouli
Mascara



جامعة مصطفى استمبولي
معسكر

كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث ل.م.د.

هيكل رأس المال في المؤسسات الجزائرية العمومية والخاصة

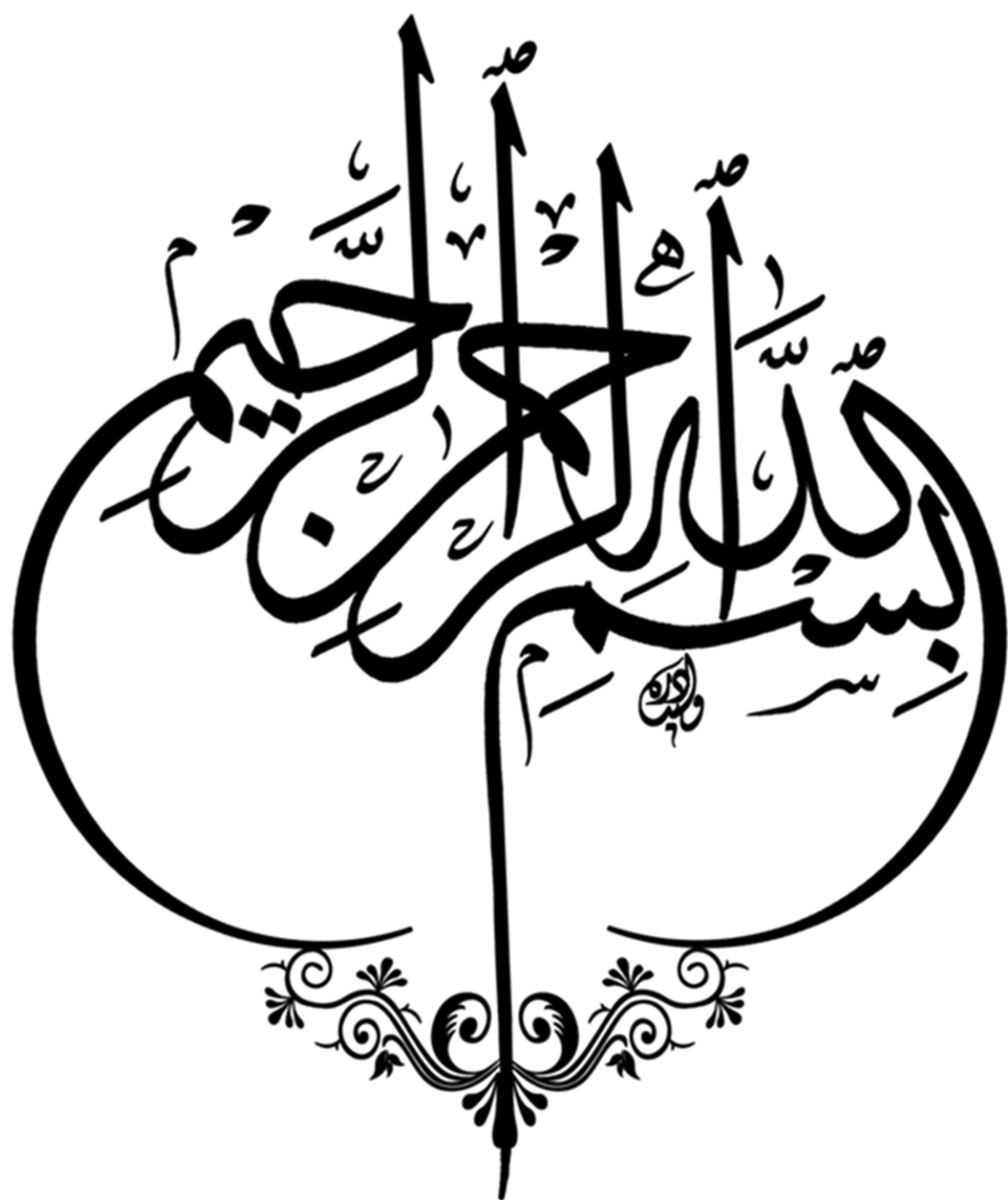
إشراف: أ.د. حسيني إسحاق

إعداد الطالبة: محمدي خضراء

لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة معسكر	أستاذ التعليم العالي	أ.د. بن عبو الجيلالي
مقررا	جامعة معسكر	أستاذ التعليم العالي	أ.د. حسيني إسحاق
ممتحنا	جامعة معسكر	أستاذ محاضر "أ"	د. بوحزام سيد أحمد
ممتحنا	جامعة معسكر	أستاذ محاضر "أ"	د. كرماس مختار
ممتحنا	جامعة غيليزان	أستاذ محاضر "أ"	د. بن حدو فؤاد
ممتحنا	جامعة تيارت	أستاذ محاضر "أ"	د. شريف محمد

السنة الجامعية: 2025/2024



شُكْرُ وَعِرْفَانُ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

" رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ "

سورة النمل الآية (١٩) ﴿

أشكر الله تعالى وأحمده على عونهِ لي في إنجاز هذه الأطروحة

أتقدم بخالص الشكر والعرفان إلى الأستاذ المشرف

"أ.د. حسيني إسحاق" حفظه الله

على توجيهاته ونصائحه ودفعه لتقديم الأفضل وتوفيره جوا مليئاً بالرحمة والإحسان والصبر،
كان مساهماً لي لإكمال الأطروحة وجميع الأبحاث العلمية لذا أقول له "أنت القدوى"، راجية
له دوام التوفيق والسداد، فله مني كل التحية والتقدير

كما أشكر جميع الأساتذة في كل الأطوار الدراسية التي مررت بها.

ولا يفوتني الذكر أن أشكر كل أعضاء مخبر تحليل واستشراف وتطوير الوظائف
والكفاءات.

كما أشكر جميع الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة "كل باسمه" على كرم قبولهم تحمل متاعب
قراءة ومناقشة هذه الأطروحة وتفضلهم بإثراء هذا العمل.

وأشكر كل من مد لنا يد العون من قريب وبعيد.

وأشكر كل من أبدى لنا النصيح ولم يتسع المقام لذكره.

إِهْدَاء

إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة ونصح الأمة إلى نبي الرحمة ونور العالمين سيدنا

"مُحَمَّدٌ ﷺ"

إلى مثال التفاني والإخلاص قدوتي، ومثلي الأعلى في الحياة، فهو من علمني كيف
أعيش بكرامة و شموخ "أبي الغالي".

إلى من قدمت سعادتي وراحتي على سعادتها، لا أجد كلمات يمكن أن تمنحها حقها،
فهي ملحمة الحب و فرحة العمر، و مثال التفاؤل و العطاء "أمي الحنونة".

إلى من أصبحت جزء من العائلة، إلى من قدمت لي الدعم أمي الثانية " زوجة أبي "

إلى من دعمني، نصفي الثاني و رفيق دربي حفظه الله و رعاه " زوجي "

إلى فلذات الكبدة فرحة عمري

"إسحاق مهدي، مُحَمَّدٌ "

إلى مثال العطاء والكبرياء والتضحية إخوتي سندي وعضدي.

إلى روح خالتي الطاهرة "كريمة" رحمها الله والتي تمنيت كثيرا أن تكون حاضرة معي.

إلى أساتذتنا الكرام الذين ساهمت معرفتهم وتوجيهاتهم وإرشادهم في تحقيق هذا
العمل المتواضع، وأخص بالذكر أستاذي والذي يعتبر بمثابة الأب لنا أ.د. ثابتي الحبيب، إلى
من دعمني ووفر لي جو العمل أستاذي وقدوتي أ.د. حسيني إسحاق، إلى أستاذنا الفاضل
الذي لم ييخل علينا بنصائحه أ.د. بن عبو الجيلالي.

إلى كل أصدقائي وزملائي في مخبر تحليل واستشراف وتطوير الوظائف والكفاءات.

فهرس المحتويات

➤ فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	شكر وعرفان
	إهداء
أ	فهرس المحتويات
ز	قائمة الجداول
ط	قائمة الأشكال
	مقدمة عامة
03	إشكالية الدراسة
04	أهمية الدراسة
04	أهداف الدراسة
05	صعوبات الدراسة
05	الدراسات السابقة
16	هيكل الدراسة
	الفصل الأول: هيكل رأس المال للمؤسسات
18	مقدمة الفصل
19	1. ماهية هيكل رأس المال
19	1.1. مفهوم ومكونات هيكل رأس المال
19	1.1.1. مفهوم هيكل رأس المال
20	2.1.1. مكونات هيكل رأس المال
23	2.1. تكلفة رأس المال
24	1.2.1. مفهوم تكلفة رأس المال
24	2.2.1. حساب تكلفة عناصر هيكل رأس المال
32	3.2.1. التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال
33	3.1. أمثلية هيكل أس المال
33	1.3.1. مفهوم هيكل رأس المال الأمثل
33	2.3.1. تمثيل هيكل رأس المال الأمثل
35	2. نظريات هيكل رأس المال
35	1.2. النموذج الكلاسيكي لهيكل رأس المال

35	1.1.2. مدخل صافي الربح (The Net Income (NI) Approach)
38	2.1.2. صافي ربح العمليات (The Net operating Income (NOI) Approach)
40	3.1.2. المدخل التقليدي
42	2.2. نموذج موديلاني وميلر (Modigliani and Miller Approach)
42	1.2.2. نموذج موديلاني وميلر في حالة عدم الأخذ بالضرائب 1958
48	2.2.2. نموذج موديلاني وميلر (MM) في حالة الأخذ بالضرائب
52	3.2. النظريات الحديثة
52	1.3.2. نظرية المراجعة (Trade-Off Theory)
52	1.1.3.2. نظرية المراجعة المتعلقة بتكاليف الإفلاس
54	2.1.3.2. نظرية المراجعة المتعلقة بتكاليف الوكالة
56	2.3.2. نظرية الإشارة (Signaling Theory)
57	1.2.3.2. نموذج Ross 1977
57	2.2.3.2. نموذج Leland et Pyle 1977
58	3.3.2. نظرية الوكالة (The Agency Theory)
59	1.3.3.2. التضارب بين المساهمين والمديرين
60	2.3.3.2. التضارب بين المساهمين والمقرضين
61	4.3.2. نظرية الانقطة التدريجي للتمويل (The Pecking Order Theory)
63	5.3.2. نظرية توقيت السوق (Theory Timing Market)
64	3. هيكل رأس المال والرفع المالي
64	1.3. مفهوم الرفع المالي
65	2.3. قياس الرافعة المالية
65	1.2.3. طرق قياس الرافعة المالية
65	1.1.2.3. القياس بالاعتماد على الديون طويلة الأجل
66	2.1.2.3. القياس بالاعتماد على الديون قصيرة الأجل
66	3.1.2.3. القياس بالاعتماد على إجمالي الديون
67	3.3. أثر الرفع المالي على تحديد هيكل رأس المال
69	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: محددات هيكل رأس المال في المؤسسات	
71	مقدمة الفصل

72	1. محددات هيكل رأس المال الخاصة بالشركة
72	1.1. حجم الشركات
73	2.1. عمر الشركات
75	3.1. هيكل الأصول (الملموسة)
76	4.1. الربحية
79	5.1. السيولة
82	6.1. الإعفاء الضريبي لغير الديون
84	7.1. التدفق النقدي
85	8.1. سياسة توزيع الأرباح
88	9.1. فرص النمو
90	2. محددات هيكل رأس المال على المستوى الاقتصادي الكلي
90	1.2. الناتج المحلي الإجمالي
91	2.2. التضخم
92	3.2. سعر الصرف
93	4.2. سعر الفائدة
94	3. تطوير الفرضيات
94	1.3. حجم الشركات
96	2.3. الربحية
98	3.3. هيكل الأصول (الملموسة)
101	4.3. السيولة
103	5.3. الإعفاء الضريبي لغير الديون
107	خلاصة الفصل
الفصل الثالث: الإجراءات المنهجية للدراسة	
109	مقدمة الفصل
110	1. تطور المؤسسات في الجزائر
118	1.1. مساهمة كل من المؤسسات العمومية والمؤسسات الخاصة في الاقتصاد الوطني الجزائري
127	2. جمع بيانات وعينة الدراسة
127	3 متغيرات الدراسة
128	1.3. المتغيرات التابعة

128	2.3. المتغيرات المستقلة
131	4. أساليب تحليل البيانات
131	1.4. الأساليب الإحصائية
132	2.4. نموذج البيانات اللوحية (The Panel Data model)
133	1.2.4. طريقة المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS)
133	2.2.4. طريقة التأثيرات الثابتة (FE)
134	3.2.4. طريقة التأثيرات العشوائية (RE)
136	3.4. نموذج بيانات اللوحة الديناميكية (The dynamic panel data model)
138	5. تقدير نموذج الدراسة
140	خلاصة الفصل
الفصل الرابع: نتائج الدراسة	
142	مقدمة الفصل
143	1. نتائج الدراسة للمؤسسات العمومية
143	1.1. الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة
145	2.1. اختبار التعدد الخطي في الانحدار (Multicollinearity)
145	1.2.1. مصفوفة الارتباط
146	2.2.1. اختبار تضخم التباين VIF
147	3.1. اختبار الإستقرارية (Stationarity test)
148	4.1. تقدير نموذج الدراسة
148	1.4.1. تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS) وطريقة التأثيرات الثابتة (FE) وطريقة التأثيرات العشوائية (RE)
149	1.1.4.1. تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS)
151	2.1.4.1. تقدير النموذج باستخدام طريقة التأثيرات الثابتة (Fixed Effect FE)
154	3.1.4.1. تقدير النموذج باستخدام طريقة التأثيرات العشوائية (Random Effect RE)
157	4.1.4.1. المقاضلة بين نموذج المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS)، ونموذج التأثيرات الثابتة (FE) ونموذج التأثيرات العشوائية (RE)
157	أ. المقاضلة بين نموذج المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS) ونموذج التأثيرات العشوائية (RE)
159	ب. المقاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية (RE) ونموذج التأثيرات الثابتة (FE)

160	5.1.4.1. تقدير النموذج باستخدام طريقة التأثيرات الثابتة القوي Fixed effects Robust
162	2.4.1. تقدير النموذج باستخدام طريقة نظام العزوم المعممة (GMM) System Generalized Method of Moments.
163	1.2.4.1. دراسة صلاحية نموذج العزوم المعممة المكون من خطوتين (two-step system) (GMM)
164	أ. اختبار Sargan / Hansen test
164	ب. اختبار Arellano-Bond test
168	2. نتائج الدراسة للمؤسسات الخاصة
168	1.2. الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:
171	2.2. اختبار التعدد الخطي في الانحدار (Multicollinearity)
171	1.2.2. مصفوفة الارتباط
172	2.2.2. اختبار تضخم التباين VIF
173	3.2. اختبار الإستقرارية (Stationarity test)
174	4.2. تقدير نموذج الدراسة
174	1.4.2. تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية المجمعة (OLS) وطريقة التأثيرات الثابتة (FE) وطريقة التأثيرات العشوائية (RE):
174	1.1.4.2. تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية المجمعة (OLS)
177	2.1.4.2. تقدير النموذج باستخدام طريقة التأثيرات الثابتة (FE) Fixed Effect
179	3.1.4.2. تقدير النموذج باستخدام طريقة التأثيرات العشوائية (RE) Random Effect
182	4.1.4.2. المفاضلة بين نموذج المربعات الصغرى العادية المجمعة (OLS)، ونموذج التأثيرات الثابتة (FE) ونموذج التأثيرات العشوائية (RE)
182	أ. المفاضلة بين نموذج المربعات الصغرى العادية المجمعة (OLS) ونموذج التأثيرات العشوائية (RE)
184	ب. المفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية (RE) ونموذج التأثيرات الثابتة (FE)
185	5.1.4.2. تقدير النموذج باستخدام طريقة التأثيرات الثابتة القوي Fixed effects Robust وطريقة التأثيرات العشوائية القوي Random effects Robust
187	2.4.2. تقدير النموذج باستخدام طريقة نظام العزوم المعممة (GMM) System Generalized Method of Moments.
188	1.2.4.2. دراسة صلاحية نموذج العزوم المعممة المكون من خطوتين (two-step system) (GMM)
189	أ. اختبار Sargan / Hansen test

189	ب. اختبار Arellano-Bond test
193	3. تفسير نتائج فرضيات الدراسة ومناقشتها
193	1.3. تفسير نتائج المؤسسات العمومية
196	2.3. تفسير نتائج المؤسسات الخاصة
199	4. المناقشة العامة
201	خلاصة الفصل
203	خاتمة عامة
211	قائمة المراجع
240	قائمة الملاحق
285	ملخص

➤ قائمة الجداول

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
1-2	ملخص لمحددات وتوقعات نظرية المقايضة ونظرية التسلسل الهرمي	106
1-3	معايير تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر	111
2-3	تصنيف المؤسسات وفق لمعيار النشاط الممارس	112
3-3	تطور مناصب العمل حسب القطاع القانوني خلال الفترة (2010- 2019)	118
4-3	تطور مناصب العمل حسب القطاع القانوني وأيضا حسب القطاعات خلال الفترة (2010- 2019)	120
5-3	تطور الناتج المحلي الخام حسب القطاع القانوني خلال الفترة (2010- 2023)	121
6-3	نسبة المساهمة في الناتج المحلي الخام حسب القطاع القانوني وأيضا حسب القطاعات خلال الفترة (2010- 2021)	123
7-3	تطور القيمة المضافة حسب القطاع القانوني خلال الفترة (2010- 2023)	124
8-3	نسبة المساهمة في القيمة المضافة حسب القطاع القانوني وأيضا حسب القطاعات خلال الفترة (2010- 2023)	126
9-3	وصف المتغيرات التابعة والمستقلة المستخدمة في الدراسة	130
1-4	الإحصاء الوصفي للمؤسسات العمومية	143
2-4	مصفوفة الارتباط لبيرسون المؤسسات العمومية عند مستوى الدلالة 0.05	146
3-4	قيم اختبار تضخم التباين VIF للمؤسسات العمومية	147
4-4	اختبار الإستقرارية للمؤسسات العمومية	148
5-4	نتائج اختبار طريقة المربعات الصغرى العادية المجمعة (OLS)	149
6-4	نتائج اختبار طريقة التأثيرات الثابتة (FE)	152
7-4	نتائج اختبار طريقة التأثيرات العشوائية (RE)	155
8-4	نتائج اختبار BP-LM	158
9-4	نتائج اختبار Hausman	159
10-4	نتائج طريقة Fixed effects Robust	160
11-4	نتائج طريقة two-step system GMM	162
12-4	الإحصاء الوصفي للمؤسسات الخاصة	169
13-4	مصفوفة الارتباط لبيرسون المؤسسات الخاصة عند مستوى الدلالة 0.05	171
14-4	قيم اختبار تضخم التباين VIF للمؤسسات الخاصة	172

173	اختبار الإستقرارية للمؤسسات الخاصة	15-4
175	نتائج اختبار طريقة المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS)	16-4
177	نتائج اختبار طريقة التأثيرات الثابتة (FE)	17-4
180	نتائج اختبار طريقة التأثيرات العشوائية (RE)	18-4
183	نتائج اختبار BP-LM	19-4
184	نتائج اختبار Hausman	20-4
185	نتائج طريقة Fixed effects Robust و Random effects Robust	21-4
187	نتائج طريقة two-step system GMM	22-4
199	ملخص نتائج الفرضيات مع توقعات نظرية المقايضة ونظرية التسلسل الهرمي	23-4

➤ قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
28	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)	1-1
34	التمثيل البياني لهيكل رأس المال الأمثل	2-1
37	نظرية صافي الربح (NI) لهيكل رأس المال	3-1
40	نظرية صافي ربح العمليات (NOI) لهيكل رأس المال	4-1
42	المدخل التقليدي لهيكل رأس المال	5-1
45	الاقتراح الأول لتحليل نموذج موديلاني وميلر (MM) 1958	6-1
47	الاقتراح الثاني لتحليل نموذج موديلاني وميلر (MM) 1958	7-1
51	نموذج موديلاني وميلر (MM) في حالة الأخذ بالضرائب	8-1
54	تأثير تكلفة الإفلاس على هيكل رأس المال	9-1
56	تأثير تكلفة الوكالة على هيكل رأس المال	10-1
62	التسلسل الهرمي لتكلفة مصادر تمويل المؤسسة	11-1

مقدمة عامة

مقدمة العامة

تتعامل الشركات بصورة مستمرة مع قرارات مرتبطة بكلٍ من الاستغلال والاستثمار، الأمر الذي يضع المديرين الماليين أمام ضرورة اعتماد آليات فعّالة لتأمين الموارد المالية الملائمة لتمويل مختلف الأنشطة التشغيلية والمشاريع الاستثمارية. وفي هذا السياق، يكتسب تحديد هيكل رأس المال أهمية مركزية، إذ يتعين على المؤسسة اختيار التوليفة الأنسب بين مصادر التمويل المتاحة، ويختلف هيكل رأس المال من شركة لأخرى باختلاف طبيعة نشاطها وخصائصها التشغيلية والمالية، كما يُنظر إليه باعتباره المزيج الأمثل بين مصادر التمويل طويلة الأجل، المتمثلة في الديون وحقوق الملكية (Brealey, Myers, & Marcus, 2015)، ويُعد تحقيق هذا التوازن أمراً جوهرياً لضمان تقليل تكلفة رأس المال وتعزيز قيمة الشركة على المدى الطويل.

ويعتبر تحديد هيكل رأس المال أمراً بالغ الأهمية بالنسبة للشركات، حيث يتأثر قرار هيكل رأس المال بالعديد من العوامل، وقد عرضت وفقاً لنظريات مختلفة كمحاولة لتفسير قرارات تمويل التي تتخذها الشركات، إن نقطة الانطلاق لجميع الدراسات حول نظرية هيكل رأس المال هي "نظرية عدم ملائمة" هيكل رأس المال لموديلياني وميلر والتي نشرت لأول مرة في عام 1958، وفقاً للنظرية فإن المؤسسة تمويل أصولها (من خلال مزيج من الديون والأسهم)، لا يمكن أن يكون لها تأثير على قيمة المؤسسة، وتستمد قيمة المؤسسة من الإنتاجية وجودة الأصول التي استثمرت فيها الشركة (Modigliani & Miller, 1958, p. 268)، ومن وقتها طورت العديد من النظريات الأخرى التي تفسر طريقة تحديد هيكل رأس المال في الشركات منها نظرية الإشارة والتي طورت من طرف Ross 1977 و Leland et Pyle 1977 حيث تقوم هذه النظرية على عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين، حيث تستخدم الديون من أجل إرسال إشارات إلى السوق المالي تعبر على وضع الشركة، وتقر النظرية على أن الشركات التي تلجأ إلى التمويل عن طريق الديون عبارة عن شركات ذات مردودية وأداء عالي، حيث تؤكد هذه النظرية أنه توجد علاقة ارتباط إيجابية بين قيمة المؤسسة ونسبة الاستدانة في هيكل رأس المال، كما أنه هناك نظريتين الأكثر أهمية تفسران كيفية اختيار هيكل رأس المال في الشركات هما نظرية المقايضة ونظرية ترتيب الأولوية.

انطلقت نظرية المقايضة من أبحاث Myers 1984، حيث يتم تحديد نسبة الديون المثلى، من خلال مقايضة تكاليف وفوائد الاقتراض، مع المحافظة على ثبات الأصول وخطط الاستثمار للمؤسسة،

مقدمة العامة

يتم تقديم الشركة على أنها توازن بين قيمة دروع ضريبة الفائدة مقابل التكاليف المختلفة للإفلاس أو الضائقة المالية، حيث تم تعريفها على أنها "النظرية التي تنص على أن الشركات تقاوض الفوائد الضريبية لتمويل الديون بالمشاكل الناجمة عن الإفلاس المحتمل"، كما أن هذه النظرية تتوقع وجود هيكل رأس مال أمثل نتيجة لموازنة التكاليف والفوائد المترتبة على استعمال الديون ورأس المال، وفي هذا النهج النظري، تعتبر الرافعة المالية مفيدة (في ظل ظروف معينة)، ويفضل المالكون - المديرون استخدام الديون حتى لو كانت هناك أموال داخلية متاحة، وتؤكد نظرية المقايضة على وجود علاقة ارتباط إيجابية بين كل من الربح والحجم والنمو وهيكل رأس المال، ومن ناحية أخرى توجد علاقة ارتباط إيجابية بين الرافعة المالية (اجمالي الديون، ديون طويلة الأجل، ديون قصيرة الأجل) والأصول المضمونة في الشركات (Alipour, Mohammadi, & Derakhshan, 2015).

تم وضع الأسس الأولى لنظرية ترتيب الأولوية من طرف Donaldson في عام 1961، حيث لا تأخذ هذه النظرية هيكل رأس المال الأمثل كنقطة انطلاق، وتقر أنه لا يوجد توافق حول طرق اختيار مصادر التمويل بين المساهمين والمسيرين، فالمسيرين يحرصون دائما لاختيار من بين مختلف مصادر التمويل الخارجي والتي تكون فيها التكاليف الإضافية للمعلومات غير المتماثلة منخفضة للحد الأدنى، وعليه فإن المؤسسة تتبع تسلسلا هرميا حيث تفضل التمويل بالاستخدام الأموال الداخلية أولا ويليهها التمويل عن طريق الديون، وتفضيل الأخير يكون التمويل عن طريق إصدار الأسهم، وقد تم تطوير نظرية ترتيب الأولوية من طرف Myers and Maljuf 1984 حيث يقران أن المستثمرون الخارجيون أقل دراية من المسيرين حول قيمة المؤسسة، أي عدم التناقص في المعلومات، إذ أن الشركات ليس لها نسبة ديون مستهدفة، مع اتباع قرارات تسلسلية حول اختيار مصادر التمويل أي تفضيل مصادر التمويل الداخلي على مصادر التمويل الخارجي والديون وعلى حقوق الملكية، وبعبارة أخرى تفضل مصادر التمويل الداخلية، وثم الاقتراض، وفي الأخير إصدار الأسهم (Balios, Daskalakis, Eriotis, & Vasilou, 2016, p. 3)، ووفق نظرية ترتيب الأولوية هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر على ترتيب مصادر التمويل والتي تتمثل في الضرائب والضائقة المالية، ولكن يعتبر هذين الأخيرين أقل أهمية من تفضيل الأموال الداخلية على التمويل بالأموال الخرجية، وللتحويل عن طريق الديون على التمويل عن طريق إصدار أسهم جديدة (BADSHAH, IRSHAD, HAKAM, & KHAN, 2016, p. 19).

مقدمة العامة

إن المؤسسات الاقتصادية الجزائرية تواجه العديد من التحديات في توفير الموارد اللازمة لتمويل أنشطتها، ومع التطور التكنولوجي الذي يحتم عليها الرفع من أصولها وزيادة إنتاجيتها، وفي ظل عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية، وارتفاع تكاليف التمويل الخارجي، تسعى المؤسسات الجزائرية للبحث عن مصادر تمويلية مستحدثة وبأقل تكاليف ومن أهمها: التمويل بتقنية الاستئجار bail - crédit، التمويل بتقنية عقد تحويل فاتورة factoring، التمويل بتقنية رأس المال المخاطر risque – capitale، التمويل بتقنية تمويل المشروع financing Project (مواسيم و بلغنو، 2024)، ويعتبر الإقراض أهم مصدر للتمويل بالنسبة للمؤسسات الجزائرية حيث بلغ إجمالي القروض الموجهة للمؤسسات العمومية 4458.6 مليار دينار جزائري مكونة من القروض المباشرة والسندات سنة 2023، بينما بلغ إجمالي القروض الموجهة للمؤسسات الخاصة 6236.3 مليار دينار جزائري مكونة من القروض المباشرة سنة 2023 (بنك الجزائر، 2023).

أولاً: إشكالية الدراسة

وفقاً للنظريات السابقة إن قرارات هيكل رأس المال تتأثر بالعديد من العوامل الخاصة بالشركة، كما يوجد عدة عوامل أخرى على المستوى الاقتصادي الكلي تؤثر على كيفية اختيار هيكل رأس المال الذي يضمن تعظيم قيمة السوقية للشركات، وبتعدد الدراسات التي بحثت في تأثير كل من العوامل الخاصة بالشركات والعوامل الخاصة بالاقتصاد ككل معاً على قرارات هيكل رأس المال في الشركات، لذلك سنحاول من خلال هذه الدراسة تحديد تأثير العوامل الخاصة بالشركة على قرارات هيكل رأس المال في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية خلال الفترة الممتدة من 2010-2021، من منظور نظريتي المقايضة وترتيب الأولوية، وهل يوجد فرق بين المؤسسات العمومية والمؤسسات الخاصة الجزائرية في اتخاذ قرارات هيكل رأس المال، وعليه يمكننا طرح وصياغة الإشكالية الرئيسية للدراسة كما يلي:

هل تختلف محددات هيكل رأس المال في المؤسسات العمومية عن محددات هيكل رأس المال في المؤسسات الخاصة في الجزائر؟

وسيتم مناقشة هذه الإشكالية من خلال التساؤلات التالية:

- هل هناك اختلاف في اتخاذ قرار هيكل رأس المال في كل من المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية؟.

مقدمة العامة

- هل هناك اختلاف في محددات هيكل رأس المال في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية محل الدراسة؟.
- هل هناك توافق بين تنبؤات نظرية المقايضة ونظرية التسلسل الهرمي وتأثير محددات هيكل رأس المال في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية محل الدراسة؟.

ثانيا: أهمية الدراسة

تستمد الدراسة أهميتها من أهمية موضوعها في حد ذاته، لما لها من آثار فعالة على قرارات المالية في الشركات، حيث تكمن دراسة محددات هيكل رأس المال في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية في المقارنة وكيفية تحديد تركيبة هيكل رأس المال لكل نوع من المؤسسات، والتعرف على سبل تفعيل سياسات واستراتيجيات للتمويل التي تضمن دعم الاستثمارات طويلة الأجل وكذا تساهم في تحقيق أرباح عالية وبتكاليف منخفضة، كما تكمن أهمية الدراسة في محاولة تضيق الفجوة بين الإطار النظري والتطبيقي في الجزائر من خلال تحليل وتحديد أهم العوامل التي يمكن أن تؤثر على اختيار المديرين الماليين لطرق التمويل التي تتكون من مستويات مناسبة من الديون وحقوق الملكية التي تضمن تعظيم قيمة المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية، وما يرفع من أهمية هذه الدراسة قلة الدراسات التي تجمع المؤسسات العمومية مع المؤسسات الخاصة مع بعض والتي تطرح محددات التي تؤثر على اتخاذ قرارات هيكل رأس المال في السياق الجزائري.

ثالثا: أهداف الدراسة

من خلال الدراسات السابقة ونظريات هيكل رأس المال تهدف هذه الدراسة إلى تحديد المحددات الاقتصادية الجزئية لهيكل رأس المال، والتي يمكن أن تكون لها علاقة بقرارات هيكل رأس المال (إجمالي الديون، الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل) في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية، وكذا محاولة تقديم نتائج قد تساعد المديرين الماليين في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية محل الدراسة عند تحديد تركيبة هيكل رأس المال التي تلبي المتطلبات المالية للشركات محل الدراسة ويمكنها من تعظيم قيمتها بأقل تكلفة.

رابعاً: صعوبات البحث

واجهت الدراسة جملة من التحديات، تمثلت أساساً في طول الفترة اللازمة لجمع بيانات العينة، نتيجة محدودية توفر البيانات المالية اللازمة لإجراء التحليل على مختلف المؤسسات العمومية والخاصة في الجزائر، كما عانت الدراسة من نقص ملحوظ في التقارير المالية المتاحة لدى المؤسسات، فضلاً عن عدم اكتمال العديد منها.

خامساً: الدراسات السابقة

لقد تعددت الدراسات العربية والأجنبية التي تطرقت إلى موضوع محددات هيكل رأس المال في الشركات، لهذا سوف نحاول تناول الدراسة التي تقترب من إشكالية دراستنا وأهدافها ومن أهمها:

❖ الدراسات العربية:

1. (قطوفي و خير الدين، 2022): تحليل محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

الهدف من هذه الدراسة هو تسليط الضوء حول آثار محددات هيكل رأس المال على الرافعة المالية لشركات المدرجة في بورصة الجزائر، تم اختيار ستة (06) متغيرات بالنظر إلى طبيعة البيانات التي توفرها الشركات، حيث تم أخذ عينة تتكون من خمس شركات (5) وهذا للفترة الممتدة بين 2011-2020، حيث تم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، استخدمت الدراسة برنامج Stata 16.0 وهذا من أجل استخراج نتائج الانحدار، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة مهمة مشتركة بين متغيرات المفسرة لهيكل رأس المال والرافعة المالية لشركات المدرجة في بورصة الجزائر. ومع ذلك، فإن العلاقة الفردية تختلف قليلاً، فعلى سبيل المثال لا توجد علاقة بين العائد على حقوق الملكية مع الرافعة المالية، كما أظهرت نتائج تحليل الانحدار وجود علاقة موجبة بين حجم الشركة والرافعة المالية. أما فيما يخص العلاقة السلبية بينت الدراسة أن عمر الشركة له علاقة سلبية فيما بالرفع المالية اما المتغيرات الأخرى فهي متفاوتة بينها من حيث التأثير.

مقدمة العامة

2. (شروقي و تومي، 2019): محددات هيكل رأس المال في البنوك الجزائرية الخاصة

هدفت هذه الدراسة الى تحليل وقياس محددات هيكل رأس المال في البنوك الجزائرية الخاصة خلال الفترة 2009-2015، تتكون عينة الدراسة من سبعة بنوك خاصة، البيانات المستعملة تم الحصول عليها من القوائم المالية للبنوك، وقصد الاجابة على الاشكالية الرئيسية تم الاعتماد على نموذج السلاسل الزمنية المقطعية وذلك لمعرفة أثر كل من الربحية، المخاطر، سياسة توزيع الأرباح، حجم البنك، النمو، ملموسية الأصول على هيكل رأس المال ممثل بمعدل الرفع المالي.

توصلت هذه الدراسة الى النتائج التالية:

- لا يوجد تأثير للربحية، المخاطر، سياسة توزيع الأرباح وملموسية الأصول على هيكل رأس مال البنوك الجزائرية الخاصة.
- يتأثر هيكل رأس مال البنوك الجزائرية الخاصة إيجابا بحجم البنك والنمو

3. (التومي، 2018): اختبار تأثير بعض العوامل على هيكل رأس مال البنوك الجزائرية الخاصة: دراسة تطبيقية خلال الفترة 2009-2014.

الهدف من هذه الدراسة هو محاولة فهم سلوك البنوك الجزائرية الخاصة تجاه هيكلها المالي وذلك من خلال اختبار تأثير بعض العوامل (سياسة توزيع الأرباح النمو الربحية وحجم البنك) على هيكل رأس مالها، وذلك باستخدام نموذج السلاسل الزمنية المقطعية وتطبيقها على عينة مكونة من 08 بنوك خاصة تنشط في القطاع المصرفي الجزائري خلال الفترة 2009-2014، وقد توصلت هذه الدراسة كغيرها من الدراسات إلى مجموعة من نتائج لعل أهمها:

- توجد علاقة ارتباط طردية معنوية إحصائيا بين حجم البنك وهيكل رأس المال في البنوك الجزائرية الخاصة.

- لا توجد علاقة ارتباط معنوية إحصائيا بين سياسة توزيع الأرباح، النمو، الربحية وهيكل رأس المال في البنوك الجزائرية الخاصة.

مقدمة العامة

4. (قباجة، 2018): محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين دراسة تطبيقية للفترة 2006-2016.

إن الهدف من هذه الدراسة التعرف إلى أهم محددات هيكل رأس المال للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2006-2016)، و قياس أثر هذه العوامل على هيكل رأس المال. تم الاعتماد على البيانات المالية المنشورة في موقع بورصة فلسطين، لعينة عشوائية من: (30) شركة مدرجة في بورصة فلسطين، لتحديد أثر كل من (حجم الشركة عمر الشركة النمو المتوقع للشركة الربحية، السيولة، ملموسية الأصول، المخاطرة) على هيكل رأس المال، مقاساً بمجموع الالتزامات إلى مجموع الأصول، حيث تم الاعتماد على الانحدار المتعدد لتفسير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وقد توصلت هذه الدراسة كغيرها من الدراسات إلى مجموعة من نتائج:

- وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية، بين هيكل رأس مال الشركات المدرجة، وكل من: عمر الشركة، وهيكل أصولها ونموها.

- وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين سيولة الشركة وهيكل رأس المال.

- لا توجد علاقة ذات دلالة بين حجم الشركة، الربحية، المخاطر وهيكل رأس المال.

5. (نوي، بن طراد، و قدوري، 2018): محددات هيكل رأس المال للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة : دراسة للفترة 2010-2013

الهدف من هذه الدراسة هو اختبار أثر محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر و اعتمدت المنهج الوصفي التحليلي في تحليل البيانات ل219 مؤسسة و المصرح بها خلال الفترة 2010-2013، وتتمثل المتغيرات المستقلة في حجم الشركات، المردودية، حجم الضمانات، قطاع النشاط، والمتغير التابع يتمثل في نسبة الاستدانة الإجمالية، وقد استخدمت الدراسة اساليب الاحصاء الوصفي وتحليل الارتباط ونماذج الانحدار المتعدد بعد اجراء الاختبارات اللازمة باستخدام برنامج spss النسخة 21، وقد توصلت الدراسة للنتائج التالية:

- هناك أثرا سلبيا ذا دلالة احصائية لحجم المؤسسة على هيكل راس المال للمؤسسة.

- وهناك أثرا سلبيا لمردودية المؤسسة على هيكل رأس المال.

- لا يوجد تأثير لكل من النشاط وحجم الضمانات على هيكل رأس المال.

1. (Elgayar, 2025): Capital Structure Determinants in MENA Region Energy Sector(An Empirical Study)

تهدف هذه الدراسة إلى تقديم أدلة تطبيقية حول محددات الهيكل الرأسمالي في شركات الطاقة بمنطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (MENA)، وتتكون عينة الدراسة من 14 شركة في كل من الإمارات العربية المتحدة، مصر، والسعودية خلال الفترة 2019-2023، حيث تم التركيز على نسب الديون قصيرة الأجل ونسب الديون طويلة الأجل، وإجمالي الديون باستخدام نماذج انحدار البيانات المقطعية المجمع، إلى جانب انحدار المربعات الصغرى المرجحة (WLS) لمعالجة مشكلة التباين غير المتجانس، كما تبحث الدراسة في تأثير العوامل الخاصة بالشركات، والعوامل الخاصة بالصناعة، والعوامل الاقتصادية الكلية على قرارات الرفع المالي للشركات.

توصلت الدراسة إلى أن العوامل الخاصة بالشركات مثل الربحية، وقابلية الأصول للرهن وفرص النمو، والسيولة، تلعب دوراً رئيسياً في تشكيل الهيكل الرأسمالي، في حين أن العوامل الخاصة بالصناعة والعوامل الاقتصادية الكلية لها تأثير محدود وتدعم الدراسة بقوة نظرية ترتيب الأولوية.

وتوصلت الدراسة أيضاً إلى النتائج التالية:

- توجد علاقة ارتباط بين الربحية سلباً وجميع مقاييس الديون، مما يشير إلى أن شركات قطاع الطاقة في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا تفضل التمويل الداخلي على الاقتراض الخارجي بسبب ارتفاع درجة عدم تماثل المعلومات وعدم الاستقرار المالي. بالإضافة إلى ذلك، تتماشى النتائج مع نظرية المبادلة.
- تؤثر قابلية الأصول للرهن إيجابياً على مستويات الديون، مما يشير إلى أن الشركات تستخدم الأصول الملموسة كضمان للحصول على التمويل.
- تتأثر قرارات الديون قصيرة الأجل بفرص النمو، وحجم الشركة، ومعايير الرفع المالي في القطاع، مما يبرز دور احتياجات التمويل التشغيلي والمعايير القطاعية.
- تتأثر قرارات الديون طويلة الأجل بالضريبة غير المتعلقة بالديون وقابلية الأصول للرهن، مما يعزز الفكرة القائلة بأن الشركات التي تتمتع بدروع ضريبية كبيرة تستبدل فوائد الضرائب بمزايا الديون.
- وتتأثر نسب إجمالي الديون بالربحية، وفرص النمو والسيولة، مما يؤكد بشكل أكبر هيمنة الإدارة المالية الداخلية على ظروف السوق الخارجية.

مقدمة العامة

- لا يوجد تأثير للمتغيرات الاقتصادية الكلية، مثل نمو الناتج المحلي الإجمالي، وأوضاع سوق الأسهم وأسعار النفط، ظروف سوق الديون.

2. (Kandel, Karki, KC, & Dahal, 2024): Determinants of Capital Structure: A Case of Nepalese Non-Financial Firms

الغرض من هذه الدراسة هو تحديد محددات هيكل رأس المال في سياق الشركات النيبالية غير المالية، تتمثل المتغيرات التابعة في نسبة الدين قصير الأجل ونسبة الدين طويل الأجل، في حين تتمثل المتغيرات المستقلة في: ملموسية الأصول، والسيولة، والحماية الضريبية لغير الديون، وحجم الشركة، والربحية، ومعامل توبين، وعمر الشركة، وتستند الدراسة إلى بيانات ثانوية تتضمن 105 ملاحظات من 7 شركات للطاقة الكهرومائية، و3 شركات فندقية، و4 شركات تصنيع مدرجة في بورصة نيبال للأوراق المالية (NEPSE)، وتتمثل مصادر البيانات في التقارير السنوية للشركات غير المالية المختارة. وقد تم تقدير معاملات الارتباط ونماذج الانحدار لاختبار أهمية محددات هيكل رأس المال في سياق الشركات النيبالية غير المالية.

وتوصلت الدراسة إلى:

- للملموسية الأصول لها تأثير إيجابي على نسبة الدين طويل الأجل ونسبة الدين قصير الأجل.
- للسيولة تأثيرًا إيجابيًا على نسبة الدين طويل الأجل ونسبة الدين قصير الأجل.
- إن للدروع الضريبية غير المتعلقة بالديون تأثيرًا إيجابيًا على نسبة الدين طويل الأجل ونسبة الدين قصير الأجل.
- للحجم الشركة تأثيرًا إيجابيًا على نسبة الدين طويل الأجل ونسبة الدين قصير الأجل.
- للربحية تأثيرًا إيجابيًا على نسبة الدين طويل الأجل ونسبة الدين قصير الأجل.
- يؤثر معامل توبين q إيجابيًا على نسبة الدين طويل الأجل ونسبة الدين قصير الأجل.
- يؤثر عمر الشركة سلبًا على نسبة الدين طويل الأجل ونسبة الدين قصير الأجل.

3. (Rudiningtyas, Soesetio, & Putri Arifin, 2023): The Determinants of Capital Structure: The Used of Total Debt, Short Debt, Long Debt, and Bank Debt.

الهدف من هذه الدراسة تحديد العناصر المؤثرة على هيكل رأس مال الشركة، في هذه الدراسة، استخدم المجتمع جميع الشركات المدرجة في بورصة IDX، تشمل عينة الدراسة جميع الشركات المدرجة

مقدمة العامة

في البورصة من عام 2010 إلى عام 2019، أي ما مجموعه 700 شركة، تتمثل المتغيرات التابعة في نسبة الدين قصير الأجل ونسبة الدين طويل الأجل وإجمالي الديون وديون البنك، في حين تتمثل المتغيرات المستقلة في: ملموسية الأصول، والحماية الضريبية لغير الديون، ، والربحية، سياسة توزيع الأرباح، حيث استخدمت الدراسة تقنيات التحليل انحدارات متعددة باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS).

وتتلخص نتائج الدراسة في:

- تؤثر الربحية سلباً على إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل،
- تؤثر الحماية الضريبية لغير الديون إيجابياً على إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل.
- تؤثر ملموسية الأصول سلباً على إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل، كما أن لها تأثير إيجابي على الديون طويلة الأجل وديون البنوك.
- لسياسة توزيع الأرباح تأثير سلبي كبير على هيكل رأس المال (إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل وديون البنوك).

4. (Stoiljkovic, Tomic, Lekovic , & Matic, 2022): Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence of Manufacturing Companies in the Republic of Serbia

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد محددات الخاصة بكل شركة والتي تؤثر على قرارات هيكل رأس مال الشركات في جمهورية صربيا، حيث تتكون عينة الدراسة من شركات عاملة في قطاع التصنيع في جمهورية صربيا خلال الفترة 2006-2020. استخدمت الدراسة منهجية بيانات الألواح، ثم تم تقدير ثلاثة نماذج للرافعة المالية: الرافعة المالية طويلة الأجل، والرافعة المالية قصيرة الأجل، والرافعة المالية الكلية، وتتمثل المتغيرات المستقلة في حجم الشركة، الربحية، هيكل الأصول، المخاطر، فرص النمو.

وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- تؤثر الربحية سلباً على الرافعة الإجمالية والرافعة المالية قصيرة الأجل، وتؤثر إيجابياً على الرافعة المالية طويلة الأجل.
- يؤثر حجم الشركات سلباً على الرافعة الإجمالية والرافعة المالية قصيرة الأجل، ويؤثر إيجابياً على الرافعة المالية طويلة الأجل.
- تؤثر هيكل الأصول سلباً على الرافعة الإجمالية والرافعة المالية قصيرة الأجل، وتؤثر إيجابياً على الرافعة المالية طويلة الأجل.

مقدمة العامة

- تؤثر المخاطر سلباً على الرافعة الإجمالية والرافعة المالية قصيرة الأجل، الرافعة المالية طويلة الأجل.

- لا تؤثر فرص النمو على الرافعة الإجمالية والرافعة المالية قصيرة الأجل، الرافعة المالية طويلة الأجل.

وبالتالي إن سلوك الشركات في جمهورية صربيا في حالة الرافعة المالية طويلة الأجل يتوافق مع توقعات نظرية المقايضة، بينما في حالة الرافعة المالية قصيرة الأجل والإجمالية، يمكن تفسير سلوك الشركات من خلال نظرية ترتيب الأولوية.

5. (Ali, Rangone, & Farooq, 2022): Corporate Taxation and Firm-Specific Determinants of Capital Structure: Evidence from the UK and US Multinational Firms

إن الغرض من هذه الدراسة تحديد تأثير معدل الضريبة الفعلي والعوامل الخاصة بالشركة (مثل حجم الشركة، وفرص النمو، والملموسية، والمخاطر، والربحية، والحماية الضريبية غير المرتبطة بالديون، والسيولة) على هيكل رأس مال (إجمالي الديون، الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل) الشركات متعددة الجنسيات في قطاع الطاقة، وتم استخدام نماذج الانحدار التي تتكون من المربعات الصغرى العادية، والتأثير الثابت، والتأثير العشوائي لاختبار مجموعة بيانات لوحة متوازنة للشركات متعددة الجنسيات التي تتخذ من المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية مقراً لها خلال الفترة 2011-2019.

توصل الباحثين إلى عدة نتائج أهمها:

- هناك تأثير إيجابي لهيكل الأصول، والمخاطر، والربحية، والحماية الضريبية غير المرتبطة بالديون على مقاييس الدين طويل الأجل وإجمالي هيكل رأس المال.
- وبالنسبة للديون قصيرة الأجل، يوجد تأثير سلبي لهيكل الأصول، والحماية الضريبية غير المرتبطة بالديون، والسيولة، وترتبط بشكل إيجابي بمخاطر الشركة.
- كما أن معدل الضريبة الفعلي وحجم الشركة لا يرتبطان ارتباطاً سلبياً يُذكر بخيارات الرافعة المالية للشركات متعددة الجنسيات، وأن للسيولة علاقة عكسية مهمة مع الديون طويلة الأجل وإجمالي الديون.

6. (Czerwonka & Jaworski, 2022): Capital structure and its determinants in companies originating from two opposite sides of the European Union: Poland and Portugal

إن هدف هذه الدراسة تحديد الاختلافات في هيكل رأس مال الشركات ومحدداته في بولندا والبرتغال، وتتمثل المتغيرات التابعة في إجمالي الديون، الديون طويلة الأجل، الديون قصيرة الأجل، أما المتغيرات المستقلة هيكل الأصول، حجم الشركات، النمو، الربحية، السيولة، والدرع الضريبي لغير الديون، تتكون عينة الدراسة من 22,775 شركة بولندية و36,625 شركة برتغالية خلال الفترة 2010-2017، واستخدمت الدراسة اختبار مان-ويتني، نموذج البيانات اللوحية (The Panel Data model).

توصل الباحثان إلى عدة نتائج أهمها:

➤ الشركات البولندية:

- يؤثر هيكل الأصول والربحية والسيولة سلبًا على إجمالي الديون، بينما الحجم ونمو لهما تأثير إيجابي على إجمالي الديون.
- يؤثر هيكل الأصول والسيولة والحجم ونمو ايجابيا على الديون طويلة الأجل، بينما الربحية والدرع الضريبي لغير الديون لهما تأثير سلبي على الديون طويلة الأجل.
- يؤثر هيكل الأصول والربحية والسيولة سلبًا على الديون قصيرة الأجل، بينما الحجم ونمو والدرع الضريبي لغير الديون لهم تأثير إيجابي على الديون قصيرة الأجل.

➤ الشركات البرتغالية:

- تؤثر الربحية والسيولة سلبًا على إجمالي الديون، بينما يؤثر هيكل الأصول والحجم ونمو والدرع الضريبي لغير الديون إيجابيا على إجمالي الديون.
- يؤثر هيكل الأصول والسيولة والحجم ونمو والدرع الضريبي لغير الديون ايجابيا على الديون طويلة الأجل، بينما الربحية لها تأثير سلبي على الديون طويلة الأجل.
- يؤثر هيكل الأصول والحجم والربحية والسيولة سلبًا على الديون قصيرة الأجل، بينما نمو والدرع الضريبي لغير الديون لهما تأثير إيجابي على الديون قصيرة الأجل.

7. (Abubakar, Asrar, Khalid, & Ahmad, 2020): Determinants Of Capital Structure: A Case Of Non-Financial Sector Of Pakistan

إن الغرض من هذه الدراسة هو دراسة محددات هيكل رأس مال صناعة السكر في باكستان، حيث تطرح هذه الدراسة نظريات مختلفة تتعلق بهيكل رأس المال لصياغة مقترحات قابلة للاختبار بشأن محددات هيكل رأس مال صناعة السكر في باكستان، وتستخدم بيانات اللوحة، وتقنيات الاقتصاد القياسي مثل التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية، لدراسة أهم العوامل التي تؤثر على اختيار هيكل رأس مال شركات السكر المدرجة في بورصة باكستان للأوراق المالية للفترة 2009-2018، وتتمثل المتغيرات التابعة في إجمالي الديون والديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل، أما المتغيرات المستقلة هي حجم الشركة، السيولة، نسبة رأس المال العامل، هيكل الأصول، نسبة استخدام الأصول، معدل الضريبة الفعلي، المرونة المالية، فرصة النمو، تقلب المخاطر.

وتوصلت الدراسة إلى أن حجم الشركة، والمرونة المالية، وهيكل الأصول، والربحية، والسيولة، والنمو، والمخاطر، تؤثر على جميع مقاييس هيكل رأس مال الشركات الباكستانية. وتشير نتائج الدراسة إلى أن الديون قصيرة الأجل تمثل مصدر تمويل مهم للشركات في باكستان. ويرتبط حجم الشركة ونسبة السيولة الحالية بنسب هيكل رأس المال بشكل سلبي وهام، الديون طويلة الأجل، رأس المال العامل، هيكل الأصول، استغلال الأصول، معدل الضريبة الفعلي، المرونة المالية، فرص النمو، وتقلب المخاطر، لها علاقة إيجابية وهامة بنسب هيكل رأس المال. ونظرًا لوجود علاقة سلبية بين الربحية وهيكل رأس المال، يجب على المستثمرين مراعاة هيكل رأس المال قبل اتخاذ قرارات الاستثمار.

8. (Akinlosotu & Ukwuoma, 2019): Determinants of Capital Structure in Selected Chinese Industries: A Panel Data Approach

إن الغرض من هذه الدراسة استكشفت هذه الدراسة محددات هيكل رأس المال شركات صينية مُدرجة في سوق الأوراق المالية الصينية (CSE) للفترة من 2011 إلى 2016، وشملت الدراسة شركات تعمل في أربع قطاعات رئيسية فقط وهي: النقل، التصنيع، العقارات، إنتاج الكهرباء والغاز والمياه، من بين قطاعات أخرى، وتتمثل المتغيرات التابعة في نسبة إجمالي الدين (TD)، ونسبة الدين طويل الأجل (LD)، ونسبة الدين قصير الأجل (SD)، أما المتغيرات المستقلة تتمثل في فرص النمو، والحجم، والربحية، والملموسية، والحماية الضريبية لغير الديون، وهيكل الملكية، وإيرادات المبيعات، واستخدمت

مقدمة العامة

الدراسة على بيانات اللوحة لبناء النموذج، مع إحصاءات وصفية مصاحبة مثل المتوسطات والانحراف المعياري، وإحصاءات استدلالية مثل مصفوفة الارتباط، واختبار F ، واختبار هاوسمان، واختبار LM ، وطريقة المربعات الصغرى ثنائية المرحلتين ($SLS2$)، والطريقة العامة للعزوم (GMM).

وتوصلت الدراسة إلى أن فرص النمو كان لها عمومًا تأثير مباشر على مستويات الديون قصيرة الأجل، وارتباط عكسي مع نسبة إجمالي الدين ونسبة الديون طويلة الأجل، مما يعني أن جميع مقاييس الرفع المالي ليست متماثلة، وسيكون لها تأثير مختلف وفريد على المتغيرات التفسيرية، ولوحظت علاقة متماثلة لجميع المتغيرات، وخاصةً تقلب الأرباح، والحماية الضريبية لغير الديون، وهيكل الملكية من حيث الارتباط والتأثير. وأظهرت نتائج الانحدار أن حجم الشركة وهيكل رأس المال يرتبطان ارتباطًا مباشرًا، بينما يرتبط تقلب الأرباح وهيكل رأس المال ارتباطًا عكسيًا.

9. (Rao, Kumar, & Madhavan, 2018): A study on factors driving the capital structure decisions of small and medium enterprises (SMEs) in India

إن الغرض من هذه الدراسة تحديد العوامل التي تؤثر على قرارات هيكل رأس المال للشركات الصغيرة والمتوسطة في الهند، وتتمثل عينة الدراسة في 174 شركة غير مالية، إن المتغيرات التابعة في الرافعة المالية، الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل، المتغيرات المستقلة الربحية، العائد على حقوق الملكية، الملموسية، الحجم، النمو، الدرع الضريبي لغير الديون، التدفق النقدي، العمر، السيولة، استخدمت الدراسة الطريقة المعممة للحظات (GMM).

وتوصلت الدراسة إلى أن السيولة تؤثر سلبًا على الديون طويلة الأجل، ويؤثر الدرع الضريبي لغير الديون سلبًا على الرافعة المالية والديون قصيرة الأجل، بينما يؤثر إيجابيًا على الديون طويلة الأجل. كما أن للربحية والحجم والتدفق النقدي تأثير سلبي على كل من الرافعة المالية والديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل، ويؤثر العائد على حقوق الملكية والملموسية والعمر والنمو إيجابيًا على كل من الرافعة المالية والديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل.

10. (Thanh & Huong, 2017): A study on factors driving the capital structure decisions of small and medium enterprises (SMEs) in India

إن الهدف من هذه الدراسة هو استكشاف هيكل رأس مال الشركات الفيتنامية المدرجة في سياق مُحدَّث للتطور المالي (الوضع الحالي لسوق رأس مال الأسهم والديون المحلية)، تتمثل عينة الدراسة في استنادًا

مقدمة العامة

228 شركة مدرجة في بورصة هو تشي منه خلال الفترة 2010-2014، المتغيرات التابعة إجمالي الديون، الديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل، والمتغيرات المستقلة تتمثل في الحجم، السيولة، النمو، الملموسية، الربحية، هيكل الملكية، واستخدمت الدراسة نموذج التأثير العشوائي.

وأُسفرت نتائج الدراسة على أن للربحية تأثير سلبي على كل من إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل، كما أن للملموسية تأثير سلبي على الديون قصيرة الأجل، وتؤثر إيجابيا على الديون طويلة الأجل، وللحجم والنمو تأثير إيجابي على كل من إجمالي الديون والديون طويلة الأجل، في حين للسيولة تأثير سلبي على كل من إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل، ويؤثر هيكل الملكية على الديون طويلة الأجل إيجابيا.

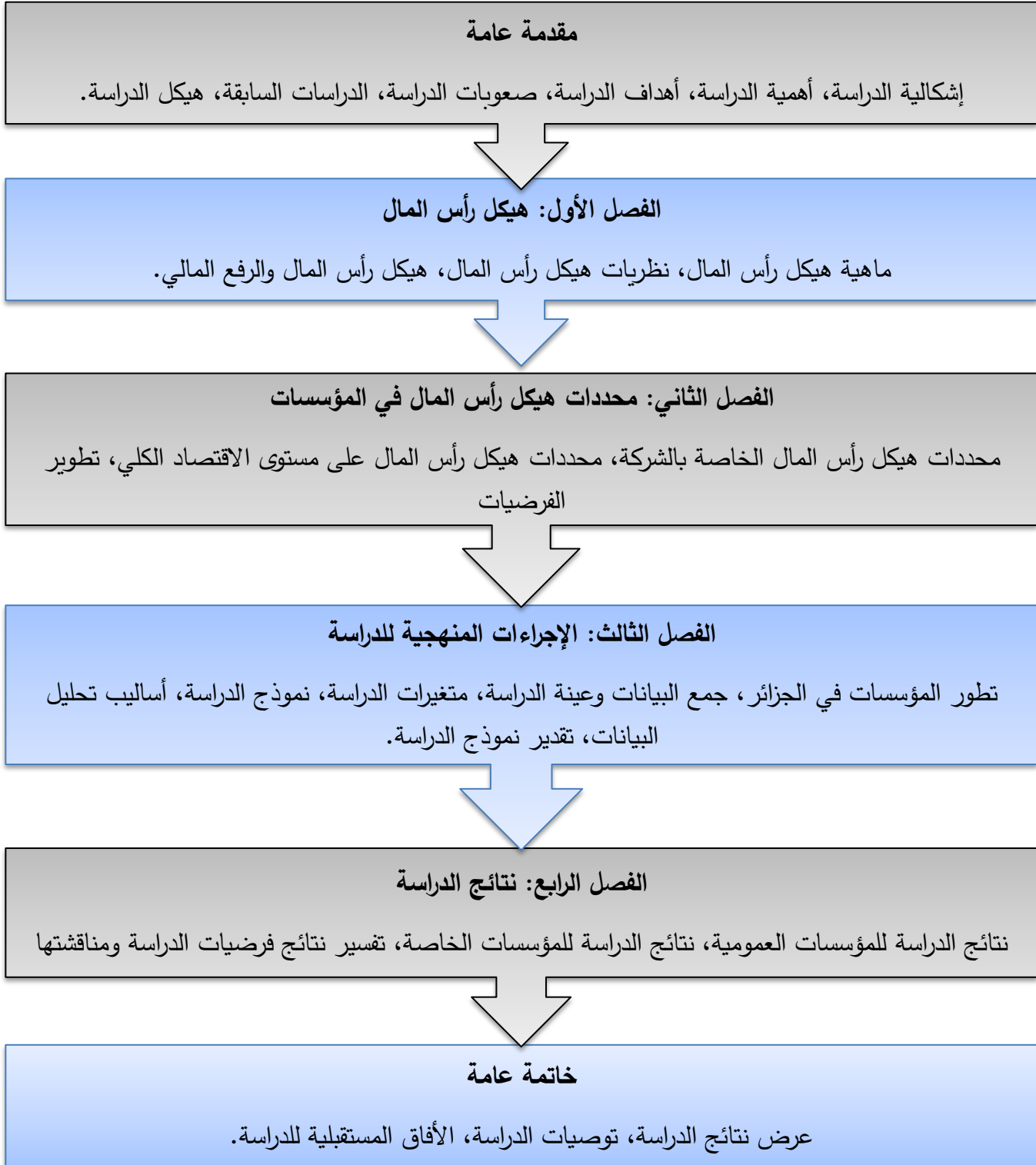
التعقيب على الدراسات السابقة:

يتضح لنا من خلال الدراسات التي تطرقنا إليها في هذا الموضوع انها تتشابه مع دراستنا هذه من حيث تناولها لموضوع الدراسة والمتمثل في محددات هيكل رأس المال في الشركات، كما أن الدراسات التي تم التطرق لها استخدمت نفس الأداة في الدراسة وهي الاعتماد على التقارير المالي (الميزانية المالية، جدول حساب النتائج) للشركات، أما المجال الذي تختلف فيه دراستنا على الدراسات المقترحة هو تقنيات تحليل البيانات، ففي بعض الدراسات المقترحة استخدمت نموذج البيانات اللوحية The Panel Data model (من طريقة المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS) وطريقة التأثيرات الثابتة (FE) وطريقة التأثيرات العشوائية (RE))، ودراسات أخرى استخدمت نموذج بيانات اللوحة الديناميكية The dynamic panel data model (نموذج العزوم المعممة (GMM))، أما دراستنا استخدمت النموذجين معا وهذا لتقديم نتائج أكثر دقة ومصادقية، كما أن الدراسات المقترحة قامت بإجراء دراستها على مؤسسات من قطاعات اقتصادية مختلفة وأيضا البنوك، حيث سجلت نتائج تفر بضرورة الاهتمام بهذا الموضوع من قبل المديرين الماليين للشركات في هذه القطاعات، وهذا باعتبار أن اختيار هيكل رأس المال الأمثل يحقق للشركات تعظيم القيمة السوقية وتحقيق ربحية عالية تضمن لها البقاء والاستمرار، كما تكسبها ميزة تنافسية عالية، أما دراستنا فقد تطرقت للقطاع العمومي والقطاع الخاص، ونتيجة لاختلاف طبيعة القطاعين واختلاف طرق التسيير، وأيضا اختلاف نظرة الأطراف الخارجية (البنوك والشركات الأخرى)، يدفعنا إلى التقييم كيفية البحث على مصادر التمويل لكل قطاع على حدى، والبحث حول مدى الاختلاف في تأثير بعض العوامل على قرارات هيكل رأس المال.

مقدمة العامة

سادسا: هيكل الدراسة

تضمنت الدراسة أربع فصول كما هو موضح في الشكل الموالي:



الفصل الأول:

هيكل رأس المال للمؤسسات

مقدمة الفصل:

تسعى المؤسسات دائما للنجاح في البيئة الاقتصادية، وهذا ما يتطلب منها توفير الأموال لتمويل مشاريعها، وبالتالي يدفعها هذا لاختيار مصادر تمويل والمفاضلة بين هذه المصادر المتاحة لديها، مع مراعاة تكلفة ومخاطر كل مصدر من هذه المصادر، وأيضا تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة المنجرة عنها، ونتيجة تنوع وتعدد مصادر التمويل بين التمويل بالأموال الخاصة والديون بأنواعها يدفعها هذا لاختيار مزيج أمثل الذي يسمح لها باستمرار والتطور وتعظيم القيمة السوقية لها.

ان اتخاذ المؤسسات لأي قرار لتمويل مشاريعها يتوقف على العائد المتوقع من طرف أصحاب المصالح، وأيضا يعتمد على تكلفة الأموال المستثمرة، لهذا أصبح لمصادر التمويل وتكلفتها دورا هاما في إختيار هيكل رأس مال للمؤسسات، وقد فند هذا وفق نظريات عملت على تفسير كيفية إختيار هيكل رأس المال الأمثل للمؤسسات الاقتصادية الذي يعظم قيمتها السوقية وبأقل تكاليف.

بناء على ماسبق ذكره سوف نتطرق في هذا الفصل لعدة نقاط مهمة تتعلق بهيكل رأس المال، ومختلف مصادر التمويل وتكلفة كل مصدر من هذه المصادر، مع التطرق لأهم للنظريات التي تفسر هيكل رأس المال، وأخير تأثير الرفع المالي على إختيار هيكل رأس المال.

1. ماهية هيكل رأس المال

يعبر هيكل رأس المال في الميزانية على الجزء الأيسر المتمثل في الخصوم، حيث تمثل الخصوم من الناحية المحاسبية الالتزامات الواجب تسديدها في آجال استحقاقها، أما من الناحية المالية فهي تمثل مصادر تمويل التي تستخدمها المؤسسة من أجل حيازة الأصول لصالحها.

1.1. مفهوم ومكونات هيكل رأس المال:

يعتبر هيكل رأس المال في المؤسسات من أهم الأولويات التي يهتم بها المساهمين والمديرين، حيث يسعى هذين الأخيرين لتحقيق أكبر عائد من خلال اختيار توليفة من مصادر التمويل التي تضمن التوازن بين العائد المتوقع والمخاطر.

1.1.1. مفهوم هيكل رأس المال:

لابد في البداية أن فرق بين المصطلحين الشائعين في مجال المالية، الأول هيكل رأس المال (Capital Structure) والذي يعرف بالتمويل الدائم للمؤسسة المتمثل في الديون طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل (Khanna, Srivastava, & Medury, 2015, p. 968)، والثاني الهيكل المالي (Financial Structure) يشمل الهيكل المالي جميع بنود المطلوبات وحقوق الملكية، أي مصادر الأموال التي تحصل عليها الشركة لتمويل استثماراتها، سواء على المدى القصير أو المدى الطويل (Barakat, 2014, p. 55).

- يعرف كلا من الباحثين (Arulve & Ajanthan, 2013, p. 2) هيكل رأس المال "هو خليط من ديون الشركة والأسهم العادية والأسهم الممتازة" وتستخدم المؤسسات لتمويل عملياتها الإنتاجية، ولتحقيق أهداف المؤسسات المخطط لها على المدى القصير و/أو المدى الطويل، وسعياً منها للإستمرار والنمو، ويعبر أيضاً على "مقدار الديون والأسهم المستخدمة في تمويل عمليات المؤسسات" (Marks, Robbins, Fernández, & Funkhouser, 2005, p. 22)، كما يرى كلا من (Srinidhi, & Seetharaman, 2003, p. 2) أن هيكل رأس المال هو "المزيج من الديون طويلة الأجل وحقوق الملكية المستخدمة لتمويل الأصول الإنتاجية للمؤسسات".

ويعرفه كل من (السهاوي و عبد الله، 2017، صفحة 17) أن هيكل رأس المال " يتعلق بتحديد نسبة كل من التمويل القصير والتمويل طويل الأجل، وكيفية الحصول عليهما وتحديد المزيج المناسب من مصدري الدين وحقوق الملكية عند تكوين رأس مال الشركة".

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن هيكل رأس المال هو المزيج من الديون والأسهم الممتازة والأسهم العادية التي تستعملها المؤسسة عند تكوين رأس مالها وتمويل أصولها من أجل الاستمرار ضمن المنافسة التي تحيط بالمؤسسة سواء على المستوى الداخلي أو المستوى الخارجي، ومنه يتضح أن هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي.

2.1.1. مكونات هيكل رأس المال

بشكل عام يتضمن هيكل رأس المال لمعظم المؤسسات حقوق الملكية التي يقدمها المالكون لشراء الأصول للبدء بعمليات المؤسسة، والأموال المقترضة التي تشكل أحد البدائل لتعبئة الموارد المالية.

1.2.1.1. حقوق الملكية:

تعتبر حقوق الملكية على ملكية في مؤسسات مخصصة للأفراد أو الدولة في شكل أسهم، كما تستخدم حقوق الملكية كأداة تمويل، تسعى المؤسسة من خلال حقوق الملكية إلى السيطرة على المؤسسين الذين هم على استعداد لإلغاء مشروعهم، وأيضاً، القدرة على تقديم مستوى العائد الذي يتوقعه المستثمرين (Alliance & Macon, 2012, p. 32)، ولها الفئتين الرئيسيتان الأسهم والأرباح المحتجزة وهي كالتالي:

أولاً: الأسهم:

وهي عبارة عن صكوك متساوية القيمة غير قابلة للتجزئة وقابلة للتداول بالطرق التجارية وهي تمثل حقوق المساهمين في المؤسسات التي أسهموا في رؤوس أموالها (الزحيلي، 2002، صفحة 362)، وكما يعرف السهم على أنه هو ورقة مالية تمثل ملكية جزء من المؤسسة، والتي تمنح لمالك السهم نسبة من أصول المؤسسة وأرباحها تكون قيمتها بمقدار المساهمة (HAYES, 2022).

وتنقسم إلى:

1. الأسهم العادية:

يعرف كل من (تايب و كاسب، 2007، صفحة 182) الأسهم العادية على أنها " الأسهم التي لا تمتلك أية تفضيلات أو أسبقيات خاصة، سواء في الدفع عند توزيع الأرباح أو في حالة الإفلاس والتصفية، وتعد هذه الأسهم الأساس لهدف المؤسسة في تعظيم قيمتها في سوق الأوراق المالية"، كما تعرفها المادة 715 مكرر 42 (القانون التجاري الأمر رقم 59-75، 1975) الأسهم العادية " هي الأسهم التي تمثل اكتتابات ووفاء لجزء من من رأسمال شركة تجارية، وتمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها، وقانونها الأساسي أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت الذي بحوزتها بموجب قانونها الأساسي أو بموجب قانون، وتمنح الأسهم العادية علاوة على ذلك، الحق في تحصيل الربح عندما تقرر الجمعية العامة توزيع كل الفوائد الصافية المحققة أو جزء منها".

تشير الأسهم العادية إلى حصص ملكية في شركة، حيث تمنح الملكية حاملي الأسهم العاديين بعض الحقوق والامتيازات التي لا يمتلكها حاملو السندات، يمكن للمساهمين العاديين التصويت لاختيار مجلس إدارة الشركة، يمكن للمساهمين العاديين التصويت على القضايا الرئيسية التي تواجه الشركة، نفس المساهمين العاديين لديهم مطالبة على جميع أرباح الأعمال التي تبقى بعد أن حصل أصحاب جميع فئات سندات الدين وحقوق الملكية الأخرى على مدفوعات القسائم أو العوائد، عادةً ما يكون توزيع الأرباح عبارة عن دفعة نقدية تسمح للمساهمين بتلقي بعض الدخل من استثماراتهم (MELICHER & NORTON, 2017, pp. 266-267)

2. الأسهم الممتازة:

يعرف الكاتبين (Paramasivan & Subramanian, 2009, p. 30) الأسهم الممتازة على أنها " الأسهم التي لها الحق التفضيلي في الحصول على أرباح واسترداد الاستثمار الأولي في وقت إنهاء الشركة، إن حملة الأسهم الممتازة مؤهلون للحصول على نسبة ثابتة من الأرباح وليس لديهم حقوق التصويت".

إن الأسهم الممتازة هي مزيج - فهي تشبه السندات في بعض النواحي والأسهم العادية في جوانب أخرى. تظهر الطبيعة المختلطة للأسهم الممتازة عندما نحاول تصنيفها فيما يتعلق بالسندات والأسهم العادية، فإن الأسهم المفضلة لها قيمة اسمية ومبلغ ثابت من أرباح الأسهم التي يجب دفعها قبل أن يمكن دفع أرباح الأسهم على الأسهم العادية، كما أن السهم الممتاز يخول أصحابه الحصول على مدفوعات أرباح منتظمة وثابتة (Brigham & Houston, 2007, p. 447).

ويعرف السهم الممتاز على أنه "سند ملكية لحامله حيث يتميز السهم الممتاز بصفة مشتركة بين الأسهم والسندات وذلك لأن السهم الممتاز يفرض على المؤسسة توزيع عائد ثابت على حاملي السهم الممتازة، وفي حالة عدم توفر المؤسسة على سيولة من أجل تسديد عوائد على الأسهم الممتازة فإنه سوف تتراكم هذه العوائد ويتم توزيعها عندما تحقق المؤسسة أرباحاً كافية" (Damodran, 2004, p. 677).

ثانياً: الأرباح المحتجزة:

إن الأرباح المحتجزة هي المصدر الرئيسي للتمويل (الداخلي أو الخارجي) لمعظم الأعمال التجارية، وبإبقاء الأرباح داخل المنشأة التجارية بدلاً من توزيعها على حملة الأسهم في شكل أرباح أسهم، يمكن للشركة أن تزيد من أموالها (Atrill, 2009, p. 249).

ويعرف كل من (مزهر و القريشي، 2012، صفحة 07) الأرباح المحتجزة هي "عبارة عن ذلك الجزء الفائض القابل للتوزيع الذي حققته المؤسسة من ممارسة نشاطها (خلال السنة الجارية أو السنوات السابقة) ولم يدفع في شكل توزيعات والذي يظهر من الميزانية العمومية للمؤسسة ضمن عناصر حقوق الملكية، فبدلاً من توزيع كل الفائض المحقق على المساهمين، قد تقوم المؤسسة بتخصيص جزء من ذلك الفائض في عدة حسابات مستقلة يطلق عليها (الاحتياطيات) لغرض تحقيق هدف معين.

2.2.1.1. الأموال المقترضة:

أولاً: السندات:

إن السند مثل أي شكل آخر من أشكال المديونية هو ضمان الدخل الثابت يتلقى حامل دخل دخل سنوي محدد ومبلغ محدد عند الاستحقاق لا أكثر ولا أقل (Higgins, Koski, & Mitton, 2016, p. 146)، كما يعرف السند على أنه "عقد طويل الأجل يوافق بموجبه المقرض على سداد مدفوعات الفائدة

وأصل الدين في تواريخ محددة لحاملي السند، يتم إصدار السندات من قبل الشركات والوكالات الحكومية التي تبحث عن رأس مال دين طويل الأجل" (Brigham & Houston, 2009, p. 195).

يعتبر (أحمد، 2007، الصفحات 85-86) السندات عبارة عن "قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أجل محدد وبسعر فائدة ثابت، وعلى المؤسسة أن تلتزم بدفع قيمته عند الاستحقاق بالإضافة إلى الفوائد السنوية، ويختلف السند عن القروض بأن يباع إلى فئات مختلفة سواء للجمهور العادي أو المؤسسات كما يمكن بيعه قبل تاريخ استحقاقه ولكن بسعر أقل من قيمته عند الاستحقاق".

ثانياً: قروض طويلة الأجل:

يعرفها (Fields, 2011, p. 231) على إنها "قروض التي يتم استخدامها لتمويل مساعي التوسع، وتملك هذه القروض تاريخ للاستحقاق ثابتاً، غالباً ما تمتد من 05 سنوات إلى 07 سنوات، حيث تقوم المؤسسة بتسديد هذا القرض على أقساط شهرية من المبلغ الأصلي للقرض والفائدة"، ويعتبر كل من (Keown, Martin, & Petty, 2017, p. 88) "الدين طويل الأجل يشمل دين الشركة طويل الأجل قروضاً من البنوك أو من المؤسسات المالية التي تقرض المال لمدة تزيد عن 12 شهراً، قد تقرض الشركة أموالاً لمدة 5 سنوات لشراء معدات، أو قد تقرض المال لمدة تصل إلى 25 أو 30 عاماً لشراء عقارات، مثل الأراضي والمباني".

وتعرف على أنها " القروض التي تتراوح مدتها من سبع إلى عشرين سنة توجه أساساً لحيازة مختلف الأصول الطويلة الأجل التي تتجاوز مدة اهتلاكها السبع سنوات مثل المباني، الأراضي الصناعية والتجارية، التهيآت، ويقدم بصفة عامة لتمويل المشروعات الاستثمارية ذات النفع العام ويسدد القرض وفقاً للعمر الإنتاجي للأصل" (Narassiguin, 2004, p. 41).

2.1. تكلفة رأس المال:

تلجأ المؤسسة إلى مصادر التمويل المتعددة من أجل تمويل احتياجاتها، ومن المعلوم أنه ليس سهلاً على المسير أن يقوم بالاختيار بين هذه مصادر، إن لكل مصدر من هذه المصادر تكلفة معينة، وتعد تكلفة الأموال من أهم العوامل المؤثرة على اختيار المصدر التمويلي واختيار سياسة تمويلية معينة للمؤسسة، وتساهم في إجراء مقارنة بين البدائل التمويلية المتاحة للوصول إلى اتخاذ قرارات مالية ملائمة.

1.2.1. مفهوم تكلفة رأس المال:

يمكن تعريف تكلفة رأس المال من خلال التعريفات التالية:

تعرف تكلفة رأس المال على أنها "العائد الذي يجب على المؤسسة توفيره لاستخدام أموال التي تم استثمارها" (FABOZZI & Drake, 2010, p. 171)، وتعرف تكلفة رأس المال هي "العائد الذي يجب توفيره لاستخدام أموال المستثمر، إذا تم اقتراض الأموال، فإن التكلفة مرتبطة بالفائدة التي يجب دفعها على القرض، إذا كانت الصناديق عبارة عن أسهم، فإن التكلفة هي العائد الذي يتوقعه المستثمرون، سواء من ارتفاع سعر السهم أو توزيعات الأرباح".

إن تكلفة رأس المال هي معدل العائد المتوقع الذي يحتاجه المشاركون في السوق لجذب الأموال لاستثمار معين، من الناحية الاقتصادية، فإن تكلفة رأس المال لاستثمار معين هي تكلفة الفرصة البديلة – أي تكلفة التخلي عن الاستثمار البديل الأفضل التالي (Shannon p & Roger j, 2014, p. 3).

وتعرف تكلفة رأس المال على أنها "معدل العائد الذي يطلبه المساهمون والمقرضون جماعياً على الأموال التي عهدوا بها إلى الشركة" (First Finance Institute , HEC Paris, 2016, p. 5).

2.2.1. حساب تكلفة عناصر هيكل رأس المال

1.2.2.1. تكلفة حقوق الملكية: تعبر تكلفة حقوق الملكية على معدل العائد المطلوب أو المتوقع من طرف المساهمين في المؤسسة فهم يسعون للحصول على عائد يعادل أو يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من استثمارات في مشاريع أخرى لها نفس درجة المخاطرة وهو ما يطلق عليه تكلفة الفرصة البديلة (barreau & delahye, 2001, p. 169).

وكما ذكرنا سابقاً فإن حقوق الملكية تتكون من الأسهم العادية والأسهم الممتازة وكذا الأرباح المحتجزة.

أ. قياس تكلفة الأسهم العادية:

إن تكلفة الأسهم العادية عبارة عن معدل الخصم الذي سيستخدمه المستثمرون لخصم توزيعات أرباح الأسهم العادية المتوقعة لتحديد أسعار الأسهم في السوق.

ويمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية (حداد، 2010، الصفحات 243-244):

$$K_e = \frac{D}{P_0 \times (1 - F)} + g$$

حيث:

D: الأرباح المتوقعة لكل سهم، **P₀**: القيمة السوقية للسهم، **F**: مصاريف الإصدار، **g**: معدل نمو الأرباح.

وهناك أيضا عدة طرق لحساب تكلفة الأسهم العادية وهي:

1- طريقة توزيع أرباح الأسهم Dividend Yield Method:

وحسب هذه الطريقة فإن تكلفة الأسهم العادية هي معدل الخصم الذي يساوي القيمة الحالية للأرباح المتوقعة في المستقبل للسهم الواحد مع سعر السهم الحالي في السوق (Kufulla, 2017/2018, p. 135).

تتمثل الافتراضات الأساسية لهذه الطريقة هي:

1. يولي المستثمرون أهمية كبرى لمكاسب الأسهم.

2. تظل مخاطر الشركة دون تغيير.

3. لا يوجد نمو في أرباح الأسهم في المستقبل.

4. أنه لا يعتبر الأرباح المحتفظ بها.

حيث تحسب تكلفة الأسهم كالتالي:

$$K_e = \frac{Div}{MP}$$

حيث:

K_e: تكلفة الأسهم العادية، **Div**: أرباح الأسهم المتوقعة لكل سهم، **MP**: القيمة السوقية الحالية للسهم.

2- طريقة النمو أو نموذج غوردون Gordon's Model:

ووفقاً لهذه الطريقة يظل معدل نمو الأرباح ثابتاً، حيث تنمو العائدات والأرباح وسعر الأسهم بنفس المعدل (sharma, 2017, pp. 18-19)، يمكن حساب تكلفة الأسهم العادية كمايلي:

$$K_e = \frac{Div_1}{MP} + g$$

حيث:

K_e : تكلفة الأسهم العادية، $Div_1 = [Div_0(1 + g)]$: الأرباح المتوقعة للسنة الموالية،
MP: القيمة السوقية للسهم، g: معدل نمو الأرباح (%).

في حالة إصدار أسهم جديدة حيث تتكبد تكلفة التعويم، يتم حساب تكلفة الأسهم مع تقدير نمو الأرباح الثابت كمايلي:

$$K_e = \frac{Div_1}{MP - F} + g$$

F: تكلفة التعويم للسهم الواحد.

وهذه الطريقة مناسبة للمؤسسات التي يكون فيها معدل النمو في أرباح الأسهم مستقراً نسبياً، ولكن تتجاهل هذه الطريقة ارتفاع رأس المال في قيمة الأسهم (Choudhary, 2020, p. 09)، كما تفترض هذه الطريقة قيام المؤسسات بتوزيع أرباح سنوية وبشكل دائم إلا أن هذا الافتراض غير منطقي، وإن الأسواق المالية وخاصة الغير الكفوة لا تعكس الأسعار الحقيقية للأسهم وهذا ينعكس سلباً على دقة التنبؤ بتكلفة الأسهم العادية (الطراونه، 2002، صفحة 13).

3- طريقة عائد الأرباح Earning Yield Method:

تأخذ هذه الطريقة في الاعتبار الأرباح عن كل سهم وسعر السهم في السوق، وتعترف هذه الطريقة بكل من أرباح الأسهم والأرباح المحتجزة، وبالتالي فإن تكلفة الأسهم العادية تستند إلى المعدل الأرباح المتوقعة للمؤسسة، وهذا لأن كل مستثمر في المؤسسة يتوقع مبلغاً معيناً من الأرباح، سواء كانت موزعة

أو غير موزعة، وإذا لم توزع الأرباح فإنها تظل في الأرباح المحتجزة وتتسبب في نمو في أرباح المؤسسة في المستقبل وبالتالي زيادة سعر السهم في السوق (Choudhary, 2020, p. 11).

حيث تحسب تكلفة الأسهم كالتالي (Kufulla, 2017/2018, p. 136):

$$K_e = \frac{\text{Earnings per share}}{\text{Market price per share}} = \frac{E}{MP}$$

حيث:

K_e : تكلفة الأسهم العادية، E : أرباح الأسهم لكل سهم، MP : القيمة السوقية الحالية للسهم.

وتفترض هذه الطريقة أن ربح السهم سيظل ثابتاً، إن طريقة عائد الأرباح تشبه طريقة توزيع أرباح الأسهم، حيث تسعى هذه الطريقة إلى إبطال أثر التغيرات في سياسة توزيع الأرباح (sharma, 2017, p. 18).

4- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM):

يعتمد هذا النموذج على توازن العلاقة بين العائد والمخاطرة، كما أنه قائم على الإقتراف القائل بأن معدل العائد المطلوب لأي سهم يساوي معدل العائد الخالي من المخاطر بالإضافة إلى علاوة المخاطرة التي تعكس فقط المخاطر المتبقية بعد التنويع (Brigham & Houston, 2017, p. 275).

يتم حساب تكلفة الأسهم العادية كالتالي (Chen, 2021, p. 920):

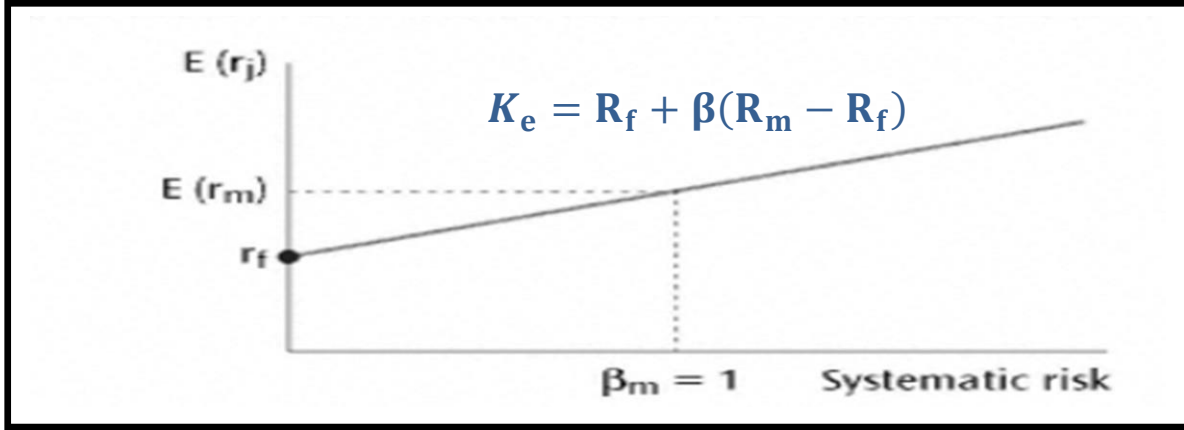
$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

K_e : تكلفة الأسهم العادية، R_f : معدل العائد الخالي من الخطر، β : مقياس لخطر السهم،

R_m : العائد المتوقع على كافة الأسهم المدرجة في السوق، $(R_m - R_f)$: علاوة مخاطر السوق.

ويمكن تجسيد هذه المعادلة من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (1-1): نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)



المصدر: (McKinsey & Company, Copeland, Koller, & Murrin, 2000, p. 215)

نلاحظ من خلال هذا الشكل رقم (01) أن تكلفة الأسهم العادية K_e تزداد خطياً كدالة للمخاطر المحسوبة غير القابلة للتنويع، ويقدر β لمحفظة السوق بـ 1.0، هذا يعني أن β متوسط قيمة β من الأسهم العادية للشركات سيكون حوالي 1.0، ونشير إلى أنه من غير المعتاد أن تفوق قيمة β المقدار 2.0 أو أن تقل عن 0.3، يتم قياس علاوة مخاطر السوق على أنها ميل لخط CAPM أي أن الميل هو $(R_m - R_f)$ (McKinsey & Company, Copeland, Koller, & Murrin, 2000, p. 215).

ولاستخدام نموذج (CAPM) في تقدير تكلفة الأسهم العادية لا بد من تقدير المخاطرة المنتظمة باستخدام معامل بيتا (β , Coefficient beta)، ويقصد بمعامل بيتا β "معدل التغير في عائد السهم لكل وحدة واحدة من التغير في العائد من السوق، أي ذلك المعدل الذي يقيس درجة حساسية التغير في العائد من السهم للتغير في العائد من السوق" (الطراونه، 2002، صفحة 11).

ب. قياس تكلفة الأسهم الممتازة:

يحصل حاملو الأسهم الممتازة على أرباح ثابتة، ففي حالة الإفلاس، تكون المدفوعات لحاملي الأسهم الممتازة تابعة لمدفوعات حاملي السندات، ولكنها أعلى من المدفوعات لحاملي الأسهم العادية،

وتعتبر الأسهم الممتازة أكثر خطورة من الديون ولكنها أقل خطورة من الأسهم العادية (McKinsey & Company, Copeland, Koller, & Murrin, 2000, p. 208).

يتم حساب تكلفة الأسهم الممتازة كالتالي (Brigham & Houston, 2017, p. 354):

$$K_p = \frac{D_p}{P_p} \quad \text{حيث:}$$

K_p : تكلفة الأسهم الممتازة، D_p : العائد المفضل لكل سهم، P_p : السعر الحالي للسهم الممتاز.

ج. قياس تكلفة الأرباح المحتجزة:

إن المؤسسات لا تقوم بتوزيع الأرباح بالكامل، يتم الاحتفاظ بجزء من هذه الأرباح قصد استعمالها في النمو والتوسع، إن الأرباح المحتجزة ليس لها تكلفة محاسبية ولكن لها تكلفة فرصة البديلة، إن تكلفة الفرصة البديلة للأرباح المحتجزة هي توزيعات الأرباح التي يتحملها المساهمون، يعني إذا احتفظت المؤسسة بالتدفقات النقدية، فإن حملة الأسهم يتخلون عن العائد الذي كان يمكن أن يحصلوا عليه إذا تم دفع هذه الأرباح، ويتوقع أن يتلقوا أرباحاً أعلى في المستقبل، إن المشاريع التي تتوقع أن تدر أرباحاً إضافية في المستقبل لابد من تمويل هذه الفرصة من خلال الأرباح المحتجزة (Royer, 2017, p. 394).

وبالتالي، فإن تكلفة الأرباح المحتجزة هي الأرباح التي تخطى عنها حملة الأسهم، أي أنها تساوي الربح الذي كان يمكن للمساهم أن يكسبه بخلاف ذلك من خلال استثماره في استثمار بديل (Choudhary, 2020, p. 19).

وعليه فإن تكلفة الأرباح المحتجزة تحسب بالعلاقة التالية (Kufulla, 2017/2018, p. 138):

$$K_r = K_e(1 - t)(1 - b)$$

$$K_e = \frac{Div_1}{MP} + g$$

حيث:

K_r : تكلفة الأرباح المحتجزة، K_e : تكلفة الأسهم العادية، t : معدل ضريبة دخل المساهمين،

b : معدل عمولة الوساطة.

2.2.2.1. تكلفة الأموال المقترضة:

تشمل الأموال المقترضة ديون طويلة الأجل من المؤسسات المالية، ورؤوس الموال المتأتية من إصدار السندات.

أ- قياس تكلفة الديون:

إن لتكلفة الديون طويلة الأجل مكونان أساسيان هما: الفائدة السنوية، والمكون الآخر ينشأ من إطفاء الخصومات الممنوحة أو الأقساط المستلمة عند إصدار الدين في البداية، حيث سوف تؤخذ مدفوعات السنوية بعين الاعتبار فقط (Kufulla, 2017/2018, p. 127).

أ. 1. تكلفة الديون قبل التأثير الضريبي:

$$K_{dbt} = \frac{I}{P}$$

حيث:

K_{dbt} : تكلفة الدين قبل الضرائب، I : الفائدة، P : أصل الدين.

أ. 2. تكلفة الدين المحصل عليها بقسط أو بخصم:

$$K_{dbt} = \frac{I}{NP}$$

حيث:

K_{dbt} : تكلفة الدين قبل الضريبة، I : الفائدة، NP : صافي العائدات على الدين.

هناك حالتين لحساب صافي العائدات على الدين:

1. حالة القسط:

في هذه الحالة سيزيد المبلغ الأصلي للدين عن طريق القسط.

$$NP = \text{القسط} + \text{أصل الدين}$$

2. حالة الخصم:

في هذه الحالة يكون المبلغ الأصلي للدين مخصوماً منه مبلغ الخصم.

$$NP = \text{أصل الدين} - \text{مبلغ الخصم}$$

أ. 3. تكلفة الدين مع الأخذ في الاعتبار تأثير الضريبة:

نظراً لأن مصروفات الفائدة عبارة عن مصروفات معفاة من الضرائب، فإن تكلفة الدين هي الفائدة المدفوعة مطروحاً منها الوفورات الضريبية الناتجة عن مدفوعات الفائدة القابلة للخصم، لنفترض أنه يمكن تحقيق التخفيضات الضريبية على الفائدة بالكامل، يمكن دمج تكلفة الدين قبل الضريبة وقيمة الدرع الضريبي في تكلفة ما بعد الضريبة (Shannon p & Roger j, 2014, p. 528).

حيث يمكن التعبير عن تكلفة الدين بعد الضريبة كالتالي:

$$K_d = K_{dbt}(1 - t)$$

حيث:

K_d : تكلفة الدين بعد الضريبة، K_{dbt} : تكلفة الدين قبل الضريبة، t : معدل الضريبة.

ب- قياس تكلفة السندات:

عندما تصدر السندات لفترة محددة سلفاً وتسترد عند الاستحقاق بعلاوة أو خصم تسمى السندات القابلة للاسترداد (Kufulla, 2017/2018, p. 129)، تقاس تكلفة السندات القابلة للاسترداد (باستخدام طريقة التقريب) على النحو التالي (sharma, 2017, p. 07):

$$K_d = \frac{I + \frac{(RV - NP)}{n}}{\frac{(RV + NP)}{2}} (1 - t)$$

حيث:

K_d : تكلفة السندات القابلة للاسترداد، RV : قيمة استرداد السندات، NP : صافي عائدات السندات، I : الفائدة السنوية، t : معدل الضريبة، n : مدة الدين حتى تاريخ الاستحقاق.

3.2.1. التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال:

بعد أن تعرفنا على طرق قياس تكلفة كل مصدر من مصادر تمويل المؤسسة، ومنه نستطيع قياس التكلفة الكلية لهيكل رأس المال في المؤسسة، وبما أن مصادر هيكل رأس المال ليست متساوية فإن تكلفتها أيضا ليست متساوية، ومنه لا نستطيع حساب المتوسط الحسابي البسيط لقياس تكلفة هيكل رأس المال، لذا من الضروري استخدام المتوسط المرجح بالأوزان لقياس تكلفة هيكل رأس المال.

يعرف (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, p. 284) المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) هو " المتوسط المرجح لتكلفة الديون بعد خصم الضرائب وتكلفة حقوق الملكية".

تحسب تكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال وفق المعادلة التالية (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020, p. 306)

$$WACC = W_{dbt}K_{dbt}(1 - t) + W_eK_e$$

حيث:

$WACC$: تكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال، W_{dbt} : وزن عناصر الأموال المقترضة (الديون والسندات)، W_e : وزن عناصر حقوق الملكية (الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، الأرباح المحتجزة).
 K_{dbt} : تكلفة الأموال المقترضة، K_e : تكلفة حقوق الملكية، t : معدل الضريبة.

3.1. أمثلية هيكل أس المال:

1.3.1. مفهوم هيكل رأس المال الأمثل:

تسعى أي مؤسسة لتعظيم قيمتها الجوهرية، ويتم هذا عن طريق تخفيض تكلفة هيكل رأس المال إلى أدنى مستوى، عند تحقيق هذه الأخيرة يمكننا القول أن المؤسسة قد وصلت إلى هيكل رأس المال الأمثل.

حيث عرف كل من الباحثين (Paramasivan & Subramanian, 2009, p. 49) هيكل رأس المال الأمثل على أنه " تلك توليفة بين الأموال المقترضة وحقوق الملكية التي ترفع من قيمة المؤسسة لأعلى مستوى، وبعبارة أخرى هو هيكل رأس المال الذي تكون فيه التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (WACC) في أدنى مستوى، وعليه تكون قيمة المؤسسة في حدها الأقصى".

كما يعرف هيكل رأس المال الأمثل على أنه " هو الخليط من المصادر التمويل طويلة الأجل التي تؤدي إلى انخفاض التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (WACC) إلى أدنى حد، وعليه تصل قيمة المؤسسة إلى أقصى حد (Johannes, 2006, p. 02).

ويمثل هيكل رأس المال الأمثل في نظر (ASAF, 2004, p. 51) وجود توازن بين التمويل عن طريق الديون والتمويل عن طريق حقوق الملكية في المؤسسات.

يقصد بأمثلية هيكل رأس المال " امكانية اختيار المؤسسة لمزيج من التمويل والمكون من الأموال المقترضة وحقوق الملكية بالشكل الذي يؤدي إلى زيادة سعر سهم المؤسسة في السوق المالي " (تايه و فؤاد، 2012، صفحة 333).

2.3.1. تمثيل هيكل رأس المال الأمثل:

بما أن قيمة المؤسسة ترتفع حينما تكون التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال في أدنى مستوياتها، وبعبارة أخرى وتكون القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية في أقصى حد عندما تكون تكلفة رأس المال في أدنى مستوى (Aljamaan, 2018, p. 51)، وعليه يمكننا حساب قيمة المؤسسة حسب المعادلة التالية (Gitman & Zutter, 2012, p. 535):

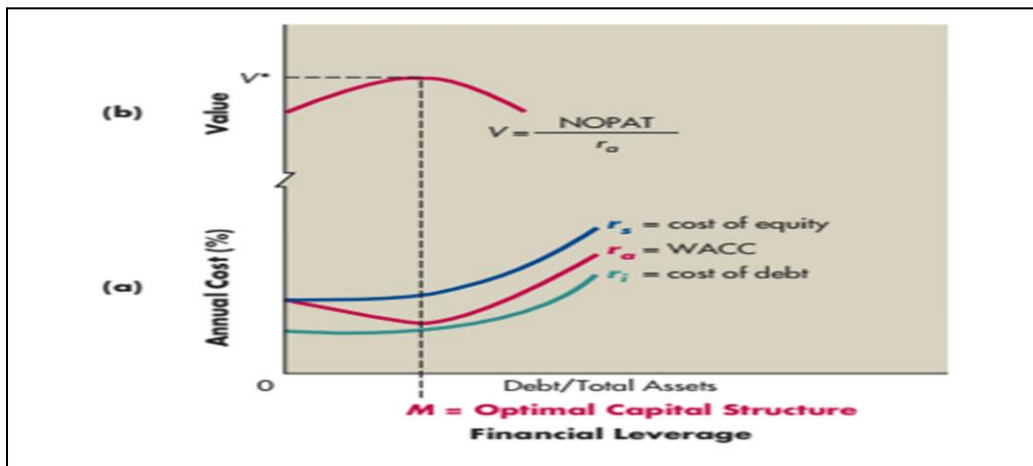
$$V = \frac{EBIT \times (1 - T)}{r_a} = \frac{NOPAT}{r_a} \quad \dots\dots\dots(1)$$

حيث:

EBIT: الأرباح قبل الفوائد والضرائب، T: معدل الضريبة، NOPAT: صافي أرباح التشغيل بعد الضرائب، وهي أرباح التشغيل بعد الضريبة المتاحة لحاملي الديون والأسهم، r_a : التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال.

عندما نفترض أن NOPAT ثابتة، فإنه يتم تعظيم قيمة الشركة V ، وهذا عن طريق خفض متوسط التكلفة المرجح لرأس المال r_a ، ويمكننا تمثيل هكل رأس المال الأمثل في الشكل التالي:

الشكل رقم (1-2): التمثيل البياني لهيكل رأس المال الأمثل



المصدر: (Gitman & Zutter, 2015, p. 588)

نلاحظ أن الشكل أعلاه ينقسم إلى جزئين: الجزء (a) يمثل التمثيل البياني لنسبة التكلفة السنوية، حيث نلاحظ أن الحد الأدنى لتكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال يكون عند النقطة M، والتي تمثل بدورها الرافعة المالية المثلى، وعليه هيكل رأس المال الأمثل للشركة، كما يمثل الجزء (b) التمثيل البياني لقيمة الشركة، ونلاحظ أنه عند النقطة M أي عندما يكون هيكل رأس المال أمثلاً، تصبح قيمة الشركة في أعلى مستوياتها (V^*).

وحسب (Gitman & Zutter, 2012, p. 536) لا توجد طريقة لحساب هيكل رأس المال الأمثل الذي تم الإشارة إليه الشكل أعلاه، كما أنه من المستحيل معرفة هيكل رأس المال الأمثل الدقيق، وعليه

تحاول الشركات بشكل عام الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل، الذي يحقق لها قيمة عظمى، عن طريق الجمع بين حقوق الملكية والديون ولكن بأقل تكلفة.

2. نظريات هيكل رأس المال

إن نقطة الانطلاق لجميع الدراسات حول نظرية هيكل رأس المال هي "نظرية عدم ملائمة" هيكل رأس المال لموديليان وميلر والتي نشرت لأول مرة في عام 1958، وفقا للنظرية فإن المؤسسة تمول أصولها (من خلال مزيج من الديون والأسهم)، لا يمكن أن يكون لها تأثير على قيمة المؤسسة، وتستمد قيمة المؤسسة من الإنتاجية وجودة الأصول التي استثمرت فيها الشركة (Ain, Jan, & Rafiq, 2011, p. 67)، هناك ثلاثة نماذج مختلفة لنظرية هيكل رأس المال:

1.2. النموذج الكلاسيكي لهيكل رأس المال

إن النموذج الكلاسيكي لهيكل رأس المال قائم على مجموعة من الافتراضات والتي تمثل الركيزة الأساسية لمعرفة مدى تأثير هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة، وتتمثل هذه الفرضيات (SIEGEL & SHIM, 2007, p. 309) في:

1. لا تؤخذ الضرائب على الأرباح في الاعتبار.

2. المؤسسة توزع جميع أرباحها.

3. انعدام تكاليف التحويل والمعاملات.

4. لدى المؤسسة أرباح ثابتة قبل الفوائد والضرائب (EBIT).

5. المؤسسة تتكبد مخاطر تشغيلية باستمرار.

ويقوم النموذج الكلاسيكي لهيكل رأس المال على ثلاث مداخل سوف نتطرق إليها.

1.1.2. مدخل صافي الربح (The Net Income (NI) Approach)

في عام 1959 قام ديفيد دوراند (David Durand) بتطوير نهج صافي الربح، ووفقا لنهج صافي الربح إن هيكل رأس المال يرتبط بقيمة المؤسسة، وبالتالي يمكن للشركة تغيير قيمتها عن طريق تغيير

نسبة لديون في مزيج التمويل الإجمالي، كما يوضح هذا النهج أن هيكل رأس المال مرتبط بتقدير قيمة المؤسسة (Battu, 2021, p. 386).

وتفند نظرية صافي الربح (NI) أن القيمة السوقية للمؤسسة وحصلتها من حقوق الملكية يعتمدان على إجمالي الربح المتحصل عليه، ويتم تقييم قيمة المؤسسة من خلال قيمة ديونها إلى قيمة أسهمها، حيث يتأثر كل من صافي الربح وتكلفة رأس مال المؤسسة باستخدام الديون في هيكل رأس مالها، ومن نلاحظ أن استخدام الديون لا يؤثر فقط على صافي الربح وتكلفة رأس مال المؤسسة بل يؤثر أيضا على القيمة السوقية للمؤسسة، وفي الأخير تشير هذه النظرية إلى أن أي تغيير في هيكل رأس مال المؤسسة يؤثر أيضا على التكلفة الإجمالية لرأس المال المؤسسة وقيمتها السوقية، والجدير بالذكر أن هذه النظرية تتجاهل مفهوم هيكل رأس المال الأمثل، وتقوم نظرية صافي الربح (NI) على الافتراضات التالية (Rehan, Asghar, Chhapra, & Sohail, 2021, p. 1563):

1. يتم تمويل المؤسسات عن طريق كل من الأسهم والديون.

2. عدم فرض ضرائب على المؤسسات وتكلفة المعاملات والأرباح المحتجزة.

3. تكلفة حقوق الملكية أعلى مقارنة بتكلفة الديون.

4. إن نسبة حقوق الملكية ونسبة الديون متساوية.

5. إن نسبة الديون لا تؤثر على المخاطر المالية .

6. إن تكلفة الديون ثابتة دائما عند أي مستوى للديون.

7. يجب أن يكون جزء من توزيعات الأرباح مساويا لـ 100%.

وتحسب القيمة السوقية للمؤسسة وفق المعادلة التالية (Centre for Distance Education, 2018, p. 06):

$$V = S + D$$

V: القيمة السوقية للمؤسسة، S: القيمة السوقية لحقوق الملكية، D: القيمة السوقية للديون.

$$S = \frac{NI}{K_e}$$

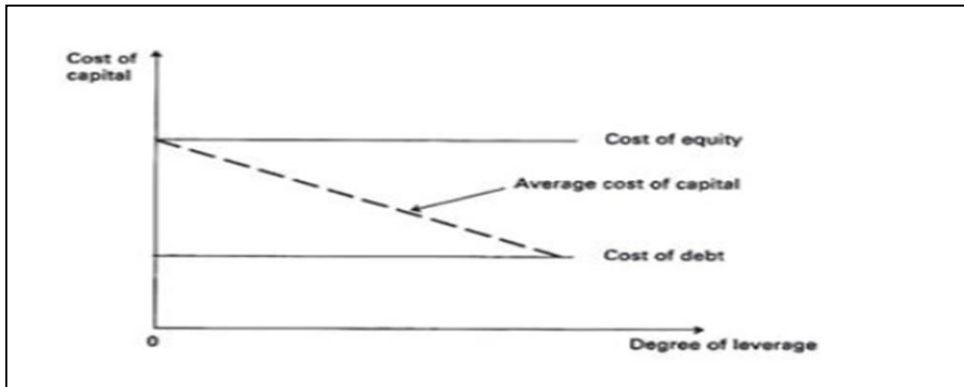
NI: صافي الربح، K_e : تكلفة حقوق الملكية.

$$K_o = \frac{EBIT}{V}$$

K_o : التكلفة الإجمالية لرأس المال، EBIT: الأرباح قبل الفوائد والضرائب.

إن اعتماد المؤسسة على الديون أكثر يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة وانخفاض تكلفة الأموال رغم بقاء تكلفة الديون وتكلفة حقوق الملكية ثابتة، وهذه النتيجة تدفع المؤسسة إلى استبدال حقوق الملكية بالديون إلى أن تصل إلى أقصى حد من الرفع المالي، كما هو ممثل في الشكل الموالي:

الشكل رقم (1-3): نظرية صافي الربح (NI) لهيكل رأس المال



المصدر: (Bimpong, Ofori, & Nan, 2021, p. 04)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن التكلفة الإجمالية تنخفض بالمقابل إن مستوى الرافعة المالية تأخذ ممنحى تصاعدي، ويستمر مستوى التكلفة الإجمالية في الانخفاض إلى أن يصل إلى تكلفة الديون، ووفقاً لنظرية صافي الربح تعتمد المؤسسة في تمويلها على الديون بنسبة 100% تقريباً.

- نقد مدخل صافي الربح (NI):

بما أن هذه النظرية تقتض ثبات كل من تكلفة الديون وتكلفة حقوق الملكية وهذا الافتراض ليس منطقي أبداً، حيث أن فرضية ثبات تكلفة الاقتراض يدل على أن المؤسسة تستخدم الاقتراض لتمويلها وهذا ما يترتب عليه زيادة المخاطر المالية التي قد تتعرض لها المؤسسة نتيجة مطالبة المقرضين الرفع في سعر الفائدة نتيجة لأي مخاطر متوقعة (حنفي و قرياقص، 2004، صفحة 194).

وإن فرضية ثبات تكلفة حقوق الملكية يدل على أن المساهمين لا يتوقعون أي مخاطر لأن المؤسسة تعتمد على الاستدانة، حيث يدفع هذا المساهمين إلى المطالبة برفع عوائدهم عند إحساسهم بتعرضهم لمخاطر مالية التي قد تقع فيها المؤسسة (زغيب، 2010، صفحة 183).

2.1.2. صافي ربح العمليات (The Net operating Income (NOI) Approach)

وفق نهج صافي ربح العمليات (NOI) إن هيكل رأس المال مستقل عن التكلفة الكلية، حيث أن متوسط التكلفة المرجح لرأس المال لم يتغير مهما كانت درجة المديونية في المؤسسة، ومنه ثبات القيمة السوقية للمؤسسة، ويفترض هذا النهج أن تكلفة الديون ثابتة لا تتغير مع نسبة الديون بينما تكلفة حقوق الملكية سوف ترتفع مع كل رفع في نسبة الديون (Bimpong, Ofori, & Nan, 2021, p. 03).

وحسب نهج صافي ربح العمليات (NOI) إن التكلفة الإجمالية للأموال ثابتة مهما كانت نسبة الرافعة المالية، ويتم قياس القيمة السوقية للمؤسسة حسب مستوى الأرباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) وفقاً للمعادلة التالية (Rao, 2007, p. 516):

$$V = \frac{EBIT}{K_e}$$

V: القيمة السوقية للمؤسسة، EBIT: الأرباح قبل الفوائد والضرائب، K_e : تكلفة حقوق الملكية.

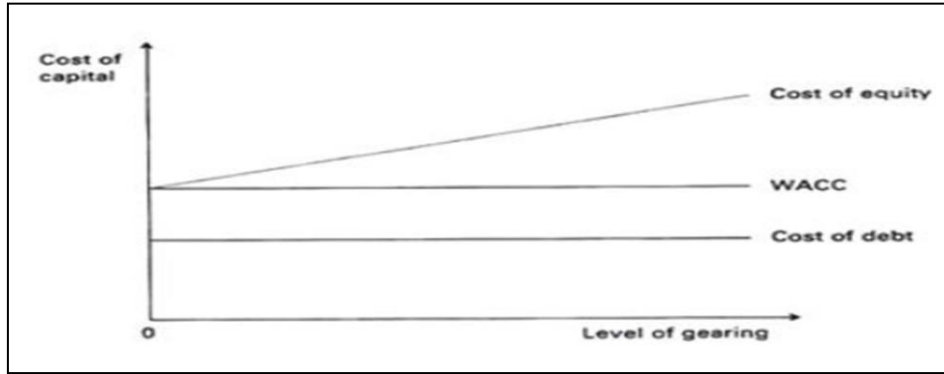
من الناحية النظرية حسب الباحثين (Rehan, Asghar, Chhapra, & Sohail, 2021, p. 1564) إن نهج صافي ربح العمليات (NOI) يقوم على اقتراحين، حيث يبين الاقتراح الأول أن القيمة السوقية للمؤسسة تعتمد على العائد والمخاطرة المرتبطة بعملياتها، بينما يبين الاقتراح الثاني أنه الديون هي العنصر الأقل تكلفة من حقوق الملكية عند اعتماد هيكل رأس المال للمؤسسة، ويعني هذا أنه عندما

تستخدم المؤسسة ديونا إضافية تبقى تكلفة رأس المال ثابتة، والجدير بالذكر أن هذه النظرية تتجاهل مفهوم هيكل رأس المال الأمثل، وتقوم نظرية صافي الربح العمليات (NOI) على الافتراضات التالية:

1. يتم تمويل المؤسسات عن طريق كل من الأسهم والديون.
2. عدم فرض ضرائب على المؤسسات وتكلفة المعاملات والأرباح المحتجزة.
3. يتم حساب قيمة الشركات من خلال الأرباح قبل الفوائد والضرائب EBIT / التكلفة الإجمالية لرأس المال.
4. تكلفة حقوق الملكية أعلى مقارنة بتكلفة الديون.
5. إن تكلفة الديون وتكلفة حقوق الملكية تبقى نفسها.
6. إن قيمة الشركة مرتبط بصافي الدخل التشغيلي المفترض والمعدل الرسملة الإجمالي.
7. مستوى الدين المكتسب لا يؤثر على صافي الدخل التشغيلي للشركة.
9. لا يوجد تغيير في قيمة تكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال بسبب التغيير في الرافعة المالية.
10. يجب أن يكون جزء من توزيعات الأرباح مساوياً لـ 100%.

إن اعتماد المؤسسة على الديون أقل تكلفة يرفع من نسبة المخاطرة التي يتعرض لها المساهمين يؤدي هذا إلى زيادة في تكلفة حقوق الملكية، ومن جهة أخرى الزيادة في تكلفة حقوق الملكية يقابله انخفاض في تكلفة الديون بنفس القيمة، وبالتالي تبقى التكلفة الإجمالية للأموال ثابتة، كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم (1-4): نظرية صافي ربح العمليات (NOI) لهيكل رأس المال



المصدر: (Bimpong, Ofori, & Nan, 2021, p. 03)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن تكلفة الديون والتكلفة الإجمالية لرأس المال ثابتة على جميع المستويات، ونلاحظ أن تكلفة حقوق الملكية تتزايد مع زيادة نسبة الرافعة المالية، ووفقاً لنظرية صافي ربح العمليات (NOI) لا يوجد هيكل رأس مالي أمثل محدد.

- نقد مدخل صافي ربح العمليات (NOI):

إن أهم انتقاد تعرضت له هذه النظرية هو إفتراضها ثبات تكلفة الأموال الكلية مهما كانت نسبة الرفع المالي، وأن القيمة السوقية للمؤسسة هي القيمة الحالية للديون بالإضافة إلى القيمة الحالية لحقوق الملكية، حيث إن الزيادة في استخدام الديون يدفع المساهمين للزيادة في معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين، حيث عن لجوء المساهمين إلى رفع معدل العائد المطلوب عند كل اقتراض جديد، يقابله لجوء الدائنون إلى رفع معدل الفائدة خاصة إذا كانت المؤسسة لديها ديون كثيرة وذلك نتيجة ارتفاع درجة المخاطر التي يمكن أن تصيبهم، مما يؤدي إلى رفع التكلفة الإجمالية للأموال (Bhatia, 2000, p. 153).

3.1.2. المدخل التقليدي

يتوقع هذا المدخل وجود هيكل رأس مال أمثل عند نقطة يتم فيها تخفيض متوسط التكلفة المرجح لرأس المال (WACC)، حيث يمكن للمؤسسات الحصول على قرض بسعر فائدة أقل، ولكن مع نمو الديون، ستكون تكلفة التمويل أعلى عند اقتراض الأموال الإضافية، وعليه إن متوسط تكلفة الديون سوف يرتفع، ومن هنا يبدأ أصحاب الأسهم في القلق بشأن الفائدة التي سوف تؤثر على عدم القدرة على التنبؤ

بتدفقات الأسهم، وفي هذه الحالة يطلب أصحاب الأسهم معدل عائد إضافي لمواجهة مخاطر إضافية (Bimpong, Ofori, & Nan, 2021, p. 04).

وحسب الباحثين (Rehan, Asghar, Chhapra, & Sohail, 2021, p. 1565) يمكن توضيح هذا المدخل في ثلاث مراحل كالتالي:

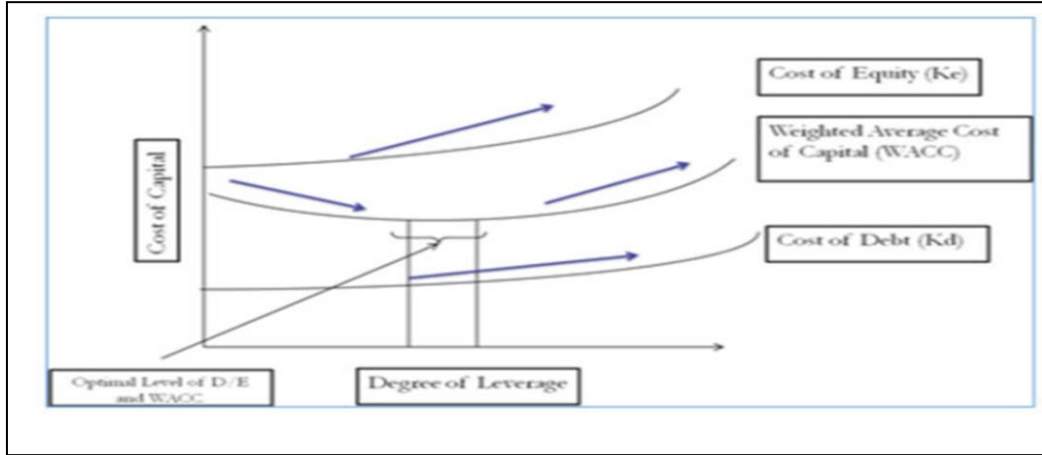
- **المرحلة الأولى:** تحدد المرحلة الأولى أن تكلفة حقوق الملكية يمكن أن ترتفع قليلاً أو تبقى ثابتة مع زيادة مستوى ديون المؤسسة، وفي المقابل لا تزيد تكلفة الدين الإجمالي عن تكلفة حقوق الملكية، كما أن تكون تكلفة الديون ثابتة أيضاً، وعليه إن الزيادة في مستوى الدين من التكلفة الإجمالية لرأس المال تصبح ثابتة ، مما يؤدي إلى زيادة القيمة الإجمالية للمؤسسة.

- **المرحلة الثانية:** تفترض المرحلة الثانية أنه إذا ارتفع حجم الدين، فإن تكلفة حقوق الملكية للشركة ترتفع أيضاً بشكل أسرع مما كانت عليه في المرحلة السابقة، حيث تبلغ قيمة تكلفة رأس المال للشركة أدنى مستوى لها وتبلغ قيمة الإجمالية للمؤسسة أقصى مستوى لها، في هذه المرحلة يتم الوصول إلى الهيكل رأس المال الأمثل.

- **المرحلة الثالثة:** توضح المرحلة الثالثة أن حقوق الملكية تزداد مع الزيادة في حجم الديون، كما أن متوسط التكلفة المرجح لرأس المال (WACC) يتحرك إلى الأعلى، ومن تبدأ قيمة الشركة في الانخفاض، حيث هذا الانخفاض سببه تناوب حقوق الملكية مع الديون.

والحوصلة النهائية للمراحل الثلاثة إن متوسط التكلفة المرجح لرأس المال (WACC) تناقص مع الزيادة في الرافعة المالية، إلى غاية الوصول إلى الوصول إلى مجال يكون فيه هيكل رأس المال أمثلاً، وبعدها تبدأ كل من تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الديون وأيضاً متوسط التكلفة المرجح لرأس المال (WACC) في الارتفاع، كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم (1-5): المدخل التقليدي لهيكل رأس المال



المصدر: (Bimpong, Ofori, & Nan, 2021, p. 04).

- نقد المدخل التقليدي:

إن أهم إنتقاد يوجه للمدخل التقليدي لهيكل رأس المال هو أن المستثمرون يقدرون قيمة الشركة عن طريق الرافعة المالية، حيث يفضلون الشركة ذات الرافعة المالية الأعلى من الشركة ذات الرافعة الأدنى، يعني أن المستثمرين يدفعون علاوة على أسهم الشركة ذات الرافعة الأعلى، مما يعدل انه تصور المستثمرين لمخاطر الرافعة المالية يختلف باختلاف مستويات الرافعة (Centre for Distance Education, 2018, p. 09).

2.2. نموذج موديلاني وميلر (Modigliani and Miller Approach):

لقد قام العالمان الأمريكيان Franco Modigliani et Merton Miller بتقديم دراسات تفسر تأثير هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة خلال سنتي 1958 و1963، حيث قدما نموذجين النموذج الأول يقر بعدم وجود أثر للضرائب على الأرباح، أما النموذج الثاني فيقر بوجود أثر للضرائب على الأرباح.

1.2.2. نموذج موديلاني وميلر في حالة عدم الأخذ بالضرائب 1958

وفق هذا النموذج ان استثمارات المؤسسة هي من تحدد القيمة السوقية لها، حيث تتوقف هذه الاستثمارات على العائد المتوقع منها والتي بدورها تتأثر بالمخاطر التي يتعرض لها العائد المتوقع منها،

تتساوى القيمة الكلية للمؤسسة مع القيمة الكلية للاستثمارات سواء تم تمويل هذه الاستثمارات بواسطة الدين أو الأموال الخاصة، يعني أن تقييم القيمة السوقية للمؤسسة يتم عن طريق قرارات الاستثمار وليس قرارات التمويل (Focardi & Fabozzi, 2008, p. 84).

ويقوم هذا النموذج على مجموعة من الفرضيات وهي كالتالي (Capiez, 1995, p. 155):

- الإفصاح المجاني للمعلومات حول المؤسسات في السوق المالي.
 - للمستثمر الحرية في شراء الأوراق المالية.
 - يتحلى المستثمر بالرشادة والعقلانية في الأوراق المالية..
 - يتم تجميع المؤسسات في مجموعات على أساس درجة المخاطرة والعائد.
 - الديون لا تحتوي على مخاطر، وتكلفتها متساوية بالنسبة لكل المساهمين.
 - النتيجة قبل الضرائب والفوائد المقدرة في كل الفترات تتصف بالثبات.
- ويقوم نموذج موديليانى وميلر (MM) في حالة عدم الأخذ بالضرائب 1958 على اقتراحين وهما:

أ- الاقتراح الأول لتحليل نموذج موديليانى وميلر (MM) 1958:

يقر الاقتراح الأول لموديليانى وميلر (MM) 1958 على أن التكلفة الإجمالية لرأس المال، وبالتالي القيمة السوقية للمؤسسة، مستقلة عن هيكل رأس المال، بل تعتمد هذه الأخيرة على العائد على إجمالي رأس المال (أموال الملكية)، وعليه إن تركيبة هيكل رأس المال لا تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة (Jaros & Bartosova, 2015, p. 352).

ويعبر موديليانى وميلر (MM) (1958) عن هذا الاقتراح بالمعادلة الرياضية التالية (Modigliani & Miller, 1958, p. 268):

$$V_j = (S_j + D_j) = \bar{X}_j / P_k$$

لكل مؤسسة j من فئة الخطر k ، V_j : القيمة السوقية للمؤسسة j ، S_j : القيمة السوقية لأموال الملكية في المؤسسة j (تمثل الأسهم)، D_j : القيمة السوقية للديون في المؤسسة j (تمثل السندات).

\bar{X}_j : العائد المتوقع على أصول المؤسسة j (الربح المتوقع قبل الفائدة)، P_k : معدل العائد على الاستثمار في أسهم المؤسسات التي تنتمي لنفس فئة المخاطر .

من خلال المعادلة أعلاه نستطيع القول أن القيمة السوقية لأي مؤسسة مستقلة عن تركيبة هيكل رأس المال الخاص بها، بل تتعلق برسملة العوائد المتوقعة على أساس معدل P_k المناسب لقيمتها.

ويمكن طرح الاقتراح الأول لموديلاني وميلر (MM) 1958 من خلال التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (WACC) كالتالي (Modigliani & Miller, 1958, p. 268):

$$WACC = \frac{\bar{X}_j}{(S_j + D_j)} = \frac{\bar{X}_j}{V_j} = P_k$$

لكل مؤسسة j من فئة الخطر k ، $WACC$: تكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال، V_j : القيمة السوقية للمؤسسة j ، S_j : القيمة السوقية لأموال الملكية في المؤسسة j (تمثل الأسهم).

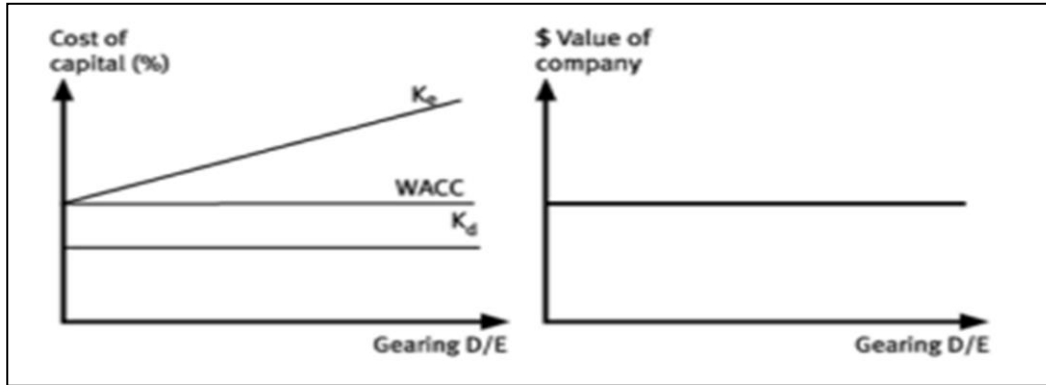
D_j : القيمة السوقية للديون في المؤسسة j (تمثل السندات)، \bar{X}_j : العائد المتوقع على أصول المؤسسة j (الربح المتوقع قبل الفائدة).

P_k : معدل العائد على الاستثمار في أسهم المؤسسات التي تنتمي لنفس فئة المخاطر .

من خلال المعادلة أعلاه يقصد كل من موديلاني وميلر (MM) أن متوسط تكلفة رأس المال لأي شركة تنتمي لفئة المخاطرة k مستقلة تمامًا عن هيكل رأس المال الخاص بها فهو يساوي معدل الرسملة لتدفق حقوق الملكية لمؤسسات تنتمي لنفس فئة المخاطرة (Modigliani & Miller, 1958, p. 269).

ويمكن تمثيل الاقتراح الأول لموديلاني وميلر (MM) 1958 في الشكل الموالي:

الشكل رقم (1-6): الاقتراح الأول لتحليل نموذج موديليانى وميلر (MM) 1958



المصدر: (Alifani & Nugroho, 2013, p. 03)

ب- الاقتراح الثاني لتحليل نموذج موديليانى وميلر (MM) 1958:

يقر الاقتراح الثاني لموديليانى وميلر (MM) 1958 أن معدل العائد المتوقع لأسهم مؤسسة تنتمي لفئة الخطر k ، ولديها هيكل رأس المال مكون من حقوق الملكية والديون معاً، هو نفسه معدل العائد المتوقع لأسهم مؤسسة تنتمي لفئة الخطر k ، ولديها هيكل رأس المال مكون من حقوق الملكية فقط بالإضافة إلى علاوة الخطر، ويمكن حساب معدل العائد على أسهم المؤسسة المقترضة حسب المعادلة التالية (Modigliani & Miller, 1958, p. 271):

$$i_j = P_k + (P_k - r) \frac{D_j}{S_j} \dots\dots\dots (01)$$

حيث:

i_j : معدل العائد على أسهم المؤسسة j المقترضة التي تنتمي لفئة الخطر k .

P_k : معدل العائد على الاستثمار في أسهم المؤسسات التي تنتمي لنفس فئة المخاطر.

r : معدل الفائدة على الديون.

S_j : القيمة السوقية لأموال الملكية في المؤسسة j (تمثل الأسهم).

D_j : القيمة السوقية للديون في المؤسسة j (تمثل السندات).

من خلال المعادلة أعلاه نستطيع القول أن معدل العائد المتوقع على الأسهم العادية للمؤسسة المقترضة له علاقة طردية مع نسبة الديون إلى حقوق الملكية التي تم التعبير عنها بالقيمة السوقية، ويمكن إثبات ذلك من خلال المعادلة التالية (Modigliani & Miller, 1958, p. 271):

$$i_j = \frac{\bar{X}_j - rD_j}{S_j} \quad \dots\dots\dots (02)$$

ولدينا:

$$\bar{X}_j = P_k(S_j + D_j) \quad \dots\dots\dots (03)$$

حيث:

i_j : معدل العائد على أسهم المؤسسة j المقترضة التي تنتمي لفئة الخطر k .

r : معدل الفائدة على الديون.

\bar{X}_j : العائد المتوقع على أصول المؤسسة j (الربح المتوقع قبل الفائدة).

S_j : القيمة السوقية لأموال الملكية في المؤسسة j (تمثل الأسهم).

D_j : القيمة السوقية للديون في المؤسسة j (تمثل السندات).

P_k : معدل العائد على الاستثمار في أسهم المؤسسات التي تنتمي لنفس فئة المخاطر.

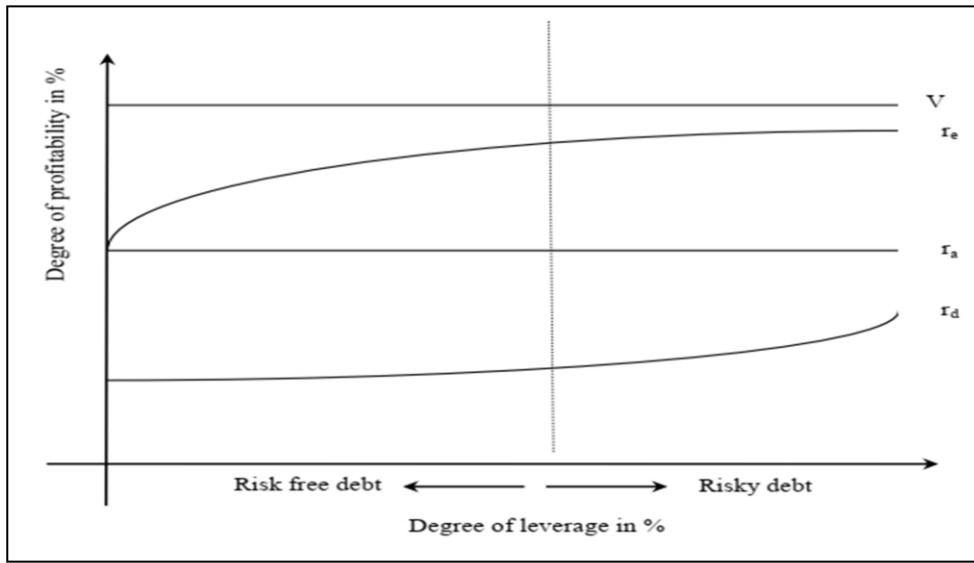
من أجل إثبات المعادلة رقم (01)، نقوم بتعويض المعادلة (03) في المعادلة (02) كالتالي:

$$i_j = \frac{P_k(S_j + D_j) - rD_j}{S_j} = \frac{P_k S_j + P_k D_j - rD_j}{S_j}$$

$$i_j = P_k + \frac{P_k D_j - rD_j}{S_j} = P_k + (P_k - r) \frac{D_j}{S_j}$$

ويمكن التعبير عن المعادلة (01) من خلال المنحنى البياني الموالي:

الشكل رقم (1-7): الاقتراح الثاني لتحليل نموذج موديلاني وميلر (MM) 1958



المصدر: (Giglio, 2022, p. 12)

حيث:

V : القيمة السوقية للمؤسسة بالوحدة النقدية، r_e : تكلفة حقوق الملكية (نسبة أرباح المساهمين %).

r_d : تكلفة الديون (نسبة أرباح الدائنين %).

r_a : التكلفة الإجمالية لرأس المال (نسبة أرباح من إجمالي رأس المال %).

D/E : نسبة الديون إلى حقوق الملكية (درجة الرافعة المالية بالوحدة النقدية).

Risk free debt: منطقة الديون الخالية من المخاطر.

Risky debt: منطقة الديون المحفوفة بالمخاطر.

من الشكل أعلاه (Jaros & Bartosova, 2015, pp. 355-356) نلاحظ في المنطقة الأولى

(منطقة الديون الخالية من المخاطر) أن العائد المنتظر على الديون مستقلا عن نسبة الديون إلى حقوق المالية، وأيضا نلاحظ أن العائد المنتظر من حقوق الملكية يرتفع خطيا مع ارتفاع نسبة الديون إلى حقوق المالية، وإذا قامت المؤسسة بالاقتراض أكثر من هامش الأمان، فإن أصحاب السندات (الدائنون) يطالبون بمعدلات فائدة أعلى، وهذا يؤدي إلى ارتفاع العائد المنتظر على الديون.

أما في المنطقة الثانية (منطقة الديون المحفوفة بالمخاطر) يرتفع كل من العائد على حقوق الملكية والعائد على الديون، ويعود هذا إلى أن الدائنون تجاوزوا جزء من مخاطر الأعمال، يعني أنه كلما اقتضت المؤسسة أكثر كلما زادت المخاطر الدائنين التي تم نقلها من المساهمين، إن المخاطر التي ارتفعت يجب تعويضها بالزيادة في سعر الفائدة على الديون، ومن خلال ما سبق نجد أن العائد المتوقع على الديون يرتفع بالنسبة لدائنين، والعائد المتوقع للمساهمين سوف ينمو بوتيرة متباطئة.

- نقد نموذج موديلاني وميلر (MM) في حالة عدم الأخذ بالضرائب 1958:

لقد تعرض نموذج موديلاني وميلر في حالة عدم الأخذ بالضرائب 1958 للعديد من الانتقادات نذكر منها:

- إن معدل الفائدة للمؤسسات عند الاقتراض يكون أقل من معدل الفائدة بالنسبة للأفراد، وهذا نتيجة تمتع المؤسسات بوضع ائتماني أعلى من الأفراد (Centre for Distance Education, 2018, p. 13).
- إن عدم وجود أي تكاليف للتحويل وتكاليف إصدار الأوراق المالية أمر غير منطقي، ولهذا تم انتقاد فرضية مجانية الأسواق المالية وكفاءتها التي تعتبر أهم فرضية في تحليل كل من موديلاني وميلر.
- إن فرضية عدم وجود أي نوع من الضرائب وهو افتراض غير منطقي في حين أن الفوائد على الديون قابلة للتخفيض من هيكل التكاليف وهو ما يؤدي إلى التخفيض من الوعاء الضريبي للمؤسسة، بينما المساهمون ليس لهم الحق في الإرباح إلا بعد الضرائب وهو ما سيكون له تأثير على تكلفة الدين والأموال الخاصة (Capiez, 1995, p. 157).

2.2.2. نموذج موديلاني وميلر (MM) في حالة الأخذ بالضرائب:

لقد أدرج كل موديلاني وميلر تأثير الضرائب حيث أشارا إليه في مقال الذي نشره في عام 1963، تحت عنوان **"Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction"**، حيث يقران أن نسبة ضريبة الشركات تساوي القيمة الحالية للمدخرات من الضرائب، ومنه يمكن للشركة خفض متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال (WAAC) عن طريق زيادة نسبة الدين في هيكل رأس المال، وعليه فإن هذه الشركات تدفع ضرائب أقل، بسبب ظاهرة الدرع الضريبي.

وفقاً لنموذج موديليانى وميلر (MM) في حالة الأخذ بالضرائب إن الزيادة في نسبة الديون تتسبب في انخفاض متوسط تكلفة رأس المال، بالمقابل يرتفع كل من العائد على حقوق الملكية والقيمة السوقية للمؤسسة، وعليه وجب على المؤسسة رفع جزء من ديونها مع الأخذ بعين الاعتبار هيكل رأس المال الخاص بها (Jaros & Bartosova, 2015, p. 356)، ويمكن التعبير على ما سبق في المعادلة التالية (Modigliani & Miller, 1963, p. 435):

$$X^T = (1 - \tau)(X - R) + R = (1 - \tau)X + \tau R = (1 - \tau)\bar{X}Z + \tau R$$

حيث:

X^T : الربح بعد الضرائب بالوحدة النقدية.

τ : معدل الضريبة الهامشية على دخل الشركات بالنسبة المئوية (%) مضروب في 100/1.

X : الربح قبل الضرائب والفوائد، تم التعبير عنها ب \bar{X} (الربح المتوقع) مضروب في Z المتغير العشوائي. بالوحدة النقدية

R : معدل الفائدة على الديون بالنسبة المئوية (%) مضروب في 100/1.

يحرص كل من موديليانى وميلر (MM) على تشجيع المديرين الماليين على عدم السعي للحصول على حد أعلى من الديون، في حين أنه لديهم فرص أرخص من أشكال التمويل الأخرى، ويأخذ كل من موديليانى وميلر (MM) في عين الاعتبار تأثير ضريبة على الدخل الفردي، في حين يساهم الدرع الضريبي في الرفع من القيمة السوقية للمؤسسة، يتم استخدام معدل الفائدة على الدين لقياس القيمة السوقية (Jaros & Bartosova, 2015, p. 356) وفق المعادلة التالية (Giglio, 2022, p. 13):

$$PV\ TS = \frac{C_d \cdot R \cdot T}{i} = C_d \cdot T$$

حيث:

$PV\ TS$: القيمة الحالية للدرع الضريبي بالوحدة النقدية.

C_d : الديون بالوحدة النقدية.

R : معدل العائد على الديون بالنسبة المئوية (%) مضروب في 100/1.

T : معدل الضريبة على الدخل بالنسبة المئوية (%) مضروب في 100/1.

ويتم التعبير على القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة بالمعادلة التالية (Giglio, 2022, p. 13) :

$$V_d = V_e + PV TS$$

حيث:

PV TS: القيمة الحالية للدرع الضريبي بالوحدة النقدية.

V_d: القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة بالوحدة النقدية.

V_e: القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة (الممولة بحقوق الملكية فقط) بالوحدة النقدية.

وتفترض المعادلة أعلاه أن هذه النظرية هي الملائمة والأفضل من حيث تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة واستخدام نسبة عالية من الديون، كما أنها تعتبر الطريقة الأفضل لتعظيم القيمة الحالية للدرع الضريبي ومنه تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة (Jaros & Bartosova, 2015, p. 356).

عند الأخذ بضريبة على الدخل بعين الاعتبار، فإن المعادلة هي (Giglio, 2022, p. 14) :

$$r_e = r_a + \frac{C_e}{C_d} (r_a - r_d)(1 - T)$$

حيث:

r_e: تكلفة حقوق الملكية (نسبة أرباح المساهمين %).

r_d: تكلفة الديون (نسبة أرباح الدائنين %).

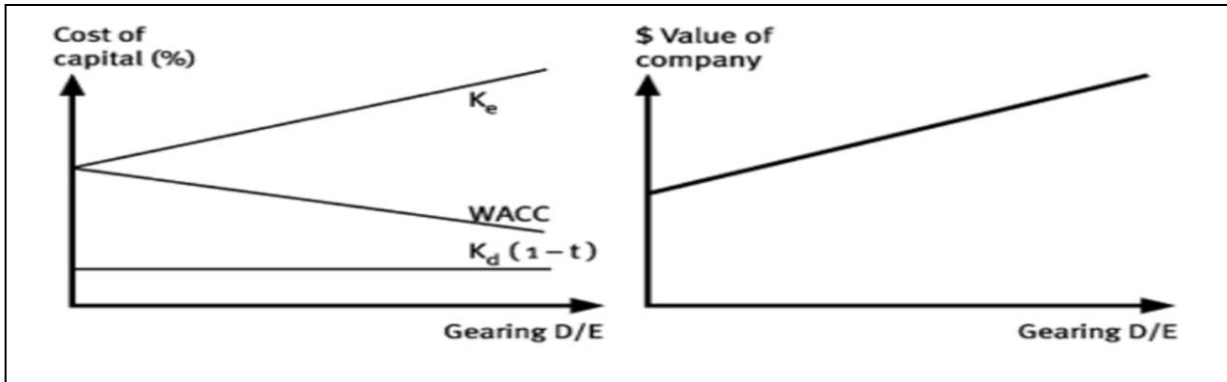
r_a: التكلفة الإجمالية لرأس المال (نسبة أرباح من إجمالي رأس المال %).

C_d: الديون بالوحدة النقدية.

C_e: حقوق الملكية بالوحدة النقدية.

ويمكننا تمثيل نموذج موديقلياني وميللر في وجود الضرائب كالتالي:

الشكل رقم (1-8): نموذج موديلاني وميلر (MM) في حالة الأخذ بالضرائب



المصدر: (Alifani & Nugroho, 2013, p. 03)

ولقد قام ميلر بإدراج الضرائب الفردية (ضريبة على الدخل الشخصي) مع ضرائب الشركات (ضريبة على دخل الشركات) في نظرية تحسين هيكل رأس المال، ولقد طرح سنة 1976 فكرته حول الديون والضرائب، وهذا بعد إدخال الضرائب على الدخل الفردي، في ذلك الحين لم يكن هدف المؤسسة تقليل الدرع الضريبي للمؤسسة نفسها، ولكن تقليل القيمة الحالية لجميع الضرائب التي تدفعها المؤسسة، حيث تشمل "جميع الضرائب" الضرائب الشخصية التي يدفعها حاملو الأسهم والسندات، وعليه يجب أن تسعى المؤسسة لاختيار هيكل رأس المال الذي يساهم في رفع إجمالي الأرباح بعد الضرائب ويقلل الضرائب الإجمالية ليس فقط على الشركات ولكن على الأفراد (Jaros & Bartosova, 2015, p. 357)، يمكن توضيح ذلك من خلال مؤشر الميزة الضريبية النسبية للدين إلى حقوق الملكية حسب المعادلة التالية (Giglio, 2022, p. 14) :

$$\text{الميزة الضريبية النسبية للدين} = \frac{(1 - T_p)}{(1 - T_{pE})(1 - T_c)}$$

حيث:

T_p : معدل الضريبة الشخصية للفائدة بالنسبة المئوية (%).

T_{pE} : المعدل الفعلي للضريبة الشخصية على أرباح الأسهم بالنسبة المئوية (%).

T_c : معدل ضريبة الشركات بالنسبة المئوية (%).

3.2. النظريات الحديثة

1.3.2. نظرية المراجعة (Trade-Off Theory):

تتعلق نظرية المراجعة من أعمال الباحث (Myers, 1984, p. 577)، حيث يتم تحديد نسبة الديون المثلى، من خلال مراجعة تكاليف وفوائد الاقتراض، مع المحافظة على ثبات الأصول وخطط الاستثمار للمؤسسة، يتم تقديم الشركة على أنها توازن بين قيمة دروع ضريبة الفائدة مقابل التكاليف المختلفة للإفلاس أو الضائقة المالية.

في كتاب كلا من (Brigham & Houston, 2009, p. 422) تعرف على أنها "نظرية هيكل رأس المال التي تنص على أن الشركات تقاوض الفوائد الضريبية لتمويل الديون بالمشاكل الناجمة عن الإفلاس المحتمل"، كما أن هذه النظرية تتوقع وجود هيكل رأس مال أمثل نتيجة لموازنة التكاليف والفوائد المترتبة على استعمال الديون ورأس المال، وفي هذا النهج النظري، تعتبر الرافعة المالية مفيدة (في ظل ظروف معينة)، ويفضل المالكون- المديرون استخدام الديون حتى لو كانت هناك أموال داخلية متاحة، وتقترض هذه النظرية أن الهيكل رأس المال الأمثل هو نتيجة لمعادلة فوائد الرافعة المالية (المدخرات الضريبية أساساً) وتكاليف الصعوبات المالية، إذا أصبحت الشركات مدينة، من المتوقع أن تكون المدخرات الضريبية أكبر، وكذلك التكاليف الناشئة عن مخاطر التخلف عن السداد، ولذلك، تقترح هذه النظرية لتجنب الاستخدام المفرط للرافعة المالية وترشيد مؤشرات المديونية (Martinez, Scherger, & Guercio, 2019, p. 107):

يمكن تصنيف نظرية المراجعة إلى نظرية المراجعة المتعلقة بتكاليف الإفلاس، وأيضاً نظرية المراجعة المتعلقة بتكاليف الوكالة.

1.1.3.2. نظرية المراجعة المتعلقة بتكاليف الإفلاس:

تظهر مخاطر الإفلاس عند المؤسسة التي يتكون هيكل رأس مالها من الأموال الخاصة والديون، بخلاف المؤسسة التي يتكون هيكل رأس مالها من أموال خاصة فقط، وهذا بسبب تخلف المؤسسة في سداد قيمة القروض والفوائد في تاريخ استحقاقها، وتواجه المؤسسة الإفلاس بسبب المخاطر المالية والاقتصادية الناتجة عن مجموعة من العوامل (Bimpong, Ofori, & Nan, 2021, p. 06)، يحدث

الإفلاس عندا لا تتمكن المؤسسة من تسديد التزاماتها اتجاه الديون، أو نتيجة عدم تخصيص المؤسسة مؤونات كافية لمواجهة الإفلاس (Jensen, 2003, p. 117) ، ويعرف كل من (Megginson, Smart, & Lucey, 2008, p. 417). الإفلاس على أنه: "عدم تمكن الأرباح المحققة من طرف نشاط المؤسسة من تغطية فوائد أو أصل الدين مما يدفع المؤسسة إلى إعلان إفلاسها والتنازل عن أصولها لتسديد التزاماتها"، حيث ينتج على الإفلاس مجموعة من التكاليف تسمى تكاليف الإفلاس، وهي التكاليف مباشرة وتتمثل في تكاليف قانونية وإدارية للإفلاس، والتكاليف غير المباشرة وتتمثل في تكاليف صورة المؤسسة يعني المصداقية المالية والتجارية و تكاليف ضياع الفرصة (Whitehurst, 2003, p. 612) .

إذا اعتبرنا أن $V_a(F)$ هي القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس، حيث يمكن توضيح القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة حسب المعادلة التالية (زغيب، 2010، صفحة 166):

$$V_t = V_u + T_D - V_a(F)$$

حيث:

V_t : القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة.

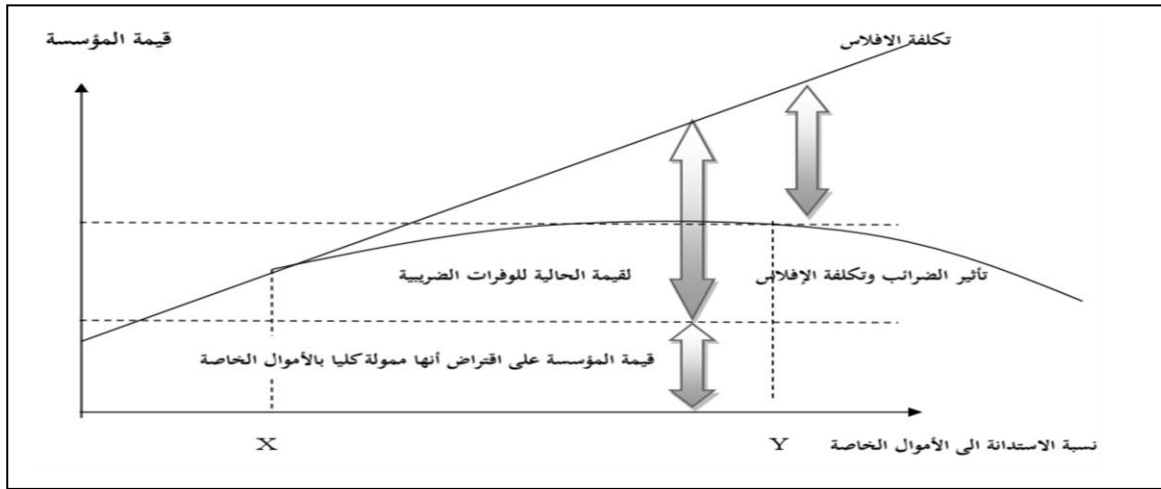
V_u : القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة.

T_D : القيمة الحالية للوفرات الضريبية.

$V_a(F)$: القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس.

والشكل الموالي يوضح هيكل رأس المال الأمثل حسب نظرية المراجعة المتعلقة بتكاليف الإفلاس:

الشكل رقم (1-9): تأثير تكلفة الإفلاس على هيكل رأس المال



المصدر: (بن ساسي و قريشي، 2006، صفحة 379)

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أنه عند نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة أقل من X لا توجد تكلفة الإفلاس، حيث تخضع تكلفة الأموال لتأثير الضريبة (الوفرات الضريبية)، التي أدت بدورها إلى انخفاض تكلفة الأموال، في حين بعد النقطة X تبدأ تكلفة الإفلاس في الظهور، ولكن حجم تكلفة الإفلاس أقل من القيمة الحالية للوفرات الضريبية، الأمر الذي أدى إلى انخفاض تكلفة الأموال بمعدلات أقل من ذي قبل، عند النقطة Y تبدأ تكلفة الأموال في الارتفاع وهذا نتيجة ارتفاع تكلفة الإفلاس عن القيمة الحالية للوفرات الضريبية، ومن هنا يمكننا القول أن تحديد هيكل رأس المال الأمثل في ظل وجود تكلفة الإفلاس يكون عند النقطة Y .

2.1.3.2. نظرية المراجعة المتعلقة بتكاليف الوكالة:

انطلقت نظرية المراجعة المتعلقة بتكاليف الوكالة من خلال مقال كل من الباحثين Jensen & Meckling 1976 الذي جاء تحت عنوان "theory of the firm: behaviour Managerial, agency costs and ownership structur"، حيث عرفا هذان الأخيران الوكالة على أنها: "عقد بموجبه يلجأ فرد أو عدة أفراد (الموكل) للاستفادة من خدمات فرد آخر (الوكيل) من أجل القيام بمهمة أو عدة مهام بالنيابة عنهم فيما يتعلق بالمؤسسة، وهذه العلاقة مبنية على تفويض سلطة اتخاذ القرارات (Jensen & Meckling, 1976, p. 308).

وتصنف تكلفة الوكالة بحسب هيكل رأس المال المستعمل في تمويل المؤسسة إلى تكلفة الوكالة لحقوق الملكية وتكلفة الوكالة للديون، يقوم المديرين بصفتهم الوكيل على استثمار أموال المساهمين في مجموعة من المشاريع من أجل تحقيق أرباح بغض النظر على إن كانت هذه المشاريع يتخللها خطر أم لا، وبالتالي قد يتضرر المساهمين بصفتهم الموكل وهذا ما يخلق الصراع بين المديرين والمساهمين أو كما يطلق عليه تكلفة الوكالة لحقوق الملكية (Harris & Raviv, 1991, p. 300)، ينص عقد الاقتراض على وجوب الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ الإدارة لأي قرارات بشأن شراء أصول جديدة أو إجراء توزيعات أو حتى رفع مرتبات المديرين، لهذا يقوم المقرضين بتوكيل أفراد لمتابعة ما يجري داخل المؤسسة ما لم تقوم الإدارة بإخلال بشروط التعاقد، وعليه يتحمل المقرضون مجموعة من التكاليف، ويطلق على هذه الأخير تكاليف الوكالة للديون (Joao, 2001, p. 63).

إذا اعتبرنا أن $V_a(A)$ هي القيمة الحالية لتكاليف الوكالة، حيث يمكن توضيح أن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الوكالة ويمكن توضيح هذا في المعادلة التالية (زغيب، 2010، صفحة 169):

$$V_t = V_u + T_D - V_a(F) - V_a(A)$$

حيث:

V_t : القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة.

V_u : القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة.

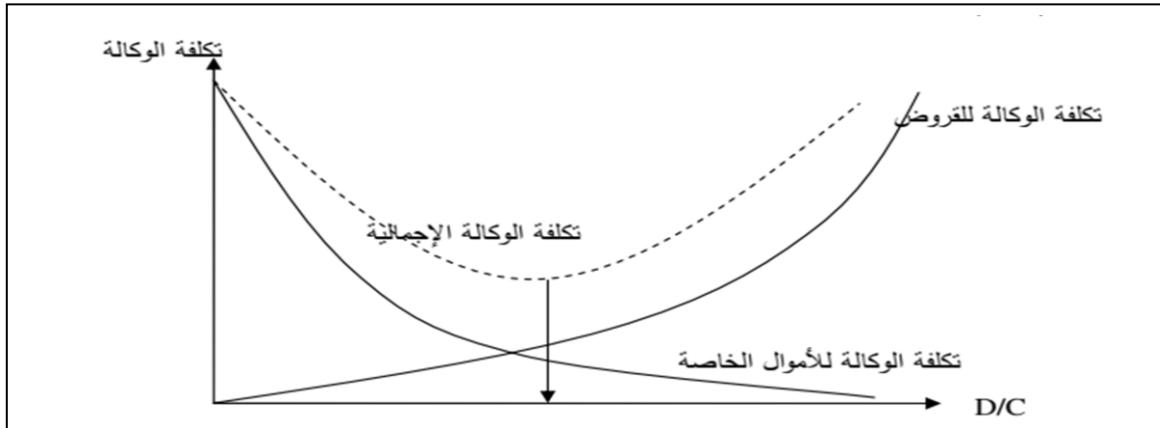
T_D : القيمة الحالية للوفرات الضريبية.

$V_a(F)$: القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس.

$V_a(A)$: القيمة الحالية لتكاليف الوكالة.

والشكل الموالي يوضح هيكل رأس المال الأمثل حسب نظرية المراجعة المتعلقة بتكاليف الوكالة:

الشكل رقم (10-1): تأثير تكلفة الوكالة على هيكل رأس المال



المصدر: (Teulié & Topsacalian, 2000, p. 369)

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أنه نسبة تكلفة الوكالة للقروض في ارتفاع وهذا ناجم عن حرص الدائنين على عدم خسارة أموالهم وهذا يدفعهم إلى رفع معدلات الفائدة على القروض، كما نلاحظ أن نسبة تكلفة الأموال الخاصة في انخفاض وهذا راجع للمصاريف التي يتحملها أصحاب الأسهم للتأكد من حسن تأدية الإدارة لمهامها والتزاماتها بتحقيق معدلات مردودية مقبولة على أموالهم المستثمرة.

2.3.2. نظرية الإشارة (Signaling Theory):

تعتبر فرضية انعدام التناظر في المعلومة l'asymétrie de l'information هي أساس هذه النظرية، حيث يتم في الأسواق المالية نشر مجموعة من المعلومات حول المؤسسات المتواجدة به عن طريق المؤسسات، كما أن هذه المعلومات ليست بالضرورة أن تكون أكيدة، في حين تستطيع المؤسسات ذات الأداء العالي إرسال اشارات مميزة وفعالة عكس المؤسسات ضعيفة الأداء، ومن مميزات هذه الاشارات صعوبة تقليدها من طرف المؤسسات ضعيفة الأداء (Rifki & Abdessadeq, 2001, p. 18)، ومن أهم هذه الاشارات: هيكل رأس المال، سياسة مكافآت رأس المال أو اللجوء إلى الأوراق المالية المعقدة (المركبة)... الخ (Barreau & Delahaye, 2000, p. 160).

تبنى نظرية الإشارة على كل من نموذج Ross 1977 ونموذج Leland et Pyle 1977

1.2.3.2. نموذج Ross 1977:

قام Ross بتقديم نموذج يعتبر مؤشر عن المعلومات الداخلية التي تتوفر للمديرين (المسيرين) على عكس المستثمرين الخالرجيين، حيث يقر أن للمسيرين الدراية التامة بشكل التوزيعات الأرباح المستقبلية على خلاف المستثمرين، كما يتم مكافأة المسيرين في حال كانت القيمة الأوراق المالية للمؤسسة في السوق أعلى من قيمتها الحقيقية في حين يتم معاقبتهم في حال تعرضت المؤسسة للإفلاس (Ross, 1977, p. 23).

تستخدم الديون حسب هذه النظرية من أجل إرسال اشارات إلى السوق المالي تمثل نوعية المؤسسة، حيث تعتبر الديون المرتفعة في نظر المستثمرين كإشارة للأداء المرتفع للمؤسسة، لذلك يستعملها المسيرين للتعبير على أن مؤسساتهم ذات مردودية عالية، وبالتالي يدفع هذا إلى الرفع من القيمة السوقية للمؤسسة (ومنه التأثير الايجابي على أسعار الأسهم) (Bellalah, 1998, p. 84).

ترتفع التكاليف الحدية المتوقعة للإفلاس عند أي مستوى للديون في المؤسسات الأعلى أداء، وعليه لن يستطيع مسيرين المؤسسات الأقل أداءاً من تقليد المؤسسات الأعلى أداءاً من حيث إصدار الديون، حيث خلص Ross إلى وجود علاقة ارتباط ايجابية بين قيمة المؤسسة ونسبة الاستدانة في هيكل رأس المال، وكذلك وجود علاقة ارتباط ايجابية بين كل من قيمة المؤسسة ومستوى الديون واحتمال تعرض المؤسسة للإفلاس وأن أهمية تكاليف الإفلاس من شأنها تخفيض مستوى الديون (Ross, 1977, p. 27).

2.2.3.2. نموذج Leland et Pyle 1977:

قدم الباحثين Leland et Pyle في مقال لهما سنة 1977 نموذجاً للاشارات قائم على التوازن بين القيمة السوقية للمؤسسة وهيكل رأس مالها، ويمثل هذا الأخير اشارة جيدة تبعثها المؤسسة إلى السوق المالي، حيث يتم ذلك باعتماد المؤسسة على التمويل الذاتي وهذا يحد من القدرة على تنويع المؤسسة في استثماراتها، وبالتالي تنشأ تكلفة عدم التنويع التي تمثل جزء من تكلفة الاشارة في هذا النموذج (Leland & Pyle, 1977, p. 371).

ووفق هذا النموذج فإن المؤسسات ذات المردودية العالية هي المؤسسات التي تلجأ إلى التمويل عن طريق الديون، وعدم إصدار المزيد من الأسهم، وعليه نستطيع هنا القول أنه هناك علاقة ارتباط إيجابية بين مردودية المؤسسة ومستوى الديون بهيكل رأس المال (Harris & Raviv, March 1991, p. 313).

3.3.2. نظرية الوكالة (The Agency Theory):

انطلقت نظرية الوكالة من خلال مقال كل من الباحثين Jensen & Meckling 1976 الذي جاء تحت عنوان "theory of the firm: behaviour Managerial, agency costs and ownership structur"، حيث عرفا هذان الأخيران الوكالة على أنها: "عقد بموجبه يلجأ فرد أو عدة أفراد (الموكل) للاستفادة من خدمات فرد آخر (الوكيل) من أجل القيام بمهمة أو عدة مهام بالنيابة عنهم فيما يتعلق بالمؤسسة، وهذه العلاقة مبنية على تفويض سلطة اتخاذ القرارات (Jensen & Meckling, 1976, p. 308)، حيث تقوم نظرية الوكالة على أساس أن كل طرف في الشركة يسعى إلى تحقيق مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة.

في المؤسسات الاقتصادية توجد علاقات الوكالة بين مجموعة من الأطراف يسعون لتحقيق أهدافهم ومصالحهم، وتتمثل هذه الأطراف في كل من المساهمين والمسييرين والمقرضين، وبسبب عدم تماثل المعلومات في المؤسسة فإن كل طرف من هذه الأطراف يسعى إلى تحقيق مصلحته الخاصة على حساب الطرف الآخر.

قدم (Harris & Raviv, March 1991) في إطار تحليلهم لبنية رأس المال، تصنيفاً شاملاً لعلاقات الوكالة السائدة بين الأطراف الفاعلة في المؤسسة، حيث حدّدوا صنفين رئيسيين من التضارب في المصالح:

- التضارب بين المساهمين والمديرين (مشكلة الوكالة الرئيسية).
- التضارب بين المساهمين والدائنين.

1.3.3.2. التضارب بين المساهمين والمديرين

1. نموذج (Jensen & Meckling 1976):

إن عدم امتلاك المدير لأي حصة في رأس مال المؤسسة قد يدفعه إلى تحويل مواردها لصالحه الشخصي، سواء عبر اقتطاعات غير مشروعة أو استغلال النفوذ. لمكافحة هذه المشكلة (المعروفة بـ مشكلة الوكالة)، يقترح الباحثان حلين أساسيين يتمثلان في إشراك المدير في ملكية الشركة: مما يزيد من تحفيزه لتعظيم قيمة المؤسسة بدلاً من تبديد مواردها، والاعتماد على التمويل بالديون: حيث تقيد الديون تدفق السيولة الحر، مما يحد من إهدار المدير للموارد، في الشركات المثقلة بالديون، يصبح المدير أكثر حرصاً على تجنب الإفلاس بسبب تبعاته السلبية عليه شخصياً (مثل فقدان الوظيفة أو السمعة)، بيد أن هذا النموذج قد يولد نزاعاً بين المساهمين والدائنين، مما يرفع تكاليف الوكالة مجدداً (Jensen & Meckling, 1976).

أيد (Grossman & Hart 1982) هذه الاستنتاجات، مشيرين إلى أن ارتفاع نسبة الديون يزيد خطر الإفلاس، مما يدفع المديرين لبذل جهود أكبر لحماية مصالح المساهمين وتجنب العواقب الوظيفية. ومع ذلك، فإن التحدي يكمن في إيجاد هيكل مالي مثالي يوازن بين خفض تكاليف الوكالة الداخلية (مدير-مساهم) وتجنب الصراعات الخارجية (مساهم-دائن) (Grossman & Hart, 1982, p. 135).

2. نموذج (Harris & Raviv, March 1991)، (Stulz, 1990):

وفقاً لنموذج (Harris & Raviv, March 1991)، ينشأ صراع الوكالة بين المساهمين والمديرين عندما تتعارض أهداف الطرفين: فالمساهمون قد يفضلون تصفية المؤسسة إذا كانت قيمتها التصفوية أعلى من قيمتها ككيان مستمر، بينما يميل المديرون إلى الحفاظ على استمرارية النشاط لضمان بقاء مناصبهم ومزاياهم، في هذا الإطار، تُعتبر الاستدانة آلية فعالة للتخفيف من هذا الصراع، حيث يُدخل الدائنون كطرف ثالث يمتلك الحق في طلب التصفية في حال عجز المؤسسة عن الوفاء بالتزاماتها المالية. ومع ذلك، فإن قرار التصفية يتطلب معلومات كاملة ودقيقة عن وضع المؤسسة، وغالباً ما تكون عملية جمع هذه المعلومات مكلفة، حيث يتم تحميل هذه التكاليف على عائدات التصفية نفسها، وبالتالي، فإن الهيكل المالي الأمثل من وجهة نظر Harris و Raviv يُحدد من خلال تحقيق التوازن بين: مزايا الرفع المالي الذي يتمثل في تمكين الدائنين من فرض التصفية عند عدم الكفاءة، مما يحد من تعنت

المديرين، تكاليف الرفع المالي والتي تشمل تكاليف التحقيق والمعلومات اللازمة لاتخاذ قرار التصفية، والتي قد تقلل من صافي قيمة الأصول (Harris & Raviv, March 1991).

وفقًا لنموذج Stulz ينشأ صراع الوكالة بين المساهمين والمديرين نتيجة مخاوف المساهمين من الإفراط في الاستثمار (Overinvestment)، حيث قد يوجه المديرون الفائض النقدي نحو مشاريع استثمارية غير مربحة بهدف تعزيز نفوذهم أو توسيع نطاق إدارتهم، مما قد لا يخدم بالضرورة مصالح المساهمين، ويكون حل النزاع بطريقتين أولاً تشجيع المديرين على توزيع الفائض المالي للمساهمين بدلاً من استثماره في مشاريع غير مثمرة. ثانياً اللجوء إلى التمويل بالديون حيث تقوم المؤسسة بالاقتراض، مما يقلل من التدفقات النقدية الحرة المتاحة للمديرين بسبب ضرورة سداد أقساط الديون، كما يؤكد Stulz أن الهيكل المالي المثالي يتطلب موازنة دقيقة بين مزايا الاقتراض وهذا عبر الحد من الإفراط في الاستثمار (Overinvestment) من خلال تقليل السيولة المتاحة للمديرين، وتعزيز الرقابة الخارجية من قبل الدائنين، ومخاطر الاقتراض حيث أن الإقتراض يؤدي إلى نقص في الاستثمار (Underinvestment)، حيث قد تفوت المؤسسة فرصاً استثمارية مربحة بسبب نقص السيولة بعد سداد الديون (Stulz, 1990).

2.3.3.2. التضارب بين المساهمين والمقرضين

يرى كل من Jensen & Mecklin (1976) أن للتمويل بالديون العديد من الآثار تؤثر على سلوكيات المساهمين وقراراتهم الاستثمارية. حيث أبرزتا ظاهرتين هامتين هما مشكلة التحفيز على المخاطرة المفرطة وهذا نتيجة التباين في توزيع العوائد والمخاطر بين المساهمين والدائنين، كما أنها تتمثل في ميل المساهمين لاختيار مشاريع عالية المخاطرة حتى وإن كانت ذات قيمة حالية صافية سالبة ($VAN < 0$)، ومشكلة نقص الاستثمار حيث تظهر عندما يمتنع المساهمون عن تنفيذ مشاريع مربحة (ذات VAN موجبة) (Jensen & Meckling, 1976).

كما يرى Myers (1984) أن للإسنادات المرتفعة تؤثر على القرارات الاستثمارية، حيث يمكن رفض فرص استثمارية مربحة ذات قيمة حالية صافية موجبة ($VAN > 0$) نتيجة للديون المرتفعة، ويرجع هذا إلى العبء المالي للديون الحالية التي تستنزف التدفقات النقدية المستقبلية، في حالات الرفع المالي المفرط، تتحول منافع أي استثمار جديد بشكل رئيسي إلى الدائنين الحاليين، إذ يؤدي هذا إلى انعدام الحافز لدى المساهمين لتمويل مشاريع جديدة، حتى لو كانت تخلق قيمة للمؤسسة ككل، وعليه

فإن المؤسسات تمويل المشاريع الجديدة عبر حقوق الملكية عندما تصل المؤسسة إلى حد القدرة الاقتراضية (Myers, 1984).

ووفقاً Jensen & Mecklin (1976) هناك شكل آخر من تكاليف الوكالة تتمثل في مشكلة استبدال الأصول (Asset Substitution) حيث تنشأ هذه المشكلة عندما يكون لدى المساهمين حافز لاستبدال استثمارات المؤسسة بأخرى أكثر خطورة بعد الحصول على التمويل حيث يتم تحويل ثروة الدائنين إلى المساهمين عبر اختيار مشاريع عالية المخاطرة تعظم العوائد للمساهمين، تحميل الدائنين مخاطر إضافية غير متفق عليها مسبقاً، ويولد هذا رد فعل الدائنين من خلال معدلات فائدة مرتفعة كتعويض عن المخاطر الزائدة، وعليه فإن المؤسسات تتحمل تكاليف الرقابة والتدقيق لكي يطمأن المقرضين (Jensen & Meckling, 1976).

حسب Jensen & Mecklin (1976) فإن هيكل رأس المال الأمثل هو الذي من خلاله يتم خفض من تكاليف الوكالة وهذا عن طريق تقليل تبديد الموارد من قبل الإدارة (تقليل تكاليف الوكالة بين المديرين والمساهمين)، وإن من بين عيوب التمويل بالديون زيادة تكاليف الوكالة بين المساهمين والدائنين، وهذا من خلال مشكلة استبدال الأصول، ارتفاع تكاليف الرقابة والتدقيق، احتمالية فقدان فرص استثمارية آمنة (Jensen & Meckling, 1976).

يرى Kalay (1982) أن زيادة توزيعات الأرباح على المساهمين، له آثار سلبية على العلاقة القائمة بين المؤسسة ودائنيها، وهذا يتمثل في أن الزيادة في توزيعات الأرباح تؤدي إلى انخفاض في التمويل الذاتي المتاح، وهذا يدفع المؤسسة إلى اللجوء إلى الديون لتلبية التزاماتها، وبالتالي تدهور هيكل السيولة على المدى المتوسط، وعليه تصاعد مخاطر الإخلال بالالتزامات تجاه الدائنين القدامى (Kalay, 1982).

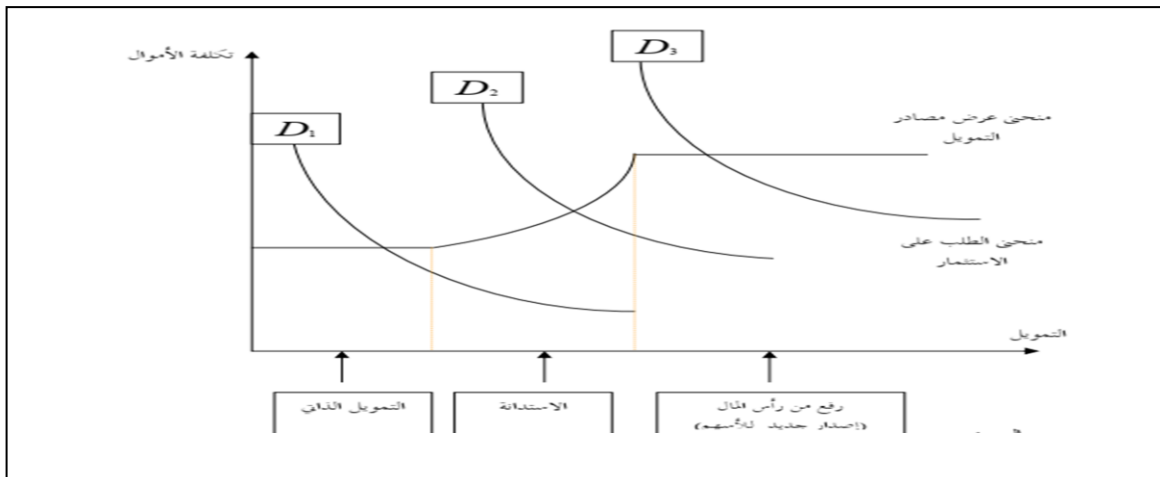
4.3.2. نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل (The Pecking Order Theory):

تم تقديم نظرية الترتيب الهرمي من طرف Donaldson في عام 1961، حيث لا تأخذ هذه النظرية هيكل رأس المال الأمثل كنقطة انطلاق، حيث يقر أنه لا يوجد توافق حول طرق اختيار مصادر التمويل بين المساهمين والمسييرين، فالمسييرين يحرصون دائماً لاختيار من بين مختلف مصادر التمويل الخارجي والتي تكون فيها التكاليف الإضافية للمعلومات غير المتماثلة منخفضة للحد الأدنى، وعليه فإن

المؤسسة تتبع تسلسلا هرميا حيث تفضل التمويل باستخدام الأموال الداخلية أولا يليها التمويل عن طريق الديون، وتفضيل الأخير يكون التمويل عن طريق إصدار الأسهم، وبالمقابل يستفيد المساهمين من الاستثمار بمعدل يكون أعلى من تكلفة الاقتراض، حيث هذا يمكنهم من اعتماد تسلسلا هرميا يفضلون فيه التمويل عن طريق الديون ثم التمويل الداخلية، وفي الأخير تفضل التمويل عن طريق إصدار الأسهم (Luigi & Sorin, 2009, p. 318).

ويمكن تمثيل التسلسل الهرمي لتكلفة مصادر تمويل المؤسسة في الشكل الموالي:

الشكل رقم (1-11): التسلسل الهرمي لتكلفة مصادر تمويل المؤسسة



المصدر: (Mulkey & Sassenou, 1995, p. 348)

وقد تم تطوير نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل من طرف Myers and Maljuf in 1984 حيث يقران أن المستثمرون الخارجيون أقل دراية من المسيرين حول قيمة المؤسسة، أي عدم التناسق في المعلومات، إذ أن الشركات ليس لها نسبة ديون مستهدفة، مع اتباع قرارات تسلسلية حول اختيار مصادر التمويل أي تفضيل مصادر التمويل الداخلي على مصادر التمويل الخارجي والديون وعلى حقوق الملكية، وبعبارة أخرى تفضل مصادر التمويل الداخلية، وثم الاقتراض، وفي الأخير إصدار الأسهم (Balios, Daskalakis, Eriotis, & Vasiliou, 2016, p. 3).

إن تفضيل المؤسسة للتمويل الداخلي يكون نابع من العائد المرتفع الذي تحققه والذي يساهم في تسديد جزء من ديونها، وبالتالي تصبح لديها ديون أقل، عكس المؤسسات التي لديها خسائر كبيرة تفضل

التمويل الخارجي عن طريق الاقتراض، من أدل تمويل استثماراتها الجديدة. (Ur-Rahman, 2017, p. 244).

عند قيام الشركات باستثمارات جديدة سوف تقوم باختيار التمويل عن طريق الديون في حال كانت غير رابحة وأيضاً وجود شح ونقص الموارد الداخليه، وإذا كانت هذه الشركات رابحة فيكون لها فرص أعلى للاستثمار، وتؤدي موازنة التكاليف إلى دفع الشركات ذات الفرص استثمارية عالية للمحافظة على مستوى دوين منخفض، وتجنب إصدار الأوراق المالية ذات المخاطرة عالية (Nenu, Vintilă, & Gherghina, 2018, p. 6).

ووفق نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل هناك مجموعة من العوامل التي تأثر على ترتيب مصادر التمويل والتي تتمثل في الضرائب والضائقة المالية، ولكن يعتبر هذين الأخيرين أقل أهمية من تفضيل الأموال الداخلية على التمويل بالأموال الخرجية، وللتمويل عن طريق الديون على التمويل عن طريق إصدار أسهم جديدة (BADSHAH, IRSHAD, HAKAM, & KHAN, 2016, p. 19).

وأيضاً ترى نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل أنه في حالة التمويل غير الملموس، فإن الشركات يكون لها رأي آخر في تفضيل مصادر التمويل الذي قدمه كل من Myers and Maljuf in 1984، حيث تفضل التمويل عن طريق التدفق النقدي ويلها التمويل عن طريق حقوق الملكية، وفي الأخير التمويل عن طريق الديون (Adair & Adaskou, 2015, p. 4).

5.3.2. نظرية توقيت السوق (Theory Timing Market):

طور كل من Baker & Wurgler (2002) نظرية توقيت سوق الأسهم والتي تنص على أن الشرات التي ذات الارتفاع المالية المنخفضة تلجأ إلى التمويل عن طريق الأسهم عند ارتفاع قيمتها، والعكس صحيح، ووفقاً ل Baker & Wurgler (2002) إن الشركات تسعى لتعظيم قيمة المساهمين وهذا وفقاً لاستراتيجيات تمويلية تتمثل في إصدار أسهم جديدة في فترات ارتفاع القيم السوقية، وإعادة شراء الأسهم أثناء فترات الانخفاض، كما يقر Baker & Wurgler (2002) أن تأثير توقيت السوق على هيكل رأس المال يكون بصفة دائمة، وبعبارة أخرى تراكم الآثار التمويلية عبر الدورات الاقتصادية (Baker & Wurgler, 2002).

تقترح نظرية التوقيت السوق أن هناك علاقة عكسية بين مستويات الديون وأسعار الأسهم في السوق، عندما تبلغ أسعار الأسهم مستويات عالية وأعلى من قيمتها الحقيقية، فإن الشركات تلجأ للتمويل عن طريق حقوق الملكية، وهذا لتكلفتها المنخفضة، وعليه انخفاض مستويات الديون في الشركات، والعكس صحيح (Kalash, 2019, p. 101).

ويؤكد كل من (Ali & Anwar, 2021, p. 32) أن نظرية توقيت السوق قائمة على أساس التوقيت المرتبط بكل من احتياجات التمويل وأيضا الظروف السائدة حاليا، ووفقا (Yuan, Qian, & Pangarkar, 2016, p. 500) لا يخص توقيت السوق إصدار الأسهم فقط بل يمكن أن يخص مصادر تمويل أخرى تتمثل في إصدار الديون، وإن تكلفة الديون تعبر على الفائدة التي تدفعها الشركة، والتي يتم التمثيلها حسب مستويات مخاطر التخلف في الوفاء، وتعتبر القيمة السوقية العالية للشركات على فرص النمو المرتفع والأداء العالي، فهي تساهم في الخفض من تقييم المستثمرين لمخاطر التخلف عن الوفاء والإئتمان، وعليه انخفاض تكلفة الديون، وبالتالي فإن الشركات قد تتحمل أسعار فائدة أدنى عند توقيت إصدار الديون، مع المغالاة في تقييم السوق.

3. هيكل رأس المال والرفع المالي:

إن هيكل رأس المال يعتبر الأساس عند اتخاذ أي قرارات مالية في الشركات، لأنه يؤثر على مزيج الديون وحقوق الملكية، كما أنه يؤثر على أرباح ومخاطر المساهمين، ومن أجل تحديد توليفة الديون وحقوق الملكية تتعتمد الشركات على الرافعة المالية وهذا ما سنتطرق له في هذه الجزئية.

1.3. مفهوم الرفع المالي:

يعرف الرفع المالي على أنه استخدام الديون في هيكل رأس مال الشركة، والذي يمكن استثمار الفائض منه في الحصول على أرباح أخرى (Al-Slehat, 2020, p. 110).

ويشير الرفع المالي إلى الدرجة التي يتضمن عليها هيكل رأس مال الشركة على قدر أكبر من الديون طويلة الأجل مقارنة بحقوق الملكية (Ibrahim & Isiaka, 2020, p. 126).

إن الرفع المالي ينتج عن وجود تكاليف مالية ثابتة في تدفق أرباح الشركة، حيث يزيد الرفع المالي من العائد الذي يتوقعه المساهمين على حقوق الملكية، كما أن الرفع المالي يزيد أيضا من المخاطر التي يواجهها المساهمين (Rafique, 2011, p. 53).

كما يعبر الرفع المالي على قدرة الشركات على استخدام الالتزامات المالية الثابتة من أجل تعظيم الأرباح على الأسهم التي تتمثل في الأسهم العادية (Rizqia & Sumiati, 2013, p. 123).

يمثل الرفع المالي ذلك المقدار من الدين المستعمل في هيكل رأس مال الشركة، وباعتبار أن التمويل عن طريق الديون يحمل التزاما ثابتا يتمثل في الفائدة، حيث ترتفع مصاريف الفائدة نتيجة التمويل بمبلغ كبير من الديون، وعليه نستطيع القول أن نسبة الرفع المالي ترتفع مع ارتفاع المصاريف الناجمة عن ديون الشركة (ADENUGBA, IGE, & KESINRO, 2016, p. 14).

2.3. قياس الرافعة المالية:

لمعرفة أثر الرفع المالي على تحديد هيكل رأس المال في الشركات وجب معرفة طرق قياس الرافعة المالية.

1.2.3. طرق قياس الرافعة المالية:

هناك العديد من الدراسات التي تطرقت لطرق قياس الرفع المالي، فهناك مجموعة من الباحثين يعتمد على الديون طويلة الأجل في قياس الرافعة المالية، وهناك من يعتمد على الديون القصيرة، والبعض الآخر يعتمد على إجمالي الديون ويمكننا ذكر هذه القوانين كالتالي:

1.1.2.3. القياس بالاعتماد على الديون طويلة الأجل:

تعددت الدراسات التي تطرقت لقياس الرافعة المالية باستعمال الديون طويلة الأجل ونذكر منها:

قام الباحثين (Adam & Quansah, 2019, p. 672) بقياس الرافعة المالية كالتالي:

$$\text{Financial leverage} = \frac{\text{long term debt}}{\text{Total Equity}}$$

Financial Leverage: الرافعة المالية.

Long term debt: الديون طويلة الأجل.

Total Equity: إجمالي حقوق الملكية.

كما يتم قياس الرافعة المالية حسب كل من (Acar, 2018, p. 36)، (Rao, Kumar, & Madhavan, 2019, p. 41) كالآتي:

$$\text{Financial leverage} = \frac{\text{long term debt}}{\text{Total Assets}}$$

Financial Leverage: الرافعة المالية.

Long term debt: الديون طويلة الأجل.

Total Assets: إجمالي الأصول.

2.1.2.3. القياس بالاعتماد على الديون قصيرة الأجل:

تعددت الدراسات التي تطرقت لقياس الرافعة المالية باستعمال الديون قصيرة الأجل ونذكر منها:

يتم قياس الرافعة المالية وفق كل من (Iqbal, Ahmad, & Ali, 2019, p. 181)، (Rossi, 2014, p. 137)، (Sundas, 2019, p. 27) كالتالي:

$$\text{Financial leverage} = \frac{\text{Short term debt}}{\text{Total Assets}}$$

Financial Leverage: الرافعة المالية.

Short term debt: الديون قصيرة الأجل.

Total Assets: إجمالي الأصول.

3.1.2.3. القياس بالاعتماد على إجمالي الديون:

تعددت الدراسات التي تطرقت لقياس الرافعة المالية باستعمال إجمالي الديون ونذكر منها:

يتم قياس الرافعة المالية وفق كل من (Farooq & (Al-Slehat, 2020, p. 113) و (Masood, 2016, p. 75) كالتالي:

$$\text{Financial leverage} = \frac{\text{Total debt}}{\text{Total Equity}}$$

Financial Leverage: الرافعة المالية.

Long term debt: إجمالي الديون.

Total Equity: إجمالي حقوق الملكية.

ووفق دراسة (Zhang & Liu, 2017, p. 75)، ودراسة (Mokhova & Zinecker, 2014, p. 534)، ودراسة (Bernardo, Albanez, & Securato, 2018, p. 161) كالتالي:

$$\text{Financial leverage} = \frac{\text{Total debt}}{\text{Total Assets}}$$

Financial Leverage: الرافعة المالية.

Total debt: إجمالي الديون.

Total Assets: إجمالي الأصول.

3.3. أثر الرفع المالي على تحديد هيكل رأس المال:

يمثل أثر الرفع المالي استخدام المؤسسة الديون في هيكل رأس مالها من أجل زيادة العائد على حقوق المساهمين، وهذا لاعتبار التمويل عن طريق الديون أقل تكلفة وأقل خطراً من التمويل عن طريق حقوق الملكية، وعليه إذا قررت المؤسسة تمويل استثماراتها عن طريق الديون وحقت عائد أعلى من تكلفة الديون فإن ذلك الفرق سوف يعود للمساهمين، أي أنه كلما كان الفرق أكبر كان العائد على حقوق المساهمين أكبر، وبالتالي فإن التمويل عن طريق الديون يعظم عائد المطلوب من طرف المساهمين (Besley & Brigham, 2008).

إن تأثير الرفع المالي على تحديد هيكل رأس المال يأخذ منحنيين، أولاً: المنحى الإيجابي وهذا باعتبار أن بمقدور الرفع المالي أن يرفع من ربح الشركة على حقوق الملكية، وهذا عن طريق تمكين الشركة من تمويل أنشطتها واستثماراتها من خلال الديون، ثانياً: المنحى السلبي باعتبار الرفع المالي يرفع من مخاطر المالية في الشركات وهذا نتيجة تعرضها لتقلبات السوق مثل: أسعار الفوائد و/أو تدني قيم الأصول، ولهذا يجب على متخذي القرار النظر بتمعن في كيفية المفاضلة بين الفوائد والمخاطر المنجرة عن الرفع المالي عند اتخاذ قرارات هيكل رأس المال في الشركات (Al-Hawatmah & Shaban, 2023).

يمكن للشركات تمويل عملياتها من خلال إصدار الأسهم أو الاقتراض، عند إصدار الأسهم، تنتازل الشركة عن جزء من ملكيتها للمستثمرين، دون أن تكون ملزمة بسداد مبالغ مالية مستقبلاً، أما عند إصدار الديون، فإن الشركة تزيد من مستوى الرفع المالي، نظراً لالتزامها بسداد أصل الدين والفوائد، ويُعد معدل الدين إلى حقوق الملكية من المؤشرات الأساسية التي يستخدمها المستثمرون لتقييم مستوى المخاطر المالية في الشركة (Flannery, 2017).

تميل الشركات ذات هياكل رأس المال العدوانية (الرافعة المالية مرتفعة) إلى الاعتماد بشكل أكبر على الديون مقارنةً بحقوق الملكية، لتمويل أصولها وتغطية نفقاتها التشغيلية، مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة الرفع المالي، ومن جهة أخرى، تعتمد الشركات ذات الهياكل الرأسمالية المتحفظة على تمويل أكبر من خلال حقوق الملكية، ما ينتج عنه انخفاض في الرفع المالي، ومع أن الهيكل المحافظ (الرافعة المالية منخفضة) قد يقلل من المخاطر المالية، إلا أنه قد يُفقد فرص النمو، بينما قد يُسهم الهيكل الذي يعتمد على الرفع المالي العالي في تحقيق معدلات نمو أعلى، وإن كان ذلك يأتي مصحوباً بمستوى أعلى من المخاطر (Bajaj, Kashiramka, & Singh, 2020).

قد تميل بعض الشركات إلى الاعتماد المفرط على التمويل الخارجي، وخاصة من خلال الديون، ما يزيد من مخاطرها المالية. ويُمكن للمستثمرين تقييم مدى توازن هيكل رأس مال الشركة من خلال تحليل نسبة الدين إلى حقوق الملكية، ومقارنتها بمثيلاتها لدى الشركات المنافسة في نفس القطاع. تُعد هذه المقارنة أداة فعالة لمراقبة سياسة التمويل المتبعة، وتحديد ما إذا كانت الشركة تحتفظ بمستوى مقبول من المخاطر المالية أو تتبنى استراتيجية تمويل عدوانية (Toumi, 2020).

خلاصة الفصل:

يتمثل هيكل رأس المال في التوليفة المالية طويلة الأجل للمؤسسات الاقتصادية، حيث أنه يتكون من حقوق الملكية والقروض طويلة الأجل، وتنوع وتعدد مصادر التمويل المتوفرة لدى المؤسسة من حقوق الملكية والديون طويلة الأجل، يدفع المؤسسات الاقتصادية لاختيار مزيج هيكل رأس المال المناسب لها ويختلف هذا المزيج من مؤسسة إلى أخرى، ويجب على المؤسسات مراعاة تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل كل على حدى، وأيضاً مراعاة التكلفة الوسطية المرجحة التي تمثل تكلفة مصادر التمويل ككل.

إن نقطة الانطلاق لجميع الدراسات حول نظرية هيكل رأس المال هي "نظرية عدم ملائمة" هيكل رأس المال لموديليانى وفقاً للنظرية فإن المؤسسة تمول أصولها (من خلال مزيج من الديون والأسهم)، لا يمكن أن يكون لها تأثير على قيمة المؤسسة، كما تم تبني ثلاثة نماذج مختلفة لتفسير هيكل رأس المال النموذج الكلاسيكي، والنموذج موديليانى وميلر، وأيضاً نموذج يرتكز على مجموعة من النظريات الحديثة.

الفصل الثاني:

محددات هيكل رأس المال في

المؤسسات

مقدمة الفصل:

إن اختيار هيكل رأس مال الأمثل في الشركات يقوم على أساس تحديد ودراسة العوامل التي تحدده، وهذا سعيًا لتحقيق الطرح التجريبي للنظريات التي تتعلق بهيكل رأس المال، وكذا توجيه متخذي القرار في الشركات إلى أنه هناك العديد من المؤشرات والعوامل التي يجب دراستها بتمعن عند تحديد هيكل رأس المال في الشركات، ومن خلال الطرح النظري للدراسات السابقة نستطيع القول أنه هناك العديد من العوامل التي من خلالها نختار هيكل رأس المال الأمثل الذي يخدم مصالح كل الأطراف المحيطة بالشركة.

بناءً على ما سبق ذكره سوف نتطرق في هذا الفصل لعدة نقاط مهمة تتعلق بمحددات هيكل رأس المال، وهذا بالتطرق لمحددات هيكل رأس المال على مستوى الاقتصاد الجزئي، ومحددات على مستوى الاقتصاد الكلي، مع التطرق لتطوير الفرضيات الخاصة بالدراسة.

1. محددات هيكل رأس المال الخاصة بالشركة

تعتبر المحددات على مستوى الخاصة بالشركة المحرك الأساسي لاختيار هيكل رأس مال أمثل، حيث تختلف من شركة لأخرى، وهذا حسب نظرة متخذي القرارات في كل شركة على حدى، وهناك العديد من العوامل نذكر أهمها:

1.1. حجم الشركات:

يعتبر حجم الشركات من أهم العوامل التي تحدد طرق التمويل التي تعتمد عليها الشركات، حيث تتمتع الشركات الكبيرة بسهولة الوصول للائتمان، وأيضاً سهولة وصولها إلى أسواق رأس المال، كما تتميز الشركات الكبيرة بخبرة إدارية تمكنها من مواجهة الصعوبات المالية التي تنتج على زيادة حصولها على تصنيف ائتماني أعلى، تلقى الشركات الكبيرة الدعم من الدولة (El-Masry, 2016)، كما تخضع الشركات الكبيرة للرقابة من قبل الدولة والأطراف التي تتعامل معها (Thanh & Huong, 2017, p. 83).

يلعب إجمالي الأصول دوراً هاماً في سهولة الحصول على التمويل، فالمؤسسات التي تملك إجمالي الأصول كبيرة يتاح لها عدة تفضيلات لاستخدام هذا الأصول ويسهل عليها الحصول على التمويل عن طريق الديون، وبالتالي تحقيق أرباح على عكس المؤسسات ذات إجمالي الأصول الأقل (Husna & Satria, 2019, p. 52).

إن استخدام الشركات الصغيرة للتمويل عن طريق الديون يدفعها لقبول دفع فائدة مباشرة خلال فترة محددة، وينعكس هذا الإجراء على مستوى المخاطر التي يتم تحملها من طرف المقرض نتيجة توفير الأموال (Bundala, 2012, p. 403).

ووفقاً لاختصاصات الحجم تتميز الشركات الكبيرة بقدرتها على جذب القروض طويلة الأجل نتيجة تمتعها بالقدرة على المفاوضة في الائتمانات، على عكس الشركات الصغيرة، وعليه يمكن القول أن الشركات الصغيرة من المرجح أنها تعتمد على التمويل عن طريق الأسهم في حين تعتمد الشركات الكبيرة على التمويل عن طريق الاقتراض (Nyeadi, Banyen, & Mbawuni, 2017, p. 162).

ومع صعوبة وصول الشركات الصغيرة للسوق المالية والدين العام، يجعلها هذا تلجأ إلى البنوك لطلب التمويل، حيث هذه الأخيرة لا تكون مستعدة لتقديم القروض التي تحتاجها الشركات (ACEDO- RAMÍREZ & AYALA-CALVO, 2017, p. 85).

إن امتلاك الشركات الكبيرة لموجودات أعلى وأكثر تنوعاً يجعلها قادرة على توفير ضمان الدائنين، مع تلبية التزامات الدائنين (Gharaibeh & AL-Tahat, 2020, p. 366).

يعتبر أنصار نظرية المقايضة أن الشركات الكبيرة توفر المعلومات للمستثمرين الخارجيين، وهذا ما يدفعهم لتفضيل التمويل حقوق الملكية على التمويل بالديون على عكس الشركات الصغيرة، كما يرى أنصار نظرية المقايضة أن الشركات الكبيرة تتمتع بقدرتها على خفض تكاليف المعاملات المرتبطة بإصدار القروض طويلة الأجل (Sheikh & Qureshi, 2017, p. 27).

ويرى أنصار نظرية التسلسل الهرمي (الانقطاع التدريجي للتمويل) أن تكاليف المعاملات المرتبطة بإصدار الأسهم في الشركات الصغيرة أعلى مقارنة بالشركات الكبيرة، وهذا ما يدفعها لتفضيل التمويل عن طريق الديون على عكس الشركات الكبيرة (Thanh & Huong, 2017, p. 83).

وترى العديد من الدراسات منها دراسة (Sisay & Nongmaithem, 2019)، ودراسة (Amidu, Coffie, & Acquah, 2019) أنه يمكن تصنيف وقياس حجم الشركات على أساس لوغاريتم الطبيعي إجمالي الأصول وفق الصيغة الموالية:

$$\text{حجم الشركة} = \text{لوغاريتم إجمالي الأصول}$$

وهناك العديد من الدراسات التي تعبر عن حجم الشركات على أنه لوغاريتم إجمالي المبيعات منها دراسة (Qureshi, Sheikh, & Khan, 2015)، ودراسة (Hashmi, Gulzar, Ghafoor, & Naz, 2020).

2.1. عمر الشركات:

يمثل عمر الشركات من أهم محددات هيكل رأس المال، حيث تستعمل الشركات الأصغر عمرا التمويل عن طريق الديون أكثر من الشركات الأكبر عمرا، ومع تقدم عمر الشركات تنخفض نسبة الاعتماد على التمويل بالديون، وعليه تعتمد الشركات الأصغر عمرا على التمويل الخارجي (الاقتراض)

بينما تعتمد الشركات الأكبر عمرا على التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة) وهذا ما يجعلها أقل عرضة لمشاكل الإفلاس (ACEDO-RAMÍREZ & AYALA-CALVO, 2017, p. 84).

تتسم الشركات الأصغر عمرا بقلّة تنوع ومجوداتها، وأيضا بعدم امتلاكها لمصادر التمويل الداخلية التي تكفي لتمويل مشاريعها الاستثمارية، وهذا يدفعها للبحث عن مصادر تمويل خارجية (Bukair, 2019, p. 9).

ينصب اهتمام الشركات الأصغر عمرا بالبقاء أكثر من النمو، إذا لم تفشل في سنوات الأولى من حياتها عكس اهتمام الشركات الأكبر عمرا تهتم بالنمو والتطور مع ضمان بقائها واستمرارها (Kozubíková, Vojtovič, Rahman, & Smrčka, 2016, p. 171).

يعبر العمر على سمعة الشركات، حيث الشركات الأكبر عمر تتميز بأعلى استحقاق للانتماء، وتتسم الشركات الأكبر عمرا بالرشادة في اختيار مشاريعها الاستثمارية أكثر من الشركات الأصغر عمرا، ويعزى هذا للخبرات التي اكتسبتها الشركات الأكبر سنا على طول فترة نشاطها (Nyeadi, Banyen, & Mbawuni, 2017, p. 162).

ويعبر عمر الشركات على نضج الشركات ونسبة مخاطرها، وأيضا يعبر عن المدة التي يتم فيها إدراج الشركات في سوق رأس المال، كما يساهم عمر الشركات في تحديد مستوى الإفصاح عن المعلومات، وعليه إن الإفصاح عن المعلومات يرتبط إيجابيا بحالة إدراج أسهم الشركات المدرجة في سوق رأس المال، حيث أن الشركات الأصغر عمرا تعاني من عدم التناسق في المعلومات نتيجة مواجهتها لعدم اليقين في أعمالها، ويرى أصحاب نظرية الوكالة أن الشركات الأصغر عمرا أكثر إفصاحا عن المعلومات الخاصة بها عكس الشركات الأكبر عمرا (Winter & Zülch, 2019, p. 107)، ويرى أنصار نظرية المقايضة أن الشركات الأكبر عمرا تميل لتبني التمويل الخارجي عن طريق الديون بلا من التمويل الداخلي عن طريق حقوق الملكية (Bukair, 2019, p. 9).

وترى العديد من الدراسات منها دراسة (Chakrabarti & Chakrabarti, 2019)، ودراسة (Roiston & Harymawan, 2020) أنه يتم قياس عمر الشركات على استخدام اللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات حسب الصيغة التالية:

عمر الشركة = اللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات

وهناك العديد من الدراسات التي تعبر عن عمر الشركات على عدد السنوات التي عملت بها الشركة، ابتداء من تاريخ التأسيس منها دراسة (Aggarwal & Acharya, 2019).

3.1. هيكل الأصول (الملموسة):

تمثل الأصول في الشركات جميع الموارد التي تستخدمها الشركات في مختلف أنشطتها، وتتوفر الشركات على نوعين من الأصول، الأصول الثابتة والأصول المتداولة، وتعبر الأصول الثابتة على الأصول ملموسة التي تشمل موارد الشركات في شكل أصول مادية من الاستثمارات والممتلكات (Wezo, 2023, p. 4)، وتمثل الملموسية نسبة الأصول الملموسة إلى مجموع الأصول الكلية، إن امتلاك الشركات لأصول ملموسة مرتفعة يزيد هذا من قيمتها، وبالتالي تستطيع الشركات الحصول على ديون وفق شروط ملائمة لها (Hundal, Sandstrom, & Uskumbayeva, 2018, p. 37).

تعتبر الأصول الملموسة ضمانات تستطيع الشركات تقديمها من أجل الحصول على التمويل عن طريق الديون لأنها تتطوي على مخاطر أقل لفقد القيمة، كما أنها تعتبر ضمان مالي للدائنين ضد الإفلاس (AKGÜL & SİGALI, 2018, p. 198).

تمثل هيكل الأصول من أهم محددات هيكل رأس المال، حيث أنه الشركات التي تملك أصول ملموسة أعلى تستفيد من التمويل عن طريق الديون بتكلفة أقل من الشركات التي تملك أصول غير ملموسة، وباعتبار أن الأصول الملموسة تمثل ضمانات للدائنين، فعليه تعتمد البنوك على الأصول الملموسة لتأمين القروض التي تقدمها للشركات (Anarfo, 2015, p. 629).

في حالة الإفلاس، تملك الأصول الملموسة قيمة سوقية على عكس الأصول غير الملموسة، وعليه يكون خطر الإقراض للشركات ذات الأصول الملموسة أعلى أقل، وأيضا يصبح لديها ديون ذات تكلفة منخفضة (Sibindi, 2018, p. 112).

إن الشركات ذات الأصول الملموسة المرتفعة توفر ضمانات، وهذا ما يسبب انخفاض معدلات الفائدة التي يفرضها المقرضين عن تقديم القروض للشركات، وعليه تساهم الأصول الملموسة العالية في

تسهيل الحصول على الديون طويلة الأجل مقارنة بالشركات ذات الأصول الملموسة المنخفضة (Nyeadi, Banyen, & Mbawuni, 2017, p. 163).

وحسب نظرية التسلسل الهرمي (الالتقاط التدريجي للتمويل) إن الشركات التي تملك أصول ملموسة قليلة، يكون لديها عدم التناسق في المعلومات مرتفعاً، وعليه فهي تحبذ التمويل عن طريق الديون (AKGÜL & SİGALI, 2018, p. 198)، في حين ترى نظرية المقايضة أن الأصول الملموسة لها علاقة إيجابية مع الرافعة المالية، وهذا كون الأصول الملموسة تعتبر ضمان في حالة التصفية، وعليه فإن المؤسسة التي تكون لديها أصول ملموسة أعلى تفضل التمويل عن طريق الإقتراض (Stoiljkovic, Tomic, Lekovic , & Matic, 2022).

وترى العديد من الدراسات منها دراسة (Chakrabarti & Chakrabarti, 2019)، ودراسة (Roiston & Harymawan, 2020) أنه يتم قياس الأصول الملموسة للشركات حسب الصيغة التالية:

$$\text{هيكل الأصول} = \frac{\text{الأصول الثابتة}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

4.1. الربحية:

تشير الربحية إلى استطاعت الشركات على تحقيق أرباح تتمثل في عائدات على الأموال التي تم استثمارها، وتعتبر على مدى فعالية الإدارة في الشركات، كما أنها تعتبر معياراً للتأكد من نجاح أو فشل الشركات، وبالتالي تبيان المركز التنافسي للشركات في الأسواق التي تنشط فيها، و (Abdul Rahman, 2017, p. 87).

تحدد قيمة الشركات وفقاً لربحيتها، لذا تعتبر الربحية من أهم العوامل التي تؤثر على رفع أو خفض من قيمة الشركات.

تستطيع الشركات تحقيق الربحية من خلال الاستفادة من وفرات الحجم، وهذا من خلال تحري الشركات حول الوسيلة التي توصلها إلى تخفيض التكاليف الخاصة بالموردين، وعليه خفض من النفقات التي تساهم في شكل كبير في التقليل من قيمة المنتج أو الخدمة، وبالتالي التخفيض التي لا تدعم حاجات عملاء هذه الشركات (Osazuwa & Che-Ahmad, 2016, p. 299).

ترى نظرية المقايضة أنه عندما تلجأ الشركات للتمويل الخارجي تحقق أرباح أعلى مقارنة عندما تلجأ للتمويل الداخلية، ووفقاً لهذه النظرية فإن رغبة الشركات التي في التمويل الخارجي يرجع لسببين رئيسيين هما (D'Amato, 2020, p. 922):

- الشركات ذات الربحية العالية، لا توجد بها مخاطر، وبالتالي تكاليف إفلاس منخفضة.
- الشركات التي لها ربحية مرتفعة، تستفيد من الإعفاء الضريبي، وهذا بخفض العبء الضريبي على الأرباح.

ووفقاً لنظرية التسلسل الهرمي (الانتقاط التدريجي للتمويل) فإن الشركات تحبذ مصادر التمويل الداخلية، وعليه فإن الشركات ذات الأرباح العالية تحتفظ بالأرباح، يعني أنها تسعى إلى تحصيل رأس المال انطلاقاً من الأرباح المحتجزة، وصولاً إلى الديون، ثم إصدار أسهم جديدة، وهذا يعود إلى عدم تماثل في المعلومات، وبالتالي فإن الديون ترتفع عندما يفوق الاستثمار قيمة الأرباح المحتجزة والعكس صحيح (Văidean & Vaida, 2017, p. 195).

ونستطيع قياس الربحية على أساس مجموعة من النسب تتمثل فيما يلي (Laelisneni, Purike, & Ginting, Azizah, & Kesumah, 2022, p. 1706):

أ. **نسبة هامش إجمالي الربح (Gross Profit Margin):** تعبر نسبة هامش إجمالي الربح إلى أن الأرباح إجمالية تتولد عن طريق المبيعات، إذا كانت هذه النسبة مرتفعة فيدل هذا على أسعار البيع تكون عالية مقارنة بتكاليف الإنتاج، في حين أن الشركات تحقق الميزة التنافسية وهذا نتيجة ارتفاع أسعار البيع، وعليه تساهم الميزة التنافسية للمنتج في الرفع من ربحية الشركات (Abdul Rahman, 2017, p. 88).

ب. **نسبة هامش صافي الربح (Net Profit Margin):** يعبر هامش صافي الربح على نسبة العوائد المتبقية بعد القيام بخصم جميع التكاليف والنفقات، بإضافة إلى خصم الفوائد والضرائب والدخل المتأتي من الأسهم الممتازة، كما يعبر أيضاً على استطاعة الشركات على تحقيق دخل صافي بعد خصمها للضرائب (Mulyadi, Sihabudin, & Sinaga, 2020, p. 589)، إذا ارتفعت هذه النسبة يدل هذا على أن الشركات لها استطاعة عالية على تحقيق صافي أرباح من المبيعات، وهذا يعبر على أن الشركة

تتصف بالفعالية والكفاءة العالية، وبالتالي تحقيق الربحية عالية (Handayani & Winarningsih, 2020, p. 199).

ج. هامش الربح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاكات والإطفاء

Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation And Amortization (EBITDA)

تقيس نسبة هامش الربح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاكات والإطفاء كفاءة الشركة في توليد المبيعات، كما يعرض هذا المؤشر توليد النقد، ويحقق فقط الأنشطة التشغيلية لأنها تحذف الآثار الخلفية غير المكتملة كما تم إطفاءها، بالإضافة إلى تسليط الضوء على القدرة على الاستثمار، والدفع للدائنين وتوزيع الأرباح للمساهمين (TenBrink, Keller, & Gelb, 2017, p. 18).

الأرباح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاكات والإطفاء هي مؤشرات الرئيسية في سوق رأس المال، هذا لاستخدامها من طرف العديد من المحللون والدائنين وأصحاب الأسهم والمستثمرين (de Oliveira Ritta, Jacomossi, Fabris, & Klann, 2017, p. 116).

ث. العائد على الأصول: وتستخدم لقياس استطاعة الشركة على توليد صافي الربح من خلال مستوى محدد من الأصول، حيث يعبر على ربحية الشركات مقارنة بأصولها ويتم قياسه من خلال قسمة صافي الدخل بعد الضرائب على إجمالي الأصول، وتستخدم هذه النسبة للتعبير على مدى كفاءة الشركات في استعمال مواردها المتاحة لتحقيق مداخل من الأصول المستخدمة، ويتمثل العائد الإيجابي على الأصول في أن إجمالي الأصول التي يمكن للشركات استخدامها في أنشطتها قادر على تحقيق مداخل جيدة، وفي حين أن العائد سالب يظهر أن الشركات قد تكبدت خسائر عالية، وبالتالي فإن إجمالي أصولها التي يمكن للشركات استخدامها في أنشطتها غير قادر على تحقيق مداخل مطلوبة (Hidayat, Tjaraka, & Septiarini, 2020, p. 4)، ومن الممكن أن يكون العائد على الأصول له قيمة نقدية سالبة (Orey, 2016, p. 45)، وإن العائد على الأصول له قيمة عند الرغبة في المقارنة بين عدد من الشركات تتوفر فيها شروط معينة (Fadli & Hongbing, 2020, p. 25).

ح. العائد على حقوق الملكية: يطلق عليه أيضا "الفعالية المالية"، ويتمثل في العائد على رأس المال الخاص بالمساهمين، ويعبر على العلاقة بين صافي الربح من العمليات التجارية وحقوق المساهمين، حيث تعبر هذه العلاقة على ربحية الشركة (Fadli & Hongbing, 2020, p. 25)، إن الربح المرتفع

على حقوق الملكية يشير إلى طريقة الحصول المساهمين على أرباح من خلال أموالهم التي استثمروها في الشركة (Haque, Tausif, & Ali, 2020, p. 136).

ويتم قياس العائد على حقوق الملكية من خلال الأنشطة التمويلية، وتمثل الربح الكلي للشركة المتأتي من العائد من الأنشطة التشغيلية والعائد من الأنشطة المالية، وعليه فهو يعتبر مؤشرا فعال في قياس أداء الشركات (Park, 2018, p. 183).

و. **ربحية السهم:** تستخدم طريقة ربحية السهم لقياس أداء الشركات، وتسعين بها المستثمرين لتقييم التفوق المالي للشركات (Chandren, Ahmad, & Ali, 2015, p. 345)، وتتبع أهميتها من خلال المعلومات المالية للشركة التي تستخدم في اتخاذ قرارات الاستثمارية، وتعتبر ربحية السهم على الأرباح التي تقدمها الشركات على كل مساهمة بالأسهم العادية (Elamir, 2020, p. 52).

كما تساهم ربحية السهم في تحديد سعر السهم وقيمة الشركات، وتعتبر مقياسا هاما في قياس ربحية الشركات لكل مساهمة من المساهمين، ويستخدمها المساهمين في الحصول على معلومات حول أرباحهم على كل مساهمة من مساهمين (Olaoye & Kolawole, 2020, p. 77)، ويتم قياس ربحية السهم من خلال تقسيم صافي العائدات على عدد الأسهم التي تم إصدارها (JEROH, 2020, p. 7).

5.1. السيولة:

إن السيولة أهم مؤشر يساهم في تحويل الأصول إلى نقد، كما أنها تعبر على قدرة الشركات على الوفاء بالتزاماتها المتأتية من الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل، إن الشركات التي لديها رافعة مالية مرتفعة تواجه صعوبات في الحصول على الأموال لتمويل استثماراتها (Šeligová, 2018, p. 223)، ويستعين أصحاب المصلحة بتحليل سيولة الشركة لتقييم الوضع المالي للشركات.

يعتبر تحليل السيولة مهما في تحديد ما إذا أن الشركة قادرة على توفير التدفق النقدي الذي يضمن لها تلبية التزاماتها التشغيلية الحالية، وفي حالة أن الشركات لجأت للقروض من أجل تمويل مشاريعها فإن من المحتمل أن الدائنين يطلبون مستويات من السيولة تكون محدودة ومحددة (Bunker, Cagle, & Harris, 2019, pp. 10-11)، كما أن السيولة مهمة لكل من الموردين والموظفين وهذا من باعتبارها ضمان لهما من خلاله تستطيع الشركة الوفاء بالتزاماتها اتجاههم، وبالتالي تسعى دائما الشركات إلى

الحفاظ على مستويات جدية من السيولة، إذ أن مسيري الشركات يقومون بتحديد كمية النقد التي بإمكانها الوفاء بالتزامات الشركة (Pradhan & Gautam, 2019, p. 58).

تمثل الأصول السائلة (الأصول المتداولة) فرصة للشركة من خلال الاعتماد عليها للاستفادة من فرص الاستثمار، حيث تسعى دائما الشركات إلى امتلاك أصول سائلة عالية بهدف الوصول إلى أداء تشغيلي عالي، وعليه فإن فائض السيولة يزيد من نمو الشركات (Scholz, Rochdi, & Schaefer, 2022, p. 222)، ويعتبر امتلاك مستوى عالي من الأصول المتداولة بالنسبة للشركة دافعا للجوء إلى تمويل استثماراتها عن طريق الديون.

إن التمويل عن طريق الديون قصيرة الأجل وعن طريق الأصول المتداولة أهم البدائل التي تلجأ لها الشركات التي لها مستوى أدنى من تدفقات نقدية، وعليه قد تستخدم الشركات التمويل عن طريق الديون قصيرة الأجل أو عن طريق الاحتفاظ بالأصول المتداولة، أو كلاهما، وهذا ما يظهر في العلاقة السلبية بين الديون قصيرة الأجل والسيولة (Šeligová & Košťuríková, 2019, p. 93).

ووفقا لنظرية التسلسل الهرمي (الالتقاط التدريجي للتمويل) تستطيع الشركات التي لديها سيولة مرتفعة توليد احتياطات من خلال حجز الأرباح لهذا فهي تعتمد على التمويل الداخلي بدلا من التمويل الخارجي، أما وفقا لنظرية الوكالة فإن سيولة الأصول في الشركة تظهر مدى قدرة المساهمين على التلاعب بهذه الأصول على حساب أصحاب السندات، وعليه يمكن أن القول أنه هناك علاقة سلبية بين السيولة الديون (Pepur, Ćurak, & Poposki, 2016, p. 502)، أما وفقا لنظرية المقايضة فتقر أن الشركات التي تملك سيولة عالية لها القدرة على سد التزاماتها قصيرة الأجل، وهذا لامتلاكها أصول عالية، وعليه تملك مستوى عالي من الديون (Abdulla, 2017, p. 107).

وللسيولة عدة مقاييس أهمها: نسبة التداول (Šeligová & Abdulla, 2017, p. 106) (Košťuríková, 2019, p. 95) وكذلك النسبة السريعة (Mulyadi, Ručková, 2014, p. 142) (Sihabudin, & Sinaga, 2020, p. 589)، كما توجد مقاييس أخرى كصافي رأس المال العامل (Wasiuzzaman, 2018, p. 1568).

أ. نسبة التداول: تعبر هذه النسبة على استطاعت الشركة سد ديونها التي تستحق في وقت قصيرة وهذا عن طريق أصولها المتداولة (Pordea, David, & Mateş, 2020, p. 26)، وبمعنى آخر تعبر هذه النسبة على مدى توفر الأصول المتداولة للشركة مقارنة بإجمالي الخصوم المتداولة (Husna &

(Satria, 2019, p. 52)، وتمثل نسبة التداول الاستثمار في الأصول السائلة (الأرصدة النقدية، البنوك، المخزون، الذمم المدينة، الأصول المتداولة الأخرى)، كما أنها تعتبر مقياساً مهماً يعبر على الاستثمار في الأصول المتداولة كنسبة من الخصوم المتداولة، وهذا يدل على توفر أو عدم توفر الشركة على احتياط مالي لكي تستخدمه عند تعرضها لضائقة مالية (Ahkam & Alom, 2019, p. 308). ويتم التعبير على نسبة التداول وفقاً للصيغة التالية (Šeligová (Abdulla, 2017, p. 106) & Košťuríková, 2019, p. 95):

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

ب. النسبة السريعة:

لا تعتبر نسبة التداول مؤشراً مهماً لتحديد نقاط الضعف ونقاط القوة الشركة من ناحية السيولة، إن الشركة تستطيع الشركات تسديد ديونها قصيرة الأجل بسبب نقد السيولة، وهذا نتيجة عدم قدرة الشركة على تحويل المخزونات والمصروفات التي دفعت مسبقاً فوراً إلى نقد، وعليه نستطيع الحكم على ملاءة الشركة بصفة أفضل عن طريق نسبة السيولة السريعة، وتعد نسبة السيولة السريعة مؤشراً هاماً لتقييم وضعية السيولة في الشركات (Rao, 2016, p. 22)، كما أنها تعتبر نهج أخرى يتم من خلاله قياس السيولة، فهي تعبر على العلاقة بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، إن الأصول المتداولة تصبح سائلة في حالة قابلية تحويلها إلى نقد، إن هذه النسبة لا تأخذ في عين الاعتبار الالتزامات المدفوعة مسبقاً والمخزونات وهذا لصعوبة تحويلها لنقد (Durrah, Abdul Rahman, Jamil, & Ghafeer, 2016, p. 436)، إن نسبة السيولة السريعة تُعتمد من أجل قياس استطاعت الشركات تسديد التزاماتها المستحقة لدى المساهمين الذين لديهم أصولاً عالية في الشركات، وعليه كلما ارتفعت نسبة السيولة السريعة ترتفع مستويات السيولة في الشركات (ABDILLAH, HOSEN, & MUHARI, 2016, p. 142).

ج. نسبة النقد:

إن هذه النسبة تعبر على مدى استطاعت النقد الموجود على مستوى الشركة سد التزاماتها، كما أنها النسبة التي يهتم بها الدائنين على المدى القصير أكثر، حيث تتمثل في حصة القسمة بين كل من النقد والأوراق المالية القابلة للتداول على المطلوبات قصيرة الأجل (AFFANDI, SUNARKO, &

4) YUNANTO, 2018, p. 4)، وتقوم هذه النسبة على الاستثمارات قصيرة الأجل وتكون قابلة للتداول وأيضا النقد على مستوى الخصوم المتداولة (Durrah, Abdul Rahman, Jamil, & Ghafeer, 2016, p. 436).

إن النقد في الشركات يتمثل في العملة المحلية والأجنبية التي تتواجد في خزانة الشركات، والتي تستخدمه الشركات في دفع مستحقاتها لعملائها من الأفراد و/أو الشركات في وقت معين، حيث يتم هذا الإجراء من خلال وثائق مثل دفتر اليومية، ويبين هذا الأخير على المعاملات المالية التي تتمثل في الإيرادات والنفقات وأيضا رصيد النقد في نهاية اليوم (BREUER, FRUMUŞANU, BREUER, & MANCIU, 2012, p. 78).

إن الأوراق المالية القابلة للتداول هي الأوراق المالية تصدرها الشركات لتحقيق إيرادات قصيرة الأجل، حيث تعبر أيضا على الاستثمارات قصيرة الأجل التي لا تفوت مدتها السنة والتي يمكن تغييرها إلى نقد في فترة النشاط، وتتمثل الأوراق المالية القابلة للتداول في الأسهم، السندات، أدوات الخزينة... إلخ، تستفيد منها الشركات لتوليد إيرادات من خلال الاحتفاظ بها أو بيعها (ÖZULUCAN, ARSLAN, & KELEŞ, 2017, p. 236).

6.1. الإعفاء الضريبي لغير الديون:

لقد تولدت فكرة الإعفاء الضريبي من نظرية موديلاني وميلر (MM) (1958-1963) ويعتبر الإعفاء الضريبي مؤشرا مهما في تحديد مستويات الربحية في الشركات وبالتالي فهو مقياس مهم في تحديد قيمة الشركات على المدى الطويل (Boshoff-Knoetze & Steenkamp, 2019, p. 26).

إن الشركات تلجأ إلى تقليل التزاماتها الضريبية من أجل جني أعلى نسبة من أرباح بعد الضريبة، ويعتبر هذا الإجراء (التحسين الضريبي) من أهم استراتيجيات الضريبة في الشركة، ويعتبر الوفر الضريبي نتيجة للالتزامات القابلة للخصم الضريبي والتي تعتبر أحد مؤشرات المهمة على الربحية في الشركات، ويمثل أيضا عاملا مهما لتحديد قيمة الشركات على الأجل الطويل (Kliestik, Michalkova, & Kovacova, 2018, p. 296)، إن الحكومة توفر للشركات وفرة ضريبية تساهم في الرفع من الربح عبر خفض من الضريبة (Fischer & Jensen, 2019, p. 154).

إن الحكومة تسعى لتوفير العديد من الحوافز للشركات لتحقيق أرباح والرفع من تنافسيتها من خلال اختيار هيكل تمويلي أمثل يعتمد على استعمال مصاريف الاندثار للخفض من مصاريفها الضريبية، ومن

بين هذه الحوافز الوفر الضريبي لغير الديون (Teja, 2019, p. 258)، كما تحبذ الإعفاء الضريبي لغير الديون الحكومة وهذا يرجع للعديد من الأسباب أهمها (Almendros & Mira, 2018, p. 165):

➤ الإعفاء الضريبي لغير الديون ذات تكلفة منخفضة، على عكس الديون ذات فوائد عالية، كما أن هناك العديد من الإعفاءات الضريبية لغير الديون لا تحمل الشركات نفقات إضافية.

➤ إن الإعفاء الضريبي لغير الديون على تربط الشركات بشروط للحصول على الدين، والتي يمكن أن تنشأ تكاليف المعاملات المرتفعة.

➤ إن الإعفاء الضريبي لغير الديون تستغل الأحكام الموجودة على مستوى القواعد المحاسبية التي تعطي الحق للشركات بالتقليل من الضرائب دون أن تؤثر على بيان الدخل.

➤ هناك بعض الإعفاءات الضريبية لغير الديون لديها عائد أعلى لكل وحدة نقدية مستثمرة.

إن الإعفاء الضريبي لغير الديون ينشأ من خلال الاندثار والإطفاء، حيث تستخدمهما الشركات بصفة يومية من خلال أنشطة الإنتاج والتشغيل، إن الشركات تلجأ إلى الإعفاء الضريبي لغير الديون لتوفير الضرائب، وبالتالي تحمل نسبة قليلة من التكاليف والمخاطر، إن الإعفاء الضريبي لغير الديون يشكل تكلفة غير نقدية، حيث لا يتم دفعها نقدًا (Deng & Shao, 2020, p. 22).

إن الشركات تستفيد من الخصم الضريبي عند دفع الفائدة وهذا للتقليل من دفع الضرائب، وترى نظرية المقايضة أن الشركات التي لديها معدلات الضريبة على الشركات عالية تلجأ إلى إصدار الديون أكثر، وبالتالي فإن الشركات التي لديها وفورات ضريبية أخرى (التزامات الاستهلاك المنتقلة من الخسائر التشغيلية، الاعفاء الضريبي للاستثمار) أقل استفادة من الإعفاء الضريبي للديون (Mardan, Moeljadi, Sumiati, & Indrawati, 2023, p. 10).

ويتم التعبير على الاعفاء الضريبي لغير الديون وفقاً للصيغة التالية (Yildiz, 2018)، (Alyousfi, Rus, Mohd, Taib, & Shahar, 2020):

$$\frac{\text{الاهتلاكات}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{الإعفاء الضريبي لغير الديون}$$

7.1. التدفق النقدي:

في كل الشركات هناك نوعين من التدفقات النقدية (التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة)، حيث يتم تبيان مستويات هذه التدفقات النقدية وفقا لوثيقة مالية تسمى بيان التدفقات النقدية، تنتج التدفقات الداخلة من الأنشطة التشغيلية الأساسية للشركات، أنشطة غير العادية، أنشطة الاستثمار الثانوية، ومن خلال التمويل عن طريق الاقتراض وحقوق الملكية، تستعمل الشركات التدفقات النقدية الخارجة في استثماراتها تسديد الفوائد والقروض، كتوزيعات للمساهمين (Putri & Puryandani, 2020, p. 448).

إن الشركات التي لديها مستويات عالية من الأصول المتداولة تكون أعلى قدرة على توليد موارد داخلية، وهذا نتيجة أن تكلفة الأموال التي تم استثمارها في رأس المال العامل للشركات منخفضة، وبالتالي فإن الشركات التي لديها تدفقات نقدية عالية تستطيع إدارة رأس مالها العامل بفعالية عالية، لهذا نستطيع القول أن التدفق النقدي يعبر على قدرة الشركات التوليد الأموال الداخلية بكل فعالية (Syamsuddin, 2023, p. 957).

يعتبر التدفق النقدي مؤشر من مؤشرات الأداء المالي للشركات، وبالتحديد التدفق النقدي الخاص بالأنشطة التشغيلية، الذي يتمثل في كمية النقد الذي تكسبه الشركة وتستعمله في أنشطتها، وحسب نظرية الإشارة إن الشركات ذات الأداء المرتفع توفر تدفق نقدي نتيجة أنشطتها التشغيلية، وبالتالي فإن الشركات تصبح قادرة على تسديد مصروفاتها الداخلية من خلال الأموال المنجرة من الأنشطة التشغيلية دون اللجوء للاقتراض من أطراف أخرى، وعليه فإن الشركات التي يرتفع فيها التدفق النقدي الناتج من الأنشطة التشغيلية فإنه ينخفض احتمال تعرضها للضائقة مالية، والعكس صحيح (Giarto & Fachrurrozie, 2020, p. 16).

كما ترى نظرية المقايضة مستويات التدفقات النقدية المثلى في الشركات يتم المحافظة عليها عند نقطة تعادل أين تتساوى فيها التكلفة والفائدة للاحتفاظ بالأموال، يبين ارتفاع التدفقات النقدية الخارجة على التدفقات النقدية الداخلة أن الشركات ليس لديها القدرة على التحكم في سيولتها ومستوى ديونها، وأن مخزونات سيئة، ويبين أيضا أن المديرين الماليين للشركة ليس لهم الكفاءة في اتخاذ القرارات التمويلية، إن الإدارة الفعالة للتدفقات النقدية له علاقة وطيدة باستمرار وبقاء الشركات (Rosemary, Prince, & Jack, 2021, p. 702).

إن المستثمرين يرون أن الشركات التي لديها تدفقات نقدية عالية ولديها القدرة على الاستثمار تكون غير محفوفة بالمخاطر، إن الشركات التي لديها كفاية في التدفقات النقدية يضمن لها توفر الأموال بشكل فوري تساهم في تسديد التزاماتها دون اللجوء إلى الاقتراض، وبالتالي فإن التدفق النقدي يعتبر عاملاً مهماً ضمان نجاح الشركات (Briggs & Wobo, 2023, pp. 1-2).

ويتم التعبير على التدفق النقدي وفقاً للصيغة التالية (Syamsuddin, 2023)، (Rao, Kumar, & Madhavan, 2018):

$$\text{التدفق النقدي} = \frac{(\text{الربح بعد الضريبة} + \text{الاهتلاكات})}{\text{إجمالي الأصول}}$$

8.1. سياسة توزيع الأرباح:

منذ نشأة الشركات المساهمة، شكّلت سياسة توزيع الأرباح أحد المحاور الجوهرية في قراراتها المالية، إذ يسعى المساهمون إلى تحقيق عوائد من خلال توزيعات الأرباح، في حين يرى بعضهم أن توزيع صافي الأرباح بالكامل ليس دائماً الخيار الأمثل، خصوصاً إذا كان على حساب نمو الشركة أو استقرارها المالي، وتعتبر سياسة توزيع الأرباح جزءاً أساسياً من استراتيجية التمويل، حيث تُمثل مصدراً للتمويل الداخلي من خلال الأرباح المحتجزة، ويتم تحديد نسبة التوزيع عادةً بناءً على توصية من مجلس الإدارة، وبما يتناسب مع ملكية كل مساهم، حيث يُنظر إلى توزيعات الأرباح كوسيلة لتحقيق عوائد للمستثمرين، لكنها في الوقت نفسه تُحمّل الشركة مسؤولية الحفاظ على استقرارها المالي بعد تقليص السيولة المتاحة. فبينما يُسهم التوزيع في تلبية توقعات المساهمين والتقليل من ضغوطهم، فإنه قد يقلل من قدرة الشركة على تمويل استثماراتها المستقبلية ذاتياً، ما يستلزم موازنة دقيقة بين رضا المستثمرين واستدامة النمو (Elmizaev & Elmurodov, 2018).

لا يمكن النظر إلى سياسة توزيع الأرباح بمعزل عن هيكل التمويل العام للشركة، إذ ترتبط القرارات المتعلقة بالتوزيعات ارتباطاً وثيقاً بنسبة الديون إلى حقوق الملكية. فالشركات ذات الاعتماد العالي على الديون غالباً ما تتبنى سياسات توزيعات أرباح أكثر تحفظاً، وذلك بهدف تقليل الحاجة إلى اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية إضافية، وما يترتب على ذلك من تكاليف معاملات وفوائد مرتفعة (Kadim, Sunardi, & Husain, 2020, p. 860)، وتُعد الأرباح المحتجزة من العوامل الأساسية المؤثرة في

سياسة توزيع الأرباح ونسبة التوزيع المتبعة من قبل الشركة. فعندما تُظهر الشركة ارتفاعاً في مستوى الأرباح المحتجزة مقارنة بالفترات السابقة، فإن ذلك يُعزز من قدرتها على دفع توزيعات أرباح أعلى للمساهمين (Salvator, Robiyanto, & Harijono, 2020, p. 2)، ستخدم توزيعات الأرباح في بعض الحالات كمؤشر غير مباشر على نمو الشركة، إذ تميل الشركات ذات معدلات النمو المرتفعة إلى الاحتفاظ بجزء أكبر من أرباحها لتمويل مشاريع التوسع، مما يؤدي غالباً إلى نسب توزيع أرباح أقل، كما ترتبط جودة التقارير المالية بعلاقة إيجابية مع سياسات التوزيع، فكلما زادت موثوقية وجودة الإفصاحات المالية، ارتفعت نسبة توزيعات الأرباح، ما يعكس أداءً مالياً أفضل وامتناناً أقوى للضوابط التنظيمية، علاوة على ذلك، تُسهم توزيعات الأرباح في الحد من احتمالية إساءة استخدام التدفقات النقدية من قبل الإدارة، لا سيما في الشركات التي تمتلك رأس مال داخلي كافٍ لتغطية احتياجاتها الاستثمارية. فاعتماد سياسة توزيع أرباح متوازنة يساعد في تقليل ظاهرة الاستثمار المفرط (Xu & Xu, 2018, p. 185).

تعد تغييرات توزيعات الأرباح مؤشراً مهماً على توقعات الإدارة حول مستقبل الشركة، حيث يترتب القادة في رفع الأرباح إلا إذا كانوا واثقين من قدرتها على الحفاظ على مستوى أعلى مستدام من الأرباح على المدى المقبول. هذا يوحي بأن توزيعات الأرباح لا تتفاعل مع التحركات القصيرة المدى في الأرباح، بل تعكس التغيرات طويلة المدى، في هذا السياق، أشار Modigliani & Miller إلى أنه عندما تعتمد شركة سياسة توزيع أرباح ثابتة ثم تُجري تعديلاً عليها، فسوف يربط المستثمرون هذا التغيير بتغير تقديرات الإدارة لأداء الشركة مستقبلاً، ومن هنا، فإن اتخاذ الإدارة لقرار تعديل توزيعات الأرباح يمكن اعتباره انعكاساً صريحاً لتوقعاتهم بشأن الربحية المستقبلية (Batabyal & Robinson, 2016, p. 4).

بحسب نظرية Modigliani & Miller، فإن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على سعر السهم، وأوضحا أن القيمة السوقية للشركة تتحدد بناءً على قوة أرباحها وإجمالي أصولها، كما أن قرارات توزيع الأرباح (توزيعات الأرباح أو أرباح محتجزة) لا تؤثر على قيمة الشركة، وتقر هذه النظرية أن المساهمين يحبذون المستويات العالية من توزيعات الأرباح على الأرباح المكتسبة مستقبلاً ومكاسب رأس المال (Safitri, Fuady, & Wahyudi, 2020, p. 764).

تُعد توزيعات الأرباح أقل خطورة، في نظر المستثمرين، مقارنةً بالأرباح المستقبلية غير المؤكدة الناتجة عن بيع الأصول أو إعادة استثمار الأرباح المحتجزة، ولهذا السبب، يُولي المستثمرون أهمية كبيرة

للشركات التي تعتمد سياسات توزيع أرباح سخية ومنظمة، كما أن سياسة توزيع الأرباح المتبعة تُسهم في تحديد طبيعة قاعدة المستثمرين المستهدفة، حيث تتجذب فئات معينة من المستثمرين إلى الشركات التي تقدم عوائد نقدية منتظمة. وإذا بُني تقييم الشركات على هذا الأساس، فإن ذلك يعزز من قدرتها على الوصول إلى مصادر التمويل الخارجي، وعليه إن قيام الشركات بدفع توزيعات أرباح لمساهميها يُعد إشارة إيجابية على متانتها المالية واستقرارها، في حين أن غياب تلك التوزيعات قد يُفسر كمؤشر على ضعف الأداء أو عدم وضوح الرؤية المستقبلية (Salman, 2019, p. 168).

تُشير نظرية التسلسل الهرمي (الانقراط التدرجي للتمويل) إلى أن الشركات التي تمتلك أرباحاً كافية لتمويل مشاريعها الاستثمارية تميل إلى تفضيل إعادة استثمار هذه الأرباح بدلاً من توزيعها على شكل أرباح نقدية. وبهذا، تتطوي النظرية على وجود علاقة عكسية بين الربحية وتوزيعات الأرباح؛ فكلما زادت ربحية الشركة، قلَّت حاجتها للاعتماد على التمويل الخارجي، وبالتالي انخفضت ميولها نحو توزيع الأرباح، في حين إن هذه العلاقة ليست مطلقة أو صارمة، إذ أن الشركات ذات الربحية العالية أقل لجوءاً للتمويل بالديون، قد تختار توزيع جزء من الأرباح على المساهمين (Rohov, Kolodiziev, & Shulga, 2020, p. 41).

تفيد نظرية الإشارة بأن الشركات تلجأ إلى توزيعات الأرباح كوسيلة لنقل توقعاتها بشأن الأداء المستقبلي إلى المستثمرين الخارجيين، ولا سيما في ظل وجود تفاوت في المعلومات بين الإدارة والمساهمين، وحسب هذه النظرية يتأنى المديرين عادةً في خفض توزيعات الأرباح، لأن مثل هذا الإجراء قد يُفسره المستثمرين على أنه إشارة سلبية تعكس ضعف التوقعات المستقبلية للأرباح، مما قد يؤدي إلى تراجع في قيمة السهم (Ashraf , Bibi, & Zheng, 2016, p. 283).

تُشير نظرية الوكالة إلى أن الشركات غالباً ما تميل إلى تقليص توزيعات الأرباح بسبب التزاماتها المالية، حيث تُعطى الأولوية لسداد الديون والمتطلبات التشغيلية قبل النظر في توزيع الأرباح على المساهمين. وتُعزى هذه السلوكيات إلى القلق من أن ارتفاع مستويات الديون قد يعرّض الشركة لمخاطر الإفلاس، مما يُحفّز المديرين على توجيه الموارد المالية المتاحة بكفاءة، كما توضح النظرية أن هناك علاقة استبدالية بين توزيعات الأرباح ومستوى الدين، حيث تعد إحدى الآليات الفعّالة للحد من مشكلات تضارب المصالح (نزاعات الوكالة) (Hairudin & Desmon, 2020, pp. 73-74).

9.1. فرص النمو:

تسعى الشركات العالمية إلى تحقيق النمو الاقتصادي، إذ إنها لا تعتبر الاستقرار طويل الأمد هدفًا كافيًا بحد ذاته. ويُعزى ذلك إلى اعتمادها الكبير على عوائد النمو في سداد الديون طويلة الأجل وتقليص المخاطر المالية، فالنمو الاقتصادي المرتفع يُنظر إليه على أنه فرصة استراتيجية تتيح لها تعزيز قدرتها على الاقتراض، وبالتالي تمويل احتياجاتها الاستثمارية المتزايدة بشكل مستدام (Ahsan, Wang, & Qureshi, 2016, p. 379).

يقع على عاتق مجلس الإدارة مسؤولية تخصيص موارد الشركة بشكل فعال ضمن أصولها، إذ يُعتمد عليه في إدارة عمليات الشركة بما يحقق أقصى قدر من الأرباح، مما يسهم في تعظيم ثروة المساهمين على المدى الطويل. وتعتمد الشركات عادةً على مزيج من رأس المال الخاص والتمويل بالدين لتمويل أنشطتها، ويُعد هذا المزيج المالي أداة استراتيجية رئيسية لتحقيق أهدافها. ويُقاس نجاح الشركة أو فشلها بمدى كفاءتها في استغلال أصولها وتوظيف مواردها بالشكل الأمثل (Rahayu, 2019, p. 981).

يُعد نمو الأصول (الموجودات) أحد المؤشرات الرئيسية في تحليل الميزانية العمومية، ويُفسر هذا النمو بشكل مزدوج، إذ يحمل دلالات إيجابية من جانب، وسلبية من جانب آخر. فمن الناحية الإيجابية، يشير ارتفاع الأصول إلى زيادة النفقات الرأسمالية، والتي ترتبط غالبًا بفرص استثمارية واعدة. كما يعكس هذا النمو ثقة قوية من قبل سوق رأس المال في أداء الشركة وكفاءة إدارتها، أما من الناحية السلبية، فقد يُنظر إلى هذا النمو كمؤشر على وجود حوافز لدى الإدارة لتعظيم مكاسبها الخاصة، وفي مثل هذه الحالات، قد يدرك المستثمرون وجود خلل محتمل، مما يثير مخاوف بشأن العوائد المستقبلية، خاصة في ظل عدم تناسق المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، فالإدارة تمتلك معلومات أكثر دقة حول الأداء المستقبلي، وبالتالي يتم تعديل توقعات العائد وفقًا لذلك (Delkhosh & Abdollah, 2017, p. 147).

يتطلب نمو أصول الشركة بشكل متسارع توفير موارد مالية كبيرة في المستقبل. ولذلك، غالبًا ما يلجأ المديرون إلى سياسة حجز الأرباح بدلاً من توزيعها على المساهمين، بهدف إعادة استثمارها في مشاريع ذات جدوى عالية لتعزيز النمو والعائد على المدى الطويل. فكلما ارتفع معدل نمو الشركة، زادت حاجتها إلى تمويل إضافي لدعم هذا التوسع، وعادةً ما تميل الشركات إلى تفضيل الأرباح المحتجزة على

توزيع الأرباح النقدية، نظرًا للتكاليف المرتبطة بتوزيع الأرباح، خاصة عندما تكون الفرص الاستثمارية متاحة. فكلما زادت نسبة الأرباح المحتجزة لدعم النمو، انخفض حجم الأرباح التي يتم توزيعها على المساهمين (Wahjudi, 2020, p. 6).

وفقًا لنظرية الوكالة إن الشركات التي يغلب عليها تمويل الملكية تميل إلى تقليل حجم الاستثمارات إلى ما دون المستوى الأمثل، وذلك بهدف تحويل جزء من ثروة حملة السندات إلى المساهمين، عليه تنتبأ هذه النظرية أنه توجد علاقة سلبية بين فرص النمو ومستوى الديون (Ibrahim & Lau, 2019, p. 79).

استنادًا إلى نظرية المقايضة، تميل الشركات التي تتمتع بفرص استثمارية مرتفعة إلى الحفاظ على مستويات منخفضة من الرافعة المالية، وذلك لتفادي مشكلات نقص الاستثمار واستبدال الأصول، والتي تنشأ نتيجة تعارض المصالح بين المساهمين وحملة السندات. وعليه، فإن هذه النظرية تنتبأ بوجود علاقة سلبية بين مستوى الرافعة المالية وفرص الاستثمار المتاحة للشركة (Alfawareh, Al-Kofahi, & Daoud, 2021, p. 2148).

تشير نظرية ترتيب الأولوية إلى أن الشركات ذات معدلات النمو المرتفعة غالبًا ما تحتاج إلى تمويل إضافي لدعم فرصها الاستثمارية، وهو ما قد لا يتوافر من خلال الموارد الداخلية وحدها. وبما أن هذه النظرية تقترض أن الإدارة تفضل تسلسلاً معيناً للتمويل، فإنها تميل أولاً إلى استخدام التمويل الداخلي، وإذا اضطرت إلى اللجوء إلى التمويل الخارجي، فإنها تفضل الديون على إصدار الأسهم. وبالتالي، يُتوقع أن تعتمد الشركات سريعة النمو بشكل أكبر على التمويل القائم على الديون، هذه النظرية تنتبأ بوجود علاقة إيجابية بين النمو والاعتماد على الديون (Vintilă, Gherghina, & Toader, 2019, p. 4).

وترى العديد من الدراسات منها دراسة (Khalid, Ahmad, & Abubakar, 2020) ودراسة (Czerwonka & Jaworski, 2021) أنه يتم قياس نمو الشركات عبر استخدام النسبة المئوية السنوية للتغير في إجمالي الأصول حسب الصيغة التالية:

$$\text{نمو الشركة} = \text{النسبة المئوية السنوية للتغير في إجمالي الأصول}$$

وهناك العديد من الدراسات التي تعبر عن نمو الشركات عبر المعدل السنوي للتغير في المبيعات (Vintilă, Gherghina , & Toader, 2019)، (Lisboa, 2017)، وكذلك هناك من استخدم نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية لإجمالي الموجودات لفرص النمو (Panda & Nanda, 2020)، في حين البعض يرى فرصة النمو تتمثل بنسبة القيمة السوقية لإجمالي حقوق الملكية إلى القيمة الدفترية لإجمالي حقوق الملكية (Elgayar, 2025).

2. محددات هيكل رأس المال على المستوى الاقتصادي الكلي

إن المحددات على المستوى الاقتصادي الكلي والتي تحدد هيكل رأس المال في الشركات تختلف من بلد لآخر، ومن أهم العوامل الرئيسية التي تؤثر على اختيار هيكل رأس المال في الشركات هي:

1.2. الناتج المحلي الإجمالي:

يعتبر الناتج المحلي الإجمالي مؤشرا مهما لتحديد الحالة المالية لاقتصاد الدولة ككل، يستخدم في قياس الأداء الاقتصادي للدولة، حيث يساهم في اتخاذ اجراءات للتقليل من التضخم، وكيفية تحقيق الاستقرار و/أو النمو الاقتصادي، كما أنه يتعامل مع الأنشطة المالية للقطاعات المساهمة في الاقتصاد الوطني (Fraumeni, 2022, p. 1)، كما يعبر على الناتج المحلي الإجمالي من خلال الانفاق الإجمالي عند استهلاك السلع والخدمات، إن ارتفاع مستويات الدخل عند الأفراد يكون نتيجة الاستقرار الاقتصادي لكل دولة (Purwohandoko & Iriani, 2021, p. 46).

إن الناتج المحلي الإجمالي يتكون من الاستهلاك والاستثمار والانفاق الحكومي وصافي الصادرات، وعليه فهو يعكس الأنشطة الاقتصادية لكل القطاعات الناشطة في اقتصاد الدولة، ولهذا فإن متخذي القرار في الدولة يراقبون حركته بصفة دائمة، لأن انخفاض الناتج المحلي الإجمالي يدل على ركود اقتصاد البلد (Singh, 2017, p. 51).

باعتبار أن الناتج المحلي الإجمالي أهم محدد للاقتصاد الكلي في الدول، يحظى بالاهتمام من طرف الباحثين والدارسين في المجال المالي، حيث يرون أنه هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين نمو الناتج المحلي الإجمالي ومستويات الديون في الشركات، وهذا ما تؤكدته نظرية التسلسل الهرمي (الانتقاط التدريجي للتمويل) التي تقر أن هناك علاقة سلبية بين النمو الاقتصادي والرافعة المالية، ويرجع هذا لتفضيل الشركات للتمويل الداخلي على التمويل الخارجي حينما تقوم بحجز أرباحها حسب هذه

النظرية، وعليه إن احتجاز الأرباح يوفر لها النقد الذي يساهم في تمويل أنشطتها (Kędzior, 2012, p. 77).

ويرى الباحث Gunardi أن الشركات تميل إلى اختيار التمويل الداخلي والأرباح المحتجزة بدل الاقتراض في حالة ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي (Gunardi, Firmansyah, Widyaningsih, & Rossi, 2020)، وأظهرت نتائج دراسة (Mursalim, Mallisa, & Kusuma, 2017) أنه هناك وجود علاقة سلبية بين الناتج المحلي الإجمالي وهيكل رأس المال، كما أظهر نتائج دراسة (Musa, 2020) أن الناتج المحلي الإجمالي له تأثير إيجابي على هيكل رأس المال، ويتم التعبير على النمو في الناتج المحلي الإجمالي كنسبة مئوية للتغير في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي السنوي (Yarba & Güner, 2019).

2.2. التضخم:

يعبر التضخم على الزيادة المستمرة في المستويات العامة للأسعار، حيث تمس هذه الزيادة جميع قطاعات الاقتصاد وليس سلعة أو خدمة معينة، وبعبارة أخرى الزيادة على المستوى الكلي، حيث يؤثر التضخم على عملية اعداد الميزانية وتخطيطها، كما أنه يؤثر على عملية الاستثمار والنمو الاقتصادي، وللتضخم مجموعة من الآثار السلبية منها تناقص قوة العملة الوطنية وهذا ما يتسبب في انخفاض الرفاهية الاقتصادية للأفراد، خصوصا ذوي الدخل الثابت (Okoye, Olokoyo, Ezeji, Okoh, & Evbuomwan, 2019, p. 25).

لا يمثل الزيادة في سعر سلعة أو خدمة فقط تضخما إذا لم يمتد لزيادة الأسعار لكل السلع الأخرى، تعمل الدول على التحكم في مستويات التضخم من خلال المحافظة على استقرار العملة الخاصة بها وهذا من خلال جانبين أولا استقرار العملة مقابل السلع والخدمات، ثانيا استقرار العملة مقابل العملات الأخرى، حيث تسعى الدول إلى تخفيف من حدة التضخم من خلال اتخاذ سياسات واجراءات خاصة (Caraka & Sugiyarto, 2016, p. 112).

إن التضخم يلزم على الشركات تكبد تكاليف عالية وهذا راجع لارتفاع أسعار المواد الخام ، وهذا ما يدفعها لزيادة أسعار بيع سلعها، كما تواجه الشركات انخفاض في أنشطتها التشغيلية وهذا راجع إلى انخفاض مبيعاتها نتيجة تراجع القدرة الشرائية للمواطنين (Naja & Natsir, 2023, p. 654).

الحالة الاقتصادية للبلد تلعب دورا حاسما في قرارات هيكل رأس المال، حيث أن الشركات التي تعتمد على التمويل بالديون بشكل كبير (الرافعة المالية مرتفعة) تتأثر بمعدلات التضخم، باعتبار أن

التضخم يخفض من القيمة الحقيقية للديون، وهذا يفيد الشركات ذات الرافعة المالية العالية، كما أن هذه الشركات تتأثر بشكل آخر بالتضخم الذي تستفيد منه البنوك المركزية وهذا برفع أسعار الفائدة الإسمية (Fabiani & Piersanti, 2024, p. 5).

ترى نظرية المقايضة أن التضخم يؤثر بشكل إيجابي على قرارات هيكل رأس المال للشركات، وتقر النظرية أن الرفع من سعر الفائدة الناتج عن التضخم يرفع من الفائدة الضريبية للاقتراض، وهذا يحفز الشركات للاستخدام الديون لتمويل عملياتها، في حين ترى نظرية التسلسل الهرمي (الالتقاط التدريجي للتمويل) أن التضخم ليس له أي تأثير على قرارات هيكل رأس المال (Belema & Odi, 2019, p. 92)، ويتم التعبير على معدل التضخم بنسبة مئوية من معدل التضخم السنوي لكل دولة (M'ng, Rahman, & Sannacy, 2017, p. 7).

3.2. سعر الصرف:

يمثل سعر الصرف سعر عملة بلد معين مقابل عملة بلد آخر، حيث أن سعر الصرف في أي بلد يتحدد وفق العرض والطلب على عملتها وفقا للعرض والطلب على العملة الأجنبية (Usman & Olayiwola, 2019, p. 27)، تؤثر أسعار الصرف على كل من أسعار السلع والخدمات، سعر الفائدة، وميزان المدفوعات، المعاملات التجارية بين الدول والشركات، وبالتالي فإن التأثير يكون على المستوى الكلي (الاقتصاد ككل) (Setiawanta, Utomo, Ghozali, & Jumanto, 2020, p. 354).

ويعبر على سعر الصرف على أنه عملية مقارنة للعملة المختلفة، وتسمح هذه المقارنة للشركات بمراقبة أسعار البيع والشراء والتي بدورها تؤثر على قيمة الشركات (Pratama & Akhmadi, 2024, p. 4583).

إن سعر الصرف عبارة عن عقد للمدفوعات المستقبلية بين العملات، إن انخفاض سعر الصرف يصاحبه انخفاض مؤشرات سعر الأسهم وهذا يقلل الطلب على الأموال، وعليه فإن المستثمرين عليهم اختيار الزمان الأمثل لبيع و/أو شراء الأسهم، وهذا يساهم في ارتفاع النشاط التجاري وأيضا زيادة ربحية الشركات، وبالتالي زيادة سعر السهم، وهذا يبين أن سعر الصرف يؤثر ايجابيا على سعر أسهم الشركات، وباعتبار أن سعر الصرف يساهم في الرفع من سعر الأسهم في الشركات فإن هذا يدفع الشركات للاعتماد على حقوق الملكية (الأسهم) عند الحاجة للتمويل (Sekolastika, Giriati, & Pebrianti, 2023, p. 474).

في ظل عدم استقرار البيئة الاقتصادية التي تتميز بانخفاض سعر الصرف، وبالتالي انخفاض الرافعة المالية للشركات، وحسب نظرية التسلسل الهرمي (الالتقاط التدريجي للتمويل) فإن الشركات تحبذ إعادة استثمار أرباحها من أجل تمويل أنشطتها، تعتمد الشركات على التمويل الداخلي عند مستوى أدنى من انخفاض سعر الصرف، ولكل قد تحبذ التمويل عن طريق الاقتراض، لأن تستفيد من فوائد التصدير والتي تكون أعلى من تكلفة الاقتراض، وحسب نظرية المقايضة فإن الشركات تمول أنشطتها عند طريق الديون الخارجية للاستفادة من المزايا الضريبية، تحبذ الشركات التي لديها مستويات منخفضة من الديون الرفع من مستويات ديونها مع انخفاض سعر الصرف، وهذا نتيجة أن مميزات تراجع تكلفة الديون مع ميزة الضريبية تنقص من صدمة تقليل سعر الصرف، وبالتالي فإن هذا يدفع الشركات للمعادلة بين إيجابيات وسلبيات ارتفاع الديون عند اتخاذ قرارات التمويل (Yadav & Panda, 14 Apr 2023, p. 5).

4.2. سعر الفائدة:

يمثل سعر الفائدة التكلفة المنجزة من الاقتراض، كما أن الشركات تولي أهمية كبيرة لسعر الفائدة عند طلب التمويل عن طريق الاقتراض، فهي تحبذ اللجوء للتمويل عن طريق الديون حينما تكون أسعار الفائدة منخفضة (Musa, 2020, p. 6).

تقترض الشركات ديون من البنوك أو عن طريق اصدار سندات لتمويل أنشطتها واستثماراتها، عندما تكون أسعار الفائدة منخفضة، وهذا ما يقر أن أسعار الفائدة تعتبر أهم محدد لقرار هيكل رأس المال في الشركات، إن الميزة التي يقدمها سعر الفائدة المنخفض جعل الديون أنجع طريقة للتمويل وأيضا تعتبر المؤشرات الايجابية التي توضح المركز المالي الجيد للشركات أهم ضمان لحقوق المقترضين وأيضا تجعل الالتزام بالعقود مضمونا، وعليه فإن سعر الفائدة يؤثر بشكل إيجابي على قرارات هيكل رأس المال في الشركات (Yeboah, Yeboah, Atuahene, & Darko, 2024, p. 138).

كما يمثل سعر الفائدة العائد على حقوق الملكية أو تكلفة الفرصة البديلة الناتجة عن تأخير الاستهلاك الحالي، يساهم سعر الفائدة في توزيع العرض من الائتمان على مجموعة من الطلبات التي تتنافس عليه (Usman & Olayiwola, 2019, p. 26).

باعتبار أن الفائدة تمثل تكلفة الاقتراض، فإن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى تراجع اعتماد الشركات على التمويل عن طريق الديون، وهذا ما يدفع البنوك إلى عرض قروضها على الشركات من أجل تحقيق أرباح عالية، وترى نظرية المقايضة أن الفوائد الضريبية للفائدة تقلل من العبء الضريبي على الشركات،

وعليه فإن سعر الفائدة يؤثر على قرارات التمويل عن طريق الديون (Zein & Ångström, 2016, p. 7)،

3. تطوير الفرضيات

1.3. حجم الشركات:

لقد تعددت الأبحاث التي تعتبر أن حجم الشركات أهم المؤشرات التي تساهم في اتخاذ الشركات قرارات حول كيفية اختيار هيكل رأس المال، إن الحجم يؤثر على طرق التمويل في الشركات، الشركات الكبيرة تعتمد في تمويلها على الديون وحقوق الملكية وهذا لتوفر على ميزة التنوع (Sharif & Muhammad, 2019)، كما أنها تستفيد من تدفق نقدي أكثر استقراراً، وهذا ما يجنبها تحمل مخاطر الإفلاس، كما أن الشركات الكبيرة لها القوة عند التفاوض للحصول على الديون وهذا بأقل تكلفة (تكاليف المعاملات منخفضة) (Martini & Hoffmann, 2017).

ووفقاً لنظرية المقايضة فإن الشركات كبيرة الحجم تتجه إلى اللجوء للتمويل عن طريق الديون بدل حقوق الملكية، وهذا لامتلاكها لقدر كبير من الأصول وأيضاً تمتعها بالتنوع، كما أنها تحقق تدفق نقدي مستقر، على عكس الشركات الصغيرة التي تملك أصول أقل وبالتالي قدرة أقل على مفاوضة المقرضين، ما يجعل نظرية المقايضة تفترض أن حجم الشركات يؤثر إيجابياً على الرافعة المالية (Vijayakumaran & Vijayakumaran, 2018).

أما نظرية التسلسل الهرمي (الالتقاط التدريجي للتمويل) تقرر أن الشركات الكبيرة تعتمد على قدر أقل من الديون عند الرغبة في الحصول على التمويل، (Sheikh & Qureshi, 2017)، (Thanh & Huong, 2017)، وعليه تفترض هذه النظرية أن حجم الشركات يؤثر سلباً على الرافعة المالية، وعليه فكلما زاد حجم الشركات انخفضت قدرتها على جذب القروض طويلة الأجل، وهذا لأن الشركات الكبيرة يكون لديها مستوى عدم التناقص في المعلومات مرتفع، وبالتالي فهي تحبذ التمويل عن طريق إصدار الأسهم (Alipour, Mohammadi, & Derakhshan, 2015).

إن حجم الشركات يرتبط إيجابياً مع الرافعة المالية (إجمالي الديون) وهذا ما تنص عليه نظريتي المقايضة والوكالة، أي أن الشركات الكبيرة تكون أكثر تنوعاً على عكس الشركات الصغيرة، وعليه فإن ميول الشركات الكبيرة إلى الاقتراض بسبب أن مخاطر الإفلاس منخفضة بالنسبة لها، وهذا ما يتفق مع

دراسة (Vijayakumaran & Vijayakumaran, 2018)، كما تفسر دراسة (Abdulla, 2017) التأثير الإيجابي للحجم على الرافعة المالية هو أن الشركات الكبيرة لها مستوى منخفض من تكاليف الإفلاس، وهذا ما يدفع الدائنون إلى تقديم أموال أكثر، ومن جهة أخرى فإن الشركات الكبيرة في حالة تعرضها للضائقة مالية فهي لا تتعرض للتصفية بشكل كبير، في حين ترى دراسة (Thanh & Huong, 2017) أن السمعة والشهرة الجيدة للشركات الكبيرة يدفع المستثمرين والأفراد والمؤسسات الأخرى إلى الانجذاب لسندات التي تصدرها، وهذا ما تتفق معه كل من الدراسات (Jouini, 2022)، (Nyeadi, Banyen, & Mbawuni, 2017)، (Sheikh & Qureshi, 2017).

كما أشارت العديد من الدراسات إلى أن حجم الشركات يؤثر سلبا على الرافعة المالية منها (Rao, Kumar, (Nhung, Lien, & Hang, 2017)، (Nasimi, Nasimi, & Islam, 2018)، (Masnoon & Saeed, (Pepur, Ćurak, & Poposki, 2016)، & Madhavan, 2018)، (Gharaibeh & AL-Tahat, 2020)، (2014).

وعلى ضوء ما سبق، واستنادا إلى الدراسات السابقة، تم اقتراح الفرضية التالية:

H_{1.a}: للحجم تأثير إيجابي على إجمالي الديون في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية.

توجد العديد من الدراسات التي تدرس أثر حجم الشركات على كل من الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل فيما يخص هيكل رأس المال في المؤسسات، حيث تقر دراسة (Nhung, Lien, & Hang, 2017) أن حجم الشركات له تأثير سلبي على الديون قصيرة الأجل وتأثير إيجابي على الديون طويلة الأجل، وعليه فإن الشركات الصغيرة تحبذ التمويل بالديون قصيرة الأجل كما أنها دائما تسعى إلى خفض من نسبة اعتمادها على التمويل بالديون طويلة الأجل، على عكس الشركات الكبيرة.

لقد أشارت العديد من الدراسات إلى الحجم يؤثر إيجابيا على الديون قصيرة الأجل، فحسب دراسة (Yazdanfar, Öhman, & Homayoun, 2019) فإن الشركات الصغيرة والمتوسطة ستقوم بالرفع من ديونها قصيرة الأجل عند تعرضها للأزمات لكي تقوم بتغطية النقص في الأرباح المحتجزة، وعليه يعتبر التمويل عن طريق الديون قصيرة الأجل أحسن بديل عن التمويل بالديون طويلة الأجل، وهذا ما يتوافق مع دراسة كل من (Thanh & Huong, (Nyeadi, Banyen, & Mbawuni, 2017)، (2017) كما وجدت العديد من الدراسات أن حجم الشركات يؤثر سلبا على الديون قصيرة الأجل منها

(Sethi & Tiwari, (Bhat, Chanda, & Bhat, 2020), (Nhung, Lien, & Hang, 2017) 2016).

وعلى ضوء ما سبق، واستناداً إلى الدراسات السابقة، تم اقتراح الفرضية التالية:

H_{1,b}: للحجم تأثير إيجابي على الديون قصيرة الأجل في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية.

كما تشير العديد من الدراسات إلى الحجم يؤثر إيجابياً على الديون طويلة الأجل، حسب دراسة (Nyeadi, Banyen, & Mbawuni, 2017) إن الشركات كبيرة الحجم تتميز بأن لها أصول مرتفعة، كما أن مستويات السيولة لديها عالية، ونسبة استحواذ على الملكية الإدارية عالية، وبالتالي فهي تتوفر على الضمانات وإنها تتمتع بالثقة في المديرين وكفاءتهم وقدرتهم على الاستثمار بشكل فعال وحكيم، وعليه فإن نسبة الديون طويلة الأجل على مستواها تكون مرتفعة، كما ترى دراسة (Thanh & Huong, 2017) أن حجم الشركات يؤثر إيجابياً على الديون طويلة الأجل، وهذا يفسر على أساس أن الشركات الكبيرة تكون لها سمعة جيدة وتتمتع بالشهرة وهذا ما يسهل عليها الحصول على الديون طويلة الأجل من البنوك التجارية، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Nyeadi, Banyen, & Mbawuni, 2017)، (Proença, Laureano, & Laureano, 2014)، كما وجدت العديد من الدراسات أن حجم الشركات يؤثر سلباً على الديون طويلة الأجل منها (Bhat, Chanda, & Bhat, 2020)، (Yazdanfar, Öhman, & Homayoun, 2019).

H_{1,c}: للحجم تأثير إيجابي على الديون طويلة الأجل في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية.

2.3. الربحية:

لقد تعددت الأبحاث التي تقرر أن ربحية الشركات من أهم المحددات التي تساهم في اتخاذ الشركات قرارات حول كيفية اختيار هيكل رأس المال، تؤثر الربحية على قرارات التمويل في الشركات، حيث ترى نظرية التسلسل الهرمي (الالتقاط التدريجي للتمويل) أن انخفاض الديون يؤدي إلى ارتفاع الأرباح، وتقرر أن التمويل عن طريق الأموال الداخلية يكون أرخص من التمويل عن طريق الديون، وبالتالي فإن الشركات ذات الربحية العالية تكون أقل اقتراضاً، وعليه تتوقع هذه النظرية وجود علاقة سلبية بين الربحية وإجمالي الديون (Nyeadi, Banyen, & Mbawuni, 2017).

أما نظرية المقايضة فتري أن ارتفاع الأرباح سيحمل الشركات المزيد من الديون وهذا لزيادة أرباحها من الإعفاءات الضريبية على مدفوعات الفائدة، كما أن الشركات ذات الربحية العالية تكون أقل عرضة لمخاطر الإفلاس، وعليه تتوقع هذه النظرية وجود علاقة إيجابية بين الربحية وإجمالي الديون (Vo, 2017).

تعددت الدراسات حول التأثير الإيجابي للربحية على الرافعة المالية (إجمالي الديون)، وفقا لدراسة (Gill, Biger, & Mathur, 2011) فإن الارتفاع في حجم الديون له ارتباط بالارتفاع في مستوى الربحية، وعليه كلما زاد مستوى الديون زادت ربحية الشركات، كما تقر دراسة (Ramnohe & Seetah, 2020) أن الشركات تسعى دائما إلى تعظيم قيمتها ويكون هذا عند نسبة مثلى من الديون، وبما أن قيمة الشركات تحدد وفقا لمستويات الربحية التي تحققها، وعليه فإن الشركات تكون أكثر ربحية عند نسبة الديون المثلى.

كما أشارت العديد من الدراسات إلى أن الربحية يؤثر سلبا على الرافعة المالية فحسب دراسة (Abdulla, 2017) إن الشركات التي لديها أرباح عالية تحبذ أن تكون لها رافعة مالية منخفضة، وهذا لوجود أرباح محتجزة مرتقعة تستطيع استعمالها في التمويل كبديل على التمويل الخارجي، وهذا ما يفسر التأثير السلبي للربحية على الرافعة المالية، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Thanh & Huong, 2017)، (Sheikh & Qureshi, 2017)، (Gharaibeh & AL-Tahat, 2020)، (Sethi & Tiwari, 2016)، (Hacini, Mohammedi, & Dahou, 2022).

وعلى ضوء ما سبق، واستنادا إلى الدراسات السابقة، تم اقتراح الفرضيات التالية:

H_{2.a}: للربحية تأثير إيجابي على إجمالي الديون في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية.

تقر الدراسات أن العلاقة بين الربحية والديون قصيرة الأجل إيجابية، ويدل هذا على التمويل عن طريق الديون قصيرة الأجل له تكلفة منخفضة، وعليه لأن الرفع من الديون قصيرة الأجل وبمعدل فائدة قليل سوف يؤدي إلى الرفع من الربح (Gill, Biger, & Mathur, 2011)، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Mahmood, Dongping, & Ahmed, 2021)، (Saputri, Fitriyana, & Yusoff, 2021)، (Sethi & Tiwari, 2016).

كما أشارت العديد من الدراسات إلى أن الربحية يؤثر سلباً على الديون قصيرة الأجل فحسب دراسة (Vo, 2017) إن الشركات التي تحقق أرباح عالية تحبذ التقليل التمويل عن طريق الديون قصيرة الأجل، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Nhung, Lien, & Hang, 2017)، (Yazdanfar, Öhman, & Homayoun, 2019)، (Stoiljkovic, Tomic, Lekovic, & Matic, 2022).

وعلى ضوء ما سبق، واستناداً إلى الدراسات السابقة، تم اقتراح الفرضيات التالية:

H_{2,b}: للربحية تأثير إيجابي على الديون قصيرة الأجل في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية.

تقر الدراسات أن العلاقة بين الربحية والديون طويلة الأجل إيجابية، فحسب دراسة (Vo, 2017) إن الشركات التي تحقق أرباح عالية تلجأ إلى التمويل عن طريق الديون طويلة الأجل مع التقليل من التمويل عن طريق الديون قصيرة الأجل، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Stoiljkovic, Tomic, Lekovic, & Matic, 2022)، (Sukma, Nurtina, & Nainggolan, 2022).

كما أشارت العديد من الدراسات إلى أن الربحية يؤثر سلباً على الديون طويلة الأجل فحسب دراسة (Sethi & Tiwari, 2016) حيث تتماشى نتيجة هذه الدراسة مع نظرية التسلسل الهرمي (الالتقاط التدريجي للتمويل)، حيث تلجأ الشركات ذات الربحية العالية إلى التمويل عن طريق مصادرها الداخلة بدلاً من الديون طويلة أجل، ويرى (Abor, 2005) الرفع من الديون طويلة الأجل له ارتباط بانخفاض مستويات الربحية، وعليه فإن لجوء الشركات إلى التمويل عن طريق الديون طويلة الأجل يسبب انخفاض ربحية الشركات، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Nhung, Lien, & Hang, 2017)، (Nyeadi, Banyen, & Mbawuni, 2017).

وعلى ضوء ما سبق، واستناداً إلى الدراسات السابقة، تم اقتراح الفرضيات التالية:

H_{2,c}: للربحية تأثير إيجابي على الديون طويلة الأجل في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية.

3.3. هيكل الأصول (الملموسة):

تعتبر الأصول الملموسة من أهم المحددات التي على أساسها يقوم اتخاذ قرارات هيكل رأس المال، إذ ترى نظرية المقايضة أن الشركات التي لها أصول ملموسة عالية تكون لديها ضمانات كبيرة تستفيد منها في حالة تعرضها إلى الإفلاس، وعليه فهي تستطيع اللجوء إلى التمويل عن طريق الديون، ولهذا

تفترض هذه النظرية إلى وجود علاقة إيجابية بين هيكل الأصول (الملموسة) والرافعة المالية (Stoiljkovic, Tomic, Lekovic , & Matic, 2022).

في حين ترى نظرية التسلسل الهرمي (الانقطاعات التدريجي للتمويل) إن الشركات التي تملك أصول ملموسة قليلة، يكون لديها عدم التناسق في المعلومات المتعلق بالأصول الملموسة مرتفع، ولهذا يصبح إصدار الأسهم أقل تكلفة، وبالتالي لا تلجأ الشركات ذات الأصول الملموسة المرتفعة إلى التمويل عن طريق الديون، وعليه تفترض هذه النظرية إلى وجود علاقة سلبية بين هيكل الأصول (الملموسة) والرافعة المالية (Sibindi, 2018).

تعددت الدراسات حول التأثير الإيجابي هيكل الأصول (الملموسة) على الرافعة المالية (إجمالي الديون)، وفقا لدراسة (Rao, Kumar, & Madhavan, 2018) فإن الشركات العاملة في قطاع التصنيع لديها القدر الكافي من الأصول الملموسة تستطيع اللجوء للتمويل عن طريق الديون، وترى أيضا دراسة (Benkraiem, Gurau, Hoang, Lahiani, & Seran-Luu, 2021) حينما تكون نسبة الأصول الثابتة مرتفعة، يدل هذا على أن مستوى الضمان مرتفع وتكلفة الإفلاس منخفضة مع مستوى عدم تماثل المعلومات منخفض، وعليه مستويات الديون التي توافق عليها البنوك تصبح مرتفعة، وهذا ما يفسر العلاقة الإيجابية بين الملموسية والرافعة المالية، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Bukair, 2019)، (Rossi, 2014)، (AKGÜL & SİGALI, 2018)، (Vijayakumaran & Vijayakumaran, 2018).

كما أشارت العديد من الدراسات إلى أن هيكل الأصول (الملموسة) يؤثر سلبا على الرافعة المالية فحسب دراسة (Rao, Kumar, & Madhavan, 2018) فإن الشركات العاملة في قطاع الخدمات ليس لديها القدر الكافي من الأصول الملموسة تستطيع اللجوء للتمويل عن طريق الديون، كما ترى دراسة (Pepur, Ćurak, & Poposki, 2016) أن أصول الملموسة للشركات محل الدراسة لا تعتبر ضمانا جيدا ضد مخاطر الإفلاس، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Masnoon & Saeed, 2014)، (Alipour, Mohammadi, & Stoiljkovic, Tomic, Lekovic , & Matic, 2022)، (Derakhshan, 2015)، (Hacini, Mohammedi, & Dahou, 2022).

وعلى ضوء ما سبق، واستنادا إلى الدراسات السابقة، تم اقتراح الفرضيات التالية:

H_{3,a}: لهيكل الأصول (الملموسة) تأثير إيجابي على إجمالي الديون في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية.

تقر الدراسات أن العلاقة بين هيكل الأصول (الملموسة) والديون قصيرة الأجل إيجابية، ويدل هذا على أن الشركات تلجأ إلى التمويل عن طريق الديون قصيرة الأجل باعتبار أن المقرضين لا يشترطون عليها تقديم إي ضمانات للحصول الديون قصيرة أجل (Rao, Kumar, & Madhavan, 2018)، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Nhung, Lien, & Hang, 2017).

كما أشارت العديد من الدراسات إلى أن هيكل الأصول (الملموسة) يؤثر سلبا على الديون قصيرة الأجل فحسب دراسة (Thanh & Huong, 2017) إن الشركات التي لديها أصول ملموسة منخفضة فهي تحبذ التمويل قصير الأجل مثل الائتمان التجاري و/أو الديون قصيرة الأجل باعتبارها لا تتطلب ضمانات، وترى دراسة (Vo, 2017) أن الشركات التي لديها الأصول الملموسة مرتفعة يكون لديها ديوناً قصيرة الأجل منخفضة، وعليه سيصبح لديها هيكل تمويلي مرن أكثر، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Stoiljkovic, Tomic, Lekovic, & Alipour, Mohammadi, & Derakhshan, 2015)، (Matic, 2022).

وعلى ضوء ما سبق، واستنادا إلى الدراسات السابقة، تم اقتراح الفرضيات التالية:

H_{3,b}: لهيكل الأصول (الملموسة) تأثير إيجابي على الديون قصيرة الأجل في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية.

تقر الدراسات أن العلاقة بين هيكل الأصول (الملموسة) والديون طويلة الأجل إيجابية، فحسب دراسة (Pyoko, 2023) إن ارتفاع مستويات الأصول الملموسة في الشركات يسبب ارتفاع مستويات الديون طويلة الأجل، وبالتالي فإن هذه الشركات ستستخدم هذه الأصول طويلة الأجل كضمانات للحصول على التمويل طويل الأجل، كما يتم استفادة من جزء منها لتمديد فترات تسديد المزيد من القروض طويلة الأجل، وترى دراسة (AKGÜL & SİGALI, 2018) أن الشركات التي لديها أصول ملموسة عالية تتعرض في بعض الأحيان لضائقة مالية، وبالتالي فهي تتحمل بعض من هذه التكاليف وعليه فهي تلجأ إلى الديون طويلة الأجل، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Kandel, Karki, KC, 2024)، (Dahal, 2024)، (Thanh & Huong, 2017)، (Rao, Kumar, & Madhavan, 2018).

كما أشارت العديد من الدراسات إلى أن هيكل الأصول (الملموسة) يؤثر سلباً على الديون طويلة الأجل، فحسب دراسة (Nhung, Lien, & Hang, 2017) إن الأصول الثابتة لشركات تساهم بشكل كبير الخفض من مستويات الديون طويلة الأجل، وهذا نتيجة سعيهم لتخفيض التكاليف المالية للشركات الفيتنامية، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Daskalakis, Balios, & Dalla, 2017)، (Rao, Kumar, & Madhavan, 2018).

وعلى ضوء ما سبق، واستناداً إلى الدراسات السابقة، تم اقتراح الفرضيات التالية:

H_{3,c}: لهيكل الأصول (الملموسة) تأثير إيجابي على الديون طويلة الأجل في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية.

4.3. السيولة:

تعتبر السيولة من أهم المؤشرات التي يقوم عليها اتخاذ قرارات هيكل رأس المال، إذ ترى نظرية المقايضة أن الشركات التي لها مستويات عالية من السيولة تكون لها القدرة على الوفاء بالتزاماتها في وقت محدد، وهذا ما يدفعها إلى اللجوء إلى التمويل عن طريق الديون، ولهذا تفترض هذه النظرية إلى وجود علاقة إيجابية بين هيكل الأصول (الملموسة) والرافعة المالية (Ponce, Montalvo, & Murillo, 2019).

في حين ترى نظرية التسلسل الهرمي (الانقراط التدريجي للتمويل) إن الشركات التي تملك مستويات عالية من السيولة، ستكون لديها مستويات منخفضة من الديون، حيث يفضل متخذي القرار على مستوى الشركات ذات السيولة المرتفعة استخدام التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة) بدلاً من التمويل عن طريق الديون، وهذا من أجل تخفيض من التكاليف، وعليه تفترض هذه النظرية إلى وجود علاقة سلبية بين السيولة والرافعة المالية (Bt Shahr & Manja, 2018).

تعددت الدراسات حول التأثير الإيجابي للسيولة على الرافعة المالية (إجمالي الديون)، وفقاً لدراسة (Abdulla, 2017) إن الشركات ذات السيولة المرتفعة لها القدرة على الحصول على الديون، كما أنها تستطيع الوفاء بالتزاماتها عن طريق استخدام السيولة المرتفعة لديها، وهذا ما يفسر العلاقة الإيجابية بين السيولة والرافعة المالية، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Pepur, Ćurak, & Poposki, 2016)، (Kirshin & Volkov, 2018)، (Awan & Amin, 2014)، (Babu & Chalam, 2014).

كما أشارت العديد من الدراسات إلى أن السيولة تؤثر سلباً على الرافعة المالية فحسب دراسة (Mardan, Moeljadi, Sumiati, & Indrawati, 2023) أن سيولة عالية في الشركات تدل على امتلاك الشركات أصولاً سائلة مرتفعة تمول بها أنشطتها، وعليه فهي تعتمد بشكل قليل على الديون، وفي حال حاجتها للتمويل الخارجي فهي تعتمد على إصدار أوراق مالية أولاً، كما ترى دراسة (Ponce, Montalvo, & Murillo, 2019) أن الشركات التي لها سيولة عالية تعتمد على الأموال الداخلية عند التمويل بدلاً من الديون وهذا نظراً لارتفاع أسعار الفائدة على الضمانات، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Wulandari & Wulandari, 2015)، (Alipour, Mohammadi, & Derakhshan, 2015)، (Arilyn, 2020)، (2024)، (Hacini, Mohammedi, & Dahou, 2022).

وعلى ضوء ما سبق، واستناداً إلى الدراسات السابقة، تم اقتراح الفرضيات التالية:

H_{4.a}: للسيولة تأثير إيجابي على إجمالي الديون في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية.

تقر الدراسات أن العلاقة بين السيولة والديون قصيرة الأجل إيجابية، ويدل هذا على أن الشركات ذات السيولة المرتفعة تلجأ إلى التمويل عن طريق الديون قصيرة الأجل وهذا لانخفاض تكاليف الحصول عليها (Kandel, Karki, KC, & Dahal, 2024)، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Al-Smadi, 2019).

كما أشارت العديد من الدراسات إلى أن السيولة تؤثر سلباً على الديون قصيرة الأجل فحسب دراسة (Ali, Rangone, & Farooq, 2022) أن الشركات محل الدراسة تحبذ أن تمول أنشطتها من خلال أصولها المتداولة والأموال المتراكمة، ومصادر التمويل الداخلية بدل من التمويل عن طريق الديون قصيرة الأجل، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Šeligová & Košťuríková, 2019)، (Elgayar, 2025)، (Vo, 2017).

وعلى ضوء ما سبق، واستناداً إلى الدراسات السابقة، تم اقتراح الفرضيات التالية:

H_{4.b}: للسيولة تأثير إيجابي على الديون قصيرة الأجل في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية.

تقر الدراسات أن العلاقة بين السيولة والديون طويلة الأجل إيجابية، فحسب دراسة (Al-Smadi, 2019) تعتبر الشركات التي له مستويات جيدة من السيولة تستطيع الوفاء بسرعة ووقت محدد فإن هذا

يعطيها صورة جيدة لدى المقرضين لإقراضها بتكلفة قليلة، وعليه فإن الشركات ذات السيولة المرتفعة تلجأ لتمويل عن الديون طويلة الأجل، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Ali, Rangone, & Farooq, 2022)، (Kandel, Karki, KC, & Dahal, 2024)، (Thanh & Huong, 2017).

كما أشارت العديد من الدراسات إلى أن السيولة تؤثر سلباً على الديون طويلة الأجل، فحسب دراسة (Ab Wahab & Ramli, 2014) إن الشركات محل الدراسة تعتمد بشكل منخفض على الديون طويلة الأجل، وهذا بسبب أنها تعتمد على الأصول المتداولة لتمويل الديون قصيرة الأجل، وهذا ما يرفع من قوة سيولة أصولها، فهي تميل إلى الاقتراض طويل الأجل بشكل منخفض، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Šeligová & Košťuríková, 2019)، (Alipour, Mohammadi, & Derakhshan, 2015).

وعلى ضوء ما سبق، واستناداً إلى الدراسات السابقة، تم اقتراح الفرضيات التالية:

H_{4.c}: للسيولة تأثير إيجابي على الديون طويلة الأجل في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية.

5.3. الإعفاء الضريبي لغير الديون:

يعتبر الإعفاء الضريبي لغير الديون من أهم الأسس التي يقوم عليها اتخاذ قرارات هيكل رأس المال، إذ ترى نظرية المقايضة أن الشركات تسعى للتمويل عن طريق الديون للاستفادة من الاعفاء الضريبي، ولكن ارتفاع الاعفاء الضريبي لغير الديون كإعفاءات الضرائب الخاصة بالاستهلاك والاستثمار يدفع الشركات إلى التقليل من اللجوء للتمويل عن طريق الديون، وبالتالي فنظرية المقايضة تفترض وجود علاقة سلبية بين الاعفاء الضريبي لغير الديون والرافعة المالية (Rahman, Hossain, & Sen, 2024).

في حين ترى نظرية التسلسل الهرمي (الانقطاع التدريجي للتمويل) أيضاً أن الشركات تحبذ الأموال الداخلية أولاً ثم الديون، عند الرغبة في تمويل أنشطتها، وإذا استفادت الشركات من الاعفاء الضريبي لغير الديون أكثر، يصبح لها أموال يتم توليدها داخلياً، وعليه فهي تخفض من حاجتها إلى إصدار الديون (Danso, Fosu, Agye, Ntim, & Adegbite, 2021).

تعددت الدراسات حول التأثير الإيجابي للإعفاء الضريبي لغير الديون على الرافعة المالية (إجمالي الديون)، وفقاً لدراسة (Elgayar, 2025) أن الشركات التي تستفيد من الاعفاءات ضريبية بشكل كبير تحبذ الرفع من مستويات الديون، وهذا لأنها تعتبر الاعفاءات الضريبية كبداً للخصومات الضريبية

الناتجة عن الفوائد، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Godakanda & Manawaduge, 2022)، (Lisboa, 2017)، (Ali, Rangone, & Farooq, 2022).

كما أشارت العديد من الدراسات إلى أن الإعفاء الضريبي لغير الديون يؤثر سلباً على الرافعة المالية فحسب دراسة (Aini, Suherman, & Mardiyati, 2022) إن الشركات التي لها مستويات عالية من الإعفاءات ضريبية لغير الديون ستعمل مستويات منخفضة من الديون عند الرغبة في التمويل وعليه حينما يرتفع الاعفاء الضريبي لغير الديون يصاحبه انخفاض كبداية لخصومات الضريبة الناتجة عن الفوائد، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Akinlosotu & Ukwuoma, 2019)، (Tasneem & Masroor, 2024)، (Czerwonka & Jaworski, 2021).

وعلى ضوء ما سبق، واستناداً إلى الدراسات السابقة، تم اقتراح الفرضيات التالية:

H_{5.a}: للإعفاء الضريبي لغير الديون تأثير إيجابي على إجمالي الديون في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية.

تقر الدراسات أن العلاقة بين الإعفاء الضريبي لغير الديون والديون قصيرة الأجل إيجابية، بما أن الاستهلاك والاندثار مرتبطان بالأصول الثابتة، وباعتبار الشركات دائماً تسعى إلى تحديث أصولها الثابتة فهي تلجأ إلى التمويل الخارجي قصير الأجل بشكل غير مباشر نوعاً ما (Lisboa, 2017)، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Czerwonka & Jaworski, 2022)، (Nyeadi, Banyen, & Mbawuni, 2017).

كما أشارت العديد من الدراسات إلى أن الإعفاء الضريبي لغير الديون يؤثر سلباً على الديون قصيرة الأجل فحسب دراسة (Nguyen & Rern, 2016) عند الرفع من معدلات الضرائب فإن الشركات تستعمل مصادر تمويل مختلفة خلافاً للتمويل عن طريق الديون، وهذا من أجل الاستفادة من الاعفاء الضريبي لغير الديون، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Ali, Rangone, & Farooq, 2022)، (Nguyen & Bui, 2025).

وعلى ضوء ما سبق، واستناداً إلى الدراسات السابقة، تم اقتراح الفرضيات التالية:

H_{5.b}: للإعفاء الضريبي لغير الديون تأثير إيجابي على الديون قصيرة الأجل في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية.

تقر الدراسات أن العلاقة بين الإعفاء الضريبي لغير الديون والديون طويلة الأجل إيجابية، فحسب دراسة (Ali, Rangone, & Farooq, 2022) إن الشركات التي تريد الاستثمار أكثر في الأصول الثابتة، يرتفع مستوى الاستهلاك لديها، كما يمكنها تحمل مستويات عالية من تكاليف استهلاك والإطفاء، وعليه فهي تلجأ إلى التمويل عن طريق الديون طويلة الأجل، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Kandel, Karki, KC, & Dahal, 2024)، (Elgayar, 2025)، (Czerwinka & Jaworski, 2022).

كما أشارت العديد من الدراسات إلى أن الإعفاء الضريبي لغير الديون يؤثر سلباً على الديون طويلة الأجل، فحسب دراسة (Nhung, Lien, & Hang, 2017) أن معدلات الضريبة لغير الديون مرتفعة تساهم في تخفيض التكاليف المالية في الشركات، وعليه التخفيض من مستويات الديون طويلة الأجل بطريقة غير مباشرة، وهذا ما يتوافق مع كل من دراسة (Proença, Laureano, & Laureano, 2014)، (Nunes & Serrasqueiro, 2017)، (Nyeadi, Banyen, & Mbawuni, 2017).

وعلى ضوء ما سبق، واستناداً إلى الدراسات السابقة، تم اقتراح الفرضيات التالية:

H_{5.c}: للإعفاء الضريبي لغير الديون تأثير إيجابي على الديون طويلة الأجل في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية.

من خلال ما سبق سوف نلخص فرضيات الدراسة وفقا لنظرية المقايضة ونظرية التسلسل الهرمي (الانقطاع التدريجي للتمويل) باعتبارهما أكثر نظريتين معترف بهما من خلال الدراسات لفهم كيفية اتخاذ القرارات بشأن هيكل رأس المال في الشركات.

الجدول رقم (2-1): ملخص لمحددات وتوقعات نظرية المقايضة ونظرية التسلسل الهرمي

المحددات	نظرية المقايضة	نظرية التسلسل الهرمي
حجم الشركات	+	-
الربحية	+	-
هيكل الأصول (الملموسية)	+	-
السيولة	+	-
الإعفاء الضريبي لغير الديون	-	-

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على الدراسات السابقة

خلاصة الفصل:

نظرا للأهمية التي يكتسبها هيكل رأس المال في الشركات، بين هذا الفصل أهم العوامل والمحددات التي يتأثر بها متخذي القرار عند تحديد هيكل رأس المال الشركات، وقد تتمثل في المحددات على مستوى الاقتصاد الجزئي والمحددات على مستوى الاقتصاد الكلي، كما تطرقنا لتطوير فرضيات الدراسة لمعرفة مدى تأثير المحددات على مستوى الاقتصاد الجزئي على قرارات هيكل رأس المال في الشركات، وقم تم اختيارها على أساس مدى أهميتها وتأثيرها عليه.

الفصل الثالث:

الإجراءات المنهجية للدراسة

مقدمة الفصل:

تمثل المؤسسات القاعدة الأساسية لدفع عجلة التنمية والاقتصاد الوطني، وهذا من خلال العديد من المؤشرات والتي تتمثل في التقليل من معدلات البطالة، وخلق مناصب عمل التي توفر مستوى معيشي حسن للأفراد، كما أنها تساهم في الرفع من الناتج المحلي الوطني، وتساهم بشكل كبير في دعم سياسات التصدير.

وفي الجزائر تعتبر المؤسسات العمومية والمؤسسات الخاصة ذات أهمية لما تقدمه للاقتصاد الجزائري، فهي تساهم في توفير عدد كبير من المناصب كل سنة، كما أنها تساهم بشكل فعال في الرفع من الناتج المحلي الوطني، والرفع من القيمة المضافة، وهذا ما سنتطرق له في هذا الفصل.

كما يحاول هذا الفصل تقديم إطار منهجي للدراسة إنطلاقا بتطور المؤسسات الجزائرية، مروراً بطرق جمع بيانات وعينة الدراسة، وأهم تقنيات التي تم استخدامها في تحليل البيانات (الأساليب الإحصائية، نموذج البيانات اللوحية (The Panel Data model)، نموذج بيانات اللوحة الديناميكية (The dynamic panel data model))، وصولاً إلى تقدير نموذج الدراسة.

1. تطور المؤسسات في الجزائر:

تعتبر المؤسسات الركيزة الأساسية لتطور الدول، لما تقدمه من إضافة لاقتصاد هذه الأخيرة، وباعتبارها محرك بديل للتنمية الاقتصادية، من خلال مساهمتها في الرفع من الناتج المحلي للدول، والدفع عجلة التصدير، وكذا خلق مناصب عمل وبالتالي الحد من البطالة.

حيث تعرف المؤسسات على أنها "إطار تنظيمي يتمتع بالاستقلالية في اتخاذ القرارات، حيث تقوم بإنتاج سلع أو خدمات، حيث تستطيع أن تقوم بتنفيذ عدة نشاطات، كما تستطيع أن تكون لديها عدة فروع" (OECD, 2015, p. 24)، كما أنها تعتبر "كيان أو وحدة (شخص طبيعي، أو معنوي) تقوم بممارسة نشاط اقتصادي يساهم في تلبية حاجيات السوق" (Boehlke & Tomanek, 2021, p. 693)، ويعرفها أيضا (Jinoria, 2014, p. 134) "أنها وحدة اقتصادية قانونية مستقلة تتكون من أشخاص وممتلكات ولديها التزامات وأنشطة اقتصادية تسعى لتحقيق الربح"، وتعرف المؤسسة من طرف (KHODJA, 2019, p. 1) على أنها "الخليط بين الموارد البشرية والمادية تستعمل لإنتاج سلع و/أو خدمات مقدمة للبيع".

ويعرف المشرع الجزائري في القانون رقم 08-12 المؤرخ في 25 يونيو 2008 المؤسسة على أنها "كل شخص طبيعي أو معنوي أيا كانت طبيعته يمارس بصفة دائمة نشاطات الإنتاج أو التوزيع أو الخدمات أو الاستيراد" (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، 2008، صفحة 11).

❖ ويتم تصنيف المؤسسات وفقا لعدة معايير ومن أهمها:

أ) معيار الحجم:

حسب هذا المعيار تصنف المؤسسات إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات الكبيرة، حيث يعتمد القانون الجزائري على أربع (04) معايير أساسية في تصنيف المؤسسات حسب الحجم (عدد العمال، رقم الأعمال السنوي، الحصيلة السنوية، الاستقلالية) وهذا ما ذكر في كل من المواد 8، 9، 10 في القانون رقم 17-02 الخاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذي صدر في 2017، كما موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-1): معايير تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

الاستقلالية	الحصيلة السنوية	رقم الأعمال السنوي	عدد العمال	
تتمثل في الأشخاص المستخدمين، الحدود	أقل من 20 مليون دينار جزائري	أقل 40 مليون دينار جزائري	من 01 إلى 09 عمال	المؤسسة الصغيرة جدا
المعتبرة لتحديد رقم الأعمال أو مجموع	أقل من 200 مليون دينار جزائري	أقل من 400 مليون دينار جزائري	من 10 إلى 49 عامل	المؤسسات الصغيرة
الحصيلة، المؤسسة المستقلة	من 200 مليون إلى 01 مليار دينار جزائري	من 400 مليون إلى 04 ملايين دينار جزائري	من 50 إلى 250 عامل	المؤسسات المتوسطة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، 2017،

صفحة 6)

ووفق لما جاء به القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نقصد بالاستقلالية حسب المادة 05 الأشخاص المستخدمون: عدد الأشخاص الموافق لعدد وحدات العمل السنوي، أي عدد العاملين الدائمين وأيضاً العاملين المؤقتين يعتبران من وحدات العمل السنوية، أما الحدود المعتبرة لتحديد رقم الأعمال أو مجموع الحصيلة هي التي تتعلق بأخر نشاط مقفل لمدة 12 شهر، ويقصد بالمؤسسة المستقلة هو أنه لا يجب على يتم امتلاك 25% من رأس مالها فما أكثر من طرف مؤسسة أو مجموعة من المؤسسات الأخرى.

أما المؤسسات الكبيرة فهي تلك المؤسسات التي يفوق عدد عمالها 250 عامل، كما يفوق رقم أعمالها السنوي 04 ملايين دينار جزائري، أما الحصيلة السنوية لها تفوق 01 مليار دينار جزائري.

(ب) معيار النشاط الممارس تصنف المؤسسات إلى ثلاث قطاعات:

➤ القطاع الأول: ويتمثل في المؤسسات الفلاحية التي تضم: النشاط الزراعي كما أنا تكون متخصصة في تربية المواشي، وأيضاً الصيد البحري، والعديد من الأنشطة التي ترتبط بالأرض والطبيعة (بوشربية، 2020/2019، صفحة 11).

➤ **القطاع الثاني:** ويتمثل في المؤسسات الصناعية والتي تقوم على تحويل المواد الأولية إلى منتجات في شكل النهائي أو يمكن استخدامها مرة أخرى (وسيط)، بعبارة أخرى هي تلك المؤسسات التي تمتعن الصناعة كالصناعة الميكانيكية، صناعة وسائل الإنتاج، مواد الغذائية.... إلخ (زرفة، 2019/2018، صفحة 67).

➤ **القطاع الثالث:** تتمثل في المؤسسات التي يختلف نشاطها عن القطاعين السابقين وهي تضم كل من المؤسسات الخدمية، المؤسسات المالية، المؤسسات التجارية.

ويمكن توضيح تصنيف المؤسسات وفق لمعيار النشاط الممارس في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-2): تصنيف المؤسسات وفق لمعيار النشاط الممارس

القطاع الأول	المؤسسات الفلاحية	الزراعة، تربية المواشي، الصيد البحري، إنتاج الخشب، المناجم...
القطاع الثاني	المؤسسات الصناعية	صناعة وسائل الإنتاج، صناعة التحويلية، صناعة مواد البناء، مواد التنظيف، المواد الغذائية بأنواعها...
القطاع الثالث	المؤسسات الخدمية	وسائل النقل البري والمواصلات، الخدمات السياحية...
	المؤسسات المالية	البنوك، شركات التأمين
	المؤسسات التجارية	التي تمتعن التجارة

المصدر: من إعداد الباحثة

ج) المعيار القانوني:

يقوم تصنيف المؤسسات على حسب طبيعة النشاط والغاية وملكية رأس المال، سنأخذ في تصنيف المؤسسات وفق المعيار القانوني ملكية رأس المال، وعليه تصنف المؤسسات إلى مؤسسات القطاع العام ومؤسسات القطاع الخاص، والمؤسسات المختلطة.

➤ **مؤسسات القطاع العام:** تعرف المؤسسات العمومية على أنها "هي تلك المؤسسات التي تكون ملك للدولة بصفة مباشرة أو غير مباشرة، وهذا عن طريق الملكية أو التعاون المالي، بعبارة أخرى تكون لها ملكية رأس المال بالأغلبية أو الملكية تكون بأكثر عدد من المساهمين" (Martial, Fesquet, Roos, 2016, p. 148) & Tronyo, 2016, p. 148، كما يعرفها الباحثين (Baa & Chatteraj, 2022, p. 3) "هي

المؤسسات التي تعمل على توفير السلع و/أو الخدمات الأساسية للأفراد، ويكون هدفها تشجيع النمو الاقتصادي وتلبية حاجيات الأفراد، وملكيته تعود للدولة أو الجزء الكبير من ملكيتها للدولة"، حيث تقسم المؤسسات العمومية إلى:

✓ المؤسسات العمومية ذات الطابع الصناعي والتجاري:

إن المؤسسات العمومية ذات الطابع الصناعي والتجاري عبارة عن مؤسسات تقوم بتسيير الخدمات العمومية، كما أنها تخضع للقانون العام، حيث لا يمكن أن تعلن إفلاسها ولا يمكن خوصصتها، ومن أهم أهدافها ضمان التوافق بين إيراداتها ونفقاتها، وبالتالي فهي لا تسعى لتحقيق الربح، حيث أنها تسعى دائما لخدمة المصلحة العامة، وهذا يعني أنها تقدم مجموعة من الخدمات للأفراد، ومن أمثلة على هذا النوع من المؤسسات نجد مؤسسة سونلغاز Sonelgaz، مؤسسة الجزائرية للمياه Algérienne Des Eaux، مؤسسة بريد الجزائر Algérie Poste الخ (زوايمية، 2022، صفحة 14).

✓ المؤسسات العمومية الاقتصادية:

إن المؤسسات العمومية الاقتصادية تهدف إلى دفع عجلة الاقتصاد الوطني، كما أنها تقوم بأداء مهام المرفق العمومي الاقتصادي، حيث تتمثل في مجموعة من الأشخاص والأموال وتتمتع بالشخصية القانونية، كما أنها تتمتع بالاستقلالية المالية والإدارية، تخضع للقانون الخاص، حيث يمكن إعلان إفلاسها ويمكن أن تصبح ملك للخواص، ويتمثل نشاطها في إنتاج السلع والتوزيع، ومن أمثلة على هذا النوع من المؤسسات نجد المؤسسة الوطنية للصناعات الكهرومنزلية ENIEM، المؤسسة الوطنية للسيارات الصناعية snvi..... الخ (بوشريبة، 2020/2019، صفحة 10)، وتتمتع المؤسسات العمومية الاقتصادية وفقا للمادة 03 من القانون 01-88 التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية بالشخصية المعنوية التي تسرى عليها قواعد القانون التجاري الا اذا نص صراحة على أحكام قانونية خاصة، أما وفقا للمادة 04 فإن المؤسسة العمومية الاقتصادية تتميز عن الهيئات العمومية بصفتها أشخاصا معنوية خاضعة للقانون العام ومكلفة بتسيير الخدمات العمومية، والجمعيات والتعاونيات والتجمعات الاخرى (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، 1988، صفحة 31).

كما تم تعريف المؤسسات العمومية الاقتصادية في المادة 02 من الأمر 01-04 المتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية وتسييرها وخوصصتها أن المؤسسات العمومية الاقتصادية هي شركات تجارية تحوز فيها الدولة أو أي شخص معنوي آخر خاضع للقانون العام، أغلبية رأس المال الاجتماعي

مباشرة أو غير مباشرة. وهي تخضع للقانون العام، مع خضوعها في العديد من جوانبها لأحكام القانون الخاص (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، 2001، صفحة 10).

✓ المؤسسات التابعة للجماعات المحلية:

إن إقليم أي دولة يقسم إلى مناطق جغرافية تجمع مجموعة سكانية، تقوم هذه الأخيرة بانتخاب واختيار من يسيرونها ويسهر على مصالحها، كما تسمى بالجماعات المحلية وتتسم باللامركزية في الإدارة نتيجة أن نشاطها يكون على المستوى المحلي فقط (فيدمة، 2012، صفحة 120)، وفي الجزائر تتمثل الجماعات المحلية في:

أ- **البلدية:** تعرف البلدية وفقا للقانون 11- 10 الصادر في 2011 والمتعلق بالبلدية على أنها: "الجماعة المحلية الأساسية للدولة، تتمتع بالشخصية الاعتبارية، كما أنها تتمتع بالاستقلالية المالية"، وأيضا تعرف على أنها "قاعدة ذات تنظيم إداري لامركزي، وهي مكان لممارسة المواطنة، وتشكل إطار لمشاركة المواطنين في تسيير الشؤون العمومية"، وتمارس البلدية صلاحياتها في كل مجالات الاختصاص التي تخصها بموجب القانون (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، 2011، صفحة 7).

ب- **الولاية:** تعرف الولاية وفقا للقانون 12- 07 الصادر في 2012 والمتعلق بالولاية على أنها: "الجماعة المحلية للدولة، تتمتع بالشخصية الاعتبارية، كما أنها تتمتع بالاستقلالية المالية"، وأيضا تعرف على أنها "منطقة ذات تنظيم إداري لامركزي، كما أنها تعتبر مساحة لتنفيذ السياسة العمومية التشاورية بين الجماعات المحلية والدولة، وتعمل الولاية على دفع عجلة التنمية الاقتصادية والاجتماعية، والمساهمة في الرفع من المستوى المعيشي للمواطنين"، وتمارس الولاية صلاحياتها في كل مجالات الاختصاص التي تخصها بموجب القانون (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، 2012، الصفحات 8-9).

➤ **مؤسسات القطاع الخاص:** تعرف مؤسسات القطاع الخاص على أنها " تلك المؤسسات ذات الملكية الفردية أو الملكية الجماعية، وبعبارة أخرى الملكية الخاصة لوسائل الإنتاج والإدارة، ويعمل هذا المزيج من الملكية الخاصة على تحقيق أرباح وإيرادات تخدم المصلحة الخاصة، كما أن المؤسسات الخاصة تساهم بشكل كبير في دعم عجلة التنمية الاقتصادية والاجتماعية من خلال التصدير وتوفير مناصب الشغل، كما أنها تخضع في نظامها القانوني إلى القانون الخاص (القانون التجاري)" (عريس و بوزرب، 2019، صفحة 39)، وتقسم المؤسسات الخاصة إلى:

أ. المؤسسات الفردية:

تعتبر المؤسسات الفردية كل المؤسسة تكون ملكيتها إلى فرد أو تكون ملكيتها مشتركة (عائلة واحدة)، وفي حالة وفاة صاحب الملكية تصبح ملكية المؤسسة من حق الورثة أو يمكن أن تصبح للغير بطريقة قانونية، وترتبط الشخصية القانونية لهذا النوع من المؤسسات بشخصية صاحب رأس المال الذي قام بإنشاء المؤسسة، وتأخذ المؤسسات الفردية عدة أنواع منها مؤسسات إنتاجية ، مؤسسات خدمتية، مؤسسات تجارية...إلخ، وفي الغالب عدد العمال فيها يكون قليل (بدرابي، 2021-2022، صفحة 22)، كما يعرف الباحثين (Balaaji & Priyadharshany, 2018, p. 4172) المؤسسات الفردية على أنها " نوع من أنواع الأعمال التجارية تحمل اسما تجاريا، تكون ملكيتها وإدارتها لفرد واحد، ويعتبر هو المسؤول على رأس المال قانونيا، يتحمل جميع الخسائر والالتزامات كما يستفيد من الأرباح الإيرادات المحققة.

ب. المؤسسات الجماعية (الشركات):

الشركات هي عبارة عن مؤسسات تنشأ وفق عقد مبرم بين شخصين طبيعيين أو معنويان أو أكثر، يتشاركون برأس المال والعمل، حيث يتحمل أطراف العقد الخسائر والالتزامات، كما أنه يستفيد كل أطراف العقد الأرباح والإيرادات المحققة من أنشطتها (KHODJA, 2019, p. 23)، ويمكن تقسيم هذا النوع من المؤسسات كالتالي:

✓ **شركات الأشخاص:** هي مؤسسات ذات اعتبار شخصي، تنشأ وفق عقد بين مجموعة من الأطراف، إن هذا العقد يكون قائم على أساس السمعة والثقة المتبادلة بينهم، وكذا الخبرة في الأعمال التجارية، إذ لا يستطيع أحد الشركاء التنازل على حصته لأي طرف إلا بموافقة كل أطراف العقد، بسبب الشك في أهلية وثقة بالطرف المتنازل له (بن لطرش، 2023، صفحة 54)، ويتفرع عن هذا النوع من الشركات الأنواع التالية:

1. شركة التضامن: هي أهم نوع من شركات الأشخاص، حسب المواد 551-553 من القانون التجاري إن شركات التضامن " تقوم وفق تقديم حصص سواء نقدية أو عينية تكون متساوية أو متفاوتة بين الشركاء، يكتسي فيها الشركاء صفة التاجر، وهذا ما يجعلهم المسؤولون من غير تحديد وبالتضامن عن ديون الشركة، إن التسيير الإدارة في شركات التضامن يكون من حق الشركاء أو طرف خارجي يتم تعيينه

من طرف الشركاء، وعنوان هذا النوع من الشركات يكون باسم كل الشركاء أو بعضهم، كما أنه يجب أن يتبع بكلمة " وشركائهم " (القانون التجاري، 2007، صفحة 138).

2. شركات التوصية البسيطة: عبارة عن عقد يتم بين مجموعة من الأطراف يخضعون للقانون الأساسي للشركة، ويتم التفضيل بينهم حسب المساهمة المقدمة من طرفهم (شوايدية، 2021/2020، صفحة 15)، ويمكن التمييز بين نوعين من الشركاء هم الشركاء المتضامنون (Le commandité)، والشركاء الموصون (Le commanditaire):

1.2. الشركاء المتضامنون (Le commandité): ويقصد بهم الشركاء المسؤولون بالتضامن عن ديون الشركة، كما أنه لهم الحق في إدارة وتسيير شؤون الشركة وهذا لالتزامهم صفة التاجر، وعنوان وتسمية الشركة من نصيبهم (القانون التجاري، 2007، صفحة 141).

2.2. الشركاء الموصون (Le commanditaire): هم الشركاء الذين ليس لهم الحق في إدارة وتسيير شؤون الشركة، يحصلون على الأرباح حسب حصصهم في الشركة، غير مسؤولون تضامنا عن ديون الشركة بل حسب نسبة المساهمة فقط، وهذا لا يمنع ممارستهم الرقابة المالية في الشركة (KHODJA, 2019, p. 23).

3. شركة المحاصة: تتمثل شركة المحاصة في عقد بين مجموعة من الأطراف الطبيعيين، ينحصر نشاطها في الأعمال التجارية المؤقتة، يعني أنها شركة مستترة ولا يتم الإشهار بها (لا تملك قيد في السجل التجاري)، كما أنها لا تملك اسما تجاريا أو ذمة مالية، ومن أهم الأنشطة التي يقوم على أساسها هذا النوع من الشركات شراء منتجات و/أو المعدات وإعادة بيعها بهدف تحقيق أرباح وتحمل خسائر بين أطراف العقد (شوايدية، 2021/2020، صفحة 20).

✓ **شركات الأموال:** إن شركات الأموال قائمة على الاعتبار المالي وليس الاعتبار الشخصي، وعليه فهي عبارة عن عقد يبرم بين مجموعة من الأطراف يقوم على أساس المساهمة في رأس مال الشركة، يتحمل الشركاء الخسائر كل حسب نسبة مساهمته، كما أن المساهمين يحققون أرباح من هذه المساهمة تتمثل في الأرباح الموزعة (بوشريبة، 2020/2019، صفحة 9)، وتضم شركات الأموال الأنواع التالية:

1. شركات المساهمة (-SPA- Sociétés Par Actions): عرفها المشرع الجزائري في القانون التجاري من خلال المواد 592 و 594 و 610 على أنها " عبارة عن شركة يتكون رأس مالها من مجموعة من الحصص، حيث لا يقل عدد الشركاء في شركة المساهمة عن سبعة (07) شركاء، يتحملون

خسائر الشركة حسب مقدار مساهمة، في حال لجأت الشركة للاكتتاب العام للأسهم فإن رأس مالها يجب أن يتعدى خمسة (05) ملايين دينار جزائري، أما في حالة التأسيس المغلق فإنه يجب أن يبلغ الحد الأدنى لرأس مالها مليون (01) دينار جزائري، إن إدارة شركة يتولها ثلاث (03) أعضاء على الأقل واثنى عشر (12) عضو على الأكثر (القانون التجاري، 2007، صفحة 156/151/150).

2. الشركات ذات المسؤولية المحدودة (-SARL- Société A Responsabilité Limitée):

لقد تم التطرق لها في المادة 564 من القانون التجاري الجزائري "يستطيع فرد أو عدة أفراد إنشاء شركة ذات مسؤولية محدودة، ويتم تحمل الخسائر في هذه الشركة حسب نسبة المساهمة، في حالة كان هذا النوع من الشركات مملوك من طرف شخص واحد فقط تسمى مؤسسة ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة (-EURL- Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée)" (القانون التجاري، 2007، صفحة 142).

إن الشركات ذات المسؤولية المحدودة (SARL) تقرر بالمسؤولية المحدودة للشريك، حيث يكون رأس مالها في شكل حصص ذات قيمة اسمية 1000 دج على الأقل، وبمجموع رأس مال يتجاوز 100 000 دج غير قابلة للتداول، في حين يستطيع أحد الشركاء التنازل أو تحويل حصته لطرف آخر بخلاف الشركاء وهذا بعد موافقة أغلبية الشركاء (زرفة، 2019/2018، صفحة 62).

تكون إدارة الشركة ذات المسؤولية المحدودة (SARL) من طرف شخص أو عدة أشخاص من الشركاء أو خارجهم، حيث يتم إنشاء مجلس خاص باتخاذ القرارات وهذا عن طريق التصويت كل وفق مساهمته في الشركة، ويسمى هذا المجلس بجمعية الشركاء (Assemblée des associés) يترأسها مسير الشركة (القانون التجاري، 2007، صفحة 147/145).

3. شركة التوصية بالأسهم: وفقا للمادة 715 ثالثا (جديدة) من القانون التجاري فإن شركات التوصية بالأسهم هي "عبارة عن عقد بين مجموعة من الشركاء، شركاء متضامنون لهم صفة التاجر ومسؤولون بالتضامن على الخسائر وديون الشركة، وشركاء موصون ليس لهم أي مسؤولية عن خسائر وديون الشركة إلا وفق حصصهم فقط، حيث اشترط القانون التجاري الجزائري أن يتجاوز عدد الشركاء الموصون ثلاث (03) شركاء" (القانون التجاري، 2007، صفحة 214).

إن رأس مال شركة التوصية بالأسهم يكون مقسما إلى أسهم، بحيث أن حصص الشركاء المتضامنون غير قابلة للتداول، في أن حصص الشركاء الموصون قابلة للتداول (شواييدية، 2021/2020، الصفحات 88-89).

➤ **المؤسسات المختلطة:** هي تلك المؤسسات التي تقوم على الشراكة بين القطاع العام والقطاع الخاص، حيث يتمثل القطاع العام في الوزارات و/ أو المؤسسات العمومية، تُنشأ بغية تحكم الدولة في بعض القطاعات الاقتصادية، تساهم هذه الأخيرة في رأس المال بنسبة 51%، وهذا ما يقر سلطة وسيطرة الدولة في اتخاذ القرارات، وفقا لقاعدة (49/51)، في حين يخضع هذا النوع من المؤسسات لرقابة الدولة، وتنظيمها يكون وفق تشريعات وأحكام خاصة (زرفة، 2019/2018، صفحة 60).

1.1. مساهمة كل من المؤسسات العمومية والمؤسسات الخاصة في الاقتصاد الوطني الجزائري:

تلعب كل من المؤسسات العمومية والمؤسسات الخاصة في الجزائر دورا هاما في دفع عجلة الاقتصاد الجزائري وهذا يظهر من خلال مجموعة من المؤشرات نذكر أهمها:

أ) مساهمة كل من المؤسسات العمومية والمؤسسات الخاصة الجزائرية في توفير مناصب العمل خلال الفترة (2010-2019):

وفقا للإحصائيات المعلنة من طرف الديوان الوطني للإحصائيات (ONS) للسنوات 2010 إلى 2019 ، وبعد تجميعها تم استخلاص الجدول الموالي الذي يظهر تطور مناصب العمل التي وفرتها كل من المؤسسات العمومية والمؤسسات الخاصة الجزائرية خلال الفترة (2010-2019):

الجدول رقم (3-3): تطور مناصب العمل حسب القطاع القانوني خلال الفترة (2010-2019)

السنة	المؤسسات العمومية	المؤسسات الخاصة/ المؤسسة المختلطة
2010	3 346	6 390
2011	3 843	5 756
2012	4 354	5 816
2013	4 440	6 349
2014	4 100	6 139
2015	4 455	6 139

6 490	4 355	2016
6 857	4 001	2017
6 911	4 090	2018
7 014	4 267	2019

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (Direction Generale de la Prevision et des Politiques, 2022)

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن المؤسسات الخاصة والمؤسسة المختلطة استطاعت توفير عدد كبير من مناصب العمل خلال الفترة 2010-2019، وهذا يرجع لإتباع الدولة الجزائرية إستراتيجية فعالة لدعم الاستثمار الخاص.

كما نلاحظ أيضا من خلال الجدول أعلاه أن مناصب العمل التي وفرتها المؤسسات العمومية الجزائرية خلال الفترة 2010-2019 كانت في تذبذب، حيث كانت في ارتفاع من خلال الفترة 2010-2013 إذ بلغ سنة 2010 عدد المناصب 3 346 منصب، وسنة 2013 بلغ عدد المناصب 4 440 منصب عمل، أما سنة 2014 بلغ عدد المناصب التي تم توفيرها 4 100 منصب عمل، وفي سنة 2015 ارتفعت عدد المناصب الموفرة 4 455 منصب عمل، في حين أنه في سنة 2016 بلغ عدد المناصب الموفرة 4 355 منصب عمل، وسنة 2017 بلغ عدد المناصب الموفرة 4 001 منصب عمل، كما أنه في سنة 2018 بلغ عدد المناصب الموفرة 4 090 منصب عمل، ثم رجع عدد المناصب التي تم توفيرها من طرف المؤسسات العمومية إلى الارتفاع ليبلغ 4 267 منصب عمل.

أما بالنسبة للمؤسسات الخاصة والمؤسسة المختلطة فنلاحظ أن عدد المناصب سنة 2010 بلغ 6 390 منصب عمل، في حين نلاحظ أن خلال الفترة 2011-2013 كان عدد المناصب التي تم توفيرها من طرف المؤسسات الخاصة والمؤسسة المختلطة في ارتفاع، إذ بلغ سنة 2011 عدد المناصب 5 756 منصب، وسنة 2013 بلغ عدد المناصب 6 349 منصب عمل، وفي السنتين 2014 و 2015 تم توفير عدد المناصب حيث بلغ 6 139 منصب عمل، ثم عاد عدد المناصب التي وفرتها المؤسسات الخاصة والمؤسسة المختلطة في ارتفاع خلال الفترة 2016-2019، حيث بلغ سنة 2016 عدد المناصب 6 490 منصب، وسنة 2019 بلغ عدد المناصب 7 014 منصب عمل.

وفي الجدول الموالي سوف نعرض تطور مناصب العمل حسب القطاع القانوني وأيضاً حسب القطاعات خلال الفترة (2010-2019):

الجدول رقم (3-4): تطور مناصب العمل حسب القطاع القانوني وأيضاً حسب القطاعات خلال الفترة (2010-2019)

القطاعات				المؤسسات		الفترة
التجارة والخدمات	الأشغال العمومية	الصناعة	الفلاحة	م. الخاصة والمختلطة	م. العمومية	
63 058	17 943	13 957	10 156	63 861	41 251	2019-2010

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على

(Direction Generale de la Prevision et des Politiques, 2022)

من خلال إحصائيات التي قامت بها وزارة المالية الجزائرية (Direction Generale de la Prevision et des Politiques, 2022) والمبينة في الجدول أعلاه إن أهم القطاعات المهنية في توفير مناصب العمل هما قطاع التجارة والخدمات وقطاع الأشغال العمومية، ثم القطاع الصناعي، وعليه فإن مساهمة المؤسسات الخاصة والمختلطة في توفير مناصب عمل في هذين القطاعين عالية، وإن المؤسسات العمومية تعتمد على القطاع الصناعي الذي يوفر مناصب عمل أكثر على عكس المؤسسات الخاصة والمختلطة وهذا لأن تكلفة توفير منصب عمل في هذا القطاع مرتفعة، وعليه نجد أن المؤسسات الخاصة والمختلطة تلجأ في أغلب الأحيان لقطاعات ذات تكلفة منخفضة مثل كل من قطاع التجارة والخدمات وقطاع الأشغال العمومية.

ب) مساهمة كل من المؤسسات العمومية والمؤسسات الخاصة الجزائرية في الناتج المحلي الخام خلال الفترة (2010-2023):

وفقاً للإحصائيات المعلنة من طرف الديوان الوطني للإحصائيات (ONS) للسنوات 2010 إلى 2023 ، وبعد تجميعها تم استخلاص الجدول الموالي الذي يظهر مساهمة كل من المؤسسات العمومية والمؤسسات الخاصة الجزائرية في الناتج المحلي الخام خلال الفترة (2010-2023):

الجدول رقم (3-5): تطور الناتج المحلي الخام حسب القطاع القانوني خلال الفترة (2010 - 2023) (بالمليون دج)

السنة	المؤسسات العمومية	المؤسسات الخاصة/ المؤسسة المختلطة
2010	5 097 227,32	5 307 243,48
2011	6 285 843,90	5 924 736,11
2012	6 612 607,23	6 947 950,27
2013	6 283 052,09	7 815 933,11
2014	6 113 340,20	8 385 771,00
2015	4 994 639,06	8 743 513,04
2016	5 164 666,17	9 290 356,13
2017	5 862 227,11	9 641 547,79
2018	6 689 382,66	10 563 184,34
2019	6 325 507,60	10 995 813,70
2020	5 023 481,04	10 253 865,91
2021	7 357 591,40	11 488 644,73
2022	11 161 035,21	13 402 092,40
2023	10 017 444,69	18 491 100,62

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على

(Direction Technique chargée de la Comptabilité Nationale, 2016, p. 18)

(Direction Technique chargée de la comptabilité nationale, 2019, p. 7)

(Direction Technique chargée de la comptabilité nationale, 2021, p. 6)

(Direction Technique chargée de la comptabilité nationale, 2023, p. 107)

(Direction Technique chargée de la comptabilité nationale, 2024, p. 19)

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن مساهمة المؤسسات العمومية الجزائرية في الناتج المحلي الخام خلال الفترة 2010 - 2023 كانت في تذبذب، تارة في ارتفاع وتارة في انخفاض، حيث بلغت سنة

2010 قيمة الناتج المحلي الخام 5 097 227,32 مليون دج، وسنة 2011 بلغت قيمة الناتج المحلي الخام 6 612 607,23 مليون دج، أما سنة 2012 بلغت قيمة الناتج المحلي الخام 6 285 843,90 مليون دج، وفي سنة 2013 بلغت قيمة الناتج المحلي الخام 6 283 052,09 مليون دج، في حين أنه في سنة 2014 بلغت قيمة الناتج المحلي الخام 6 113 340,20 مليون دج، ثم ارتفعت قيمة الناتج المحلي الخام خلال الفترة 2015-2018 حيث أنه سنة 2015 بلغت 4 994 639,06 مليون دج وسنة 2018 بلغت 6 689 382,66 مليون دج، كما أنه في سنة 2019 بلغت قيمة الناتج المحلي الخام 5 023 481,04 مليون دج، وسنة 2020 بلغت قيمة الناتج المحلي الخام 7 357 591,40 مليون دج، في حين أنه سنة 2022 بلغت قيمة الناتج المحلي الخام 11 161 035,21 مليون دج، ثم انخفضت قيمة الناتج المحلي الخام سنة 2023 حيث بلغت 10 017 444,69 مليون دج.

أما بالنسبة للمؤسسات الخاصة والمؤسسة المختلطة فنلاحظ أن نسبة المساهمة في الناتج المحلي الخام خلال الفترة 2010-2019 كانت في ارتفاع، حيث بلغت سنة 2010 قيمة الناتج المحلي الخام 5 307 243,48 مليون دج، وسنة 2019 بلغت قيمة الناتج المحلي الخام 10 995 813,70 مليون دج، في حين أن قيمة الناتج المحلي الخام انخفضت سنة 2020 حيث بلغت 10 253 865,91 مليون دج، ثم عادت وارتفعت قيمة الناتج المحلي الخام سنة 2021 إذ بلغت 11 488 644,73 مليون دج، في حين أنه في سنة 2022 بلغت قيمة الناتج المحلي الخام 13 402 092,40 مليون دج، ثم وسنة 2023 بلغت قيمة الناتج المحلي الخام 18 491 100,62 مليون دج.

وفي الجدول الموالي سوف نعرض نسبة المساهمة في الناتج المحلي الخام حسب القطاع القانوني وأيضا حسب القطاعات خلال الفترة (2010-2021):

الجدول رقم (3-6): نسبة المساهمة في الناتج المحلي الخام حسب القطاع القانوني وأيضاً حسب القطاعات خلال الفترة (2010 - 2021)

(%)

القطاعات					المؤسسات		الفترة
التجارة والخدمات	الأشغال العمومية	الصناعة	المحروقات	الفلاحة	م.الخاصة والمختلطة	م.العمومية	
30,51	8,31	3,97	18,42	8,28	59,61	40,39	2021-2010

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على

(Direction Generale de la Prevision et des Politiques, 2022)

من خلال إحصائيات التي قامت بها وزارة المالية الجزائرية (Direction Generale de la Prevision et des Politiques, 2022) والمبينة في الجدول أعلاه إن أهم القطاعات المهنية في المساهمة في الناتج المحلي الخام هما قطاع التجارة والخدمات وقطاع المحروقات، ثم القطاع الأشغال العمومية، وترجع نسبة مساهمة قطاع المحروقات في الناتج المحلي الخام التي بلغت 18,42 % باعتباره أهم قطاع محرك للاقتصاد الوطني الجزائري، في حين أن نسبة مساهمة قطاع التجارة والخدمات في الناتج المحلي الخام التي بلغت 30,51 % باعتباره القطاع ذا تكلفة منخفضة من خلال كل الجوانب المحيطة به، وبالتالي توجه المؤسسات الخاصة والمختلطة للاستثمار فيه وتحقيق عائدات تخدم الاقتصاد الوطني، كما أن نسبة مساهمة قطاع الأشغال العمومية في الناتج المحلي الخام بلغت 8,31 %، وهذا للتسهيلات والاعتمادات التي يتم تخصيصها لهذا القطاع في إطار البرامج التنموية بغية تشيد منشآت قاعدية وأيضاً السكنات، ونلاحظ أن قطاع الصناعة سجل أضعف نسبة مساهمة في الناتج المحلي الخام بنسبة 3,97 %، إن الحكومة توفر مناخ مكون من التسهيلات وهذا في إطار برامج تنموية لدفع عجلة الاقتصاد، ولكن عدم التوفيق الحكومة في إعداد إستراتيجية مبنية على مجموعة من أهداف واضحة تخص هذا القطاع، حال دون تحقيق هذه الأهداف المسطر لها، والتي تساهم بشكل كبير في تحقيق عائدات تخدم الاقتصاد الوطني.

ج) مساهمة كل من المؤسسات العمومية والمؤسسات الخاصة الجزائرية في القيمة المضافة خلال الفترة (2010-2023):

وفقا للإحصائيات المعلنة من طرف الديوان الوطني للإحصائيات (ONS) للسنوات 2010 إلى 2023 ، وبعد تجميعها تم استخلاص الجدول الموالي الذي يظهر مساهمة كل من المؤسسات العمومية والمؤسسات الخاصة الجزائرية في القيمة المضافة خلال الفترة (2010-2023):

الجدول رقم (3-7): تطور القيمة المضافة حسب القطاع القانوني خلال الفترة (2010-2023) (بالمليون دج)

السنة	المؤسسات العمومية	المؤسسات الخاصة/ المؤسسة المختلطة
2010	4 714 570,30	4 942 211,90
2011	5 873 220,00	5 482 723,90
2012	6 058 014,10	6 425 037,70
2013	5 580 000,60	7 276 820,20
2014	7 882 184,50	7 882 184,50
2015	4 119 751,10	8 309 768,00
2016	4 220 039,20	8 839 378,40
2017	4 901 016,50	9 125 300,80
2018	5 736 854,50	10 017 698,20
2019	5 247 365,30	10 454 677,30
2020	3 968 779,30	9 827 950,20
2021	6 340 853,00	10 897 015,90
2022	10 184 042,00	12 613 260,70
2023	9 481 219,00	17 501 287,00

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على

(Direction Technique chargée de la Comptabilité Nationale, 2016, p. 18)

(Direction Technique chargée de la comptabilité nationale, 2019, p. 7)

(Direction Technique chargée de la comptabilité nationale, 2021, p. 6)

(Direction Technique chargée de la comptabilité nationale, 2023, p. 107)

(Direction Technique chargée de la comptabilité nationale, 2024, p. 19)

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن مساهمة المؤسسات العمومية الجزائرية في القيمة المضافة خلال الفترة 2010-2023 كانت في تذبذب، حيث بلغت سنة 2010 تطور مساهمة في القيمة المضافة 4 714 570,30 مليون دج، وسنة 2011 بلغت القيمة المضافة 5 873 220,00 مليون دج، أما سنة 2012 بلغت القيمة المضافة 6 058 014,10 مليون دج، وفي سنة 2013 بلغت القيمة المضافة 5 580 000,60 مليون دج، في حين أنه في سنة 2014 بلغت مساهمة في القيمة المضافة 7 882 184,50 مليون دج، ثم انخفض تطور مساهمة في القيمة المضافة سنة 2015 حيث أنه بلغت 4 119 751,10 مليون دج، ثم عادت المساهمة في القيمة المضافة في الارتفاع خلال الفترة 2016 إلى 2018 حيث أنه سنة 2016 بلغت القيمة المضافة 4 220 039,20 مليون دج، كما أنه في سنة 2018 بلغت القيمة المضافة 5 736 854,50 مليون دج، ثم عادت مساهمة المؤسسات العمومية في القيمة المضافة الانخفاض خلال الفترة 2019-2020 لتصل لأدنى مستوياتها ب 3 968 779,30 مليون دج سنة 2020، كما بلغت سنة 2021 مساهمة في القيمة المضافة 6 340 853,00 مليون دج، أما سنة 2022 فإن مساهمة المؤسسات العمومية في القيمة المضافة وصلت لأعلى مستوياتها حيث بلغت 10 184 042,00 مليون دج، ثم انخفضت المساهمة في القيمة المضافة سنة 2023 حيث بلغت 9 481 219,00 مليون دج،

أما بالنسبة للمؤسسات الخاصة والمؤسسة المختلطة فنلاحظ أن تطور مساهمة في القيمة المضافة خلال الفترة 2010-2019 كانت في ارتفاع، حيث بلغت سنة 2010 مساهمة المؤسسات الخاصة والمؤسسة المختلطة في القيمة المضافة 4 942 211,90 مليون دج، وسنة 2019 بلغت مساهمة المؤسسات الخاصة والمؤسسة المختلطة في القيمة المضافة 10 454 677,30 مليون دج، في حين أن مساهمة المؤسسات الخاصة والمؤسسة المختلطة في القيمة المضافة انخفضت سنة 2020 حيث بلغت 9 827 950,20 مليون دج، ثم عادت وارتفعت مساهمة المؤسسات الخاصة والمؤسسة المختلطة في القيمة المضافة سنة 2021 إذ بلغت 10 897 015,90 مليون دج، في حين أنه في سنة 2022 بلغت

مساهمة المؤسسات الخاصة والمؤسسة المختلطة في القيمة المضافة 12 613 260,70 مليون دج، ثم سنة 2023 بلغت مساهمة في القيمة المضافة 17 501 287,00 مليون دج.

وفي الجدول الموالي سوف نعرض نسبة مساهمة المؤسسات الخاصة والمؤسسة المختلطة في القيمة المضافة حسب القطاع القانوني وأيضاً حسب القطاعات خلال الفترة (2010-2023):

الجدول رقم (3-8): نسبة المساهمة في القيمة المضافة حسب القطاع القانوني وأيضاً حسب القطاعات خلال الفترة (2010-2023)

(%)

القطاعات					المؤسسات		الفترة
التجارة والخدمات	الأشغال العمومية	الصناعة	المحروقات	الفلاحة	م.الخاصة والمختلطة	م.العمومية	
31,90	14,64	6,84	32,41	14,21	60,59	39,41	2023-2010

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على

(Direction Technique chargée de la Comptabilité Nationale, 2016, p. 26)

(Direction Technique chargée de la comptabilité nationale, 2019, p. 13)

(Direction Technique chargée de la comptabilité nationale, 2021, p. 12)

(Direction Technique chargée de la comptabilité nationale, 2023, p. 107)

(Direction Technique chargée de la comptabilité nationale, 2024, p. 27)

من خلال للإحصائيات المعلنة من طرف الديوان الوطني للإحصائيات (ONS) للسنوات 2010 إلى 2023، والمبينة في الجدول أعلاه أن القيمة المضافة لمختلف القطاعات سجلت معدلات إيجابية خلال الفترة 2023-2010، كما لاحظنا أن أهم القطاعات المهنية في المساهمة في القيمة المضافة هما قطاع التجارة والخدمات وقطاع المحروقات، ثم القطاع الأشغال العمومية، وترجع نسبة مساهمة قطاع المحروقات في القيمة المضافة التي بلغت 32,41% باعتباره أهم قطاع محرك للاقتصاد الوطني

الجزائري، في حين أن نسبة مساهمة قطاع التجارة والخدمات في القيمة المضافة التي بلغت 31,90%، وبالتالي توجه المؤسسات الخاصة والمختلطة للاستثمار فيه وتحقيق عائدات تخدم الاقتصاد الوطني، كما أن نسبة مساهمة قطاع الأشغال العمومية في القيمة المضافة بلغت 14,64%، وهذا للاعتمادات التي يتم تخصيصها لهذا القطاع في إطار البرامج التنموية، ونلاحظ أن قطاع الصناعة سجل أضعف نسبة مساهمة في القيمة المضافة بنسبة 6,84%، إن الحكومة توفر مناخ جيد يأتي في إطار برامج تنموية لدفع عجلة الاقتصاد.

2. جمع بيانات وعينة الدراسة:

كل عام يقوم المركز الوطني للسجل التجاري (CNRC) بإعداد إحصائيات حول المؤسسات، حيث توفر هذه الإحصائيات معلومات حول عدد ونوع المؤسسات التي يتم كل عام تسجيلها و/أو شطبها و/أو التعديل في طبيعتها.

تتمثل عينة الدراسة في جميع المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية خلال الفترة 2010-2021، وقد تم استخدام الملاحظات السنوية، بحيث قمنا بتجميع البيانات المالية المنشورة للمؤسسات، وبعد الفحص تقرر اختيار مجموع 120 مؤسسة عمومية و150 مؤسسة خاصة من مختلف القطاعات.

أولا تم استبعاد المؤسسات التي لا تتوفر البيانات المالية لها خلال فترة الدراسة، ثانيا تم حذف أيضا المؤسسات التي غيرت اسمها، وتم استبعاد المؤسسات المالية (البنوك، شركات التأمين) لما تتسم به عملياتها من اختلاف وبالتالي فإن هيكل رأس مالها يكون مختلف كذلك،

وللإجابة على إشكالية الدراسة تم تجميع البيانات المالية السنوية ل 90 مؤسسة عمومية بمختلف القطاعات وبمجموع 1080 مشاهدة، وأيضا تم تجميع البيانات المالية السنوية ل 80 مؤسسة خاصة بمختلف القطاعات وبمجموع 960 مشاهدة خلال الفترة 2010-2021.

3. متغيرات الدراسة:

بعد الإطلاع على الأبحاث والدراسات التي لها علاقة وطيدة بدراستنا تم تحديد أهم المتغيرات التي تسمح لنا بتحديد محددات التي تؤثر على هيكل رأس المال في المؤسسات الخاصة الجزائرية خلال الفترة 2010-2021، حيث تم اعتماد مجموعة من المتغيرات التابعة، ومجموعة من المتغيرات المستقلة.

1.3. المتغيرات التابعة:

تم اعتماد في هذه الدراسة ثلاث متغيرات تابعة وهي كالتالي:

أ. **الرافعة المالية:** تم استخدامها لتمثيل هيكل رأس المال، حيث يتم قياسها على أنها إجمالي الديون مقسومًا على إجمالي الأصول (Habib, Khan, & Wazir, 2016)، (Nhung, Lien, & Hang, 2017)، (Salim & Yadav, 2012)، ويعبر عنها بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{الرافعة المالية}$$

ب. **الديون طويلة الأجل:** تم استخدامها لتمثيل هيكل رأس المال، حيث يتم قياسها على أنها الديون طويلة الأجل مقسومًا على إجمالي الأصول (Nhung, Lien, & Hang, 2017)، (Rao, Kumar, 2018)، (Salim & Yadav, 2012)، ويعبر عنه بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{الديون طويلة الأجل}$$

ج. **الديون قصيرة الأجل:** تم استخدامها لتمثيل هيكل رأس المال، حيث يتم قياسها على أنها الديون قصيرة الأجل مقسومًا على إجمالي الأصول (Nhung, Lien, & Hang, 2017)، (Rao, Kumar, 2018)، (Salim & Yadav, 2012)، ويعبر عنه بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{الديون قصيرة الأجل}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{الديون قصيرة الأجل}$$

2.3. المتغيرات المستقلة:

أ. **الحجم:** يتم التعبير عن حجم الشركة على أنه لوغاريتم إجمالي الأصول (SAHIN, 2018)، (Gas, 2018)، (Sisay & Nongmaithem, 2019)، (Amidu, Coffie, & Acquah, 2019) وفق الصيغة الموالية:

$$\text{حجم الشركة} = \text{لوغاريتم إجمالي الأصول}$$

ب. هيكل الأصول (الملموسية): يتم التعبير عنها بالأصول الثابتة مقسوماً على إجمالي الأصول (Chakrabarti & Chakrabarti, 2019)، (Roiston & Harymawan, 2020)، (Nasimi, Nasimi, & Islam, 2018)، يتم قياس هيكل الأصول للشركات حسب الصيغة التالية:

$$\frac{\text{الأصول الثابتة}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{هيكل الأصول}$$

ج. الربحية: تُعرف بأنها الربح قبل الضريبة إلى إجمالي الأصول (Rao, Kumar, & Madhavan, 2018)، (Nhung, Lien, & Hang, 2017)، (Alyousfi, Rus, Mohd, Taib, & Shahr, 2020)، يتم قياس الربحية حسب الصيغة التالية:

$$\frac{\text{الربح قبل الضريبة}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{الربحية}$$

د. السيولة: يتم قياس السيولة من خلال الأصول المتداولة إلى الالتزامات المتداولة (Hongli, Ajorsu, 2019)، (Bakpa, 2019)، (Ghasemi & Ab Razak, 2016)، (Alyousfi, Rus, Mohd, Taib, & Shahr, 2020)، ويتم التعبير على السيولة وفق الصيغة الموالية:

$$\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الالتزامات المتداولة}} = \text{السيولة}$$

هـ. الوفر الضريبي: يتم التعبير عنه بالاهتلاكات مقسوم على إجمالي الأصول (Rao, Kumar, & Madhavan, 2018)، (Nyeadi, Banyen, & Mbawuni, 2017)، (Alyousfi, Rus, Mohd, Taib, & Shahr, 2020)، ويتم التعبير على الوفر الضريبي وفق الصيغة الموالية:

$$\frac{\text{الاهتلاكات}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{الوفر الضريبي}$$

ومن خلال الجدول الموالي يتم التقديم المفصل لجميع المتغيرات المستخدمة في الدراسة:

الجدول رقم (3-9): وصف المتغيرات التابعة والمستقلة المستخدمة في الدراسة

طرق قياسها	رمز المتغيرات	اسم المتغيرات	طبيعة المتغيرات
$\frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{الرافعة المالية}$	TD	إجمالي الديون	المتغيرات التابعة
$\frac{\text{الديون قصيرة الأجل}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{الديون قصيرة الأجل}$	STD	الديون قصيرة الأجل	
$\frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{الديون طويلة الأجل}$	LTD	الديون طويلة الأجل	
حجم الشركة = $\frac{\text{لوغاريتم إجمالي الأصول}}{\text{الأصول الثابتة}}$	SIZE	حجم المؤسسات	المتغيرات المستقلة
$\frac{\text{الأصول الثابتة}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{هيكل الأصول}$	TANG	هيكل الأصول	
$\frac{\text{الربح قبل الضريبة}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{الربحية}$	PRO	الربحية	
$\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الالتزامات المتداولة}} = \text{السيولة}$	LIQ	السيولة	
$\frac{\text{الاهتلاكات}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{الوفر الضريبي}$	NDTS	الوفر الضريبي	

المصدر: من إعداد الباحثة

4. أساليب تحليل البيانات:

لفحص أثر مجموعة من المحددات على هيكل رأس المال في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية خلال الفترة الممتدة بين 2010 و 2021، وتطبيقاً لأهداف الدراسة قمنا باستخدام العديد من الأساليب الإحصائية للوصول إلى نتائج الدراسة ومن أهمها: الإحصاء الوصفي، مصفوفة الارتباط (Pearson Corrélation)، اختبار تضخم التباين (VIF)، اختبار الإستقرارية (Stationarity test)، كما استخدم نموذج البيانات اللوحية (The Panel Data model) وهذا من خلال استخدام الطرق الخاصة به (طريقة المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS)، طريقة التأثيرات الثابتة (FE)، طريقة التأثيرات العشوائية (RE))، واستعمال الاختبارات التشخيصية (اختبار Hausman، اختبار مضاعف Breusch and Pagan Lagrangian multiplier (BP-LM) test) التي تساعد في اختيار الطريقة المناسبة.

وأيضاً تم استخدام نموذج بيانات اللوحة الديناميكية (The dynamic panel data model) من خلال (نموذج العزوم المعممة (GMM) ذو الخطوتين (two-step GMM estimators))، واستعمال الاختبارات التشخيصية (اختبار Sargan / Hansen tes، اختبار Arellano-Bond test) من أجل اختيار مواصفات النموذج وتقنية التقدير التي تلائم الدراسة، وتم إجراء التحليل القياسي الاقتصادي باستخدام برنامج Stata الإصدار 17.

1.4. الأساليب الإحصائية:

لتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية والتي تتمثل في:

1.1.4. الإحصاء الوصفي (Descriptive Statistics): يقدم الإحصاء الوصفي المتوسط الحسابي (Mean)، الانحراف المعياري (Standard Deviation)، الحد الأدنى (Min) والحد الأقصى (Max) للقيم الملاحظة لجميع البيانات.

2.1.4. مصفوفة الارتباط (Pearson Corrélation): يستخدم لدراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة الموجودة في الدراسة.

3.1.4. اختبار تضخم التباين (Factor Inflation Variance: VIF): يستخدم هذا الاختبار لمعرفة قوة التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة.

4.1.4. اختبار الإستقرارية (Stationarity test): تدل على الإستقرارية في السلاسل الزمنية من حيث المتوسط والتباين يكونان مستقران بمرور المدة الزمنية للدراسة.

2.4. نموذج البيانات اللوحية (The Panel Data model):

إن نموذج البيانات اللوحية (Panel Data) يستخدم مجموعة من المعلومات في إطار زمني وإطار مكاني معينين، حيث نستطيع من خلال نموذج البيانات اللوحية (Panel Data) معالجة وحل العديد من القضايا، وفقا لهذا النموذج تزداد درجات الحرية، وعليه يصبح الاختبار قوي، كما أن نموذج البيانات اللوحية (Panel Data) يقلل من مشاكل التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة، من الناحية الاقتصادية القياسية (Brooks, 2008)، يتم التعبير عن نموذج البيانات اللوحية (Panel Data) وفقا للمعادلة التالية:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \mu_{it}$$

حيث:

Y_{it} : المتغير التابع. i : الكيان t : الزمن.

X_{it} : المتغير المستقل.

α : التقاطع.

β : معامل المتغير المستقل.

μ_{it} : حد الخطأ.

لتحديد أهم محددات التي تؤثر على هيكل رأس المال في المؤسسات الخاصة الجزائرية خلال الفترة 2010-2021 تم استخدام طرق نموذج البيانات اللوحية (Panel Data) التالية:

1.2.4. طريقة المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS):

يعتبر أبسط نموذج يتم استخدامه في نموذج البيانات اللوحية (Panel Data)، يتم استخدامه لتقدير معلمة نموذج الانحدار الخطي، حيث يقوم هذا النموذج على أن معامل الانحدار يتحدد على أساس خفض مجموع المتبقيات التربيعية (الفرق بين القيم الملاحظة والقيم المتوقعة) (Wooldridge, 2013, p. 73)، يقوم هذا النموذج على مجموعة من الافتراضات التي تتمثل في: خطية في المعلمات (linear in parameters)، العينات العشوائية (random sampling)، عدم التطابق الخطي المثالي (No Perfect Collinearity) أي وجود التعدد الخطي، متوسط شرطي يساوي صفر (zero conditional mean)، تجانس التباين وعدم وجود ارتباط ذاتي (homoscedasticity and no autocorrelation) (Wooldridge, 2009)، يمكن التعبير عن طريقة المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS) وفق المعادلة التالية (Park, 2011):

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

Y_{it} : المتغير التابع.

X_{it} : المتغير المستقل.

β_0 : التقاطع.

β : معامل المتغير المستقل.

ε_{it} : حد الخطأ.

2.2.4. طريقة التأثيرات الثابتة (FE):

يعتبر نموذج التأثيرات الثابتة (FE) هو النموذج الذي يناسب تحليل علاقة بين المتغيرات داخل الكيانات (شركات، دول، وغيرها) عبر فترة زمنية معينة، حيث تأخذ بعين الاعتبار الخصائص الفردية لكل كيان، كما أنه النموذج الذي يبحث في العلاقة التي تربط بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة، ويقر أنه يوجد شيئاً ما داخل الكيان يؤثر على كل من المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة، بافتراض

أنه يوجد ارتباط بين حد الخطأ μ والمتغيرات المستقلة (وجود التباين)، ويجب أن تحذف التأثيرات الثابتة تأثير المتغيرات الثابتة بمرور الوقت، من أجل الحصول على نتائج فعالة حول تأثير المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة، إذ تعتبر المتغيرات الثابتة بمرور الوقت فريدة لكل كيان، وعليه فإنه يجب أن لا يكون حد الخطأ μ والثابت على علاقة ارتباط بخصائص الفردية للكيانات الأخرى (Reyna, 2007)، يمكن التعبير عن طريقة التأثيرات الثابتة (FE) وفق المعادلة التالية:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 X_{it} + \mu_{it}$$

حيث:

Y_{it} : المتغير التابع. i : الكيان t : الزمن.

X_{it} : المتغير المستقل.

α_i ($i=1....n$): التقاطع الخاص بكل كيان.

β_1 : معامل المتغير المستقل.

μ_{it} : حد الخطأ.

3.2.4. طريقة التأثيرات العشوائية (RE):

يعبر نموذج التأثيرات العشوائية (RE) على أن التأثيرات الفردية (التباين) ليست مرتبطة بالمتغيرات المستقلة، كما أن هذا التأثير الفردي يتمثل في التباين العشوائي عبر الكيانات وليس له أي علاقة بالمتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة، بافتراض أن الاختلاف الذي يكون عبر الكيانات يؤثر على المتغير التابع فإن هذا النموذج هو النموذج المناسب، وتعتبر نقاط التقاطع والمعاملات الانحدار الخاصة بالمتغيرات المستقلة نفسها عبر الكيانات (أو الفترات الزمنية)، حيث يتم تحديد هذه الاختلافات بين الكيانات من خلال الأخطاء الفردية الخاصة وليس من خلال نقاط التقاطع الخاصة بهم، ويخفض نموذج التأثيرات العشوائية (RE) من عدد المعلمات المقدرة، ويظهر تقديرات غير متسقة عندما تكون هناك علاقة بين التأثير الفردي للكيانات والمتغيرات المستقلة (Park, 2011)، يمكن التعبير عن طريقة التأثيرات العشوائية (RE) وفق المعادلة التالية (Reyna, 2007):

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \mu_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

Y_{it} : المتغير التابع. i : الكيان t : الزمن.

X_{it} : المتغير المستقل.

α : التقاطع الخاص بكل كيان.

β : معامل المتغير المستقل.

μ_{it} : حد الخطأ بين الكيان.

ε_{it} : حد الخطأ داخل الكيان.

➤ من أجل المفاضلة بين النماذج الثلاثة المذكورة أعلاه استخدمنا الاختبارات التشخيصية التالية:

(أ) اختبار **Hausman**: يستخدم هذا الاختبار للمفاضلة بين كل من نموذج التأثيرات العشوائية (RE) ونموذج التأثيرات الثابتة (FE)، حيث يختبر في إذا ما أنه التأثير الفردي (μ_i) يرتبط بالمتغيرات المستقلة (Hausman, 1978)، يقوم اختبار Hausman على فرضية تقرر بأن نموذج التأثيرات العشوائية (RE) هو الأفضل، وحسب الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج التأثيرات العشوائية (RE) فعال فإنه لا يوجد ارتباط التأثير الفردي (μ_i) بالمتغيرات المستقلة، وهذا يدل على أن مقدرات نموذج التأثيرات العشوائية (RE) ونموذج التأثيرات الثابتة (FE) متسقة في حين أن نموذج التأثيرات العشوائية (RE) هو النموذج الفعال (Baum, 2006).

(ب) اختبار مضاعف **(Breusch and Pagan Lagrangian multiplier (BP-LM) test)**: يستخدم هذا الاختبار في المفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية (RE) ونموذج المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS)، حيث يقوم اختبار مضاعف (BP-LM) على الفرضية التي تنص على تجانس التباين أي أن التباين عبر الكيانات يساوي الصفر، وفي حال وجود عدم التجانس سوف يكون نموذج المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS) هو النموذج الفعال (Reyna, 2007).

3.4. نموذج بيانات اللوحة الديناميكية (The dynamic panel data model):

إن نموذج بيانات اللوحة الديناميكية يستخدم الملاحظات في فترة زمنية واحدة، حيث يكون البعد المقطعي (N) اكبر من البعد الزمني (T)، ويقوم هذا النموذج على أن المتغير التابع المتأخر (y_{t-1}) يعتبر متغير مستقل في الانحدار، ويعني هذا أنه يستخدم أسلوب المتغيرات الأدواتية (Instrumental Variables) ليصبح النموذج حركي عند تأثر المتغير المعتمد بالقيم السابقة (Santos & Barrios, 2011)، يتم التعبير عن نموذج بيانات اللوحة الديناميكية (The dynamic panel data model) وفقاً للمعادلة التالية (Garza, Bucheli, & Muñoz, 2011) :

$$Y_{it} = \beta_1 Y_{i,t-1} + \beta_2 X_{it} + \mu_{it} + \varepsilon_i$$

حيث:

Y_{it} : المتغير التابع. i : الكيان t : الزمن.

$Y_{i,t-1}$: المتغير التابع المتأخر.

X_{it} : المتغير المستقل.

β_1, β_2 : معاملات النموذج.

μ_{it} : تباين الثابت.

ε_i : حد الخطأ للتأثير الفردي غير الملحوظ.

لتحديد أهم محددات التي تؤثر على هيكل رأس المال في المؤسسات الخاصة الجزائرية خلال الفترة

2010-2021 تم استخدام أهم طريقة في نموذج بيانات اللوحة الديناميكية (The dynamic panel data model) التالية:

1.3.4. طريقة نظام العزوم المعممة (GMM) System Generalized Method of Moments

تم تطوير طريقة العزوم المعممة (GMM) على يد كل من (Hansen, 1982) و (Eakin, Newey, & Rosen, 1988)، حيث طور (Arellano & Bond, 2011) نموذج الفرق للعزوم المعممة المقدر (difference GMM estimator) وهذا من أجل حل المشكلات التي تطرأ على الانحدار، إن الفروق الأولى للمتغيرات التي ساهمت في تطوير (difference GMM estimator) تقوم على اعتبار أن المتغيرات المستقلة المتأخرة هي عبارة عن متغيرات أداة.

في حين طور كل من (Arellano & Bover, 1995) و (Blundell & Bond, 1998) نموذج نظام العزوم المعممة المقدر (the system GMM estimator) الذي يقوم على أساس الذاتية في الأدوات، ويعني هذا استخدام المستويات المتأخرة كأدوات في الفروق الأولى والفروق الأولى المتأخرة تعتبر أدوات لمعدلات المستويات، ويقر (Blundell & Bond, 1998) أنه يمكن خفض تحيز العينات المحدودة من خلال إضافة الفروق الأولى المتأخرة والمستويات المتأخرة ضمن الأدوات وفق نموذج (the system GMM).

ويتم تقدير النموذج الديناميكي في دراستنا من خلال استخدام نموذج العزوم المعممة ذو الخطوتين (two-step GMM estimators)، الذي يساهم في تفادي المشاكل الخاصة بالتباين غير الملحوظ والتباين الداخلي، حيث يعبر التباين غير الملحوظ عن المتغيرات التي تم حذفها والمؤثرة على نتيجة الدراسة والتي لها علاقة ارتباط بالمتغيرات التفسيرية، ويتمثل أيضا التباين غير الملحوظ في التأثير الفردي للشركات الذي يختلف من شركة لأخرى وثابت في فترة زمنية للدراسة (ACEDO-RAMÍREZ & AYALA-CALVO, 2017).

ويستخدم نموذج العزوم المعممة المقدر ذو الخطوتين (two-step GMM estimators)، متبقيات نهج العزوم المعممة المقدر ذو الخطوتين (one-step GMM) من أجل إنشاء مصفوفات ترجيحية مثلى، وفي حالة توقع ظهور مشاكل عدم التجانس لدى البيانات الخاصة بالعينات الكبيرة التي تستخدم الفترات الزمنية الطويلة يصبح نموذج العزوم المعممة المقدر ذو الخطوتين (two-step GMM).

(estimators)، أكثر فعالية من نهج العزوم المعممة المقدر ذو الخطوتين (one-step GMM) (Antoniou, Guney, & Paudyal, 2008).

5. تقدير نموذج الدراسة:

من خلال هذه الدراسة سنقوم بتقدير نموذج الدراسة المتمثل في نموذج العزوم المعممة المكون من خطوتين (two-step system GMM)، وهذا من أجل تفسير مدى تأثير المحددات المستخدمة في الدراسة على هيكل رأس المال في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية خلال الفترة 2010-2021، كما هو موضح في الصيغ الموالية:

$$\begin{aligned} TD_{it} &= \beta_0 + \beta_1 TD_{it-1} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 PROF_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 NDTs_{it} + \varepsilon_{it} \\ STD_{it} &= \beta_0 + \beta_1 TD_{it-1} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 PROF_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 NDTs_{it} + \varepsilon_{it} \\ LTD_{it} &= \beta_0 + \beta_1 TD_{it-1} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 PROF_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 NDTs_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

➤ المتغيرات التابعة:

TD: يعبر عن إجمالي الديون للمؤسسات محل الدراسة $i(i=1.....N)$ في الزمن $t(t=1.....T)$.

STD: يعبر عن الديون قصيرة الأجل للمؤسسات محل الدراسة $i(i=1.....N)$ في الزمن $t(t=1.....T)$.

LTD: يعبر عن الديون طويلة الأجل للمؤسسات محل الدراسة $i(i=1.....N)$ في الزمن $t(t=1.....T)$.

➤ المتغيرات المستقلة:

TANG: يعبر عن هيكل الأصول للمؤسسات محل الدراسة.

PRO: يعبر عن ربحية المؤسسات محل الدراسة.

SIZE: يعبر عن حجم المؤسسات محل الدراسة.

LIQ: يعبر عن سيولة المؤسسات محل الدراسة.

NDTS: يعبر عن الوفرة الضريبي للمؤسسات محل الدراسة.

$B_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$: معاملات النموذج.

i: تعبر على المؤسسات.

t: يعبر على الفترة الزمنية.

ε_{it} : حد الخطأ.

خلاصة الفصل:

تعتبر الإجراءات المنهجية للدراسة الانطلاقة الأساسية لتحليل النتائج، حيث قمنا من خلال هذا الفصل بتعريف المؤسسات الجزائرية وأهم تصنيفاتها، وأيضاً مدى مساهمة المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية في دعم الاقتصاد الجزائري، وكذا طرق جمع بيانات وعينة الدراسة، وأهم تقنيات التي تم استخدامها في تحليل البيانات (الأساليب الإحصائية، نموذج البيانات اللوحية (The Panel Data model)، نموذج بيانات اللوحة الديناميكية (The dynamic panel data model))، وأيضاً التعريف بمتغيرات الدراسة، حيث تم إجراء التحليل القياسي الاقتصادي باستخدام برنامج Stata الإصدار 17

الفصل الرابع:

نتائج الدراسة

مقدمة الفصل

خصص هذا الفصل لإسقاط ما تم التطرق له في الإطار النظري حول هيكل رأس المال وأهم المحددات التي يتأثر بها قرار اختيار هيكل رأس المال في المؤسسات العمومية والمؤسسات الخاصة الجزائرية على الواقع التطبيقي، وهذا من خلال استخدام أهم الأساليب في تحليل البيانات (الأساليب الإحصائية، نموذج البيانات اللوحية (The Panel Data model)، نموذج بيانات اللوحة الديناميكية (The dynamic panel data model)) واختيار الأنسب منها، حيث تم إجراء التحليل القياسي الاقتصادي باستخدام برنامج Stata الإصدار 17، من أجل عرض واختبار ومناقشة فرضيات الدراسة.

1. نتائج الدراسة للمؤسسات العمومية

من أجل تحديد أهم العوامل التي تؤثر على هيكل رأس المال في المؤسسات العمومية خلال الفترة الممتدة بين 2010 و2021، وأيضا لاختبار فرضيات الدراسة استخدمت الدراسة كل من طريقة المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS) وطريقة التأثيرات الثابتة (FE) وطريقة التأثيرات العشوائية (RE)، وأيضا نموذج العزوم المعممة المكون من خطوتين (two-step system GMM).

1.1. الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يعتبر الإحصاء الوصفي الانطلاقة إلى أي نوع من أنواع التحليل باعتباره يوفر معلومات حول بيانات الدراسة، حيث يحتوي جدول الإحصاء الوصفي على عدد المشاهدات (obs)، المتوسط الحسابي (mean)، الانحراف المعياري (Std.Dev)، الحد الأدنى (Min) والحد الأقصى (Max) للقيم الملاحظة لجميع البيانات.

إن الجدول الموالي يمثل الإحصاء الوصفي للمتغيرات الموجودة في الدراسة (أنظر الملحق رقم 01).

الجدول رقم (4-1): الإحصاء الوصفي للمؤسسات العمومية

Variable	Observations	Mean	Std. Dev	Min	Max
TD	1080	.5977699	.6152706	.0058673	11.09752
STD	1080	.3386079	.4973332	.0009992	9.301119
LTD	1080	.2592126	.275342	0	2.593725
TANG	1080	.4688026	.2390583	.0000514	.9834913
SIZE	1080	9.759037	.7784752	7.375792	13.10225
PROF	1080	.0176925	.1165245	- 1.12732	1.751745
LIQ	1080	5.431544	24.35079	.0171264	540.0592
NDTS	1080	.220919	.2781156	-.0040855	2.647029

TD: إجمالي الديون (إجمالي الدين/ إجمالي الأصول)، LTD: الديون طويلة الأجل (الديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول)، STD: الديون قصيرة الأجل (الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول)، TANG: هيكل الأصول (الأصول الثابتة/إجمالي الأصول)، SIZE: الحجم (لوغريتم إجمالي الأصول)، PROF: الربحية (الربح قبل الضريبة/ إجمالي الأصول)، LIQ: السيولة (الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة)، NDTS: الاعفاء الضريبي لغير الديون (مخصصات الاهتلاك / إجمالي الأصول).

المصدر: من إعداد الباحثة باعتماد على مخرجات STATA 17.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أنه:

بلغ المتوسط الحسابي لإجمالي الديون 0.597 وحدة، والحد الأدنى للقيمة 0.0058 والحد الأقصى للقيمة 11.097، مع انحراف معياري قدره 0.615، كما بلغ المتوسط الحسابي للديون قصيرة الأجل 0.338 وحدة، والحد الأدنى للقيمة 0.0009 والحد الأقصى للقيمة 9.301، مع انحراف معياري قدره 0.497، في حين بلغ المتوسط الحسابي للديون طويلة الأجل 0.259 وحدة، والحد الأدنى للقيمة 0 والحد الأقصى للقيمة 2.593، مع انحراف معياري قدره 0.275، وهذا يدل على أن المؤسسات العمومية تعتمد على الديون قصيرة الأجل في تمويل إجمالي أصولها، وهذا يرجع إلى أن درجة اعتمادها على ديون طويلة أجل ضعيفة نوعا ما، ويعود هذا لطبيعة المؤسسات العمومية، والخصوصية التي تملكها عند الرغبة في الحصول على التمويل.

بلغ المتوسط الحسابي لهيكل الأصول 0.468 وحدة، ويدل هذا على أن 46% من إجمالي أصول المؤسسات العمومية هي أصول ثابتة التي تستطيع أن تستعملها كضمان، إن الحد الأدنى للقيمة بلغ 0.00005 والحد الأقصى للقيمة 0.983، مع انحراف معياري قدره 0.239.

بلغ المتوسط الحسابي لحجم المؤسسات المعبر عنه باللوغاريتم الطبيعي 9.75 وحدة، والحد الأدنى للقيمة 7.375 والحد الأقصى للقيمة 13.102، مع انحراف معياري قدره 0.778، وباعتبار الحجم بديل عكسي لاحتمال الإفلاس، فإن احتمالات التخلف عن السداد لدى المؤسسات العمومية منخفضة.

بلغ المتوسط الحسابي للربحية 0.017 وحدة، ويعني هذا أن المؤسسات العمومية في الجزائر لديها في المتوسط 1.7% من الأرباح قبل الضريبة على كل دينار جزائري من إجمالي الأصول، كما أن الحد الأدنى للربحية هو -1.127 والحد الأقصى للربحية هو 1.751، مع انحراف معياري قدره 0.116.

بلغ المتوسط الحسابي للسيولة 5.431 وحدة بانحراف معياري 24.350، حيث تتمثل هذه النسبة في قدرة المؤسسات العمومية على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل بأصولها المتداولة، حيث يعبر المتوسط الحسابي أن لديها أصول كافية مقارنة بما يوجهها من التزامات، وإن القيمة الدنيا بلغت 0.0171 والقيمة القصوى 540.059، وهذا الفرق كبير جدا.

بلغ المتوسط الحسابي للإعفاء الضريبي لغير الديون 0.220 وحدة بانحراف معياري 0.278، ويرجع السبب في أن إجمالي الأصول أعلى مقارنة بمخصصات الإهلاك في المؤسسات العمومية، حيث أن 2.20% من إجمالي الأصول يتم احتسابها كمخصصات الإهلاك، كما بلغت القيمة الدنيا -0.0040 والقيمة القصوى 2.647، وعليه فإن المؤسسات العمومية لديها وفر ضريبي.

2.1. اختبار التعدد الخطي في الانحدار (Multicollinearity)

هناك طريقتين للتأكد من أن المتغيرات تخضع للتعدد الخطي، أولها تحديد مصفوفة الارتباط عن طريق معامل بيرسون (Pearson)، حيث أننا نقوم بتحليل الارتباطات للتأكد من وجود تعدد خطي بين المتغيرات المستقلة للدراسة، حيث نستطيع نقول أن هناك التعدد الخطي في حالة ما كان معامل الارتباط مرتفع بين المتغيرات المستقلة (قريب من 01) (Wooldridge, 2009, p. 96)، وكما هو معمول به فإن نطاق معاملات الارتباط يكون محصور بين 1 و -1، حيث يعبر 1 علاقة الارتباط الايجابية المثالية أما -1 على علاقة الارتباط السلبية المثالية، كما يعبر 0 على أنه لا توجد علاقة ارتباط بين متغيرات الدراسة، أما الطريقة الأخرى فهي عن طريق اختبار تضخم التباين (Factor Inflation Variance: VIF حيث يستخدم هذا الاختبار لمعرفة قوة التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة، حيث أن قيمة VIF محصورة بين $1 < VIF \leq 5$ (Daoud, 2017, p. 4)، فإذا كانت قيمة متوسط $VIF < 5$ فإنه يوجد تعدد خطي.

1.2.1. مصفوفة الارتباط:

إن الجدول الموالي يمثل قوة العلاقة بين المتغيرات المستقلة الموجودة في الدراسة (أنظر الملحق رقم 01).

الجدول رقم (4-2): مصفوفة الارتباط لبيرسون المؤسسات العمومية عند مستوى الدلالة 0.05

	LTD	STD	TD	TANG	SIZE	PROF	LIQ	NDTS
LTD	1.0000							
STD	0.2021*	1.0000						
TD	0.6110*	0.8988*	1.0000					
TANG	0.2186*	-0.2032*	-0.0664*	1.0000				
SIZE	-0.0978*	-0.1085*	-0.1315*	0.0189	1.0000			
PROF	-0.3282*	-0.3634*	-0.4408*	-0.1145*	0.1320*	1.0000		
LIQ	0.1360*	-0.1081*	-0.0265	-0.0309	0.0290	0.0390	1.0000	
NDTS	-0.1377*	0.0938*	0.0142	-0.2157*	-0.1089*	0.1249*	-0.0941*	1.0000

* = significant at 0.05 level

المصدر: مخرجات STATA 17.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن مجموع الارتباطات منخفض نوعا ما، نلاحظ أنه توجد علاقة خطية سالبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة 0.05 بين هيكل الأصول والاعفاء الضريبي لغير الديون (-0.2157)، كما توجد علاقة خطية موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة 0.05 بين الربحية والاعفاء الضريبي لغير الديون (0.1249)، في حين توجد علاقة خطية موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة 0.05 بين الحجم والربحية (0.1320)، وأيضا وتوجد علاقة خطية سالبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة 0.05 بين هيكل الأصول والربحية (-0.1145)، و توجد علاقة خطية سالبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة 0.05 بين السيولة والاعفاء الضريبي لغير الديون (-0.0941).

2.2.1. اختبار تضخم التباين VIF:

مع أن مصفوفة الارتباط للمؤسسات العمومية لا تدل على أنه هناك علاقة مرتفعة بين المتغيرات المستقلة، وعليه سوف نجري اختبار تضخم التباين VIF كما هو موضح في الجدول الموالي (أنظر الملحق رقم 01).

الجدول رقم (4-3): قيم اختبار تضخم التباين VIF للمؤسسات العمومية

Variable	VIF	1/VIF
STD	1.31	0.763735
PROF	1.31	0.765370
LTD	1.25	0.801991
TANG	1.19	0.840573
NDTS	1.10	0.906871
LIQ	1.06	0.944004
SIZE	1.04	0.959543
Mean VIF	1.18	

المصدر: مخرجات STATA 17.

من خلال الجدول أعلاه فإن قيمة متوسط تضخم التباين VIF بلغت 1.18، وهي أقل من 5، وبالتالي فإنه لا يوجد تعدد خطي في هذا النموذج.

3.1. اختبار الإستقرارية (Stationarity test):

قبل أن نقوم بتقدير نموذج الدراسة يتم اختبار استقرارية المتغيرات، حيث استخدمت الدراسة مجموعة من الاختبارات لاختبار استقرارية المتغيرات (إجمالي الديون، الديون طويلة الأجل، الديون قصيرة الأجل، هيكل الأصول، الحجم، الربحية، السيولة، الإعفاء الضريبي لغير الديون) حسب الفرضيات الآتية:

- الفرضية الصفرية H_0 : السلسلة غير مستقرة عند المستوى.
- الفرضية البديلة H_1 : السلسلة مستقرة عند المستوى.

إن الجدول الموالي يمثل اختبار استقرارية المتغيرات الخاصة بالمؤسسات العمومية (أنظر الملحق رقم 01).

الجدول رقم (4-4): اختبار الاستقرار للمؤسسات العمومية

Variable	LLC		IPS		Fisher-type	
	Statistic	p-value	Statistic	p-value	Statistic	p-value
TD	-23.2205	0.0000	-4.1021	0.0000	538.1963	0.0000
STD	-42.9303	0.0000	-4.6360	0.0000	571.0231	0.0000
LTD	-26.7486	0.0000	-3.8001	0.0001	690.6864	0.0000
TANG	-11.1428	0.0000	-2.7364	0.0031	429.4121	0.0000
SIZE	-17.4160	0.0000	-1.3305	0.0995	395.4207	0.0000
PROF	-15.9787	0.0000	-6.4929	0.0000	411.9286	0.0000
LIQ	-5.0266	0.0000	-4.4075	0.0000	481.4607	0.0000
NDTS	-9.0911	0.0000	-2.1948	0.0141	536.1870	0.0000

LLC: Levin-Lin-Chu, IPS: Im-Pesaran-Shin.

المصدر: من إعداد الباحثة باعتماد على مخرجات STATA 17.

يظهر لنا الجدول أعلاه نتائج اختبارات الاستقرار، حيث يوضح أن احتمالات جميع الاختبارات لكل متغيرات الخاصة بالمؤسسات العمومية أقل من 0.05، ماعدا متغير الحجم (لوغريتم إجمالي الأصول) جاء أقل من 0.1 في اختبار ips (Im-Pesaran-Shin)، وتدل هذه النتائج على رفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن السلسلة غير مستقرة، وبالتالي استقرار كل المتغيرات الخاصة بالمؤسسات العمومية.

4.1. تقدير نموذج الدراسة:

لتقدير نموذج الدراسة ولتحديد أهم محددات التي تؤثر على هيكل رأس المال في المؤسسات العمومية الجزائرية خلال الفترة 2010-2021 تم اعتماد الخطوات الموالية:

1.4.1. تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية المجمعة (OLS) وطريقة التأثيرات الثابتة (FE) وطريقة التأثيرات العشوائية (RE):

قبل عرض نتائج نموذج المناسب لبيانات الدراسة من النماذج الثلاثة (نموذج المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS)، وطريقة التأثيرات الثابتة (Fixed Effect (FE) وطريقة التأثيرات العشوائية (Random Effect (RE)، يجب المفاضلة بين النماذج الثلاث كالتالي:

1.1.4.1. تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS):

إن نموذج المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS) أبسط نموذج، حيث يقر أن كل المؤسسات في الدراسة ذات معاملات هيكل رأس المال مشتركة، وبالتالي لا يفرق بين المؤسسات المتواجدة في الدراسة، حيث يَعتبر أنه لا يوجد تباين بين مؤسسات في عينة الدراسة (Masooma, 2016, p. 45)، في الجدول الموالي نعرض نتائج اختبار طريقة المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS) (أنظر الملحق رقم 01).

الجدول رقم (4-5): نتائج اختبار طريقة المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS)

Variable	OLS					
	TD		STD		LTD	
	Coef	Pr	Coef	Pr	Coef	Pr
TANG	-.2932858	0.000	-.4945978	0.000	.2012479	0.000
SIZE	-.0362646	0.083	-.015315	0.371	-.0209097	0.034
PROF	-1.272729	0.000	-.8999633	0.000	-.3725038	0.000
LIQ	.0000655	0.921	-.0017006	0.002	.0017662	0.000
NDTS	2.063467	0.000	1.525584	0.000	.5377888	0.000
constant	1.108885	0.000	.7254015	0.000	.3831417	0.000
Observations	1080		1080		1080	
Firms	90		90		90	
R ²	0.2798		0.2602		0.2010	
F-Test	69.47 (0.000)		62.88 (0.000)		45.00 (0.000)	

TD: إجمالي الديون (إجمالي الدين/ إجمالي الأصول)، **LTD:** الديون طويلة الأجل (الديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول)، **STD:** الديون قصيرة الأجل (الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول)، **TANG:** هيكل الأصول (الأصول الثابتة/إجمالي الأصول)، **SIZE:** الحجم (لوغريتم إجمالي الأصول)، **PROF:** الربحية (الربح قبل الضريبة/ إجمالي الأصول)، **LIQ:** السيولة (الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة)، **NDTS:** الإعفاء الضريبي لغير الديون (مخصصات الاهتلاك / إجمالي الأصول).

المصدر: من إعداد الباحثة باعتماد على مخرجات STATA 17.

يوضح الجدول أعلاه أن:

➤ بالنسبة لإجمالي الديون:

إن هيكل الأصول له تأثير سلبي (-0.29) وهذا التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5% على إجمالي الديون، في حين يوجد تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية للحجم (-0.03) على إجمالي الديون عند مستوى 10%، كما أن الربحية لها تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية (-1.27) على إجمالي الديون، وإن للإعفاء الضريبي لغير الديون تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية (2.06) على إجمالي الديون، في حين أنه لا يوجد تأثير للسيولة على إجمالي الديون للمؤسسات العمومية، كما جاء القيمة الاحتمالية لاختبار F أقل من 0.05 مما يعني أن النموذج معنوي ويتناسب مع بيانات الدراسة، وتظهر قيمة R^2 أن المتغيرات المستقلة تفسر 69.47% من تباين إجمالي الديون.

➤ بالنسبة للديون قصيرة الأجل:

إن هيكل الأصول له تأثير سلبي (-0.49) وهذا التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5% على الديون قصيرة الأجل، كما أن الربحية لها تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية (-0.89) على الديون قصيرة الأجل، للسيولة تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية (-0.001) على الديون قصيرة الأجل، وإن للإعفاء الضريبي لغير الديون تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية (1.52) على الديون قصيرة الأجل، في حين أنه لا يوجد تأثير للحجم على الديون قصيرة الأجل للمؤسسات العمومية، كما جاء القيمة الاحتمالية لاختبار F أقل من 0.05 مما يعني أن النموذج معنوي ويتناسب مع بيانات الدراسة، وتظهر قيمة R^2 أن المتغيرات المستقلة تفسر 62.88% من تباين الديون قصيرة الأجل.

➤ بالنسبة للديون طويلة الأجل:

إن هيكل الأصول له تأثير إيجابي (0.20) وهذا التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5% على الديون طويلة الأجل، وإن للحجم تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية (-0.02) على الديون طويلة الأجل، كما أن الربحية لها تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية (-0.37) على الديون طويلة الأجل، للسيولة تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية (0.001) على الديون طويلة الأجل، وإن للإعفاء الضريبي لغير الديون تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية (0.53) على الديون طويلة الأجل، كما جاء القيمة الاحتمالية لاختبار F أقل من 0.05 مما يعني أن النموذج معنوي ويتناسب مع بيانات الدراسة، وتظهر قيمة R^2 أن 45.00 % من تباين الديون طويلة الأجل يفسر بالمتغيرات المستقلة.

2.1.4.1. تقدير النموذج باستخدام طريقة التأثيرات الثابتة (FE):

يعتبر نموذج التأثيرات الثابتة (FE) هو النموذج الأكثر موائمة لتحليل المتغيرات، حيث يقر أن لكل مؤسسة من المؤسسات الدراسة لها خصوصيتها، مع المحافظة على معاملات الميل ثابتة، أي أنه يفرق بين المؤسسات المتواجدة في الدراسة، وهذا النموذج يسعى لاختبار العلاقة بين كل من المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة داخل المؤسسات محل الدراسة (Masooma, 2016, p. 33)،

في الجدول الموالي نعرض نتائج اختبار طريقة التأثيرات الثابتة (FE) (أنظر الملحق رقم 01).

الجدول رقم (4-6): نتائج اختبار طريقة التأثيرات الثابتة (FE)

Variable	FE					
	TD		STD		LTD	
	Coef	Pr	Coef	Pr	Coef	Pr
TANG	-.2732952	0.015	-.4875458	0.000	.2139832	0.000
SIZE	-.1339407	0.059	-.1280238	0.033	-.0059057	0.827
PROF	-1.093894	0.000	-.9711742	0.000	-.1225927	0.057
LIQ	.0003072	0.659	-.0012713	0.032	.001578	0.000
NDTS	1.707915	0.000	1.373181	0.000	.3345253	0.000
constant	1.999551	0.004	1.786645	0.002	.2129822	0.420
Observations	1080		1080		1080	
Firms	90		90		90	
R²	0.2432		0.2256		0.1755	
F-Test	34.78 (0.000)		36.86 (0.000)		16.91 (0.000)	
F-Test (all ui=0)	5.28 (0.000)		4.22 (0.000)		13.79 (0.000)	
rho	.337		.297		.557	

TD: إجمالي الديون (إجمالي الدين/ إجمالي الأصول)، **LTD**: الديون طويلة الأجل (الديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول)، **STD**: الديون قصيرة الأجل (الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول)، **TANG**: هيكل الأصول (الأصول الثابتة/إجمالي الأصول)، **SIZE**: الحجم (لوغريتم إجمالي الأصول)، **PROF**: الربحية (الربح قبل الضريبة/ إجمالي الأصول)، **LIQ**: السيولة (الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة)، **NDTS**: الإعفاء الضريبي لغير الديون (مخصصات الاهتلاك / إجمالي الأصول).

المصدر: من إعداد الباحثة باعتماد على مخرجات STATA 17.

يوضح الجدول أعلاه أن:

➤ بالنسبة لإجمالي الديون:

إن هيكل الأصول له تأثير سلبي (-0.27) وهذا التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5% على إجمالي الديون، في حين يوجد تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية للحجم على (-0.13) على إجمالي الديون عند مستوى 10%، كما أن الربحية لها تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية (-1.09) على إجمالي الديون، وإن للإعفاء الضريبي لغير الديون تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية (1.70) على إجمالي الديون، في حين أنه لا يوجد تأثير للسيولة على إجمالي الديون للمؤسسات العمومية، إن نتائج طريقة التأثيرات الثابتة (FE) تشير إلى أن التأثيرات الثابتة (FE) أفضل من OLS لأن قيمة اختبار F-Test (all ui=0) تساوي 5.28 والقيمة الاحتمالية لها أقل من 0.05، كما بلغت قيمة F (34.78) والقيمة الاحتمالية لها أقل من 0.05 مما يعني أن النموذج معنوي ويتناسب مع بيانات الدراسة، وتظهر قيمة R^2 أن 24.32 % من تباين إجمالي الديون يفسر بالمتغيرات المستقلة، وأيضا بلغت قيمة rho (0.337) أي أن 33.7% من التباين يفسر بسبب الاختلافات عبر وحدات الدراسة.

➤ بالنسبة للديون قصيرة الأجل:

إن هيكل الأصول له تأثير سلبي (-0.48) وهذا التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5% على الديون قصيرة الأجل، في حين يوجد تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية للحجم على (-0.12) على الديون قصيرة الأجل، كما أن الربحية لها تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية (-0.97) على الديون قصيرة الأجل، وهناك تأثير سلبي للسيولة ذو دلالة إحصائية (-0.001) على الديون قصيرة الأجل، وإن للإعفاء الضريبي لغير الديون تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية (1.37) على الديون قصيرة الأجل، إن نتائج طريقة التأثيرات الثابتة (FE) تشير إلى أن التأثيرات الثابتة (FE) أفضل من OLS لأن قيمة اختبار F-Test (all ui=0) تساوي 4.22 والقيمة الاحتمالية لها أقل من 0.05، كما بلغت قيمة F (36.86) والقيمة الاحتمالية لها أقل من 0.05 مما يعني أن النموذج معنوي ويتناسب مع بيانات الدراسة، وتظهر قيمة R^2 أن 22.56 % من تباين الديون قصيرة الأجل يفسر بالمتغيرات المستقلة، وأيضا بلغت قيمة rho (0.297) أي أن 29.7% من التباين يفسر بسبب الاختلافات عبر وحدات الدراسة.

➤ بالنسبة للديون طويلة الأجل:

إن هيكل الأصول له تأثير ايجابي (0.21) وهذا التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5% على الديون طويلة الأجل، كما أن الربحية لها تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية (-0.12) على الديون طويلة الأجل عند مستوى 10%، وهناك تأثير إيجابي للسيولة ذو دلالة إحصائية (0.001) على الديون طويلة الأجل، وإن للإعفاء الضريبي لغير الديون تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية (0.334) على الديون طويلة الأجل، في حين أنه لا يوجد تأثير للحجم على الديون طويلة الأجل للمؤسسات العمومية، إن نتائج طريقة التأثيرات الثابتة (FE) تشير إلى أن التأثيرات الثابتة (FE) أفضل من OLS لأن قيمة اختبار F-Test (all ui=0) تساوي 13.79 والقيمة الاحتمالية لها أقل من 0.05، كما بلغت قيمة F (16.91) والقيمة الاحتمالية لها أقل من 0.05 مما يعني أن النموذج معنوي ويتناسب مع بيانات الدراسة، وتظهر قيمة R^2 أن 17.55 % من تباين الديون طويلة الأجل يفسر بالمتغيرات المستقلة، وأيضاً بلغت قيمة rho (0.557) أي أن 55.7% من التباين يفسر بسبب الاختلافات عبر وحدات الدراسة.

3.1.4.1. تقدير النموذج باستخدام طريقة التأثيرات العشوائية (RE): Random Effect

يقر نموذج التأثيرات العشوائية أن التأثيرات الفردية (عدم التجانس) ليس لها علاقة بالمتغيرات المستقلة، وعليه فإن التباين عبر المؤسسات عشوائي، ولا يجب أن يكون لهذا الأخير علاقة ارتباط بالمتغيرات التابعة والمستقلة (Park, 2011, p. 8).

في الجدول الموالي نعرض نتائج اختبار طريقة التأثيرات العشوائية (RE) (أنظر الملحق رقم 01).

الجدول رقم (4-7): نتائج اختبار طريقة التأثيرات العشوائية (RE)

Variable	RE					
	TD		STD		LTD	
	Coef	Pr	Coef	Pr	Coef	Pr
TANG	-.2798958	0.002	-.495929	0.000	.2171874	0.000
SIZE	-.0634913	0.070	-.0365748	0.187	-.019182	0.298
PROF	-1.153733	0.000	-.9573127	0.001	-.150607	0.019
LIQ	.0003651	0.575	-.0012527	0.022	.0015693	0.000
NDTS	1.777434	0.000	1.395833	0.000	.3524171	0.000
constant	1.334346	0.000	.911755	0.000	.3447985	0.058
Observations	1080		1080		1080	
Firms	90		90		90	
R ²	0.2714		0.2549		0.1849	
Wald chi2	271.02 (0.000)		277.14 (0.000)		127.87 (0.000)	
rho	.237		.199		.493	

TD: إجمالي الديون (إجمالي الدين/ إجمالي الأصول)، **LTD:** الديون طويلة الأجل (الديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول)، **STD:** الديون قصيرة الأجل (الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول)، **TANG:** هيكل الأصول (الأصول الثابتة/إجمالي الأصول)، **SIZE:** الحجم (لوغريتم إجمالي الأصول)، **PROF:** الربحية (الربح قبل الضريبة/ إجمالي الأصول)، **LIQ:** السيولة (الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة)، **NDTS:** الإعفاء الضريبي لغير الديون (مخصصات الاهتلاك / إجمالي الأصول).

المصدر: من إعداد الباحثة باعتماد على مخرجات STATA 17.

يوضح الجدول أعلاه أن:

➤ بالنسبة لإجمالي الديون:

إن هيكل الأصول له تأثير سلبي (-0.27) وهذا التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5% على إجمالي الديون، في حين يوجد تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية للحجم (-0.06) على إجمالي الديون عند مستوى 10%، كما أن الربحية لها تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية (-1.15) على إجمالي الديون، وإن للإعفاء الضريبي لغير الديون تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية (1.77) على إجمالي الديون، في حين أنه لا يوجد تأثير للسيولة على إجمالي الديون للمؤسسات العمومية، وحسب نتائج اختبار طريقة التأثيرات العشوائية أنها الطريقة المناسبة لأن القيمة الاحتمالية Wald chi2 أقل من 0.05، وتظهر قيمة R^2 أن 27.14 % من تباين إجمالي الديون يفسر بالمتغيرات المستقلة، وأيضاً بلغت قيمة rho (0.237) أي أن 23.7 % من التباين يفسر بسبب الاختلافات عبر وحدات الدراسة.

➤ بالنسبة للديون قصيرة الأجل:

إن هيكل الأصول له تأثير سلبي (-0.49) وهذا التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5% على الديون قصيرة الأجل، كما أن الربحية لها تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية (-0.95) على الديون قصيرة الأجل، وهناك تأثير سلبي للسيولة ذو دلالة إحصائية (-0.001) على الديون قصيرة الأجل، وإن للإعفاء الضريبي لغير الديون تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية (1.39) على الديون قصيرة الأجل، في حين أنه لا يوجد تأثير للحجم على الديون قصيرة الأجل للمؤسسات العمومية، وحسب نتائج اختبار طريقة التأثيرات العشوائية أنها الطريقة المناسبة لأن القيمة الاحتمالية Wald chi2 أقل من 0.05، وتظهر قيمة R^2 أن 25.49 % من تباين الديون قصيرة الأجل يفسر بالمتغيرات المستقلة، وأيضاً بلغت قيمة rho (0.199) أي أن 19.9 % من التباين يفسر بسبب الاختلافات عبر وحدات الدراسة.

➤ بالنسبة للديون طويلة الأجل:

إن هيكل الأصول له تأثير إيجابي (0.21) وهذا التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5% على الديون طويلة الأجل، كما أن الربحية لها تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية (-0.15) على الديون طويلة الأجل، وهناك تأثير إيجابي للسيولة ذو دلالة إحصائية (0.001) على الديون طويلة الأجل، وإن للإعفاء

الضريبي لغير الديون تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية (0.35) على الديون طويلة الأجل، في حين أنه لا يوجد تأثير للحجم على الديون طويلة الأجل للمؤسسات العمومية، وحسب نتائج اختبار طريقة التأثيرات العشوائية أنها الطريقة المناسبة لأن القيمة الاحتمالية Wald χ^2 أقل من 0.05، وتظهر قيمة R^2 أن 18.49 % من تباين الديون طويلة الأجل يفسر بالمتغيرات المستقلة، وأيضاً بلغت قيمة rho (0.493) أي أن 49.3 % من التباين يفسر بسبب الاختلافات عبر وحدات الدراسة.

4.1.4.1. المفاضلة بين نموذج المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS)، ونموذج التأثيرات الثابتة (FE) ونموذج التأثيرات العشوائية (RE)

للمفاضلة بين النماذج الثلاثة يجب أولاً المفاضلة بين كل من نموذج المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS) Ordinary Least Square، ونموذج التأثيرات العشوائية (RE) Random Effect، وبعدها المفاضلة بين المفاضلة نموذج التأثيرات العشوائية (RE) Random Effect ونموذج التأثيرات الثابتة (FE) Fixed Effect.

أ. المفاضلة بين نموذج المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS) ونموذج التأثيرات العشوائية (RE)

للمفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية RE ونموذج المربعات الصغرى العادية المجموعة OLS، تم استخدام اختبار مضاعف Breusch and Pagan Lagrangian multiplier (BP-LM) test حيث يقوم هذا الاختبار على الفرضيات الموالية (Hacini, Boulenfad, & Dahou, 2021, p. 72):

- الفرضية الصفرية H_0 : لا يوجد فرق عبر الوحدات
- الفرضية البديلة H_1 : الفرق عبر الوحدات.

الجدول الموالي يوضح نتائج اختبار BP-LM (أنظر الملحق رقم 01).

الجدول رقم (4-8): نتائج اختبار BP-LM

TD		STD		LTD	
chibar2(01)	Prob	chibar2(01)	Prob	chibar2(01)	Prob
341.29	0.0000	233.52	0.0000	1385.03	0.0000

TD: إجمالي الديون (إجمالي الدين/ إجمالي الأصول)، LTD: الديون طويلة الأجل (الديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول)، STD: الديون قصيرة الأجل (الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول).

المصدر: من إعداد الباحثة باعتماد على مخرجات STATA 17.

تشير نتائج الجدول أعلاه أن:

➤ بالنسبة لإجمالي الديون:

إن نتائج اختبار BP-LM تشير إلى أن قيمة (Prob Chi2) هي 0.000، وهي أقل من 5٪، وعليه فإن نموذج التأثيرات العشوائية RE هو النموذج المناسب، ويعني أن نموذج المربعات الصغرى العادية المجمعة OLS غير كافية لتقدير النموذج بسبب عدم التجانس بين المؤسسات العمومية محل الدراسة.

➤ بالنسبة للديون قصيرة الأجل:

إن نتائج اختبار BP-LM تشير إلى أن قيمة (Prob Chi2) هي 0.000، وهي أقل من 5٪، وعليه فإن نموذج التأثيرات العشوائية RE هو النموذج المناسب، ويعني أن نموذج المربعات الصغرى العادية المجمعة OLS غير كافية لتقدير النموذج بسبب عدم التجانس بين المؤسسات العمومية محل الدراسة.

➤ بالنسبة للديون طويلة الأجل:

إن نتائج اختبار BP-LM تشير إلى أن قيمة (Prob Chi2) هي 0.000، وهي أقل من 5٪، وعليه فإن نموذج التأثيرات العشوائية RE هو النموذج المناسب، ويعني أن نموذج المربعات الصغرى العادية المجمعة OLS غير كافية لتقدير النموذج بسبب عدم التجانس بين المؤسسات العمومية محل الدراسة.

ب. المفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية (RE) ونموذج التأثيرات الثابتة (FE)

للمفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية RE ونموذج التأثيرات الثابتة (FE)، تم استخدام في الدراسة اختبار Hausman حيث يقوم هذا الاختبار على الفرضيات التالية:

- الفرضية الصفرية H_0 : نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج المناسب.
- الفرضية البديلة H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج المناسب.

الجدول الموالي يوضح نتائج اختبار Hausman (أنظر الملحق رقم 01).

الجدول رقم (4-9): نتائج اختبار Hausman

TD		STD		LTD	
chibar2(01)	Prob	chibar2(01)	Prob	chibar2(01)	Prob
31.27	0.0000	19.62	0.0032	29.69	0.0000

TD: إجمالي الديون (إجمالي الدين/ إجمالي الأصول)، LTD: الديون طويلة الأجل (الديون طويلة الأجل/ إجمالي الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول).
STD: الديون قصيرة الأجل (الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول).

المصدر: من إعداد الباحثة باعتماد على مخرجات STATA 17.

تشير نتائج الجدول أعلاه أن:

➤ بالنسبة لإجمالي الديون:

إن نتائج اختبار Hausman تشير إلى أن قيمة (Prob Chi2) هي 0.000، وهي أقل من 5٪، وعليه فإن نموذج نموذج التأثيرات الثابتة FE هو النموذج الملائم لتقدير نموذج الدراسة.

➤ بالنسبة للديون قصيرة الأجل:

إن نتائج اختبار Hausman تشير إلى أن قيمة (Prob Chi2) هي 0.000، وهي أقل من 5٪، وعليه فإن نموذج نموذج التأثيرات الثابتة FE هو النموذج الملائم لتقدير نموذج الدراسة.

➤ بالنسبة للديون طويلة الأجل:

إن نتائج اختبار Hausman تشير إلى أن قيمة (Prob Chi2) هي 0.000، وهي أقل من 5٪، وعليه فإن نموذج نموذج التأثيرات الثابتة FE هو النموذج الملائم لتقدير نموذج الدراسة.

5.1.4.1. تقدير النموذج باستخدام طريقة التأثيرات الثابتة القوي Fixed effects Robust:

من خلال المفاضلة بين النماذج الثلاثة (نموذج المربعات الصغرى العادية المجمعة (OLS)، ونموذج التأثيرات العشوائية (RE)، ونموذج التأثيرات الثابتة (FE))، وجدت مشكلة عدم التجانس وممن أجل حل هذا المشكل يجيب تطبيق طريقة (Huber/White robust)، كما هو موضح في الجدول الموالي (أنظر الملحق رقم 01).

الجدول رقم (4-10): نتائج طريقة Fixed effects Robust

FE Robust						
Variable	TD		STD		LTD	
	Coef	Pr	Coef	Pr	Coef	Pr
TANG	-.2732952	0.561	-.4875458	0.230	.2139832	0.052
SIZE	-.1339407	0.413	-.1280238	0.320	-.0059057	0.935
PROF	-1.093894	0.251	-.9711742	0.241	-.1225927	0.343
LIQ	.0003072	0.709	-.0012713	0.111	.001578	0.001
NDTS	1.707915	0.251	1.373181	0.283	.3345253	0.151
constant	1.999551	0.236	1.786645	0.192	.2129822	0.761
Observations	1080		1080		1080	
Firms	90		90		90	
R ²	0.2432		0.2256		0.1755	
F-Test	1.71 (0.1267)		2.16 (0.0540)		5.00 (0.1472)	
rho	.337		.297		.557	

TD: إجمالي الديون (إجمالي الدين/ إجمالي الأصول)، **LTD:** الديون طويلة الأجل (الديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول)، **STD:** الديون قصيرة الأجل (الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول)، **TANG:** هيكل الأصول (الأصول الثابتة/إجمالي الأصول)، **SIZE:** الحجم (لوغريتم إجمالي الأصول)، **PROF:** الربحية (الربح قبل الضريبة/ إجمالي الأصول)، **LIQ:** السيولة (الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة)، **NDTS:** الإعفاء الضريبي لغير الديون (مخصصات الاهتلاك / إجمالي الأصول).

المصدر: من إعداد الباحثة باعتماد على مخرجات STATA 17.

يوضح الجدول أعلاه أن:

➤ بالنسبة لإجمالي الديون:

إن كل معاملات النموذج غير معنوية، كما بلغت قيمة $F(1.71)$ والقيمة الاحتمالية لها أكبر من 0.05 مما يعني أن النموذج غير معنوي ولا يتناسب مع بيانات الدراسة، وبالتالي وجب علينا اختيار طريقة تقدير أخرى تتناسب مع متغيرات الدراسة، وهي طريقة نظام العزوم المعممة (System (GMM Generalized Method of Moments.

➤ بالنسبة للديون قصيرة الأجل:

إن كل معاملات النموذج غير معنوية، كما بلغت قيمة $F(2.16)$ والقيمة الاحتمالية لها أكبر من 0.05 مما يعني أن النموذج غير معنوي ولا يتناسب مع بيانات الدراسة، وبالتالي وجب علينا اختيار طريقة تقدير أخرى تتناسب مع متغيرات الدراسة، وهي طريقة نظام العزوم المعممة (System (GMM Generalized Method of Moments.

➤ بالنسبة للديون طويلة الأجل:

إن هيكل إجمالي الديون غير معنوية، كما بلغت قيمة $F(5.00)$ والقيمة الاحتمالية لها أكبر من 0.05 مما يعني أن النموذج غير معنوي ولا يتناسب مع بيانات الدراسة، وبالتالي وجب علينا اختيار طريقة تقدير أخرى تتناسب مع متغيرات الدراسة، وهي طريقة نظام العزوم المعممة (System (GMM Generalized Method of Moments.

2.4.1. تقدير النموذج باستخدام طريقة نظام العزوم المعممة (GMM) System Generalized .Method of Moments

بهدف تحديد ما مدى تأثير مجموعة من المحددات هيكل رأس المال في المؤسسات العمومية الجزائرية خلال الفترة 2010-2021، استخدمت الدراسة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data)، التي تعتمد على النماذج المستخدمة أعلاه، وبعد إجراء الإختبارات التشخيصية الخاصة بهذه النماذج للتأكد من وجود أي مشاكل تخص الاقتصاد القياسي، كما تم التطرق لمشكلة التعدد الخطي في الانحدار (Multicollinearity)، من خلال نتائج تقدير النماذج أعلاه ظهر لنا أنه هناك عدم الكفاءة في التقدير وأيضا التحيز في تقدير القيم، وبالتالي تم استخدام نماذج البائل الديناميكية وهذا اعتمادا على طريقة نظام العزوم المعممة (GMM) لكل من (Arellano & Bond, 2011) التي تحوي على خطوتين (two-step system GMM)، إن مقدر نموذج العزوم المعممة (GMM) ذو الخطوتين (two-step GMM estimators) يتسم بالقوة والكفاءة والملائمة، وعدم التحيز في العينات (Windmeijer, 2005, p. 44)، كما هو موضح في الجدول الموالي (أنظر الملحق رقم 01).

الجدول رقم (4-11): نتائج طريقة two-step system GMM

two-step system GMM						
Variable	TD		STD		LTD	
	Coef	Pr	Coef	Pr	Coef	Pr
TD(-1)	.5048321	0.007				
STD(-1)			.0224963	0.815		
LTD (-1)					.7608104	0.000
TANG	-.0937258	0.056	-.407109	0.000	.1889303	0.050
PROF	-.0242677	0.088	-.0117254	0.040	-.0195913	0.096
SIZE	-.2565091	0.077	.434955	0.074	-.3158905	0.054
LIQ	-.2129329	0.025	-.9028576	0.000	.0840436	0.093
NDTS	.1747305	0.098	.1063509	0.052	.1198834	0.049
constant	.1706937	0.878	-2.004446	0.005	.3314582	0.789
Observations	670		670		670	

Firms	85	85	85
Wald chi ²	137.67 (0.000)	950.21 (0.000)	319.65 (0.000)
AR(1)	-2.73 (0.006)	-0.41 (0.000)	-2.83 (0.005)
AR(2)	0.53 (0.593)	-1.49 (0.136)	-0.32 (0.749)
Sargan test	30.21 (0.151)	70.82 (0.682)	21.09 (0.169)
Hansen test	11.66 (0.309)	12.78 (0.236)	6.34 (0.786)

TD: إجمالي الديون (إجمالي الدين/ إجمالي الأصول)، **LTD**: الديون طويلة الأجل (الديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول)، **STD**: الديون قصيرة الأجل (الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول)، **TANG**: هيكل الأصول (الأصول الثابتة/إجمالي الأصول)، **SIZE**: الحجم (لوغريتم إجمالي الأصول)، **PROF**: الربحية (الربح قبل الضريبة/ إجمالي الأصول)، **LIQ**: السيولة (الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة)، **NDTS**: الإعفاء الضريبي لغير الديون (مخصصات الاهتلاك / إجمالي الأصول).

المصدر: من إعداد الباحثة باعتماد على مخرجات STATA 17.

1.2.4.1 دراسة صلاحية نموذج العزوم المعممة المكون من خطوتين (two-step system GMM):

قبل تحديد تأثير مجموعة من المحددات على هيكل رأس المال في المؤسسات العمومية الجزائرية خلال الفترة 2010-2021، وجب التأكد من صلاحية نموذج العزوم المعممة المكون من خطوتين (two-step system GMM) وهذا من خلال استخدام اختبار Sargan / Hansen tes لدراسة مدى صلاحية متغيرات الدراسة، واختبار Arellano-Bond test لكشف على الارتباط التسلسلي من الدرجتين الأولى والثانية.

أ. اختبار Sargan / Hansen test:

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لاختبار Sargan / Hansen tes أكبر من 5% في كل من (إجمالي الديون، الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل) وعليه يتم قبول الفرضية الصفرية التي تنص على أن المتغيرات المستعملة في الدراسة صالحة من الناحية الإحصائية.

ب. اختبار Arellano-Bond test:

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لاختبار Arellano-Bond AR(1) أقل من 5% في كل من (إجمالي الديون، الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل) وعليه هناك ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى، كما أن القيمة الاحتمالية لاختبار Arellano-Bond AR(2) أكبر من 5% (إجمالي الديون، الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل) وعليه عدم وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الثانية.

ومن خلال نتائج الاختبارين السابقين نستطيع القول أن نموذج العزوم المعممة المكون من خطوتين (two-step system GMM) صالح لتفسير مدى تأثير المحددات المستخدمة في الدراسة على هيكل رأس المال في المؤسسات العمومية الجزائرية خلال الفترة 2010-2021، كما هو موضح فيما يلي:

$$TD_{it} = \beta_0 + \beta_1 TD_{it-1} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 PROF_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 NDTS_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$STD_{it} = \beta_0 + \beta_1 TD_{it-1} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 PROF_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 NDTS_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$LTD_{it} = \beta_0 + \beta_1 TD_{it-1} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 PROF_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 NDTS_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

TD: يعبر عن المتغير التابع (إجمالي الديون) للمؤسسات محل الدراسة $i(i=1.....N)$ في الزمن $t(t=1.....T)$.

STD: يعبر عن المتغير التابع (الديون قصيرة الأجل) للمؤسسات محل الدراسة $i(i=1.....N)$ في الزمن $t(t=1.....T)$.

LTD: يعبر عن المتغير التابع (الديون طويلة الأجل) للمؤسسات محل الدراسة $i(i=1.....N)$ في الزمن $t(t=1.....T)$.

(TANG, PROF, SIZE, LIQ, NDTs): تعبر على المتغيرات المستقلة في الدراسة.

$B_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$: معاملات النموذج.

i: تعبر على المؤسسات.

t: يعبر على الفترة الزمنية.

ε_{it} : حد الخطأ.

➤ بالنسبة لإجمالي الديون:

وعلى ضوء نتائج الجدول أعلاه يمكن كتابة النموذج القياسي لإجمالي الديون كآتي:

$$TD_{it} = 0.170 + 0.504 TD_{it-1} - 0.093 TANG_{it} - 0.024 PROF_{it} - 0.256 SIZE_{it} - 0.212 LIQ_{it} + 0.174 NDTs_{it} + \varepsilon_{it}$$

من خلال المعادلة أعلاه:

- ❖ يعبر معامل ذو الأهمية الكبيرة للمتغير التابع المتأخر (TD_{it-1}) على أهمية مواصفات النموذج والطبيعة الديناميكية لها، حيث بلغت (0.504) ويدل هذا على استمرار اعتماد المؤسسات العمومية على إجمالي الديون، وبالتالي فإن مواصفات النموذج ذات طبيعة ديناميكية.
- ❖ ويعبر المعامل هيكل الأصول السالب على وجود تأثير سالب ذو دلالة إحصائية لهيكل الأصول على إجمالي الديون عند مستوى الدلالة 10%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير هيكل الأصول بوحدة واحدة انخفض مستوى إجمالي الديون ب 0.093.
- ❖ ويعبر المعامل الربحية السالب على وجود تأثير سالب ذو دلالة إحصائية للربحية على إجمالي الديون عند مستوى الدلالة 10%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير الربحية بوحدة واحدة انخفض مستوى إجمالي الديون ب 0.024.
- ❖ ويعبر المعامل الحجم السالب على وجود تأثير سالب ذو دلالة إحصائية للحجم على إجمالي الديون عند مستوى الدلالة 10%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير الحجم بوحدة واحدة انخفض مستوى إجمالي الديون ب 0.256.

❖ ويعبر المعامل السيولة السالب على وجود تأثير سالبى ذو دلالة إحصائية للسيولة على إجمالي الديون عند مستوى الدلالة 5%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير السيولة بوحدة واحدة انخفض مستوى إجمالي الديون ب 0.212.

❖ ويعبر المعامل الإعفاء الضريبي لغير الديون الموجب على وجود تأثير إيجابى ذو دلالة إحصائية للوفر الضريبي على إجمالي الديون عند مستوى الدلالة 10%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير الوفر الضريبي بوحدة واحدة ارتفع مستوى إجمالي الديون ب 0.174.

➤ بالنسبة للديون قصيرة الأجل:

وعلى ضوء نتائج الجدول أعلاه يمكن كتابة النموذج القياسي للديون قصيرة الأجل كآتي:

$$STD_{it} = -2.004 + 0.022 STD_{it-1} - 0.407 TANG_{it} - 0.011 PROF_{it} + 0.434 SIZE_{it} - 0.902 LIQ_{it} + 0.106 NDT S_{it} + \varepsilon_{it}$$

من خلال المعادلة أعلاه:

❖ يعبر معامل ذو الأهمية الكبيرة للمتغير التابع المتأخر (STD_{it-1}) على أهمية مواصفات النموذج والطبيعة الديناميكية لها، حيث بلغت (0.022) ويدل هذا على قلة اعتماد المؤسسات العمومية على الديون قصيرة الأجل، وبالتالي فإن مواصفات النموذج ذات طبيعة ديناميكية.

❖ ويعبر المعامل هيكل الأصول السالب على وجود تأثير سالبى ذو دلالة إحصائية لهيكل الأصول على الديون قصيرة الأجل عند مستوى الدلالة 1%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير هيكل الأصول بوحدة واحدة انخفض مستوى الديون قصيرة الأجل ب 0.407.

❖ ويعبر المعامل الربحية السالب على وجود تأثير سالبى ذو دلالة إحصائية للربحية على الديون قصيرة الأجل عند مستوى الدلالة 5%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير الربحية بوحدة واحدة انخفض مستوى الديون قصيرة الأجل ب 0.011.

❖ ويعبر المعامل الحجم الموجب على وجود تأثير إيجابى ذو دلالة إحصائية للحجم على الديون قصيرة الأجل عند مستوى الدلالة 10%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير الحجم بوحدة واحدة ارتفع مستوى الديون قصيرة الأجل ب 0.434.

❖ ويعبر المعامل السيولة السالب على وجود تأثير سالبى ذو دلالة إحصائية للسيولة على الديون قصيرة الأجل عند مستوى الدلالة 1%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير السيولة بوحدة واحدة انخفض مستوى الديون قصيرة الأجل ب 0.902.

❖ ويعبر المعامل الإعفاء الضريبي لغير الديون الموجب على وجود تأثير إيجابى ذو دلالة إحصائية للوفر الضريبي على الديون قصيرة الأجل عند مستوى الدلالة 10%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير الوفر الضريبي بوحدة واحدة ارتفع مستوى الديون قصيرة الأجل ب 0.106.

➤ بالنسبة للديون طويلة الأجل:

وعلى ضوء نتائج الجدول أعلاه يمكن كتابة النموذج القياسي الديون طويلة الأجل كآتي:

$$LTD_{it} = 0.331 + 0.760 LTD_{it-1} + 0.188 TANG_{it} - 0.019 PROF_{it} - 0.315 SIZE_{it} + 0.084 LIQ_{it} + 0.119 NDT S_{it} + \varepsilon_{it}$$

من خلال المعادلة أعلاه:

❖ يعبر معامل ذو الأهمية الكبيرة للمتغير التابع المتأخر (LTD_{it-1}) على أهمية مواصفات النموذج والطبيعة الديناميكية لها، حيث بلغت (0.760) ويدل هذا على استمرار اعتماد المؤسسات العمومية على الديون طويلة الأجل، وبالتالي فإن مواصفات النموذج ذات طبيعة ديناميكية.

❖ ويعبر المعامل هيكل الأصول الموجب على وجود تأثير إيجابى ذو دلالة إحصائية لهيكل الأصول على الديون طويلة الأجل عند مستوى الدلالة 10%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير هيكل الأصول بوحدة واحدة ارتفع مستوى الديون طويلة الأجل ب 0.188.

❖ ويعبر المعامل الربحية السالب على وجود تأثير سالبى ذو دلالة إحصائية للربحية على الديون طويلة الأجل عند مستوى الدلالة 10%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير الربحية بوحدة واحدة انخفض مستوى الديون طويلة الأجل ب 0.019.

❖ ويعبر المعامل الحجم السالب على وجود تأثير سالبى ذو دلالة إحصائية للحجم على الديون طويلة الأجل عند مستوى الدلالة 10%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير الحجم بوحدة واحدة انخفض مستوى الديون طويلة الأجل ب 0.315.

❖ ويعبر المعامل السيولة الموجب على وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للسيولة على الديون طويلة الأجل عند مستوى الدلالة 10%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير السيولة بوحدة واحدة ارتفع مستوى الديون طويلة الأجل ب 0.084.

❖ ويعبر المعامل الإعفاء الضريبي لغير الديون الموجب على وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للوفر الضريبي على الديون طويلة الأجل عند مستوى الدلالة 5%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير الوفر الضريبي بوحدة واحدة ارتفع مستوى الديون طويلة الأجل ب 0.119.

2. نتائج الدراسة للمؤسسات الخاصة

من أجل تحديد أهم العوامل التي تؤثر على هيكل رأس المال في المؤسسات الخاصة خلال الفترة الممتدة بين 2010 و 2021، وأيضا لاختبار فرضيات الدراسة استخدمت الدراسة كل من طريقة المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS) وطريقة التأثيرات الثابتة (FE) وطريقة التأثيرات العشوائية (RE)، وأيضا نموذج العزوم المعممة المكون من خطوتين (two-step system GMM).

1.2. الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يعتبر الإحصاء الوصفي الانطلاقة إلى أي نوع من أنواع التحليل باعتباره يوفر معلومات حول بيانات الدراسة، حيث يحتوي جدول الإحصاء الوصفي على عدد المشاهدات (obs)، المتوسط الحسابي (mean)، الانحراف المعياري (Std.Dev)، الحد الأدنى (Min) والحد الأقصى (Max) للقيم الملاحظة لجميع البيانات.

إن الجدول الموالي يمثل الإحصاء الوصفي للمتغيرات الموجودة في الدراسة (أنظر الملحق رقم 02).

الجدول رقم (4-12): الإحصاء الوصفي للمؤسسات الخاصة

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
TD	960	.6096624	.2784436	.0145167	1.615952
STD	960	.4070019	.2558874	.0027918	1.484637
LTD	960	.2026605	.2182984	-.0003545	1.225373
TANG	960	.3973748	.2366868	.0001057	.9696766
SIZE	960	9.322598	.7499872	7.361936	11.51477
PROF	960	.052107	.1015276	-.5133616	.6353643
LIQ	960	3.054661	6.477533	.082282	102.6529
NDTS	960	.4169918	.4300582	.000036	2.968351

TD: إجمالي الديون (إجمالي الدين/ إجمالي الأصول)، **LTD:** الديون طويلة الأجل (الديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول)، **STD:** الديون قصيرة الأجل (الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول)، **TANG:** هيكل الأصول (الأصول الثابتة/إجمالي الأصول)، **SIZE:** الحجم (لوغريتم إجمالي الأصول)، **PROF:** الربحية (الربح قبل الضريبة/ إجمالي الأصول)، **LIQ:** السيولة (الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة)، **NDTS:** الإعفاء الضريبي لغير الديون (مخصصات الاهتلاك / إجمالي الأصول).

المصدر: من إعداد الباحثة باعتماد على مخرجات STATA 17.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أنه:

بلغ المتوسط الحسابي لإجمالي الديون 0.609 وحدة، والحد الأدنى للقيمة 0.0145 والحد الأقصى للقيمة 1.6159، مع انحراف معياري قدره 0.278، كما بلغ المتوسط الحسابي للديون قصيرة الأجل 0.407 وحدة، والحد الأدنى للقيمة 0.0027 والحد الأقصى للقيمة 1.4846، مع انحراف معياري قدره 0.255، في حين بلغ المتوسط الحسابي للديون طويلة الأجل 0.202 وحدة، والحد الأدنى للقيمة 0.0003 - والحد الأقصى للقيمة 1.2253، مع انحراف معياري قدره 0.218، وهذا يدل على أن المؤسسات الخاصة تعتمد على الديون قصيرة الأجل في تمويل إجمالي أصولها، وهذا يرجع إلى أن درجة اعتمادها على ديون طويلة أجل ضعيفة، هذا نظرا للخطر الذي يحيط بالديون طويلة الأجل منها التخلف عن السداد، وكذا رغبة المؤسسات الخاصة في تغطية التزاماتها التشغيلية، وبالتالي تحقيق أرباح لضمان نموها واستمرارها.

بلغ المتوسط الحسابي لهيكل الأصول 0.397 وحدة، ويدل هذا على أن 39.7% من إجمالي أصول المؤسسات الخاصة هي أصول ثابتة، حيث تستطيع المؤسسات الخاصة استعمالها كضمان لتسديد ديونها، إن الحد الأدنى للقيمة بلغ 0.00010 والحد الأقصى للقيمة 0.969، مع انحراف معياري قدره 0.236.

بلغ المتوسط الحسابي لحجم المؤسسات المعبر عنه باللوغاريتم الطبيعي 9.32 وحدة، والحد الأدنى للقيمة 7.361 والحد الأقصى للقيمة 11.514، مع انحراف معياري قدره 0.749، إن امتلاك المؤسسات الخاصة للأصول الثابتة بمتوسط جيد نوعا ما، وهذا يعبر على حجم هذه المؤسسات الذي يوفر لها قدرتها على السداد، وبالتالي ضمان عدم تعرضها للإفلاس.

بلغ المتوسط الحسابي للربحية 0.0521 وحدة، ويعني هذا أن المؤسسات الخاصة في الجزائر لديها في المتوسط 5.21% من الأرباح قبل الضريبة على كل دينار جزائري من إجمالي الأصول، كما أن الحد الأدنى للربحية هو -0.513 والحد الأقصى للربحية هو 0.635، مع انحراف معياري قدره 0.101.

بلغ المتوسط الحسابي للسيولة 3.054 وحدة بانحراف معياري 6.477، حيث تتمثل هذه النسبة في قدرة المؤسسات الخاصة على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل بأصولها المتداولة، حيث يعبر المتوسط الحسابي أن لديها أصول كافية مقارنة بما يوجهها من التزامات، وإن القيمة الدنيا بلغت 0.0822 والقيمة القصوى 102.652، وهذا الفرق كبير جدا.

بلغ المتوسط الحسابي للإعفاء الضريبي لغير الديون 0.416 وحدة بانحراف معياري 0.430، ويرجع السبب في أن إجمالي الأصول أعلى مقارنة بمخصصات الإهلاك في المؤسسات الخاصة، حيث أن 4.16% من إجمالي الأصول يتم احتسابها كمخصصات الإهلاك، كما بلغت القيمة الدنيا 0.00003 والقيمة القصوى 2.968، وعليه فإن المؤسسات الخاصة لديها وفر ضريبي μ .

2.2. اختبار التعدد الخطي في الانحدار (Multicollinearity)

هناك طريقتين للتأكد من أن المتغيرات تخضع للتعدد الخطي، أولها تحديد مصفوفة الارتباط عن طريق معامل بيرسون (Pearson)، حيث أننا نقوم بتحليل الارتباطات للتأكد من وجود تعدد خطي بين المتغيرات المستقلة للدراسة، حيث نستطيع نقول أن هناك التعدد الخطي في حالة ما كان معامل الارتباط مرتفع بين المتغيرات المستقلة (قريب من 1) (Wooldridge, 2009, p. 96)، وكما هو معمول به فإن نطاق معاملات الارتباط يكون محصور بين 1 و -1، حيث يعبر 1 علاقة الارتباط الإيجابية المثالية أما -1 على علاقة الارتباط السلبية المثالية، كما يعبر 0 على أنه لا توجد علاقة ارتباط بين متغيرات الدراسة، أما الطريقة الأخرى فهي عن طريق اختبار تضخم التباين (Factor Inflation) Variance: VIF حيث يستخدم هذا الاختبار لمعرفة قوة التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة، حيث أن قيمة VIF محصورة بين $VIF > 1$ و $VIF \geq 5$ (Daoud, 2017, p. 4)، فإذا كانت قيمة متوسط $VIF < 5$ فإنه يوجد تعدد خطي.

1.2.2. مصفوفة الارتباط:

إن الجدول الموالي يمثل قوة العلاقة بين المتغيرات المستقلة الموجودة في الدراسة (أنظر الملحق رقم 02).

الجدول رقم (4-13): مصفوفة الارتباط لبيرسون المؤسسات الخاصة عند مستوى الدلالة

0.05

	TD	STD	LTD	TANG	SIZE	PROF	LIQ	NDTS
TD	1.0000							
STD	0.6692*	1.0000						
LTD	0.4911*	-0.3187*	1.0000					
TANG	-0.0531	-0.2498*	0.2250*	1.0000				
SIZE	-0.0528	-0.0487	-0.0102	0.0400	1.0000			
PROF	-0.3749*	-0.2370*	-0.2004*	-0.1520*	0.0877*	1.0000		
LIQ	-0.2098*	-0.3869*	0.1859*	-0.0687*	-0.0151	0.0415	1.0000	
NDTS	-0.0309	0.1560*	-0.2224*	-0.3138*	-0.0407	0.4566*	-0.0772*	1.0000

* = significant at 0.05 level

المصدر: مخرجات STATA 17.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن مجموع الارتباطات منخفض نوعا ما، كما نلاحظ أنه توجد علاقة خطية موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة 0.05 بين الربحية والإعفاء الضريبي لغير الديون (0.4566)، وتوجد علاقة خطية سالبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة 0.05 بين هيكل الأصول والإعفاء الضريبي لغير الديون (-0.3138)، وأيضا توجد علاقة خطية سالبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة 0.05 بين هيكل الأصول والربحية (-0.1520)، حيث توجد علاقة خطية موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة 0.05 بين الحجم والربحية (0.0877)، وأيضا توجد علاقة خطية سالبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة 0.05 بين السيولة والإعفاء الضريبي لغير الديون (-0.0772)، في حين توجد علاقة خطية سالبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة 0.05 بين هيكل الأصول والسيولة (-0.0687).

2.2.2. اختبار تضخم التباين VIF:

مع أن مصفوفة الارتباط للمؤسسات العمومية لا تدل على أنه هناك علاقة مرتفعة بين المتغيرات المستقلة، وعليه سوف نجري اختبار تضخم التباين VIF كما هو موضح في الجدول الموالي (أنظر الملحق رقم 02).

الجدول رقم (4-14): قيم اختبار تضخم التباين VIF للمؤسسات الخاصة

vif		
Variable	VIF	1/VIF
STD	1.61	0.619514
PROF	1.56	0.640765
NDTS	1.47	0.682122
LTD	1.24	0.804557
LIQ	1.24	0.806255
TANG	1.24	0.806959
SIZE	1.02	0.982410
Mean VIF	1.34	

المصدر: مخرجات STATA 17.

من خلال الجدول أعلاه فإن قيمة متوسط تضخم التباين VIF بلغت 1.34، وهي أقل من 5، وبالتالي فإنه لا يوجد تعدد خطي في هذا النموذج.

3.2. اختبار الإستقرارية (Stationarity test):

قبل أن نقوم بتقدير نموذج الدراسة يتم اختبار استقرارية المتغيرات، حيث استخدمت الدراسة مجموعة من الاختبارات لاختبار استقرارية المتغيرات (إجمالي الديون، الديون طويلة الأجل، الديون قصيرة الأجل، هيكل الأصول، الحجم، الربحية، السيولة، الإعفاء الضريبي لغير الديون) حسب الفرضيات الآتية:

- الفرضية الصفرية H_0 : السلسلة غير مستقرة عند المستوى.
- الفرضية البديلة H_1 : السلسلة مستقرة عند المستوى.

إن الجدول الموالي يمثل اختبار استقرارية المتغيرات الخاصة بالمؤسسات الخاصة (أنظر الملحق رقم 02).

الجدول رقم (4-15): اختبار الاستقرارية للمؤسسات الخاصة

Variable	LLC		IPS		Fisher-type	
	Statistic	p-value	Statistic	p-value	Statistic	p-value
TD	- 26.7952	0.0000	-2.5146	0.0060	337.7651	0.0000
STD	-31.8320	0.0000	-2.1241	0.0168	331.3030	0.0000
LTD	-10.4623	0.0000	-2.4095	0.0080	369.4164	0.0000
TANG	-16.0066	0.0000	-3.4591	0.0003	344.6301	0.0000
SIZE	-9.7607	0.0000	-1.8961	0.0290	381.1763	0.0000
PROF	-8.2781	0.0000	-4.6890	0.0000	610.8059	0.0000
LIQ	-1.1e+02	0.0000	-1.1987	0.0653	368.4328	0.0000
NDTS	-6.5709	0.0000	-3.2775	0.0005	340.8564	0.0000

LLC: Levin-Lin-Chu, IPS: Im-Pesaran-Shin.

المصدر: من إعداد الباحثة باعتماد على مخرجات STATA 17.

يظهر لنا الجدول أعلاه نتائج اختبارات الاستقرار، حيث يوضح أن احتمالات جميع الاختبارات لكل متغيرات الخاصة بالمؤسسات الخاصة أقل من 0.05، ماعدا متغير السيولة (الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة)، جاء أقل من 0.1 في اختبار (Im-Pesaran-Shin) ips ، وتدل هذه النتائج على رفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن السلسلة غير مستقرة، وبالتالي استقرار كل المتغيرات الخاصة بالمؤسسات الخاصة.

4.2. تقدير نموذج الدراسة:

لتقدير نموذج الدراسة ولتحديد أهم محددات التي تؤثر على هيكل رأس المال في المؤسسات الخاصة الجزائرية خلال الفترة 2010-2021 تم اعتماد الخطوات الموالية:

1.4.2. تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS) وطريقة التأثيرات الثابتة (FE) وطريقة التأثيرات العشوائية (RE):

قبل عرض نتائج نموذج المناسب لبيانات الدراسة من النماذج الثلاثة (نموذج المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS) Ordinary Least Square، وطريقة التأثيرات الثابتة (FE) Fixed Effect وطريقة التأثيرات العشوائية (RE) Random Effect)، يجب المفاضلة بين النماذج الثلاث كالتالي:

1.1.4.2. تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS):

إن نموذج المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS) أبسط نموذج، حيث يقر أن كل المؤسسات في الدراسة ذات معاملات هيكل رأس المال مشتركة، وبالتالي لا يفرق بين المؤسسات المتواجدة في الدراسة، حيث يُعتبر أنه لا يوجد تباين بين مؤسسات في عينة الدراسة (Masooma, 2016, p. 45)، في الجدول الموالي نعرض نتائج اختبار طريقة المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS) ((أنظر الملحق رقم 02).

الجدول رقم (4-16): نتائج اختبار طريقة المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS)

Variable	OLS					
	TD		STD		LTD	
	Coef	Pr	Coef	Pr	Coef	Pr
TANG	-.1087041	0.003	-.2852672	0.000	.176563	0.000
SIZE	-.0028999	0.789	-.0011983	0.896	-.0017016	0.849
PROF	-1.137351	0.000	-.8315558	0.000	-.3057954	0.059
LIQ	-.0080937	0.000	-.0147798	0.000	.0066861	0.000
NDTS	.1546635	0.460	.1990087	0.261	-.0443452	0.797
constant	.7331937	0.000	.5719086	0.000	.1612852	0.058
Observations	960		960		960	
Firms	80		80		80	
R ²	0.2052		0.3277		0.1267	
F-Test	41.01 (0.000)		77.42 (0.000)		23.05 (0.000)	

TD: إجمالي الديون (إجمالي الدين/ إجمالي الأصول)، **LTD:** الديون طويلة الأجل (الديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول)، **STD:** الديون قصيرة الأجل (الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول)، **TANG:** هيكل الأصول (الأصول الثابتة/إجمالي الأصول)، **SIZE:** الحجم (لوغريتم إجمالي الأصول)، **PROF:** الربحية (الربح قبل الضريبة/ إجمالي الأصول)، **LIQ:** السيولة (الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة)، **NDTS:** الإعفاء الضريبي لغير الديون (مخصصات الاهتلاك / إجمالي الأصول).

المصدر: من إعداد الباحثة باعتماد على مخرجات STATA 17.

يوضح الجدول أعلاه أن:

➤ بالنسبة لإجمالي الديون:

إن هيكل الأصول له تأثير سلبي (-0.10) وهذا التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5% على إجمالي الديون، كما أن الربحية لها تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية (-1.13) على إجمالي الديون، وإن

للسيولة تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية (-0.008) على إجمالي الديون، في حين أنه لا يوجد تأثير للحجم والإعفاء الضريبي لغير الديون على إجمالي الديون للمؤسسات الخاصة، كما جاء القيمة الاحتمالية لاختبار F أقل من 0.05 مما يعني أن النموذج معنوي ويتناسب مع بيانات الدراسة، وتظهر قيمة R^2 أن المتغيرات المستقلة تفسر 41.01 % من تباين إجمالي الديون.

➤ بالنسبة للديون قصيرة الأجل:

إن هيكل الأصول له تأثير سلبي (-0.28) وهذا التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5% على الديون قصيرة الأجل، كما أن الربحية لها تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية (-0.83) على الديون قصيرة الأجل، للسيولة تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية (-0.014) على الديون قصيرة الأجل، في حين أنه لا يوجد تأثير للحجم والإعفاء الضريبي لغير الديون على الديون قصيرة الأجل للمؤسسات الخاصة، كما جاء القيمة الاحتمالية لاختبار F أقل من 0.05 مما يعني أن النموذج معنوي ويتناسب مع بيانات الدراسة، وتظهر قيمة R^2 أن 77.42 % من تباين الديون قصيرة الأجل تفسر بالمتغيرات المستقلة.

➤ بالنسبة للديون طويلة الأجل:

إن هيكل الأصول له تأثير إيجابي (0.17) وهذا التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5% على الديون طويلة الأجل، كما أن الربحية لها تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية (-0.30) على الديون طويلة الأجل عند مستوى 10%، للسيولة تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية (0.006) على الديون طويلة الأجل، في حين أنه لا يوجد تأثير للحجم والإعفاء الضريبي لغير الديون على الديون قصيرة الأجل للمؤسسات الخاصة، أن كما جاء القيمة الاحتمالية لاختبار F أقل من 0.05 مما يعني أن النموذج معنوي ويتناسب مع بيانات الدراسة، وتظهر قيمة R^2 أن 23.05 % من تباين الديون طويلة الأجل يفسر بالمتغيرات المستقلة.

2.1.4.2. تقدير النموذج باستخدام طريقة التأثيرات الثابتة (FE):

يعتبر نموذج التأثيرات الثابتة (FE) هو النموذج الأكثر موائمة لتحليل المتغيرات، حيث يقر أن لكل مؤسسة من المؤسسات الدراسة لها خصوصيتها، مع المحافظة على معاملات الميل ثابتة، أي أنه يفرق بين المؤسسات المتواجدة في الدراسة، وهذا النموذج يسعى لاختبار العلاقة بين كل من المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة داخل المؤسسات محل الدراسة (Masooma, 2016, p. 33)،

في الجدول الموالي نعرض نتائج اختبار طريقة التأثيرات الثابتة (FE) (أنظر الملحق رقم 02).

الجدول رقم (4-17): نتائج اختبار طريقة التأثيرات الثابتة (FE)

Variable	FE					
	TD		STD		LTD	
	Coef	Pr	Coef	Pr	Coef	Pr
TANG	-.0550303	0.216	-.3066508	0.000	.2516205	0.000
SIZE	-.0427371	0.052	-.0818858	0.000	.0391486	0.055
PROF	-.4271295	0.002	-.3547928	0.004	-.0723367	0.575
LIQ	-.0030957	0.002	-.0092546	0.000	.0061589	0.000
NDTS	.2056333	0.142	.1555692	0.202	.0500641	0.699
constant	1.006412	0.000	1.295563	0.000	-.2891512	0.134
Observations	960		960		960	
Firms	80		80		80	
R ²	0.0912		0.2208		0.0698	
F-Test	13.86 (0.000)		40.73 (0.000)		11.88 (0.000)	
F-Test (all ui=0)	22.49 (0.000)		20.47 (0.000)		15.40 (0.000)	
rho	.694		.680		.590	

TD: إجمالي الديون (إجمالي الدين/ إجمالي الأصول)، **LTD:** الديون طويلة الأجل (الديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول)، **STD:** الديون قصيرة الأجل (الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول)، **TANG:** هيكل الأصول (الأصول الثابتة/إجمالي الأصول)، **SIZE:** الحجم (لوغريتم إجمالي الأصول)، **PROF:** الربحية (الربح قبل الضريبة/ إجمالي الأصول)، **LIQ:** السيولة (الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة)، **NDTS:** الإعفاء الضريبي لغير الديون (مخصصات الاهتلاك / إجمالي الأصول).

المصدر: من إعداد الباحثة باعتماد على مخرجات STATA 17.

يوضح الجدول أعلاه أن:

➤ بالنسبة لإجمالي الديون:

إن للحجم تأثير سلبي (-0.042) وهذا التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى 10% على إجمالي الديون، ويوجد تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية للربحية (-0.427) على إجمالي الديون عند مستوى 5%، كما أن للسيولة تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية (-0.003) على إجمالي الديون، في حين أنه لا يوجد تأثير لهيكل الأصول والإعفاء الضريبي لغير الديون على إجمالي الديون للمؤسسات الخاصة، إن نتائج طريقة التأثيرات الثابتة (FE) تشير إلى أن التأثيرات الثابتة (FE) أفضل من OLS لأن قيمة اختبار F-Test (all ui=0) تساوي 22.49 والقيمة الاحتمالية لها أقل من 0.05، كما بلغت قيمة F (13.86) والقيمة الاحتمالية لها أقل من 0.05 مما يعني أن النموذج معنوي ويتناسب مع بيانات الدراسة، وتظهر قيمة R^2 أن 9.12 % من تباين إجمالي الديون يفسر بالمتغيرات المستقلة، وأيضاً بلغت قيمة rho (0.694) أي أن 69.4 % من التباين يفسر بسبب الاختلافات عبر وحدات الدراسة.

➤ بالنسبة للديون قصيرة الأجل:

إن هيكل الأصول له تأثير سلبي (-0.30) وهذا التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5% على الديون قصيرة الأجل، في حين يوجد تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية للحجم على (-0.08) على الديون قصيرة الأجل، كما أن الربحية لها تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية (-0.35) على الديون قصيرة الأجل، وهناك تأثير سلبي للسيولة ذو دلالة إحصائية (-0.009) على الديون قصيرة الأجل، في حين أنه لا يوجد تأثير للإعفاء الضريبي لغير الديون على الديون قصيرة الأجل للمؤسسات الخاصة، إن نتائج طريقة التأثيرات الثابتة (FE) تشير إلى أن التأثيرات الثابتة (FE) أفضل من OLS لأن قيمة اختبار F-Test

(all ui=0) تساوي 20.47 والقيمة الاحتمالية لها أقل من 0.05، كما بلغت قيمة F (40.73) والقيمة الاحتمالية لها أقل من 0.05 مما يعني أن النموذج معنوي ويتناسب مع بيانات الدراسة، وتظهر قيمة R^2 أن 22.08 % من تباين الديون قصيرة الأجل يفسر بالمتغيرات المستقلة، وأيضا بلغت قيمة rho (0.680) أي أن 68.0% من التباين يفسر بسبب الاختلافات عبر وحدات الدراسة.

➤ بالنسبة للديون طويلة الأجل:

إن هيكل الأصول له تأثير ايجابي (0.25) وهذا التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5%، كما أن الحجم له تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية (0.03) على الديون طويلة الأجل عند مستوى 10%، وهناك تأثير إيجابي للسيولة ذو دلالة إحصائية (0.006) على الديون طويلة الأجل، في حين أنه لا يوجد تأثير للربحية والإعفاء الضريبي لغير الديون على الديون طويلة الأجل للمؤسسات الخاصة، إن نتائج طريقة التأثيرات الثابتة (FE) تشير إلى أن التأثيرات الثابتة (FE) أفضل من OLS لأن قيمة اختبار F-Test (all ui=0) تساوي 15.40 والقيمة الاحتمالية لها أقل من 0.05، كما بلغت قيمة F (11.88) والقيمة الاحتمالية لها أقل من 0.05 مما يعني أن النموذج معنوي ويتناسب مع بيانات الدراسة، وتظهر قيمة R^2 أن 6.98 % من تباين الديون طويلة الأجل يفسر بالمتغيرات المستقلة، وأيضا بلغت قيمة rho (0.590) أي أن 59.0% من التباين يفسر بسبب الاختلافات عبر وحدات الدراسة.

3.1.4.2. تقدير النموذج باستخدام طريقة التأثيرات العشوائية (RE): Random Effect

يقر نموذج التأثيرات العشوائية أن التأثيرات الفردية (عدم التجانس) ليس لها علاقة بالمتغيرات المستقلة، وعليه فإن التباين عبر المؤسسات عشوائي، ولا يجب أن يكون لهذا الأخير علاقة ارتباط بالمتغيرات التابعة والمستقلة (Park, 2011, p. 8).

في الجدول الموالي نعرض نتائج اختبار طريقة التأثيرات العشوائية (RE) (أنظر الملحق رقم 02).

الجدول رقم (4-18): نتائج اختبار طريقة التأثيرات العشوائية (RE)

Variable	RE					
	TD		STD		LTD	
	Coef	Pr	Coef	Pr	Coef	Pr
TANG	-.0586482	0.159	-.3019947	0.000	.2414235	0.000
SIZE	-.0315768	0.080	-.0518002	0.001	.0188542	0.232
PROF	-.4923112	0.000	-.4151576	0.001	-.0846486	0.506
LIQ	-.0035485	0.000	-.0096987	0.000	.006112	0.000
NDTS	.1987024	0.158	.1637213	0.182	.0322006	0.802
constant	.913304	0.000	1.015422	0.000	-.0867368	0.564
Observations	960		960		960	
Firms	80		80		80	
R ²	0.1242		0.2626		0.0938	
Wald chi2	93.83 (0.000)		272.88 (0.000)		78.85 (0.000)	
rho	.614		.595		.551	

TD: إجمالي الديون (إجمالي الدين/ إجمالي الأصول)، **LTD:** الديون طويلة الأجل (الديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول)، **STD:** الديون قصيرة الأجل (الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول)، **TANG:** هيكل الأصول (الأصول الثابتة/إجمالي الأصول)، **SIZE:** الحجم (لوغريتم إجمالي الأصول)، **PROF:** الربحية (الربح قبل الضريبة/ إجمالي الأصول)، **LIQ:** السيولة (الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة)، **NDTS:** الإعفاء الضريبي لغير الديون (مخصصات الاهتلاك/ إجمالي الأصول).

المصدر: من إعداد الباحثة باعتماد على مخرجات STATA 17.

يوضح الجدول أعلاه أن:

➤ بالنسبة لإجمالي الديون:

إن للحجم تأثير سلبي (-0.031) وهذا التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى 10% على إجمالي الديون، في حين يوجد تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية للربحية (-0.49) على إجمالي الديون عند مستوى 5%، كما أن السيولة لها تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية (-0.003) على إجمالي الديون، في حين أنه لا يوجد تأثير لهيكل الأصول والإعفاء الضريبي لغير الديون على إجمالي الديون للمؤسسات الخاصة، وحسب نتائج اختبار طريقة التأثيرات العشوائية أنها الطريقة المناسبة لأن القيمة الاحتمالية $Wald\ chi^2$ أقل من 0.05، وتظهر قيمة R^2 أن 12.42 % من تباين إجمالي الديون يفسر بالمتغيرات المستقلة، وأيضا بلغت قيمة rho (0.614) أي أن 61.4 % من التباين يفسر بسبب الاختلافات عبر وحدات الدراسة.

➤ بالنسبة للديون قصيرة الأجل:

إن هيكل الأصول له تأثير سلبي (-0.30) وهذا التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5% على الديون قصيرة الأجل، كما أن الحجم له تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية (-0.051) على الديون قصيرة الأجل، وإن للربحية تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية (-0.41) على الديون قصيرة الأجل، وهناك تأثير سلبي للسيولة ذو دلالة إحصائية (-0.009) على الديون قصيرة الأجل، في حين أنه لا يوجد تأثير للإعفاء الضريبي لغير الديون على الديون قصيرة الأجل للمؤسسات الخاصة، وحسب نتائج اختبار طريقة التأثيرات العشوائية أنها الطريقة المناسبة لأن القيمة الاحتمالية $Wald\ chi^2$ أقل من 0.05، وتظهر قيمة R^2 أن 26.26 % من تباين الديون قصيرة الأجل يفسر بالمتغيرات المستقلة، وأيضا بلغت قيمة rho (0.595) أي أن 59.5 % من التباين يفسر بسبب الاختلافات عبر وحدات الدراسة.

➤ بالنسبة للديون طويلة الأجل:

إن هيكل الأصول له تأثير إيجابي (0.24) وهذا التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5% على الديون طويلة الأجل، كما أن للسيولة تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية (0.006) على الديون طويلة الأجل، في حين أنه لا يوجد تأثير للحجم والربحية والإعفاء الضريبي لغير الديون على الديون طويلة الأجل.

الأجل للمؤسسات الخاصة، وحسب نتائج اختبار طريقة التأثيرات العشوائية أنها الطريقة المناسبة لأن القيمة الاحتمالية Wald χ^2 أقل من 0.05، وتظهر قيمة R^2 أن 9.38 % من تباين الديون طويلة الأجل يفسر بالمتغيرات المستقلة، وأيضا بلغت قيمة rho (0.551) أي أن 55.1 % من التباين يفسر بسبب الاختلافات عبر وحدات الدراسة.

4.1.4.2. المفاضلة بين نموذج المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS)، ونموذج التأثيرات الثابتة (FE) ونموذج التأثيرات العشوائية (RE):

للمفاضلة بين النماذج الثلاثة يجب أولا المفاضلة بين كل من نموذج المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS) Ordinary Least Square، ونموذج التأثيرات العشوائية (RE) Random Effect، وبعدها المفاضلة بين المفاضلة نموذج التأثيرات العشوائية (RE) Random Effect ونموذج التأثيرات الثابتة (FE) Fixed Effect.

أ. المفاضلة بين نموذج المربعات الصغرى العادية المجموعة (OLS)، ونموذج التأثيرات العشوائية (RE):

للمفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية RE ونموذج المربعات الصغرى العادية المجموعة OLS، تم استخدام اختبار مضاعف Breusch and Pagan Lagrangian multiplier (BP-LM) test حيث يقوم هذا الاختبار على الفرضيات الموالية (Hacini, Boulenfad, & Dahou, 2021, p. 72):

- الفرضية الصفرية H_0 : لا يوجد فرق عبر الوحدات
- الفرضية البديلة H_1 : الفرق عبر الوحدات.

الجدول الموالي يوضح نتائج اختبار BP-LM (أنظر الملحق رقم 02).

الجدول رقم (4-19): نتائج اختبار BP-LM

TD		STD		LTD	
chibar2(01)	Prob	chibar2(01)	Prob	chibar2(01)	Prob
1741.12	0.0000	1664.82	0.0000	1449.32	0.0000

TD: إجمالي الديون (إجمالي الدين/ إجمالي الأصول)، LTD: الديون طويلة الأجل (الديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول)، STD: الديون قصيرة الأجل (الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول).

المصدر: من إعداد الباحثة باعتماد على مخرجات STATA 17.

تشير نتائج الجدول أعلاه أن:

➤ بالنسبة لإجمالي الديون:

إن نتائج اختبار BP-LM تشير إلى أن قيمة (Prob Chi2) هي 0.000، وهي أقل من 5٪، وعليه فإن نموذج التأثيرات العشوائية RE هو النموذج المناسب، ويعني أن نموذج المربعات الصغرى العادية المجموعة OLS غير كافية لتقدير النموذج بسبب عدم التجانس بين المؤسسات الخاصة محل الدراسة.

➤ بالنسبة للديون قصيرة الأجل:

إن نتائج اختبار BP-LM تشير إلى أن قيمة (Prob Chi2) هي 0.000، وهي أقل من 5٪، وعليه فإن نموذج التأثيرات العشوائية RE هو النموذج المناسب، ويعني أن نموذج المربعات الصغرى العادية المجموعة OLS غير كافية لتقدير النموذج بسبب عدم التجانس بين المؤسسات الخاصة محل الدراسة.

➤ بالنسبة للديون طويلة الأجل:

إن نتائج اختبار BP-LM تشير إلى أن قيمة (Prob Chi2) هي 0.000، وهي أقل من 5٪، وعليه فإن نموذج التأثيرات العشوائية RE هو النموذج المناسب، ويعني أن نموذج المربعات الصغرى العادية المجموعة OLS غير كافية لتقدير النموذج بسبب عدم التجانس بين المؤسسات الخاصة محل الدراسة.

ب. المفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية (RE) ونموذج التأثيرات الثابتة:

للمفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية RE ونموذج التأثيرات الثابتة (FE)، تم استخدام في الدراسة اختبار Hausman حيث يقوم هذا الاختبار على الفرضيات التالية:

- الفرضية الصفرية H_0 : نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج المناسب.
- الفرضية البديلة H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج المناسب.

الجدول الموالي يوضح نتائج اختبار Hausman (أنظر الملحق رقم 02).

الجدول رقم (4-20): نتائج اختبار Hausman

TD		STD		LTD	
chibar2(01)	Prob	chibar2(01)	Prob	chibar2(01)	Prob
68.49	0.0000	62.38	0.0000	11.66	0.0699

TD: إجمالي الديون (إجمالي الدين/ إجمالي الأصول)، LTD: الديون طويلة الأجل (الديون طويلة الأجل/ إجمالي الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول).
STD: الديون قصيرة الأجل (الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول).

المصدر: من إعداد الباحثة باعتماد على مخرجات STATA 17.

تشير نتائج الجدول أعلاه أن:

➤ بالنسبة لإجمالي الديون:

إن نتائج اختبار Hausman تشير إلى أن قيمة (Prob Chi2) هي 0.000، وهي أقل من 5٪، وعليه فإن نموذج نموذج التأثيرات الثابتة FE هو النموذج الملائم لتقدير نموذج الدراسة.

➤ بالنسبة للديون قصيرة الأجل:

إن نتائج اختبار Hausman تشير إلى أن قيمة (Prob Chi2) هي 0.000، وهي أقل من 5٪، وعليه فإن نموذج نموذج التأثيرات الثابتة FE هو النموذج الملائم لتقدير نموذج الدراسة.

➤ بالنسبة للديون طويلة الأجل:

إن نتائج اختبار Hausman تشير إلى أن قيمة (Prob Chi2) هي 0.069، وهي أكبر من 5٪، وعليه فإن نموذج نموذج التأثيرات العشوائية RE هو النموذج الملائم لتقدير نموذج الدراسة.

5.1.4.2. تقدير النموذج باستخدام طريقة التأثيرات الثابتة القوي Fixed effects Robust وطريقة التأثيرات العشوائية القوي Random effects Robust:

من خلال المفاضلة بين النماذج الثلاثة (نموذج المربعات الصغرى العادية المجمعة (OLS)، ونموذج التأثيرات العشوائية (RE)، ونموذج التأثيرات الثابتة (FE))، وجدت مشكلة عدم التجانس وممن أجل حل هذا المشكل يجب تطبيق طريقة (Huber/White robust)، كما هو موضح في الجدول الموالي (أنظر الملحق رقم 02).

الجدول رقم (4-21): نتائج طريقة Fixed effects Robust و Random effects Robust

Variable	FE Robust				RE Robust	
	TD		STD		LTD	
	Coef	Pr	Coef	Pr	Coef	Pr
TANG	-.0550303	0.615	-.3066508	0.061	.2414235	0.081
SIZE	-.0427371	0.508	-.0818858	0.038	.0188542	0.582
PROF	-.4271295	0.004	-.3547928	0.052	-.0846486	0.616
LIQ	-.0030957	0.391	-.0092546	0.088	.006112	0.044
NDTS	.2056333	0.186	.1555692	0.205	.0322006	0.864
constant	1.006412	0.116	1.295563	0.001	-.0867368	0.792
Observations	960		960		960	
Firms	80		80		80	
R ²	0.0912		0.2208		0.0938	
F-Test	4.67 (0.0564)		9.27 (0.1437)		7.78 (0.1861)	

rho	.694	.680	.551
-----	------	------	------

TD: إجمالي الديون (إجمالي الدين/ إجمالي الأصول)، **LTD:** الديون طويلة الأجل (الديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول)، **STD:** الديون قصيرة الأجل (الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول)، **TANG:** هيكل الأصول (الأصول الثابتة/إجمالي الأصول)، **SIZE:** الحجم (لوغريتم إجمالي الأصول)، **PROF:** الربحية (الربح قبل الضريبة/ إجمالي الأصول)، **LIQ:** السيولة (الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة)، **NDTS:** الإعفاء الضريبي لغير الديون (مخصصات الاهتلاك / إجمالي الأصول).

المصدر: من إعداد الباحثة باعتماد على مخرجات STATA 17.

يوضح الجدول أعلاه أن:

➤ بالنسبة لإجمالي الديون:

إن كل معاملات النموذج غير معنوية، كما بلغت قيمة $F(4.67)$ والقيمة الاحتمالية لها أكبر من 0.05 مما يعني أن النموذج غير معنوي ولا يتناسب مع بيانات الدراسة، وبالتالي وجب علينا اختيار طريقة تقدير أخرى تتناسب مع متغيرات الدراسة، وهي طريقة نظام العزوم المعممة (System (GMM Generalized Method of Moments.

➤ بالنسبة للديون قصيرة الأجل:

إن كل معاملات النموذج غير معنوية، كما بلغت قيمة $F(9.27)$ والقيمة الاحتمالية لها أكبر من 0.05 مما يعني أن النموذج غير معنوي ولا يتناسب مع بيانات الدراسة، وبالتالي وجب علينا اختيار طريقة تقدير أخرى تتناسب مع متغيرات الدراسة، وهي طريقة نظام العزوم المعممة (System (GMM Generalized Method of Moments.

➤ بالنسبة للديون طويلة الأجل:

إن هيكل إن كل معاملات النموذج غير معنوية، كما بلغت قيمة $F(7.78)$ والقيمة الاحتمالية لها أكبر من 0.05 مما يعني أن النموذج غير معنوي ولا يتناسب مع بيانات الدراسة، وبالتالي وجب علينا اختيار طريقة تقدير أخرى تتناسب مع متغيرات الدراسة، وهي طريقة نظام العزوم المعممة (System (GMM Generalized Method of Moments.

2.4.2. تقدير النموذج باستخدام طريقة نظام العزوم المعممة (GMM) System Generalized .Method of Moments

بهدف تحديد ما مدى تأثير مجموعة من المحددات على هيكل رأس المال في المؤسسات الخاصة الجزائرية خلال الفترة 2010-2021، استخدمت الدراسة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data)، التي تعتمد على النماذج المستخدمة أعلاه، وبعد إجراء الإختبارات التشخيصية الخاصة بهذه النماذج للتأكد من وجود أي مشاكل تخص الاقتصاد القياسي، كما تم التطرق لمشكلة التعدد الخطي في الانحدار (Multicollinearity)، من خلال نتائج تقدير النماذج أعلاه ظهر لنا أنه هناك عدم الكفاءة في التقدير وأيضا التحيز في تقدير القيم، وبالتالي تم استخدام نماذج البائل الديناميكية وهذا اعتمادا على طريقة نظام العزوم المعممة (GMM) لكل من (Arellano & Bond, 2011) التي تحوي على خطوتين (two-step system GMM)، إن مقدر نموذج العزوم المعممة (GMM) ذو الخطوتين (two-step GMM estimators) يتسم بالقوة والكفاءة والملائمة، وعدم التحيز في العينات (Windmeijer, 2005, p. 44)، كما هو موضح في الجدول الموالي (أنظر الملحق رقم 02).

الجدول رقم (4-22): نتائج طريقة two-step system GMM

two-step system GMM						
Variable	TD		STD		LTD	
	Coef	Pr	Coef	Pr	Coef	Pr
TD(-1)	.3822076	0.018				
STD(-1)			.1707184	0.017		
LTD (-1)					.9467872	0.000
TANG	.0793758	0.002	-.230067	0.007	.0806492	0.052
PROF	-.0330487	0.055	-.0126966	0.016	-.0226109	0.030
SIZE	.2605747	0.095	.1924216	0.043	.1288563	0.019
LIQ	-.2606642	0.000	-.7755381	0.000	.0650947	0.047
NDTS	.1016758	0.007	.0404321	0.074	.0690137	0.051
constant	-1.010073	0.094	-1.066309	0.298	-.4476302	0.610
Observations	708		708		708	

Firms	79	79	79
Wald chi ²	194.90 (0.000)	2057.61 (0.000)	324.69 (0.000)
AR(1)	-2.42 (0.016)	-2.84 (0.004)	-3.05 (0.002)
AR(2)	0.39 (0.693)	-0.49 (0.621)	-0.26 (0.797)
Sargan test	23.15 (0.060)	7.63 (0.665)	16.17 (0.095)
Hansen test	12.07 (0.280)	6.29 (0.790)	13.05 (0.221)

TD: إجمالي الديون (إجمالي الدين/ إجمالي الأصول)، **LTD:** الديون طويلة الأجل (الديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول)، **STD:** الديون قصيرة الأجل (الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول)، **TANG:** هيكل الأصول (الأصول الثابتة/إجمالي الأصول)، **SIZE:** الحجم (لوغريتم إجمالي الأصول)، **PROF:** الربحية (الربح قبل الضريبة/ إجمالي الأصول)، **LIQ:** السيولة (الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة)، **NDTS:** الإعفاء الضريبي لغير الديون (مخصصات الاهتلاك / إجمالي الأصول).

المصدر: من إعداد الباحثة باعتماد على مخرجات STATA 17.

أ. دراسة صلاحية نموذج العزوم المعممة المكون من خطوتين (two-step system GMM):

قبل تحديد تأثير مجموعة من المحددات على هيكل رأس المال في المؤسسات الخاصة الجزائرية خلال الفترة 2010-2021، وجب التأكد من صلاحية نموذج العزوم المعممة المكون من خطوتين (two-step system GMM) وهذا من خلال استخدام اختبار Sargan / Hansen tes لدراسة مدى صلاحية متغيرات الدراسة، واختبار Arellano-Bond test لكشف على الارتباط التسلسلي من الدرجتين الأولى والثانية.

أ. اختبار Sargan / Hansen tes:

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لاختبار Sargan / Hansen tes أكبر من 5% في كل من (إجمالي الديون، الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل) وعليه يتم قبول الفرضية الصفرية التي تنص على أن المتغيرات المستعملة في الدراسة صالحة من الناحية الإحصائية.

ب. اختبار Arellano-Bond test:

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لاختبار Arellano-Bond AR(1) أقل من 5% في كل من (إجمالي الديون، الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل) وعليه هناك ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى، كما أن القيمة الاحتمالية لاختبار Arellano-Bond AR(2) أكبر من 5% (إجمالي الديون، الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل) وعليه عدم وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الثانية.

ومن خلال نتائج الاختبارين السابقين نستطيع القول أن نموذج العزوم المعممة المكون من خطوتين (two-step system GMM) صالح لتفسير مدى تأثير المحددات المستخدمة في الدراسة على هيكل رأس المال في المؤسسات الخاصة الجزائرية خلال الفترة 2010-2021، كما هو موضح فيمايلي:

$$TD_{it} = \beta_0 + \beta_1 TD_{it-1} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 PROF_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 NDTS_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$STD_{it} = \beta_0 + \beta_1 TD_{it-1} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 PROF_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 NDTS_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$LTD_{it} = \beta_0 + \beta_1 TD_{it-1} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 PROF_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 NDTS_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

TD: يعبر عن المتغير التابع (إجمالي الديون) للمؤسسات محل الدراسة $i(i=1.....N)$ في الزمن $t(t=1.....T)$.

STD: يعبر عن المتغير التابع (الديون قصيرة الأجل) للمؤسسات محل الدراسة $i(i=1.....N)$ في الزمن $t(t=1.....T)$.

LTD: يعبر عن المتغير التابع (الديون طويلة الأجل) للمؤسسات محل الدراسة $i(i=1.....N)$ في الزمن $t(t=1.....T)$.

(TANG, PROF, SIZE, LIQ, NDTs): تعبر على المتغيرات المستقلة في الدراسة.

$B_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$: معاملات النموذج.

i: تعبر على المؤسسات.

t: يعبر على الفترة الزمنية.

ε_{it} : حد الخطأ.

بالنسبة لإجمالي الديون:

وعلى ضوء نتائج الجدول أعلاه يمكن كتابة النموذج القياسي لإجمالي الديون كآتي:

$$TD_{it} = -1.010 + 0.382 TD_{it-1} + 0.079 TANG_{it} - 0.033 PROF_{it} + 0.260 SIZE_{it} - 0.260 LIQ_{it} + 0.101 NDTs_{it} + \varepsilon_{it}$$

من خلال المعادلة أعلاه:

❖ يعبر معامل ذو الأهمية الكبيرة للمتغير التابع المتأخر (TD_{it-1}) على أهمية مواصفات النموذج والطبيعة الديناميكية لها، حيث بلغت (0.382) ويدل هذا على استمرار اعتماد المؤسسات الخاصة على إجمالي الديون، وبالتالي فإن مواصفات النموذج ذات طبيعة ديناميكية.

❖ ويعبر المعامل هيكل الأصول الموجب على وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لهيكل الأصول على إجمالي الديون عند مستوى الدلالة 1%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير هيكل الأصول بوحدة واحدة ارتفع مستوى إجمالي الديون ب 0.079.

❖ ويعبر المعامل الربحية السالب على وجود تأثير سالب ذو دلالة إحصائية للربحية على إجمالي الديون عند مستوى الدلالة 10%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير الربحية بوحدة واحدة انخفض مستوى إجمالي الديون ب 0.033.

❖ ويعبر المعامل الحجم الموجب على وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للحجم على إجمالي الديون عند مستوى الدلالة 10%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير الحجم بوحدة واحدة ارتفع مستوى إجمالي الديون ب 0.260.

❖ ويعبر المعامل السيولة السالب على وجود تأثير سالبى ذو دلالة إحصائية للسيولة على إجمالي الديون عند مستوى الدلالة 1%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير السيولة بوحدة واحدة انخفض مستوى إجمالي الديون ب 0.260.

❖ ويعبر المعامل الإعفاء الضريبي لغير الديون الموجب على وجود تأثير إيجابى ذو دلالة إحصائية للوفر الضريبي على إجمالي الديون عند مستوى الدلالة 1%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير الوفر الضريبي بوحدة واحدة ارتفع مستوى إجمالي الديون ب 0.101.

➤ بالنسبة للديون قصيرة الأجل:

وعلى ضوء نتائج الجدول أعلاه يمكن كتابة النموذج القياسي للديون قصيرة الأجل كآتي:

$$STD_{it} = -1.066 + 0.170 STD_{it-1} - 0.230 TANG_{it} - 0.012 PROF_{it} + 0.192 SIZE_{it} - 0.775 LIQ_{it} + 0.040 NDT S_{it} + \varepsilon_{it}$$

من خلال المعادلة أعلاه:

❖ يعبر معامل ذو الأهمية الكبيرة للمتغير التابع المتأخر (STD_{it-1}) على أهمية مواصفات النموذج والطبيعة الديناميكية لها، حيث بلغت (0.170) ويدل هذا على قلة اعتماد المؤسسات الخاصة على الديون قصيرة الأجل، وبالتالي فإن مواصفات النموذج ذات طبيعة ديناميكية.

❖ ويعبر المعامل هيكل الأصول السالب على وجود تأثير سالبى ذو دلالة إحصائية لهيكل الأصول على الديون قصيرة الأجل عند مستوى الدلالة 1%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير هيكل الأصول بوحدة واحدة انخفض مستوى الديون قصيرة الأجل ب 0.230.

❖ ويعبر المعامل الربحية سالب على وجود تأثير سلبى ذو دلالة إحصائية للربحية على الديون قصيرة الأجل عند مستوى الدلالة 5%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير الربحية بوحدة واحدة انخفض مستوى الديون قصيرة الأجل ب 0.012.

❖ ويعبر المعامل الحجم الموجب على وجود تأثير إيجابى ذو دلالة إحصائية للحجم على الديون قصيرة الأجل عند مستوى الدلالة 5%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير الحجم بوحدة واحدة ارتفع مستوى الديون قصيرة الأجل ب 0.192.

❖ ويعبر المعامل السيولة السالب على وجود تأثير سالبى ذو دلالة إحصائية للسيولة على الديون قصيرة الأجل عند مستوى الدلالة 1%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير السيولة بوحدة واحدة انخفض مستوى الديون قصيرة الأجل ب 0.775.

❖ ويعبر المعامل الإعفاء الضريبي لغير الديون الموجب على وجود تأثير إيجابى ذو دلالة إحصائية للوفر الضريبي على الديون قصيرة الأجل عند مستوى الدلالة 10%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير الوفر الضريبي بوحدة واحدة ارتفع مستوى الديون قصيرة الأجل ب 0.040.

➤ بالنسبة للديون طويلة الأجل:

وعلى ضوء نتائج الجدول أعلاه يمكن كتابة النموذج القياسي الديون طويلة الأجل كآتي:

$$LTD_{it} = -0.447 + 0.946 LTD_{it-1} + 0.080 TANG_{it} - 0.022 PROF_{it} + 0.128 SIZE_{it} + 0.065 LIQ_{it} + 0.069 NDT S_{it} + \varepsilon_{it}$$

من خلال المعادلة أعلاه:

❖ يعبر معامل ذو الأهمية الكبيرة للمتغير التابع المتأخر (LTD_{it-1}) على أهمية مواصفات النموذج والطبيعة الديناميكية لها، حيث بلغت (0.946) ويدل هذا على استمرار اعتماد المؤسسات الخاصة على الديون طويلة الأجل، وبالتالي فإن مواصفات النموذج ذات طبيعة ديناميكية.

❖ ويعبر المعامل هيكل الأصول الموجب على وجود تأثير إيجابى ذو دلالة إحصائية لهيكل الأصول على الديون طويلة الأجل عند مستوى الدلالة 10%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير هيكل الأصول بوحدة واحدة ارتفع مستوى الديون طويلة الأجل ب 0.080.

❖ ويعبر المعامل الربحية السالب على وجود تأثير سالبى ذو دلالة إحصائية للربحية على الديون طويلة الأجل عند مستوى الدلالة 5%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير الربحية بوحدة واحدة انخفض مستوى الديون طويلة الأجل ب 0.022.

❖ ويعبر المعامل الحجم الموجب على وجود تأثير إيجابى ذو دلالة إحصائية للحجم على الديون طويلة الأجل عند مستوى الدلالة 5%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير الحجم بوحدة واحدة ارتفع مستوى الديون طويلة الأجل ب 0.128.

❖ ويعبر المعامل السيولة الموجب على وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للسيولة على الديون طويلة الأجل عند مستوى الدلالة 5%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير السيولة بوحدة واحدة ارتفع مستوى الديون طويلة الأجل ب 0.065.

❖ ويعبر المعامل الإعفاء الضريبي لغير الديون الموجب على وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للوفر الضريبي على الديون طويلة الأجل عند مستوى الدلالة 10%، وهذا يعني أنه كلما ارتفع متغير الوفر الضريبي بوحدة واحدة ارتفع مستوى الديون طويلة الأجل ب 0.069.

3. تفسير نتائج فرضيات الدراسة ومناقشتها:

1.3. تفسير نتائج المؤسسات العمومية:

وفقا لنتائج التحليل الإحصائي للمؤسسات العمومية تحصلنا على:

➤ إن القيمة التقديرية لمعلمة متغير الحجم سالبة كما أنه دال إحصائيا عند مستوى الدلالة 10%، وبالتالي فإن للحجم تأثير سلبي على إجمالي الديون والديون طويلة الأجل، وعليه نرفض الفرضيات $H_{1.a}$ و $H_{1.c}$ ، أي كلما زاد حجم الشركات انخفض مستوى إجمالي الديون والديون طويلة الأجل في المؤسسات العمومية، وعليه فإن المؤسسات العمومية الأكبر حجما تميل إلى استخدام مستويات منخفضة من الديون طويلة الأجل وإجمالي الديون، ومنه فإن المؤسسات العمومية الأكبر حجما تكون لها أرباح مستقرة، فهي تعتبر أن التمويل عن طريق الديون يقدم لها أرباح منخفضة، كما أن للمؤسسات العمومية الكبيرة مستويات عالية من عدم التناسق في المعلومات وهذا يعتبر مؤشر سيئ بالنسبة للمقرضين، وبالتالي فإن المؤسسات العمومية الكبيرة محل الدراسة تحبذ الأموال الداخلية عند الرغبة في تمويل أنشطتها، وهذا ما يتوافق مع نظرية التسلسل الهرمي (الالتقاط التدريجي للتمويل)، وتتفق نتائج الدراسة مع دراسة (Alipour, Mohammadi, & Derakhshan, 2015)، (Lisboa, 2017)، (Rao, Kumar, & Madhavan, 2018)، في حين أن القيمة التقديرية لمعلمة متغير الحجم موجبة كما أنه دال إحصائيا عند مستوى الدلالة 10%، وبالتالي فإن للحجم تأثير إيجابي على الديون قصيرة الأجل، وعليه نقبل الفرضيات $H_{1.b}$ ، أي كلما زاد حجم الشركات ارتفع مستوى الديون قصيرة الأجل، في المؤسسات العمومية، وعليه فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية تلجأ للتمويل عن طريق الديون ولكنها تميل للديون قصيرة الأجل بدلا من الديون

طويلة الأجل وهذا باعتبار أن ليس لديها القدر الكافي من الضمانات لكي تقدمها للمقرضين، وهذا ما يتوافق مع نظرية المقايضة، وتتفق نتائج هذه الدراسة مع دراسة (Lemma & Negash, 2013)، (Yazdanfar, Öhman, & Homayoun, 2016)، (Serrasqueiro, Matias, & Salsa, 2019).

➤ إن القيمة التقديرية لمعلمة متغير الربحية سالبة كما أنه دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 10% و 5% و 10% على التوالي، وبالتالي فإن للربحية تأثير سلبي على إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل على التوالي، وعليه نرفض الفرضيات $H_{2.a}$ و $H_{2.b}$ و $H_{2.c}$ ، أي كلما ارتفعت الربحية انخفض مستوى إجمالي الديون ومستوى الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل في المؤسسات العمومية، وعليه فإن المؤسسات العمومية ذات الربحية العالية تميل إلى استخدام مستويات منخفضة من الديون القصيرة أجل والديون طويلة الأجل وإجمالي الديون، ومنه فإن المؤسسات العمومية محل الدراسة وذات الربحية العالية تحبذ الأموال الداخلية لتمويل أنشطتها واستثماراتها، وهذا ما يتوافق مع نظرية التسلسل الهرمي (الالتقاط التدريجي للتمويل)، بإمكان المؤسسات العمومية أن تلجأ للاقتراض بمستويات منخفضة، كما أن للربحية تأثير مرتفع على الديون طويلة الأجل بمعامل (-0.019) وعلى الديون قصيرة الأجل بمعامل (-0.011)، ويعني هذا مع أن المؤسسات العمومية التي لها أموال داخلية، سوف يكون بإمكانها التمويل عن الديون طويلة الأجل كأول بديل للتمويل الداخلي، تتفق نتائج الدراسة مع دراسة (Serrasqueiro, Matias, & Salsa, 2016)، (Lemma & Negash, 2013)، (Thanh & Huong, 2017)، (Lisboa, 2017).

➤ إن القيمة التقديرية لمعلمة متغير هيكل الأصول سالبة كما أنه دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 10% و 1% و 10% على التوالي، وبالتالي فإن لهيكل الأصول تأثير سلبي على إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل على التوالي، وعليه نرفض الفرضيتين $H_{3.a}$ ، $H_{3.b}$ ، أي كلما ارتفعت الأصول الملموسة انخفض مستوى إجمالي الديون ومستوى الديون قصيرة الأجل في المؤسسات العمومية، إن تمتع المؤسسات العمومية بمستويات عالية من الأصول الثابتة يميزها بتحقيق إنتاجية عالية، وبالتالي انخفاض التكاليف وتحقيق أرباح مرتفعة، إن ارتفاع الأرباح في المؤسسات العمومية يؤدي إن انخفاض استخدام الديون وبالتالي استخدام التمويل الداخلي وهذا ما يتوافق مع نظرية التسلسل الهرمي (الالتقاط التدريجي للتمويل)، في حين أن القيمة التقديرية لمعلمة متغير هيكل الأصول موجبة كما أنه دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 10%، وبالتالي فإن لهيكل الأصول تأثير إيجابي على الديون

طويلة الأجل، وعليه نقبل الفرضية $H_{3.c}$ ، أي كلما ارتفعت الأصول الملموسة ارتفع مستوى الديون طويلة الأجل في المؤسسات العمومية، وعليه إن المؤسسات العمومية تملك أصول الملموسة عالية تستعملها كضمانات في حالة عجزها على تسديد ديونها، تتميز المؤسسات العمومية ذات الأصول الملموسة المرتفعة بسرعة وسهولة الوصول إلى الديون طويلة الأجل، ما يتوافق مع نظرية المقايضة، تتفق نتائج الدراسة مع دراسة (Rudiningtyas, Soesetio, & Putri Arifin, 2023)، (Nyeadi, (Lemma & Negash, 2013)، (Serrasqueiro, Matias, & Salsa, 2016)، (Banyen, & Mbawuni, 2017)، (Thanh & Huong, 2017).

➤ إن القيمة التقديرية لمعلمة متغير السيولة سالبة كما أنه دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 5% و 1% على التوالي، وبالتالي فإن للسيولة تأثير سلبي على إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل على التوالي، وعليه نرفض الفرضيتين $H_{4.a}$ ، $H_{4.b}$ ، أي كلما ارتفعت السيولة انخفض مستوى إجمالي الديون ومستوى الديون قصيرة الأجل في المؤسسات العمومية، إن تمتع المؤسسات العمومية بمستويات عالية من السيولة يوفر لها نسبة عالية من الأموال الداخلية وعليه إن السيولة العالية في المؤسسات العمومية تؤدي إن انخفاض استخدام الديون وبالتالي استخدام التمويل الداخلي في تمويل أنشطتها وتسديد التزاماتها، وهذا ما يتوافق مع نظرية التسلسل الهرمي (الالتقاط التدريجي للتمويل)، في حين أن القيمة التقديرية لمعلمة السيولة موجبة كما أنه دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 10%، وبالتالي فإن للسيولة تأثير إيجابي على الديون طويلة الأجل، وعليه نقبل الفرضية $H_{4.c}$ ، أي كلما ارتفعت السيولة ارتفع مستوى الديون طويلة الأجل في المؤسسات العمومية، وعليه إن المؤسسات العمومية التي لها مستويات عالية من السيولة يعطيها صورة وسمعة جيدة لدى الجمهور ومن أهمهم المقرضين وبالتالي تستطيع الحصول على الديون طويلة الأجل بأقل تكلفة، وهذا ما يتوافق مع نظرية المقايضة، تتفق نتائج الدراسة مع دراسة (Alipour, Mohammadi, & Derakhshan, 2015)، (Vo, 2017)، (Elgayar, 2025)، (Serrasqueiro, Matias, & Salsa, 2016).

➤ إن القيمة التقديرية لمعلمة متغير الاعفاء الضريبي لغير الديون موجبة كما أنه دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 10% و 5% و 10% على التوالي، وبالتالي فإن للإعفاء الضريبي لغير الديون تأثير إيجابي على إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل على التوالي، وعليه نقبل الفرضيات $H_{5.a}$ و $H_{5.b}$ و $H_{5.c}$ ، أي كلما ارتفع الإعفاء الضريبي لغير الديون ارتفع مستوى إجمالي الديون ومستوى الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل في المؤسسات العمومية، وعليه فإن

المؤسسات العمومية محل الدراسة التي ترغب الرفع من مستويات الأصول الثابتة في المؤسسات العمومية تميل إلى زيادة معدل الاستهلاك، وهذا يسهل عليه الحصول على التمويل عن طريق الديون، كما أن الشركات العمومية محل الدراسة والتي تحقق أرباح قبل خصم الضرائب مرتفعة، لا تستفيد فقط من الاعفاء الضريبي بل تستفيد أيضا من الاعفاء الضريبي لغير الديون تتفق نتائج الدراسة مع دراسة (Czerwonka & Jaworski, 2022)، (Ali, Rangone, & Farooq, 2022)، (Lisboa, 2017)، (2022).

2.3. تفسير نتائج المؤسسات الخاصة:

وفقا لنتائج لنتائج المؤسسات الخاصة تحصلنا على:

➤ إن القيمة التقديرية لمعلمة متغير الحجم موجبة كما أنه دال إحصائيا عند مستوى الدلالة 10% و 5% و 5% على التوالي، وبالتالي فإن للحجم تأثير إيجابي على إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل، وعليه نقبل الفرضيات $H_{1.a}$ و $H_{1.b}$ و $H_{1.c}$ ، أي كلما زاد حجم الشركات ارتفع مستوى إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل في المؤسسات الخاصة، وعليه فإن المؤسسات الخاصة الأكبر حجما تميل إلى استخدام مستويات مرتفعة من الديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل وإجمالي الديون، إن المؤسسات الخاصة محل الدراسة تتسم بالتنوع في الأصول، وتحقق أرباح أكثر استقرار، وهذا يعطيها سمعة وشهرة جيدة تدفع المقرضين إلى تقديم أموال أكثر، وعليه عند تعرض المؤسسات الخاصة كبيرة الحجم محل الدراسة إلى ضائقة مالية فهي لا تتعرض إلى التصفية سريعا، وباعتبار أنها تتمتع بأصول مرتفعة فهي أقل عرضة إلى مخاطر الإفلاس وهذا ما يتوافق مع نظرية المقايضة، وتتفق نتائج هذه الدراسة مع دراسة (Serrasqueiro, 2016)، (Matias, & Salsa, 2016)، (Czerwonka & Jaworski, 2022)، (Lisboa, 2017)، (Thanh & Huong, 2017).

➤ إن القيمة التقديرية لمعلمة متغير الربحية سالبة كما أنه دال إحصائيا عند مستوى الدلالة 10% و 5% و 5% على التوالي، وبالتالي فإن للربحية تأثير سلبي على إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل على التوالي، وعليه نرفض الفرضيات $H_{2.a}$ و $H_{2.b}$ و $H_{2.c}$ ، أي كلما ارتفعت الربحية انخفض مستوى إجمالي الديون ومستوى الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل في المؤسسات الخاصة، وعليه فإن المؤسسات الخاصة ذات الربحية العالية تميل إلى استخدام

مستويات منخفضة من الديون القصيرة أجل والديون طويلة الأجل وإجمالي الديون، ومنه فإن المؤسسات الخاصة محل الدراسة وذات الربحية العالية تحبذ الأموال الداخلية لتمويل أنشطتها واستثماراتها، وهذا ما يتوافق مع نظرية التسلسل الهرمي (الالتقاط التدريجي للتمويل)، بإمكان المؤسسات الخاصة أن تلجأ للاقتراض بمستويات منخفضة، كما أن للربحية تأثير مرتفع على الديون طويلة الأجل بمعامل (-0.022) وعلى الديون قصيرة الأجل بمعامل (-0.012)، ويعني هذا مع أن المؤسسات الخاصة التي لها أموال داخلية، سوف يكون بإمكانها التمويل عن الديون طويلة الأجل كأول بديل للتمويل الداخلي، تتفق نتائج الدراسة مع دراسة (Serrasqueiro, Matias, & Salsa, 2016)، (Lemma & Negash, 2013)، (Thanh & Huong, 2017)، (Lisboa, 2017).

➤ إن القيمة التقديرية لمعلمة متغير هيكل الأصول موجبة كما أنه دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 1% و 10% على التوالي، وبالتالي فإن لهيكل الأصول تأثير إيجابي على إجمالي الديون والديون طويلة الأجل على التوالي، وعليه نقبل الفرضيتين $H_{3,a}$ ، $H_{3,c}$ ، أي كلما ارتفعت الأصول الملموسة ارتفع مستوى إجمالي الديون ومستوى الديون طويلة الأجل في المؤسسات الخاصة، إن تمتع المؤسسات الخاصة بمستويات عالية من الأصول الثابتة يميزها بتحقيق إنتاجية عالية، وعليه إن المؤسسات الخاصة تملك أصول الملموسة عالية تستعملها كضمانات في حالة عجزها على تسديد ديونها، تتميز المؤسسات الخاصة ذات الأصول الملموسة المرتفعة بسرعة وسهولة الوصول إلى الديون طويلة الأجل، ما يتوافق مع نظرية المقايضة، في حين أن القيمة التقديرية لمعلمة متغير هيكل الأصول سالبة كما أنه دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 1%، وبالتالي فإن لهيكل الأصول تأثير سلبي على الديون قصيرة الأجل، وعليه نرفض الفرضية $H_{3,b}$ ، أي كلما ارتفعت الأصول الملموسة انخفض مستوى الديون قصيرة الأجل في المؤسسات الخاصة، وعليه إن المؤسسات الخاصة تملك أصول الملموسة تستطيع تحقيق إنتاجية عالية وبالتالي انخفاض التكاليف وتحقيق أرباح مرتفعة، إن ارتفاع الأرباح في المؤسسات الخاصة يؤدي إن انخفاض استخدام الديون وبالتالي استخدام التمويل الداخلي وهذا ما يتوافق مع نظرية التسلسل الهرمي (الالتقاط التدريجي للتمويل)، وتتفق نتائج الدراسة (Ali, Rangone, & (Sethi & Tiwari, 2016)، (Akinlosotu & Ukwuoma, 2019)، (Farooq, 2022)، (Onaolapo, Kajola, & Nwidobie, 2015).

➤ إن القيمة التقديرية لمعلمة متغير السيولة سالبة كما أنه دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 1% و 1% على التوالي، وبالتالي فإن للسيولة تأثير سلبي على إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل على

التوالي، وعليه نرفض الفرضيتين $H_{4.a}$ ، $H_{4.b}$ ، أي كلما ارتفعت السيولة انخفض مستوى إجمالي الديون ومستوى الديون قصيرة الأجل في المؤسسات الخاصة، إن تمتع المؤسسات الخاصة بمستويات عالية من السيولة يوفر لها نسبة عالية من الأموال الداخلية وعليه إن السيولة العالية في المؤسسات الخاصة تؤدي إن انخفاض استخدام الديون وبالتالي استخدام التمويل الداخلي في تمويل أنشطتها وتسديد التزاماتها، وهذا ما يتوافق مع نظرية التسلسل الهرمي (الالتقاط التدريجي للتمويل)، في حين أن القيمة التقديرية لمعلمة السيولة موجبة كما أنه دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 5%، وبالتالي فإن للسيولة تأثير إيجابي على الديون طويلة الأجل، وعليه نقبل الفرضية $H_{4.c}$ ، أي كلما ارتفعت السيولة ارتفع مستوى الديون طويلة الأجل في المؤسسات الخاصة، وعليه إن المؤسسات الخاصة التي لها مستويات عالية من السيولة يعطيها صورة وسمعة جيدة لدى الجمهور ومن أهمهم المقرضين وبالتالي تستطيع الحصول على الديون طويلة الأجل بأقل تكلفة، وهذا ما يتوافق مع نظرية المقايضة، تتفق نتائج الدراسة مع دراسة (Alipour, Mohammadi, & Derakhshan, 2015)، (Serrasqueiro, Matias, & Salsa, 2016)، (Elgayar, 2025)، (Vo, 2017).

➤ إن القيمة التقديرية لمعلمة متغير الاعفاء الضريبي لغير الديون موجبة كما أنه دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 1% و 10% و 10% على التوالي، وبالتالي فإن للإعفاء الضريبي لغير الديون تأثير إيجابي على إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل على التوالي، وعليه نقبل الفرضيات $H_{5.a}$ و $H_{5.b}$ و $H_{5.c}$ ، أي كلما ارتفع الإعفاء الضريبي لغير الديون ارتفع مستوى إجمالي الديون ومستوى الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل في المؤسسات الخاصة، وعليه فإن المؤسسات الخاصة محل الدراسة التي ترغب الرفع من مستويات الأصول الثابتة في المؤسسات الخاصة تميل إلى زيادة معدل الاستهلاك، وهذا يسهل عليه الحصول على التمويل عن طريق الديون، كما أن المؤسسات الخاصة محل الدراسة والتي تحقق أرباح قبل خصم الضرائب مرتفعة، لا تستفيد فقط من الاعفاء الضريبي بل تستفيد أيضاً من الاعفاء الضريبي لغير الديون تتفق نتائج الدراسة مع دراسة (Ali, Rangone, & Farooq, 2022)، (Czerwinka & Jaworski, 2022)، (Lisboa, 2017).

الجدول رقم (4-23): ملخص نتائج الفرضيات مع توقعات نظرية المقايضة ونظرية التسلسل الهرمي

المحددات		الفرضيات		المؤسسات العمومية		المؤسسات الخاصة	
				TOT	POT	TOT	POT
حجم الشركات (SIZE)	H _{1.a}	-				+	
	H _{1.b}	+				+	
	H _{1.c}	-				+	
الربحية (PROF)	H _{2.a}	-				-	
	H _{2.b}	-				-	
	H _{2.c}	-				-	
هيكل الأصول (TANG)	H _{3.a}	-				+	
	H _{3.b}	-				-	
	H _{3.c}	+				+	
السيولة (LIQ)	H _{4.a}	-				-	
	H _{4.b}	-				-	
	H _{4.c}	+				+	
الإعفاء الضريبي لغير الديون (NDTS)	H _{5.a}	/	/	/	/	/	/
	H _{5.b}	/	/	/	/	/	/
	H _{5.c}	/	/	/	/	/	/

نظرية التسلسل الهرمي (الالتقاط التدريجي للتمويل): POT

نظرية المقايضة: TOT

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على نتائج اختبار الفرضيات

4. المناقشة العامة:

إن المديرين الماليين في كل من المؤسسات العمومية والمؤسسات الخاصة الجزائرية عند اتخاذ القرار هيكل رأس المال يأخذون في عين الاعتبار العديد من العوامل التي على أساسها يقومون بالمفاضلة بين التمويل الداخلي والتمويل الخارجي، حيث تتأثر قرارات هيكل رأس المال بمجموعة من العوامل

الخاص بكل مؤسسة على حدى، وهي عبارة عن المحددات لها علاقة مباشرة بالمؤسسات وقرار اختيار طرق التمويل ومن أهمها حجم الشركات، الربحية، السيولة، هيكل الأصول، الإعفاء الضريبي لغير الديون.

حيث تبنتها هذه الدراسة، إن لكل من الربحية والسيولة والإعفاء الضريبي لغير الديون نفس التأثير في كل من المؤسسات العمومية والخاصة، في حين أن كل من حجم الشركات وهيكل الأصول يختلفان في مدى التأثير في المؤسسات العمومية على المؤسسات الخاصة، إن حجم الشركات وهيكل الأصول كان لهما تأثير سلبي في المؤسسات العمومية وهذا يدل على أن المؤسسات العمومية ذات الحجم الأكبر والتي تملك مستويات عالية من الأصول الثابتة لا تميل للتمويل عن طريق الديون بل تحبذ المصادر الداخلية لها، وهذا نتيجة لخصوصيتها وتركيز الملكية فيها وأيضا التسهيلات القانونية التي تقدم لها من طرف الدولة، كما أنها حينما تتعرض لمخاطر الإفلاس تلجأ إلى إعانات الدولة كبديل على التمويل عن طريق الديون، ومنه نستطيع القول أن حجم المؤسسات وهيكل الأصول لا يعتبران عاملا مهما عند اختيار هيكل رأس المال في المؤسسات العمومية، على عكس المؤسسات الخاصة، حيث يؤثر كل من حجم الشركات وهيكل الأصول إيجابيا، إذ يأخذ المقرضين حجم الشركات ومستويات الأصول الثابتة العالية في المؤسسات الخاصة عند منح الديون لها، حيث أن المؤسسات الخاصة ذات الأصول الثابتة العالية تتوفر لها الضمانات عند التأخر في الوفاء أو عند تعرضها لمخاطر الإفلاس أو التصفية .

خلاصة الفصل:

قدم هذا الفصل الطرح التطبيقي لمحددات التي تؤثر على سبل اختيار هيكل رأس المال في المؤسسات العمومية والمؤسسات الخاصة الجزائرية، حيث تم فيه تقديم الإحصاء لمتغيرات الدراسة وكذا علاقة الارتباط بين المتغيرات، ومدى استقرارية المتغيرات، كما قدم هذا الفصل اختبار فرضيات بالدراسة من خلال مجموعة من النماذج تحليل البيانات وهي نموذج البيانات اللوحية (The Panel Data model)، نموذج بيانات اللوحة الديناميكية (The dynamic panel data model) وتم اختيار الأنسب منها، حيث توصلنا إلى أن:

هناك تباين في علاقة وتأثير كل من الربحية والسيولة وحجم الشركات وهيكل الأصول والإعفاء الضريبي لغير الديون على اختيار هيكل رأس المال (الديون طويلة الأجل، الديون قصيرة الأجل، إجمالي الديون) في كل من المؤسسات العمومية والمؤسسات الخاصة الجزائرية.

خاتمة عامة

خاتمة العامة

إن قرار هيكل رأس المال مهم جدا بالنسبة للشركات، لذا يجب على المديرين الماليين أخذه بعين الاعتبار عند الرغبة في اتخاذ القرارات المالية المثلى، وبسعي الشركات إلى تعظيم قيمتها فهي تلجأ إلى هيكل رأس مال أمثل، حيث يستوجب هيكل رأس المال الأمثل المفاضلة بين المزايا الضريبية للديون والتكاليف عند تعرضها لضائقة مالية، وبتعدد النظريات التي لها علاقة بهيكل رأس المال، نجد نظرية المقايضة التي تنص على المفاضلة الشركات بين المزايا الضريبية عند اللجوء إلى التمويل عن طريق الديون والمخاطر المالية التي قد تتعرض لها، بينما تنص نظرية التسلسل الهرمي على أن الشركات تفضل التمويل عن طريق الديون على إصدار الأسهم لتلبية التزاماتها وتمويل استثماراتها.

وفقا للنظريات السابقة إن قرارات هيكل رأس المال تتأثر بالعديد من العوامل الخاصة بالشركة، كما أن هناك العديد من العوامل على المستوى الاقتصادي الكلي تؤثر على كيفية اختيار هيكل رأس المال الذي يضمن تعظيم قيمة السوقية للشركات، لذلك سنحاول من خلال هذه الدراسة تحديد تأثير العوامل الخاصة بالشركة على قرارات هيكل رأس المال في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية خلال الفترة الممتدة من 2010-2021، من منظور نظريتي المقايضة التسلسل الهرمي، وهل يوجد فرق بين المؤسسات العمومية والمؤسسات الخاصة الجزائرية في اتخاذ قرارات هيكل رأس المال، وللاجابة على إشكالية الدراسة تم تجميع البيانات المالية السنوية ل 90 مؤسسة عمومية بمختلف القطاعات، وأيضا تم تجميع البيانات المالية السنوية ل 80 مؤسسة خاصة بمختلف القطاعات، حيث تم استخدام نموذج البيانات اللوحية (The Panel Data model) وهذا من خلال استخدام الطرق الخاصة به (طريقة المربعات الصغرى العادية المجمعة (OLS)، طريقة التأثيرات الثابتة (FE)، طريقة التأثيرات العشوائية (RE))، كما تم استخدام نموذج بيانات اللوحة الديناميكية (The dynamic panel data model) من خلال (نموذج العزوم المعممة (GMM) ذو الخطوتين (two-step GMM estimators))، وتتمثل المتغيرات التابعة في إجمالي الديون TD، الديون طويلة الأجل LTD، الديون قصيرة الأجل STD، أما المتغيرات المستقلة تتمثل في: هيكل الأصول TANG، الحجم SIZE، الربحية PROF، السيولة LIQ، الإعفاء الضريبي لغير الديون NDTs، وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

❖ المؤسسات العمومية:

➤ إن القيمة التقديرية لمعلمة متغير الحجم سالبة كما أنه دال إحصائيا عند مستوى الدلالة 10%، وبالتالي فإن للحجم تأثير سلبي على إجمالي الديون والديون طويلة الأجل، أي كلما زاد حجم الشركات

خاتمة العامة

انخفض مستوى إجمالي الديون والديون طويلة الأجل في المؤسسات العمومية، وعليه فإن المؤسسات العمومية الأكبر حجماً تميل إلى استخدام مستويات منخفضة من الديون طويلة الأجل وإجمالي الديون، وهذا ما يتوافق مع نظرية التسلسل الهرمي (الالتقاط التدريجي للتمويل)، في حين أن القيمة التقديرية لمعلمة متغير الحجم موجبة كما أنه دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 10%، وبالتالي فإن للحجم تأثير إيجابي على الديون قصيرة الأجل، أي كلما زاد حجم الشركات ارتفع مستوى الديون قصيرة الأجل، في المؤسسات العمومية، وعليه فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية تلجأ للتمويل عن طريق الديون ولكنها تميل للديون قصيرة الأجل بدلاً من الديون طويلة الأجل، وهذا ما يتوافق مع نظرية المقايضة.

➤ إن القيمة التقديرية لمعلمة متغير الربحية سالبة كما أنه دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 10% و 5% و 10% على التوالي، وبالتالي فإن للربحية تأثير سلبي على إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل على التوالي، أي كلما ارتفعت الربحية انخفض مستوى إجمالي الديون ومستوى الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل في المؤسسات العمومية، وعليه فإن المؤسسات العمومية ذات الربحية العالية تميل إلى استخدام مستويات منخفضة من الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل وإجمالي الديون، وهذا ما يتوافق مع نظرية التسلسل الهرمي (الالتقاط التدريجي للتمويل).

➤ إن القيمة التقديرية لمعلمة متغير هيكل الأصول سالبة كما أنه دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 10% و 1% و 10% على التوالي، وبالتالي فإن لهيكل الأصول تأثير سلبي على إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل على التوالي، أي كلما ارتفعت الأصول الملموسة انخفض مستوى إجمالي الديون ومستوى الديون قصيرة الأجل في المؤسسات العمومية، إن تمتع المؤسسات العمومية بمستويات عالية من الأصول الثابتة يميزها بتحقيق إنتاجية عالية، وبالتالي انخفاض التكاليف وتحقيق أرباح مرتفعة، وهذا ما يتوافق مع نظرية التسلسل الهرمي (الالتقاط التدريجي للتمويل)، في حين أن القيمة التقديرية لمعلمة متغير هيكل الأصول موجبة كما أنه دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 10%، وبالتالي فإن لهيكل الأصول تأثير إيجابي على الديون طويلة الأجل، أي كلما ارتفعت الأصول الملموسة ارتفع مستوى الديون طويلة الأجل في المؤسسات العمومية، وعليه إن المؤسسات العمومية تملك أصول الملموسة عالية تستعملها كضمانات في حالة عجزها على تسديد ديونها، هذا يتوافق مع نظرية المقايضة.

➤ إن القيمة التقديرية لمعلمة متغير السيولة سالبة كما أنه دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 5% و 1% على التوالي، وبالتالي فإن للسيولة تأثير سلبي على إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل على

خاتمة العامة

التوالي، أي كلما ارتفعت السيولة انخفض مستوى إجمالي الديون ومستوى الديون قصيرة الأجل في المؤسسات العمومية، إن تمتع المؤسسات العمومية بمستويات عالية من السيولة يوفر لها نسبة عالية من الأموال الداخلية وعليه إن السيولة العالية في المؤسسات العمومية تؤدي إن انخفاض استخدام الديون، وهذا ما يتوافق مع نظرية التسلسل الهرمي (الالتقاط التدريجي للتمويل)، في حين أن القيمة التقديرية لمعلمة السيولة موجبة كما أنه دال إحصائيا عند مستوى الدلالة 10%، وبالتالي فإن للسيولة تأثير إيجابي على الديون طويلة الأجل، أي كلما ارتفعت السيولة ارتفع مستوى الديون طويلة الأجل في المؤسسات العمومية، وعليه إن المؤسسات العمومية التي لها مستويات عالية من السيولة يعطيها صورة وسمعة جيدة لدى الجمهور ومن أهمهم المقرضين وبالتالي تستطيع الحصول على الديون طويلة الأجل بأقل تكلفة، وهذا ما يتوافق مع نظرية المقايضة.

➤ إن القيمة التقديرية لمعلمة متغير الإعفاء الضريبي لغير الديون موجبا كما أنه دال إحصائيا عند مستوى الدلالة 10% و 10% و 5% على التوالي، وبالتالي فإن للإعفاء الضريبي لغير الديون تأثير إيجابي على إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل على التوالي، أي كلما ارتفع الإعفاء الضريبي لغير الديون ارتفع مستوى إجمالي الديون ومستوى الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل في المؤسسات العمومية، وعليه فإن المؤسسات العمومية محل الدراسة التي ترغب الرفع من مستويات الأصول الثابتة في المؤسسات العمومية تميل إلى زيادة معدل الاستهلاك، وهذا يسهل عليه الحصول على التمويل عن طريق الديون.

❖ المؤسسات الخاصة:

➤ إن القيمة التقديرية لمعلمة متغير الحجم موجبة كما أنه دال إحصائيا عند مستوى الدلالة 10% و 5% و 5% على التوالي، وبالتالي فإن للحجم تأثير إيجابي على إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل، أي كلما زاد حجم الشركات ارتفع مستوى إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل في المؤسسات الخاصة، وعليه فإن المؤسسات الخاصة الأكبر حجما تميل إلى استخدام مستويات مرتفعة من الديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل وإجمالي الديون، إن المؤسسات الخاصة محل الدراسة تتسم بالتنوع في الأصول، وهذا ما يتوافق مع نظرية المقايضة،

➤ إن القيمة التقديرية لمعلمة متغير الربحية سالبة كما أنه دال إحصائيا عند مستوى الدلالة 10% و 5% و 5% على التوالي، وبالتالي فإن للربحية تأثير سلبي على إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل

خاتمة العامة

والديون طويلة الأجل على التوالي، أي كلما ارتفعت الربحية انخفض مستوى إجمالي الديون ومستوى الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل في المؤسسات الخاصة، وعليه فإن المؤسسات الخاصة ذات الربحية العالية تميل إلى استخدام مستويات منخفضة من الديون قصيرة أجل والديون طويلة الأجل وإجمالي الديون، ومنه فإن المؤسسات الخاصة محل الدراسة وذات الربحية العالية تحبذ الأموال الداخلية لتمويل أنشطتها واستثماراتها، وهذا ما يتوافق مع نظرية التسلسل الهرمي (الالتقاط التدريجي للتمويل).

➤ إن القيمة التقديرية لمعلمة متغير هيكل الأصول موجبة كما أنه دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 1% و 10% على التوالي، وبالتالي فإن لهيكل الأصول تأثير إيجابي على إجمالي الديون والديون طويلة الأجل على التوالي، أي كلما ارتفعت الأصول الملموسة ارتفع مستوى إجمالي الديون ومستوى الديون طويلة الأجل في المؤسسات الخاصة، إن تمتع المؤسسات الخاصة بمستويات عالية من الأصول الثابتة يميزها بتحقيق إنتاجية عالية، وعليه إن المؤسسات الخاصة تملك أصول الملموسة عالية تستعملها كضمانات في حالة عجزها على تسديد ديونها، تتميز المؤسسات الخاصة ذات الأصول الملموسة المرتفعة بسرعة وسهولة الوصول إلى الديون طويلة الأجل، ما يتوافق مع نظرية المقايضة، في حين أن القيمة التقديرية لمعلمة متغير هيكل الأصول سالبة كما أنه دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 1%، وبالتالي فإن لهيكل الأصول تأثير سلبي على الديون قصيرة الأجل، أي كلما ارتفعت الأصول الملموسة انخفض مستوى الديون قصيرة الأجل في المؤسسات الخاصة، وعليه إن المؤسسات الخاصة تملك أصول الملموسة تستطيع تحقيق إنتاجية عالية وبالتالي انخفاض التكاليف وتحقيق أرباح مرتفعة، إن ارتفاع الأرباح في المؤسسات الخاصة يؤدي إن انخفاض استخدام الديون وبالتالي استخدام التمويل الداخلي وهذا ما يتوافق مع نظرية التسلسل الهرمي (الالتقاط التدريجي للتمويل).

➤ إن القيمة التقديرية لمعلمة متغير السيولة سالبة كما أنه دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 1% و 1% على التوالي، وبالتالي فإن للسيولة تأثير سلبي على إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل على التوالي، أي كلما ارتفعت السيولة انخفض مستوى إجمالي الديون ومستوى الديون قصيرة الأجل في المؤسسات الخاصة، إن تمتع المؤسسات الخاصة بمستويات عالية من السيولة يوفر لها نسبة عالية من الأموال الداخلية وعليه إن السيولة العالية في المؤسسات الخاصة تؤدي إن انخفاض استخدام الديون، وهذا ما يتوافق مع نظرية التسلسل الهرمي (الالتقاط التدريجي للتمويل)، في حين أن القيمة التقديرية لمعلمة السيولة موجبة كما أنه دال إحصائياً عند مستوى الدلالة 5%، وبالتالي فإن للسيولة تأثير إيجابي

خاتمة العامة

على الديون طويلة الأجل، أي كلما ارتفعت السيولة ارتفع مستوى الديون طويلة الأجل في المؤسسات الخاصة، وعليه إن المؤسسات الخاصة التي لها مستويات عالية من السيولة يعطيها صورة وسمعة جيدة لدى الجمهور ومن أهمهم المقرضين وبالتالي تستطيع الحصول على الديون طويلة الأجل بأقل تكلفة، وهذا ما يتوافق مع نظرية المقايضة.

➤ إن القيمة التقديرية لمعلمة متغير الاعفاء الضريبي لغير الديون موجبا كما أنه دال إحصائيا عند مستوى الدلالة 1% و 10% و 10% على التوالي، وبالتالي فإن للإعفاء الضريبي لغير الديون تأثير إيجابي على إجمالي الديون والديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل على التوالي، أي كلما ارتفع الإعفاء الضريبي لغير الديون ارتفع مستوى إجمالي الديون ومستوى الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل في المؤسسات الخاصة، وعليه فإن المؤسسات الخاصة محل الدراسة التي ترغب الرفع من مستويات الأصول الثابتة في المؤسسات الخاصة تميل إلى زيادة معدل الاستهلاك، وهذا يسهل عليه الحصول على التمويل عن طريق الديون.

❖ وبناءا على ما سبق يمكن إستنتاج مايلي:

إن الفرق الرئيسي بين المؤسسات العمومية والمؤسسات الخاصة الجزائرية في هيكل رأس المال يكمن في الاعتماد على مصادر التمويل وكيفية إدارة الأصول والديون، حيث تتبع المؤسسات العمومية استراتيجية مفضلة للاعتماد على التمويل الداخلي وخفض الاعتماد على الديون، مع التركيز على تمويل طويل الأجل استناداً إلى مواردها الداخلية، وتملك عادة مستويات عالية من الأصول الثابتة التي تستخدم كضمانات عند اللجوء إلى التمويل الخارجي، وتتميز بقوة دعم الدولة والتسهيلات القانونية، مما يقلل من الحاجة للديون ويجعلها تتجنب المخاطر المالية.

أما المؤسسات الخاصة، فهي تعتمد بشكل أكبر على التمويل الخارجي من خلال الديون، خاصة مع حجمها الصغير إلى المتوسط إذ تتصف بأصول أقل أو أقل تمثيلاً للأصول الثابتة، وتلجأ إلى التمويل الخارجي عبر ديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل، وتتمتع بمرونة أكبر في إدارة هيكل رأس المال، وتكون أكثر استجابة لعوامل السوق، ويُعد حجم الشركة وهيكل الأصول من العوامل المؤثرة في اتخاذ قرار التمويل لديها، حيث تؤثر بشكل إيجابي على قدرتها على الحصول على التمويل الخارجي وضمانه،

خاتمة العامة

بالإضافة إلى أن المؤسسات الخاصة أكثر عرضة لاستخدام الديون كوسيلة لتمويل أنشطتها بالنظر إلى مرونة الوصول إلى الأسواق المالية وضرورة استدامة أنشطتها من خلال استراتيجيات تمويل مرنة.

بناء على النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة، يمكن صياغة التوصيات التالية:

- ينبغي على المؤسسات العمومية الجزائرية التقليل من الاعتماد على التمويل بالديون طويلة أجل وهذا للتخفيف من التكاليف المنجرة عليه، واللجوء للتمويل بالديون قصيرة الأجل الذي يعتبر أقل تكلفة.
- ضرورة وضع المؤسسات الخاصة الجزائرية استراتيجيات فعالة لإدارة مستويات الديون، والتي تضمن لها عدم زعزعة استقرارها المالي، وهذا بالتركز على موازنة التمويل بالديون طويلة الأجل والتمويل بالديون قصيرة الأجل مع تدفقاتها النقدية واستراتيجياتها المالية.
- ينبغي إعادة استثمار الأرباح في المؤسسات العمومية والمؤسسات الخاصة الجزائرية لتمويل استثماراتها بدلا من اكتساب ديون جديدة، وعليه فهي تقلل من المخاطر المالية المنجرة من التمويل عن طريق الديون وتعظيم قيمة المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية.
- التقليل من الاعتماد على الأصول الملموسة في المؤسسات العمومية الجزائرية وهذا من خلال تحويل بعض من الأصول الثابتة إلى أصول متداولة تدعم التمويل قصير الأجل، وعليه ينبغي لها العمل على تحسين إدارة الأصول بما يتوافق مع استراتيجياتها التمويلية.
- تبني إدارة فعالة لهيكل الأصول في المؤسسات الخاصة الجزائرية وهذا من خلال الموازنة بين الأصول الثابتة والأصول المتداولة، باعتبار أن الاعتماد الكبير على الأصول الملموسة قد يقلل اللجوء إلى التمويل بالديون قصيرة الأجل، كما يساهم في الرفع من السيولة وتخفيض من تكاليف الديون.
- ضرورة إدارة السيولة بشكل استراتيجي في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية وهذا لتحقيق توازن واستقرار مالي، يرفع من قدرة المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية على جذب الديون طويلة الأجل والخفض من التمويل بالديون قصيرة الأجل وهذا للخفض من المخاطر والتقلبات السوقية.
- ينبغي الموازنة في استعمال التمويل عن طريق الديون في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية الذي يضمن الاستفادة من الاعفاءات الضريبية لغير الديون، مع وجوب تقييم المخاطر المتعلقة بالتمويل بالديون عند الرغبة في الرفع من الأصول الثابتة وزيادة الإنتاجية.

خاتمة العامة

- ضرورة التخطيط الفعال لهيكل رأس المال من خلال تحديد العوامل المؤثر عليه، وهذا بالتركيز على الاختلافات بين كل من المؤسسات العمومية والخاصة، لضمان تعظيم قيمة المؤسسات والتخفيض من التكاليف التمويلية.
- الرفع من إدراك المديرين الماليين في المؤسسات العمومية والخاصة بأهمية العوامل الخاصة بالمؤسسات عند وضع الاستراتيجيات التمويلية لتحقيق هيكل رأس مال أمثل يضمن للمؤسسات العمومية والخاصة الاستمرار والاستقرار المالي.
- من خلال تناولنا لموضوع هيكل رأس المال في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية، تقترح الدراسة كتملة لسياق البحث بعض الآفاق البحثية مستقبلا كما يلي:
- أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية.
- تأثير السياسات الضريبية على اختيار هيكل رأس المال في المؤسسات الصناعية.
- التحول الرقمي وأثره على هيكل رأس المال في المؤسسات الناشئة.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

➤ المراجع باللغة العربية:

1. إلياس بن ساسي، و يوسف قريشي. (2006). التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات (الإصدار الطبعة الأولى). عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
2. أندراوس وليم عاطف. (2006). التمويل والإدارة المالية للمؤسسات. الإسكندرية: دار الفكر الجامعي.
3. حمزة جيلالي التومي. (2018). اختبار تأثير بعض العوامل على هيكل رأس مال البنوك الجزائرية الخاصة: دراسة تطبيقية خلال الفترة 2009-2014. مجلة الاقتصاد الجديد، 2(19)، 224-242.
4. الحناوي، العبد. (2004). الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات. الإسكندرية: الدار الجامعية.
5. خالد عبد العزيز محمد السهلاوي، و عبد القادر محمد أحمد عبد الله. (2017). الإدارة المالية (الإصدار الطبعة 05). بدون بلد النشر: السروات للطباعة والنشر.
6. رشيد زوايمية. (2022). المركز القانوني للمؤسسة العمومي ذات الطابع الصناعي والتجاري. المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، 13(2)، الصفحات 9-38.
7. رميساء نجاته مواسيم، و سومية بلغنو. (2024). دور آليات التمويل الحديثة في تقليل صعوبات التمويل التقليدي للمؤسسات الناشئة. دراسات اقتصادية، 18(1)، 364-378.
8. رؤوف زرفة. (2019/2018). محاضرات في مقياس تسيير المؤسسات. قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة 8 ماي 1945 قالمة.
9. زين الدين شروقي، و حمزة جيلالي تومي. (2019). محددات هيكل رأس المال في البنوك الجزائرية الخاصة. مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، 3(2)، 337-354.
10. شهيناز بدرابي. (2021-2022). مدخل إلى إدارة الأعمال. سلسلة محاضرات مقدمة لطلبة السنة أولى جذع مشترك ليسانس . تلمسان، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة أبي بكر بلقايد.

قائمة المراجع

11. عبد الحق فيدمة. (01 06, 2012). ماهية الجماعات المحلية و التنمية المحلية المستدامة. مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، 1(1)، الصفحات 119-134.
12. عبد الغفار الحنفي. (2002). أساسيات التمويل والإدارة المالية. الإسكندرية: الدار الجامعية.
13. عبد الغفار حنفي، و رسمية زكي قرياقص. (2004). أساسيات التمويل والإدارة المالية. الإسكندرية: الدار الجامعية.
14. عبد المجيد عدنان قباجة. (2018). محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة تطبيقية خلال الفترة 2006-2016. مجلة الاقتصاد والمالية، 4(2)، 214-223.
15. عبد الوهاب يوسف أحمد. (2007). التمويل وإدارة المؤسسات المالية. الأردن: دار حامد للنشر والتوزيع.
16. عدنان العيمي تايه، و ياسين الخرشه كاسب. (2007). أساسيات في الإدارة المالية. عمان: دار السيرة.
17. عدنان النعيمي تايه، و ارشد التميمي فؤاد. (2012). الإدارة المالية المتقدمة. عمان، الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
18. عدنان تايه النعيمي. (2007). الإدارة المالية (النظرية والتطبيق). عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
19. علي عباس. (2008). الإدارة المالية (الإصدار الطبعة 01). الأردن: إثراء للنشر والتوزيع.
20. عمار عريس، و خير الدين بوزرب. (جوان، 2019). تقييم مساهمة القطاع المالي في تمويل القطاع الخاص في الجزائر دراسة تحليلية للفترة 2010-2017. مجلة المقار للدراسات الاقتصادية، 3(1)، الصفحات 37-55.
21. فايز سليم حداد. (2010). الإدارة المالية، (الإصدار الطبعة 03). الأردن: دار الحامد للنشر والتوزيع.

قائمة المراجع

22. فتيحة مزهر، و عبد الرضا القريشي. (2012). التمويل الداخلي بالإرباح المحتجزة والربحية في الشركات: دراسة تطبيقية في سوق دبي وأبو ظبي للأوراق المالية. مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية، 2(2)، الصفحات 1-24.
23. محمد بوشريية. (2020/2019). محاضرات في اقتصاد المؤسسة. كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة قسنطينة 2 - عبد الحميد مهري.
24. محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، السيد عبد اللطيف الصيفي، و طارق مصطفى الشهاوي. (2019). أساسيات الإدارة المالية. الاسكندرية: مكتبة الاقتصاد.
25. مدحت إبراهيم الطراونه. (جوان، 2002). قياس تكلفة الأموال في منشآت الأعمال. مجلة العلوم الإنسانية(17)، الصفحات 7-20.
26. مليكة زغيب. (31 05، 2010). علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية - دراسة نظرية تحليلية-. مجلة البحوث والدراسات الإنسانية، 04(01)، الصفحات 181-199.
27. منى بن لطرش. (07 06، 2023). محاضرات في مادة الشركات التجارية. محاضرات موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس، قسم القانون الخاص. قسنطينة، كلية الحقوق، قسم القانون الخاص، الجزائر: جامعة الخوة منتوري.
28. منية شوايدية. (2021/2020). الشركات التجارية (شركات الأشخاص-شركات الأموال- الشركات ذات الطبيعة المختلطة) . محاضرات موجهة لطلبة السنة الثالثة قانون خاص. قالمة، كلية الحقوق والعلوم السياسية، قسم الحقوق ، الجزائر: جامعة 8 ماي 1945.
29. نورالدين نوي، أسماء بن طراد، و نورالدين قدوري. (2018). محددات هيكل راس المال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة للفترة 2010-2013. مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، 2018(3)، 353-363.
30. هيثم محمد الزعبي. (2000). الإدارة والتحليل المالي. عمان: دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع.

قائمة المراجع

31. وهيبة الزحيلي. (2002). المعاملات المالية المعاصرة. بيروت، لبنان: دار الفكر المعاصر.
32. ياسين قطوفي، و وصيف فائزة خير الدين. (2022). تحليل محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة الجزائر. مجلة العلوم الإدارية والمالية، 6(1)، 72-89.
33. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية. (13 يناير، 1988). قانون رقم 88-01 مؤرخ في 22 جمادى الأولى عام الموافق 12 يناير سنة 1988 يتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية. (2). الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية.
34. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية. (22 أوت، 2001). أمر رقم 01-04 مؤرخ في أول جمادى الثانية عام 1422 الموافق 20 أوت سنة 2001، يتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية وتسييرها وخصصتها. (47). الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية.
35. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية. (02 يوليو، 2008). القانون رقم 08-12 المؤرخ في 21 جمادى الثانية 1429 الموافق 25 يونيو 2008، يعدل ويتمم الأمر 03-03 المؤرخ في 19 جمادى الأولى 1424 الموافق 19 يوليو 2003 المتعلق بالمنافسة. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 38. الجزائر.
36. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية. (03 يوليو، 2011). القانون رقم 11-10 مؤرخ في 20 رجب عام 1432 الموافق 22 يونيو 2011 المتعلق بالبلدية. (37). الجزائر: الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية.
37. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية. (29 فبراير، 2012). قانون رقم 12-07 مؤرخ في 28 ربيع الأول عام 1433 الموافق 21 فبراير 2012، المتعلق بالولاية. (12). الجزائر: الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية.
38. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية. (11 يناير، 2017). قانون رقم 17-02 مؤرخ في 11 ربيع الثاني عام 1438 الموافق 10 يناير 2017، يتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 02.
39. القانون التجاري. (2007). الأمر رقم 75-59 المؤرخ في 20 رمضان عام 1395 الموافق 26 سبتمبر سنة 1975، المتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم. الجزائر: الأمانة العامة للحكومة الجزائرية.

40. القانون التجاري الأمر رقم 75-59. (26 سبتمبر, 1975). القانون التجاري الأمر رقم 75-59. المادة 715 مكرر 42، العدد 77. الجزائر: الجريدة الرسمية.
41. بنك الجزائر. (2023). التقرير السنوي التطور الاقتصادي والنقدي 2023. الجزائر: بنك الجزائر.

➤ المراجع باللغة الأجنبية:

1. Ab Wahab, S., & Ramli, N. (2014). The Determinants of Capital Structure: An Empirical Investigation of Malaysian Listed Government Linked Companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 4(4), 930-945.
2. ABDILLAH, R., HOSEN, M., & MUHARI, S. (2016). THE DETERMINANTS FACTOR OF ISLAMIC BANK'S PROFITABILITY AND LIQUIDITY IN INDONESIA. *Knowledge Horizons - Economics*, 8(2), 140-147.
3. Abdul Rahman, A. A. (2017). The Relationship between Solvency Ratios and Profitability Ratios: Analytical Study in Food Industrial Companies listed in Amman Bursa. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(2), 86-93.
4. Abdulla, Y. (2017). Capital structure in a tax-free economy: evidence from UAE. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 10(1), 102-116.
5. Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 6(5), 438-445.
6. Abubakar, M., Asrar, M., Khalid, U., & Ahmad, W. (2020). : Determinants Of Capital Structure: A Case Of Non-Financial Sector Of Pakistan. *International Journal of Accounting and Management Research*, 1(1), 1-14.
7. Acar, M. G. (2018). Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Turkey. *Journal of Management and Sustainability*, 8(1), 31-45.
8. ACEDO-RAMÍREZ, M. A., & AYALA-CALVO, J. C. (2017). Determinants of Capital Structure: Family Businesses versus Non-Family Firms. *Finance a úvěr-Czech Journal of Economics and Finance*, 67(2), 80-103.
9. Adair, P., & Adaskou, M. (2015). Trade-off theory vs. pecking order theory and the determinants of corporate leverage: Evidence from a panel data analysis upon French SMEs (2002-2010). *Cogent Economics & Finance*, 3(1), 1-12.
10. Adam, A. M., & Quansah. (2019). Effects of Working Capital Management Policies on Shareholders' Value: Evidence from Listed Manufacturing Firms in Ghana. *PANOECONOMICUS*, 66(5), 659-686.

11. ADENUGBA, A. A., IGE, A. A., & KESINRO, O. R. (2016). FINANCIAL LEVERAGE AND FIRMS' VALUE: A STUDY OF SELECTED FIRMS IN NIGERIA. *European Journal of Research and Reflection in Management Sciences*, 04(01), 14-32.
12. Aggarwal, A., & Acharya, S. R. (2019). impact on capital structure decision making: indian medium-sized food industry analysis. *Copernican Journal of Finance & Accounting*, 8(4), 47-60.
13. Ahkam, S., & Alom, K. (2019). Liquidity, Level of Working Capital Investment, and Performance in an Emerging Economy. *International Journal of Business and Economics*, 18(3), 307-328.
14. Ahsan, T., Wang, M., & Qureshi, M. (2016). Firm, industry, and country level determinants of capital structure: evidence from Pakistan. *South Asian Journal of Global Business Research*, 5(3), 362-384.
15. Ain, Q.-u., Jan, S., & Rafiq, M. (2011). Effect of Macroeconomic Factors on Capital Structure Decisions of Firm-Evidence from a Developing Country. *Journal of Business and Economic Review*, 3(1), 64-90.
16. Aini, N., Suherman, & Mardiyati, U. (2022). Determinants Of Capital Structure On Property And Real Estate Companies Listed On The Indonesia Stock Exchange For The Period Of 2015-2020. *International Journal of Education, Social Studies, And Management (IJESSM)*, 2(3), 14-33.
17. AKGÜL, E. F., & SİGALI, S. (2018). Determinants of Capital Structure: An Application on BIST Transportation Index. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* , 20(77), 193-215.
18. Akinlosotu, N., & Ukwuoma, K. (2019). Determinants of Capital Structure in Selected Chinese Industries: A Panel Data Approach. *European Journal of Business and Management*, 11(8), 15-26.
19. Al-Hawatmah, Z., & Shaban, O. (2023). The Effect Of Financial Leverage on Company's Capital Structure: Evidence From Developing market. *Corporate & Business Strategy Review*, 4(2), 168-174.
20. Alfawareh, F., Al-Kofahi, M., & Daoud, L. (2021). The Determinants of Capital Structure: A Conceptual Understanding of Non Financial Firms in Jordan. *Turkish Online Journal of Qualitative Inquiry (TOJQI)*, 12(8), 2144-2152.
21. Ali, S., Rangone, A., & Farooq, M. (2022). Corporate Taxation and Firm-Specific Determinants of Capital Structure: Evidence from the UK and US Multinational Firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(55), 1-17.

22. Ali, B., & Anwar, G. (2021). Intellectual capital: A modern model to measure the value creation in a business. *International journal of Engineering, Business and Management (IJEEM)*, 5(2), 31-43.
23. Alifani, G. A., & Nugroho, A. B. (2013, September). Proving Modigliani and Miller theories of capital structure: The research on Indonesia's cigarette companies. *International Journal of Economic Sciences*, 02(03), pp. 1-20.
24. Alipour, M., Mohammadi, M., & Derakhshan, H. (2015). Determinants of capital structure: an empirical study of firms in Iran. *International Journal of Law and Management*, 57(1), 53-83.
25. Aljamaan, B. E. (2018). CAPITAL STRUCTURE: DEFINITIONS, DETERMINANTS, THEORIES AND LINK WITH PERFORMANCE LITERATURE REVIEW. *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 6(2), 49-72.
26. Alliance, B., & Macon, J. (2012). *Guide to Financing the Community Supported Farm :Demystifying Equity Financing*. Burlington, Northeast Sustainable Agriculture Research and Education (SARE), the National Institute of Food and Agriculture, U.S. Department of Agriculture, USA: university of VERMONT.
27. Almendros, J., & Mira, F. (2018). Costs of debt, tax benefits and a new measure of non-debt tax shields: examining debt conservatism in Spanish listed firms. *Revista de Contabilidad – Spanish Accounting Review*, 21(2), pp. 162–175.
28. Al-Slehat, Z. A. (2020). Impact of Financial Leverage, Size and Assets Structure on Firm Value: Evidence from Industrial Sector, Jordan. *International Business Research*, 13(01), 109-120.
29. Al-Smadi, M. (2019). A Study Of Capital Structure Decisions By Smes: Empirical Evidence From Jordan. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(1), 1-9.
30. Alyousfi, A. Y., Rus, R. M., Mohd, K. N., Taib, H. M., & Shahr, H. K. (2020). Determinants of capital structure: evidence from Malaysian firms. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 12(3/4), 283-326.
31. Amidu, M., Coffie, W., & Acquah, P. (2019). Transfer pricing, earnings management and tax avoidance of firms in Ghana. *Journal of Financial Crime*, 26(1), 235-259.
32. Anarfo, E. B. (2015). DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE OF BANKS: EVIDENCE FROM SUB-SAHARA AFRICA. *Asian Economic and Financial Review*, 5(4), 624-640.
33. Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented Versus Bank-Oriented Institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(01), 59-92.

34. Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Econometrics*, 68, 29-51.
35. Arellano, M., & Bond, S. (2011). Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
36. Arilyn, E. (2020). The influence of profitability, asset tangibility, firm size, liquidity, and agency conflict toward capital structure on food and beverage companies listed in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Emerging Economies & Islamic Research*, 8(1), 23 – 30.
37. Arulve, K., & Ajanthan, A. (2013). CAPITAL STRUCTURE AND FINANCIAL PERFORMANCE: A STUDY OF LISTED TRADING COMPANIES IN SRI LANKA. *South Asian Academic Research Journals*, 3(6), 1-13.
38. ASAF, S. (2004). *EXECUTIVE CORPORATE FINANCE: the business of enhancing shareholder value*. London: Financial Times, Prentice Hall.
39. Ashraf , B., Bibi, B., & Zheng, C. (2016). How to regulate bank dividends? Is capital regulation an answer? *Economic Modelling*, 57, 281-293.
40. Atrill, P. (2009). *Financial management for decision makers* (5th edition ed.). Navarro, Spain: Prentice Hall Europe.
41. Awan, A., & Amin, M. (2014). Determinants Of Capital Structure. *European Journal of Accounting Auditing and Finance Research*, 2(9), 22-41.
42. Azofra, V., Sanz, J., & Velasco, P. (2020). The role of macroeconomic factors in the capital structure of European firms: How influential is bank debt? *International Review of Economics and Finance*, 69, 494-514.
43. Baa, R., & Chattoraj, A. K. (2022). THE SIGNIFICANCE, ROLE, AND NEED FOR PUBLIC SECTOR ENTERPRISES IN ECONOMIC GROWTH. *International Journal of Professional Business Review*, 7(5), 01-16.
44. Babu, N., & Chalam, G. (2014). Key Factors Influencing Capital Structure Decision of Indian Computer Software Industry. *Indian Journal of Applied Research*, 4(6), 103-105.
45. BADSHAH, W., IRSHAD, S., HAKAM, U., & KHAN, A. S. (2016). BANK'S SUPPLY OF CREDIT AND CORPORATE CAPITAL STRUCTURE IN PAKISTAN. *Romanian Economic and Business Review – Special Issue*, 11(4.1), 17-24.
46. Bajaj, Y., Kashiramka, S., & Singh, S. (2020). Application of capital structure theories: a systematic review. *Journal of Advances in Management Research*, 18(2), 173-199.
47. Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-32.

48. Balaaji, S. M., & Priyadharshany, J. (2018). A STUDY ON RISKS AND THREATS INVOLVED IN SOLE PROPRIETORSHIP. *International Journal of Pure and Applied Mathematics*, 120(5), 4171-4181.
49. Balios, D., Daskalakis, N., Eriotis, N., & Vasiliou, D. (2016). SMEs capital structure determinants during severe economic crisis: The case of Greece. *Cogent Economics & Finance*, 4(1), 1-11.
50. Barakat, A. (2014). The Impact of Financial Structure, Financial Leverage and Profitability on Industrial Companies Shares Value (Applied Study on a Sample of Saudi Industrial Companies). *Research Journal of Finance and Accounting*, 05(01), 55-66.
51. Barreau, .. J., & Delahaye, .. J. (2000). *Gestion financière manuel & application* (éd. 9ème édition). Paris: DUNOD.
52. barreau, J., & delahye, J. (2001). *gestion financière* (éd. 10ème édition). France: Dunod.
53. Batabyal, S., & Robinson, R. (2016). Capital Change and Stability when Dividends Convey Signals. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 65, 1-34.
54. Battu, N. (2021). *FINANCIAL MANAGEMENT-I: M.Com., I Semester Paper-IV* (éd. Tenth Edition). Nagarjuna Nagar: Acharya Nagarjuna University.
55. Baum, C. F. (2006). *An Introduction to modern Econometrics Using Stata*. USA: Stata Press.
56. Belema, E., & Odi, E. (2019). Impact of Inflation on Firm Capital Structure Decisions in Nigeria: A Panel Data Approach. *The International Journal Of Business & Management*, 7(4), 91-95.
57. Bellalah, M. (1998). *Finance moderne d'entreprise*. Paris : Economica.
58. Benkraiem, R., Gurau, C., Hoang, T., Lahiani, A., & Seran-Luu, T. (2021). Bank leverage choices of French SMEs: a quantile analysis. *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, Inderscience Enterprises Ltd, 43(4), 570-597.
59. Bernardo, C. J., Albanez, T., & Securato, J. R. (2018). Macroeconomic and Institutional Factors, Debt Composition and Capital Structure of Latin American Companies. *Brazilian Business Review*, 15(2), 152–174.
60. Besley, S., & Brigham, E. F. (2008). *Essentials of Managerial Finance*. USA: Thomson.
61. Bhat, D., Chanda, U., & Bhat, A. (2020). Does Firm Size Influence Leverage? Evidence from India. *Global Business Review*, 24(1), 21-30.
62. Bhatia, R. (2000). *Encyclopaedia of investement and management*. New Delhi: Anmol Piblication.

63. Bimpong, P., Ofori, A. O., & Nan, T. h. (2021). Traditional versus Modern Perspectives of Capital Structure Theories: A Comprehensive Review. *International Journal of Economics & Management Sciences*, 10(10), pp. 1-10.
64. Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Econometrics*, 87, 115—143.
65. Boehlke, J., & Tomanek, M. (2021). Disputes over the Definition of the Concept of "An Enterprise". *European Research Studies Journal*, XXIV(2B), 692-699.
66. Boshoff-Knoetze, A., & Steenkamp, L. (2019). Quantifying the interest tax shield for different investors in South Africa. *African Journal of Business and Economic Research*, 14(2), 25-45.
67. Brealey, R., Myers, S., & Marcus, A. (2015). *Fundamentals of Corporate Finance* (Ninth EDITION ed.). usa: McGraw-Hill Education.
68. BREUER, A., FRUMUȘANU, M., BREUER , B., & MANCIU, A. (2012). Cash and liquidity/liquidity and liquidity ratio. *Annals-Economy Series*(4), 78-82.
69. Briggs, O., & Wobo, H. (2023). Cash flow, liquidity and capital structure on profitability of quoted manufacturing firms in Nigeria. *Proceedings of the 7th Annual International Academic Conference on Accounting and Finance: Disruptive Technology: Accounting Practices, Financial and Sustainability Reporting* (pp. 1-17). Nigeria: Rivers State University of Science and Technology University of Port Harcourt.
70. Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2007). *Fundamentals of Financial Management: Concise Edition* (4th edition ed.). USA: South-Western Cengage Learning.
71. Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2009). *Fundamentals of Financia Fundamentals of Financial* (6th edition ed.). USA: South-Western Cengage Learning.
72. Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2017). *Fundamentals of Financial Management* (éd. Concise, 9th Edition). USA: Cengage Learning.
73. Brooks, C. (2008). *Introductory Econometrics for Finance* (SECOND EDITION ed.). USA: CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS.
74. Bt Shahar, W., & Manja, S. (2018). Determinants of Capital Structure. *Reports on Economics and Finance*, 4(3), 139-149.
75. Bukair, A. A. (2019). Factors influencing Islamic banks' capital structure in developing economies. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 10(1), 2-20.
76. Bundala, N. N. (2012). Do Tanzanian Companies Practice Pecking Order Theory, Agency Cost Theory or Trade-Off Theory? An Empirical Study in Tanzanian Listed Companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2(4), 401-422.

77. Bunker, R., Cagle, C., & Harris, D. (2019). A Liquidity Ratio Analysis of Lean vs. Not-Lean Operations. *Management Accounting Quarterly*, 20(2), 10-16.
78. C.Paramasivan, T.Subramanian. (n.d.). *Financial Management*. USA: new age international (p) limited publishers.
79. Capiez, A. (1995). *Elément de gestion financière* (éd. 4e édition). Paris: Masson.
80. Caraka, R., & Sugiyarto, W. (2016). Inflation Rate Modelling In Indonesia. *Etikonomi*, 15(2), 111 - 124.
81. Centre for Distance Education. (2018). CAPITAL STRUCTURE THORIES. Dans C. f. Education, *Basic Business Finance*. Acharya Nagarjuna University.
82. Chakrabarti, A., & Chakrabarti, A. (2019). The capital structure puzzle – evidence from Indian energy sector. *International Journal of Energy Sector Management*, 13(1), 2-23.
83. Chandren, S., Ahmad, Z., & Ali, R. (2015). Corporate governance mechanisms and accretive share buyback to meet or beat earnings per share forecast. *International Journal of Business and Society*, 16(3), 344-363.
84. Chen, J. M. (2021, September 3). The Capital Asset Pricing Model. *Encyclopedia*(01), 915-933.
85. Choudhary, R. (2020). GE-FINANCE. *The Cost of Capital*. INDIA, Shri Ram College of Commerce, Delhi: University of Delhi North Campus.
86. Czerwonka, L., & Jaworski, J. (2021). Capital structure determinants of small and medium-sized enterprises: evidence from Central and Eastern Europe. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 28(2), 277-297.
87. Czerwonka, L., & Jaworski, J. (2022). Capital structure and its determinants in companies originating from two opposite sides of the European Union: Poland and Portugal. *Economics and Business Review*, 8 (22)(1), 24-49.
88. D’Amato, A. (2020). Capital structure, debt maturity, and financial crisis: empirical evidence from SMEs. *Small Business Economics*, 55, 919–941, <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00165-6>.
89. Damodran, A. (2004). *Finance d’entreprise*. Bruxelles: De Boeck.
90. Danso, A., Fosu, S., Agye, S.-i., Ntim, C., & Adegbite, E. (2021). Capital structure revisited. Do crisis and competition matter in a Keiretsu corporate structure? *International Journal of Finance & Economics*, John Wiley & Sons, 26(4), 5073-5092.
91. Daoud, J. I. (2017). Multicollinearity and Regression Analysis. *Journal of Physics: Conference Series*, 949(1), 1-6.

92. Daskalakis, N., Balios, D., & Dalla, V. (2017). The behaviour of SMEs' capital structure determinants in different macroeconomic states. *Journal of Corporate Finance*, 46, 248-260.
93. de Oliveira Ritta, C., Jacomossi, F., Fabris, T., & Klann, R. (2017). Um estudo sobre causalidade entre EBITDA e retorno das ações de empresas brasileiras (2008 - 2014). *Enfoque: Reflexão Contábil*, 36(2), 115-130.
94. Deng, D., & Shao, R. (2020). Income Tax and Capital Structure of Multinational Corporations. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 133, 20-24.
95. Delkhosh, M., & Abdollah, E. (2017). A Survey of Assets Growth Models in Prediction of the Rank of Liquidity. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(5), 147-154.
96. Direction Technique chargée de la Comptabilité Nationale. (2016). *Les comptes économiques de 2001 à 2015*. Alger: Office National des Statistiques, N°750.
97. Direction Technique chargée de la comptabilité nationale. (2019). *Les comptes économiques de 2015 à 2018*. Alger: Office National des Statistiques, N° 861.
98. Direction Technique chargée de la comptabilité nationale. (2021). *Les comptes économiques de 2018 à 2020*. Alger: Office National des Statistiques, N°933.
99. Direction Generale de la Prevision et des Politiques. (2022). Contributions à la croissance du PIB(2000-2020). Ministere des finances, Algérie: Ministere des finances. Récupéré sur <https://dgpp.mf.gov.dz/wp-content/uploads/2022/11/Emploi-et-homage2019.pdf>
100. Direction Generale de la Prevision et des Politiques. (2022). Emploi et chômage 2000-2019. Ministere des finances, Algérie: Ministere des finances. Récupéré sur <https://dgpp.mf.gov.dz/wp-content/uploads/2022/11/Emploi-et-homage2019.pdf>
101. Direction Technique chargée de la comptabilité nationale. (2023). *Les Comptes Nationaux Economiques 2001-2022 Base 2001: Équilibres Ressources-Emplois*. Alger: Office National des Statistiques, N° 234.
102. Direction Technique chargée de la comptabilité nationale. (2024). *Les comptes économiques de 2021 à 2023*. Alger: Office National des Statistiques, N°1032.
103. Durrah, O., Abdul Rahman, A., Jamil, S., & Ghafeer, N. (2016). Exploring the Relationship between Liquidity Ratios and Indicators of Financial Performance: An Analytical Study on Food Industrial Companies Listed in Amman Bursa. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(2), 435-441.
104. Eakin, H., Newey, W., & Rosen, H. S. (1988). Estimating Vector Autoregressions with Panel Data. *Econometrica*, 56(6), 1371-1395.

105. Elamir, E. (2020). Modeling and predicting earnings per share via regression tree approaches in banking sector: Middle East and North African countries case. *Investment Management and Financial Innovations*, 17(2), 51-68.
106. Elgayar, A. (2025). Capital Structure Determinants in MENA Region Energy Sector(An Empirical Study). *Journal of Alexandria Univesity for Administrative Sciences*, 62(2), 245-300.
107. El-Masry, A. A. (2016). Capital structure and performance of Middle East and North Africa (MENA) banks: an assessment of credit rating. *Banks and Bank Systems*, 11(1), 77-91.
108. Elmizaev, S., & Elmurodov, S. (2018). The relationship between capital structure and dividend policy. Халқаро молия ва ҳисоб" илмий журнали (International Finance and Accounting scientific journal)(2), 1-6.
109. Eugene F. Brigham, Joel F. Houston. (2009). *Fundamentals of Financial Management: Concise Edition* (6th edition ed.). USA: South-Western Cengage Learning.
110. Fabiani, A., & Piersanti, F. (2024). *Inflation, capital structure and firm value*. Italy: Bank of Italy, Working Paper N° 1434.
111. FABOZZI, F. J., & Drake, P. P. (2010). *Finance : capital markets, fi nancial management, and Portfolio Management*. New Jersey: John Wiley & Sons.
112. Fadli, F., & Hongbing, O. (2020). Can Financial Ratio Change Stock Price?(LQ 45 Index Case Study For 2010-2018). *International Journal of Information, Business and Management*, 12(2), 21-34.
113. FAKHRUN AFFANDI ,BAMBANG SUNARKO ,ARY YUNANTO .(2018) .The Impact of Cash Ratio, Debt To Equity Ratio,Receivables Turnover, Net Profit Margin, Return OnEquity, and Institutional Ownership To DividendPayout Ratio .*ournal of Research in Management*.11 - 1 ,(4)1 ,
114. Flannery, M. (2017). Stabilizing large financial institutions with contingent capital certificates. In B. E. Gup, *The Most Important Concepts in Finance, chapter 15* (pp. 277-300). UK: Edward Elgar Publishing.
115. Farooq, M. A., & Masood, A. (2016). Impact of Financial Leverage on Value of Firms: Evidence from Cement Sector of Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(9), 73-77.
116. Fields, E. (2011). *The essentials of finance and accounting for nonfinancial managers* (2nd Edition ed.). New York: AMACOM, a division of American Management Association.
117. First Finance Institute , HEC Paris. (2016, novembre 10). Le coût du capital et son calcul en Côte d'Ivoire. *Le calcul du coût du capital pour les entreprises ivoiriennes* (pp. 1-86). Abidjan: First Finance Institute , HEC Paris.

118. Fischer, M., & Jensen, B. (2019). The debt tax shield in general equilibrium. *Journal of Banking and Finance*(100), 151-166.
119. Focardi, S., & Fabozzi, F. J. (2008). *The matimatics of finacial modeling and investement management*. New Jersey: John Wiley & Sons.
120. Fraumeni, B. (2022). Gross domestic product: Are other measures needed? GDP summarizes only one aspect of a country's condition; other measures in addition to GDP would be valuable. *IZA World of Labor*(368), 1-12.
121. Garza, P. B., Bucheli, M., & Muñoz, T. G. (2011). Dynamic panel data: A useful technique in experiments. *ThE Papers 10/22*. Department of Economic Theory and Economic History, Espagne: the University of Granada, URI: <http://hdl.handle.net/10481/31576>.
122. Gas, J. J. (2018). Determinants of the capital structure of TSL sector enterprises. *Management*, 22(01), 122-139.
123. Gharaibeh, O. K., & AL-Tahat, S. S. (2020). Determinants of capital structure: evidence from Jordanian service companies. *Investment Management and Financial Innovations*, 17(2), 364-376.
124. Ghasemi, M., & Ab Razak, N. H. (2016). The Impact of Liquidity on the Capital Structure: Evidence from Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 08(10), 130-139.
125. Giarto, R., & Fachrurrozie. (2020). The Effect of Leverage, Sales Growth, Cash Flow on Financial Distress with Corporate Governance as a Moderating Variable. *Accounting Analysis Journal*, 9(1), 15-21.
126. Giglio, F. (2022, October 11). The Capital Structure through the Modigliani and Miller Model. *International Business Research*, 15(11), pp. 11-16.
127. Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2011). The Effect of Capital Structure on Profitability: Evidence from the United States. *International Journal of Management*, 28(4), 3-15.
128. Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2012). *Principles of Managerial Finance* (éd. 13thed). Boston: The Prentice Hall Series in Finance.
129. Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2015). *Principles of Managerial Finance, Global Edition* (éd. 14th edition). Boston: Pearson Education Limited.
130. Godakanda, P., & Manawaduge, A. (2022). Determinants of Debt Financing: An Empirical Analysis of Non-Financial Listed Companies in Sri Lanka. *Journal of Contemporary Perspectives in Accounting and Digitalization*, 5(1), 29-49.

131. Grossman, S., & Hart, O. (1982). Corporate Financial Structure and Managerial Incentives. In J. McCall , *The Economics of Information and Uncertainty* (pp. 107-140). usa: University of Chicago Press.
132. Gunardi , A., Firmansyah, E., Widyaningsih, I., & Rossi, M. (2020). Capital Structure Determinants of Construction Firms: Does Firm Size Moderate the Results? *Montenegrin Journal of Economics*, 16(2), 93-100.
133. Habib, H. J., Khan, F., & Wazir, M. I. (2016). IMPACT OF DEBT ON PROFITABILITY OF FIRMS: EVIDENCE FROM NON-FINANCIAL SECTOR OF PAKISTAN. *City University Research Journal*, 06(01), 70-80.
134. Hacini, I., Boulenfad, A., & Dahou, K. (2021). The Impact of Liquidity Risk Management on the Financial Performance of Saudi Arabian Banks. *Emerging Markets Journal*, 11(1), 67-75.
135. Hacini, I., Mohammedi, K., & Dahou, K. (2022). Determinants of the capital structure of small and medium enterprises: Empirical evidence in the public works and hydraulics sector from Algeria. *Small Business International Review*, 6(1), 1-12.
136. Hairudin, H., & Desmon, D. (2020). The effect of capital structure on firm value by using dividend policy as an intervening variable (Study on Pharmaceutical Sub Sector Companies). *Diskursus Ilmu Manajemen STIESA (Dimensia)*, 17(1), 70-87.
137. Handayani, N., & Winarningsih, S. (2020). The Effect of Net Profit Margin and Return on Equity Toward Profit Growth. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 7(2), 198-204.
138. Hansen, L. P. (1982). Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators. *Econometrica*, 50(4), 1029-1054.
139. Haque, M., Tausif, M., & Ali, A. (2020). Continued discussion on conventional versus Islamic banks: combining financialratios and efficiency. *Banks and Bank Systems*, 15(1), 132-142.
140. Harris, M., & Raviv, A. (March 1991). The Theory of Capital Structure. *THE JOURNAL OF FINANCE*, 46(1), 297-355.
141. Hashmi, S. D., Gulzar, S., Ghafoor, Z., & Naz, I. (2020). Sensitivity of frm size measures to practices of corporate fnance: evidence from BRICS. *Future Business Journal*, 6(9), 1-19.
142. Hausman, J. A. (1978). Specification Tests in Econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251-1271.
143. HAYES, A. (2022, March 02). Stock Definition. www.investopedia.com/terms/s/stock.asp.

144. Hidayat, W., Tjaraka, H., & Septiarini, D. (2020). The effect of earning per share, debt to equity ratio and return on assets on stock prices: Case study Indonesian. *Academy of Entrepreneurship Journal*, 26(2), 1-10.
145. Higgins, R. C., Koski, J., & Mitton, T. (2016). *Higgins, Robert C.* (19th edition ed.). New York: McGraw-Hill Education.
146. Hongli, J., Ajorsu, E. S., & Bakpa, E. K. (2019). The Effect of Liquidity and Financial Leverage on Firm Performance: Evidence from Listed Manufacturing Firms on The Ghana Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, 10(08), 91-100.
147. Horne, V. (2015). Fundamentals of Financial Management. *FINANCIAL MANAGEMENT*. India, EILM UNIVERSITY: Publisher: Prentice Hall.
148. Hundal, S., Sandstrom, A., & Uskumbayeva, A. (2018). THE IMPACT OF THE FINANCIAL CRISIS ON CORPORATE CAPITAL STRUCTURE DYNAMICS IN THE NORDIC COUNTRIES. *Eurasian Journal of Economics and Finance*, 6(3), 34-51.
149. Husna, A., & Satria, I. (2019). Effects of Return on Asset, Debt to Asset Ratio, Current Ratio, Firm Size, and Dividend Payout Ratio on Firm Value. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(5), 50-54.
150. Ibrahim, U. A., & Isiaka, A. (2020). Effect of Financial Leverage on Firm Value: Evidence From Selected Firms Quoted on the Nigerian Stock Exchange. *European Journal of Business and Management*, 12(03), 124-135.
151. Ibrahim, H., & Lau, T.-C. (2019). The Determinants Of Financial Leverage For Surviving Listed Companies In Malaysia. *International Journal of Business and Society*, 20(1), 75-94.
152. Iqbal, F., Ahmad, M. B., & Ali, H. F. (2019). Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of KSE Listed MNCs in Pakistan. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 5(1), 173-195.
153. James C. Van Horne, John M. Wachowicz. (2008). *Fundamentals of financial management* (13th edition ed.). London: the Prentice Hall imprint.
154. Jaros, J., & Bartosova, V. (2015). To the capital structure choice: Miller and Modigliani model. *4th World Conference on Business, Economics and Management, WCBEM*. 26, pp. 351-358. Slovakia: Procedia Economics and Finance .
155. Jensen, M. C. (2003). A theorie of the firm. USA: Harvard university press.
156. Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 03(04), 305-360.

157. JEROH, E. (2020). Corporate Financial Attributes and The Value of Listed Financial Service Firms: The Nigerian Evidence. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 24(2), 1-13.
158. Jinoria, K. (2014). THE DEFINITION OF BUSINESS ENTERPRISE OVERVIEW OF LEGAL AND ECONOMIC APPROACHES. *European Scientific Journa*, 1, 130-135.
159. Joao, A. d. (2001). *Theoretical foundation of corporate finance*. New Jersey: Princeton university press.
160. Johannes, d. W. (2006). Determining the optimal capital structure: a practical contemporary approach. *Meditari Accountancy Research*, 14(02), pp. 1-16.
161. Jouini, F. (2022). The Moderating Role of Firm Size on Leverage-Performance Association: Case of the Peripheral Countries of the Eurozone. *The Economic Problems between Economic Globalization and Crisis Management II*, 40(3), 1-20.
162. Kadim, A., Sunardi, N., & Husain, T. (2020). The modeling firm's value based on financial ratios, intellectual capital and dividend policy. *Accounting*, 6(5), 859–870.
163. Khalid, U., Ahmad, W., & Abubakar, M. (2020). Determinants Of Capital Structure: A Case Of Non-Financial Sector Of Pakistan. *International Journal of Accounting and Management Research*, 1(1), 1-14.
164. Kandel, A., Karki, A., KC, A., & Dahal, A. (2024). Determinants of Capital Structure: A Case of Nepalese Non-Financial Firms. *Nepalese Journal of Economics*, 8(2), 18-38.
165. Kalash Ismail. (2019). Sermaye Yapisinin Türkiye'deki İslami Ve Konvansiyonelbankalar Performansı Üzerinde Etkisi: Karşılaştırmalıbir Araştırma. *İslam Ekonomisi ve Finansı Dergisi*, 5(1), 94-111.
166. Kalay, A. (1982). Stockholder-bondholder conflict and dividend constraints. *Journal of Financial Economics*, 10(2), 211-233.
167. Kędzior, M. (2012). Capital Structure In Eu Selected Countries – Micro And Macro Determinants. *ARGUMENTA OECONOMICA*, 28(1), 69-117.
168. Keown, J., Martin, J. D., & Petty, J. W. (2017). *Foundations of Finance: The Logic and Practice of Financial Managemen* (9th Edition ed.). United States: Pearson Education.
169. Khanna, S., Srivastava, A., & Medury, Y. (2015). The Effect of Macroeconomic Variables on the Capital Structure Decisions of Indian Firms: A Vector Error Correction Model/ Vector Autoregressive Approach. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(4), 968-978.
170. KHODJA, M. (2019). CHAPITRE 1 : DEFINITION DE L'ENTREPRISE. *Gestion des entreprises*. Tizi-Ouzou, 2ème année LMD Gestion des entreprises, faculte des Sciences

Economiques, Commerciales et Sciences de Gestion, Département des sciences Financière & Comptabilité, Algérie: Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou.

171. Kirshin, I., & Volkov, G. (2018). The determinants of corporate capital structure: evidence from Russian panel data. *Revista ESPACIOS*, 39(44), 1-16.

172. Klietnik, T., Michalkova, L., & Kovacova, M. (2018). Is tax shield really a function of net income, interest rate, debt and tax rate? Evidence from Slovak companies. *Journal of International Studies*, 11(4), 295-311.

173. Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *VALUATION MEASURING AND MANAGING THE VALUE OF COMPANIES* (éd. 6th EDITION). usa: John Wiley & Sons, Inc.

174. Koller, t., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *VALUATION MEASURING AND MANAGING THE VALUE OF COMPANIES* (éd. 7th EDITION). USA: John Wiley & Sons, Inc.

175. Kozubíková, L., Vojtovič, S., Rahman, A., & Smrčka, L. (2016). The role of entrepreneur's gender, age and firm's age in autonomy. The case study from the Czech republic. *Economics and Sociology*, 9(2), 168-182.

176. Kufulla, Q. (2017/2018). Dans Q. Kufulla, *Financial Management 2A* (pp. 121-142). Afrique du Sud: University of Fort Hare.

177. Laelisneni, Purike, E., Ginting, O. S., Azizah, N., & Kesumah, P. (2022). Measuring Financial Performance Over Profitability Ratio Analysis. *Jurnal Ekonomi*, 11(3), 1706-1712.

178. Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(02), 371-387.

179. Lemma, T., & Negash, M. (2013). Institutional, macroeconomic and firm-specific determinants of capital structure The African evidence. *Management Research Review*, 36(11), 1081-1122.

180. Lisboa, I. (2017). Capital Structure Of Exporter SMEs During The Financial Crisis: Evidence From Portugal. *The European Journal of Management Studies*, 22(1), 25-49.

181. Lisboa, I. (2017). Capital Structure Of Exporter SMEs During The Financial Crisis: Evidence From Portugal. *The European Journal of Management Studies*, 22(1), 25-49.

182. Luigi, P., & Sorin, V. (2009). A REVIEW OF THE CAPITAL STRUCTURE THEORIES. *Annals of Faculty of Economics*, 03(01), 315-320.

183. M'ng, J., Rahman, M., & Sannacy, S. (2017). The determinants of capital structure: Evidence from public listed companies in Malaysia, Singapore and Thailand. *Cogent Economics & Finance*, 5(1), 1-34.

184. Mahmood, F., Dongping, H., & Ahmed, Z. (2021). Exploring The Relationship Between Short-Term Borrowings And Profitability In China: The Moderating Role Of Cash Conversion Cycle. *Journal of Business Economics and Management*, 22(3), 675–694.
185. Mardan, R., Moeljadi, Sumiati, & Indrawati, N. (2023). THE DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE: EVIDENCE FROM INDONESIA. *International Journal of Professional Business Review*, 8(5), 01-30.
186. Marks, K. H., Robbins, L. E., Fernández, G., & Funkhouser, J. P. (2005). *The Handbook of Financing Growth: Strategies and Capital Structure*. Canada: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
187. Martial, F., Fesquet, r. N., Roosz, P., & Tronyo, J. (2016). *Tableaux de l'économie française*. France: Institut national de la statistique et des études économiques.
188. Martiñ, P., & Hoffmann, P. (2017). Capital Structure in the Chilean Corporate Sector: Revisiting the Stylized Facts. *Research in International Business and Finance*, 40, 163-174.
189. Martinez, L., Scherger, V., & Guercio, M. (2019). SMEs capital structure: trade-off or pecking order theory: a systematic review. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 26(1), 105-132.
190. Masnoon, M., & Saeed, A. (2014). CAPITAL STRUCTURE DETERMINANTS OF KSE LISTED AUTOMOBILE COMPANIES. *European Scientific Journal*, 10(13), 451-461.
191. Masooma, A. (2016). Determinants of Capital Structure: Empirical evidence from listed firms in Norway. *Masteroppgave i Økonomi og administrasjon*. Oslo, Handelshøyskolen, Norway: Høgskolen i Oslo og Akershus (HiOA).
192. McKinsey & Company, I., Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies* (éd. 3 rd Edition). USA: John Wiley & Sons, Inc.
193. Megginson, W. L., Smart, S. B., & Lucey, B. M. (2008). *Introduction to Corporate finance*. London: South-Western Cengage Learning EMEA.
194. MELICHER, R. W., & NORTON, E. A. (2017). *Introduction to Finance: Markets, Investments, and Financial Management* (16th Edition ed.). United States of America: Aptara Corp. and printed and bound by LSI.
195. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958, Jun). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(03), pp. 261-297.
196. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963, Jun). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(03), pp. 433-443.
197. Mokhova, N., & Zinecker, M. (2014). Macroeconomic factors and corporate capital structure. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 110, 530-540.

198. Mulkay, B., & Sassenou, M. N. (1995). La hiérarchie des financements des investissements des PME. *Revue économique*, 46(2), 345-363.
199. Mulyadi, D., Sihabudin, & Sinaga, O. (2020). Analysis of Current Ratio, Net Profit Margin, and Good Corporate Governance against Company Value. *Systematic Review Pharmacy*, 11(1), 588-600.
200. Mursalim, Mallisa, M., & Kusuma, H. (2017). Capital Structure Determinants And Firms' Performance: Empirical Evidence From Thailand, Indonesia And Malaysia. *Polish Journal of Management Studies*, 16(1), 154-164.
201. Musa, A. (2020). Effect Of Macroeconomic Factors On Capital Structure Of Firms In Developing Africa: A Two-Step Gmm Approach. *Gusau Journal of Accounting and Finance*, 1(1), 1-15.
202. Myers, S. C. (1984). CAPITAL STRUCTURE PUZZLE. *The Journal of Finance*, 39(03), pp. 574-937.
203. Naja, M., & Natsir, K. (2023). The Effect of Inflation, Liquidity, and Capital Structure on Financial Performance of Consumer Goods Companies Listed on IDX. *International Journal of Application on Economics and Business (IJAEB)*, 1(1), 652-661.
204. Narassiguin, P. (2004). *Monnaie : Banques et banques centrales dans la zone euro*. Bruxelles: De Boeck.
205. Nasimi, R. N., Nasimi, A. N., & Islam, W. (2018). Determinants of Capital Structure in Pakistan. *European Journal of Business and Management*, 10(34), 48-60.
206. Nenu, E. A., Vintilă, G., & Gherghina, S. C. (2018). The Impact of Capital Structure on Risk and Firm Performance: Empirical Evidence for the Bucharest Stock Exchange Listed Companies. *International Journal of Financial Studies*, 6(2), 1-29.
207. Nguyen, T., & Bui, N. (2025). Tax Shields and Capital Structure of Real Estate Firms in Emerging Markets: Evidence from Vietnam. *International Real Estate Review*, 28(1), 91 - 115.
208. Nguyen, T., & Rern, J. (2016). Determinants of Capital Structure of the Listed Companies on Vietnam Stock Market. *The International Journal Of Business & Management*, 4(6), 27-35.
209. Nhung, N. T., Lien, N. P., & Hang, D. T. (2017). Analyze the Determinants of Capital Structure for Vietnamese Real Estate Listed Companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(4), 270-282.
210. Nunes, P., & Serrasqueiro, Z. (2017). Short-term debt and long-term debt determinants in small and medium-sized hospitality firms. *Tourism Economics*, 23(3), 543-560.

211. Nyeadi, J. D., Banyen, K. T., & Mbawuni, J. (2017). Determinants of Capital Structure of Listed Firms in Ghana: Empirical Evidence Using a Dynamic System Gmm. *The Journal of Accounting and Management*, 7(2), 159-173.
212. OECD. (2015). *Entrepreneurship at a Glance 2015*. Paris: OECD Publishing.
213. Okoye, L., Olokoyo, F., Ezeji, F., Okoh, J., & Evbuomwan, G. (2019). Determinants of behavior of inflation rate in Nigeria. *Investment Management and Financial Innovations*, 16(21), 25-36.
214. Olaoye, F., & Kolawole, A. (2020). Financial Information and Stock Price Changes :A Case of Systematically Important Banks (SIBs) in Nigeria. *African Journal of Business and Economic Research*, 15(2), 73 – 88.
215. Onaolapo, A., Kajola, S., & Nwidobie, M. (2015). Determinants of capital structure: A study of Nigerian quoted companies. *European Journal of Business and Management*, 7(23), 170-184.
216. Orey, M. (2016). Is It Worth It? The Career Benefits and Return on Investment of Volunteer Leadership as Perceived by Chapter Leaders in a Professional Talent Development Association. *Submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Education in Organizational Leadership*. USA: Brandman University.
217. Osazuwa, N. P., & Che-Ahmad, A. (2016). The moderating effect of profitability and leverage on the relationship between eco-efficiency and firm value in publicly traded Malaysian firms. *Social Responsibility Journal*, 12(2), 295-306.
218. ÖZULUCAN, A., ARSLAN, S., & KELEŞ, D. (2017). Menkul Kıymetlerin TMS 39 ve TFRS 9 Çerçevesinde Muhasebeleştirilmesi. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(4), 235-249.
219. Panda, A., & Nanda, S. (2020). Determinants of capital structure; a sector-level analysis for Indian manufacturing firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 69(5), 1033-1060.
220. Paramasivan, C., & Subramanian, T. (2009). *Financial Management*. New Delh: New Age International Limited, Publishers.
221. Park, C. (2018). The Effects of ROOA(Return on Operating Assets) and ROIA(Return on Investment Assets) on the Assets Structure. *Review of Accounting and Policy Studies*, 23(4), 181-205.
222. Park, H. M. (2011). Practical Guides To Panel Data Modeling: A Step by Step Analysis Using Stata. *Public Management & Policy Analysis Program*. Japan: International University of Japan.

223. Pepur, S., Ćurak, M., & Poposki, K. (2016). Corporate capital structure: the case of large Croatian companies. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 29(1), 498–514.
224. Ponce, H., Montalvo, C., & Murillo, R. (2019). Determinants of capital structure: an empirical study of the manufacturing sector at Ecuador. *Contaduría y Administración*, 64(2), 1-18.
225. Pordea, D., David, D., & Mateş, D. (2020). The Impact of Operating Cash Flow and Current Ratio on the Profitability in Construction Industry. *Studia Universitatis „Vasile Goldis” Arad–Economics Series*, 30(1), 22-32.
226. Pradhan, R., & Gautam, Y. (2019). Impact of Liquidity Management on Bank Profitability in Nepalese Commercial Banks. *Srusti Management Review*, 12(1), 57 – 67.
227. Pratama, D., & Akhmadi. (2024). Profitability and Capital Structure on Firm Value with Currency Exchange Rate as Moderation. *International Journal of Social Science and Human Research*, 7(7), 4581-4590.
228. Proença, P., Laureano, R., & Laureano, L. (2014). Determinants of capital structure and the 2008 financial crisis: evidence from Portuguese SMEs. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 150, 182-191.
229. Purwohandoko, & Iriani, S. (2021). Effect Of Gross Domestic Product, Liquidity, Size, Growth, Capital Adequacy Ratio, And Inflation On Financial Performance. *Jurnal Ekonomi-Manajemen-Akuntansi*, 17(1), 46-53.
230. Putri, S., & Puryandani, S. (2020). The Influence of Cash Flow, Leverage and Profitability on Investment Decisions in Financial Distress Companies (All Companies Listed on Indonesia Stock Exchange of 2017-2019). *Advances in Economics, Business and Management Research*, 169, 447-452.
231. Pyoko, O. (2023). Assets Tangibility And Long Term Debt Of Firms Listed On Nairobi Securities Exchange, Kenya. *Iosr Journal Of Economics And Finance (Iosr-Jef)*, 14(5), 16-20.
232. Qureshi, M. A., Sheikh, N. A., & Khan, A. A. (2015). A Revisit of Pecking Order Theory versus Trade-off Theory: Evidence from Pakistan. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 9(2), 344-355.
233. Rafique, M. (2011). EFFECT OF PROFITABILITY & FINANCIAL LEVERAGE ON CAPITAL STRUCTURE: A CASE OF PAKISTAN’S AUTOMOBILE INDUSTRY. *Economics and Finance Review*, 01(04), 50-58.
234. Rahayu, S. (2019). Mediation effects financial performance toward influences of corporate growth and assets utilization. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 68(5), 981-996.

235. Rahman, A., Hossain, T., & Sen, K. (2024). Revisiting the puzzle of capital structure determinants: an empirical study based on UK firms. *Arab Gulf Journal of Scientific Research*, 42(4), 1359-1378.
236. Ramnohe, L., & Seetah, K. (2020). The Link between Profitability and Financial Leverage, Evidence from a Small Island Economy. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 12(1), 58-71.
237. Rao, M. (2016). SPEL Analysis of Financial Statements of Selected Public Sector Steel Manufacturing Companies – India. *Indian Journal of Commerce and Management Studies*, 7(3), 14-30.
238. Rao, M. T. (2007). *Management accounting*. New Delhi: New Age International.
239. Rao, P., Kumar, S., & Madhavan, V. (2018). A study on factors driving the capital structure decisions of small and medium enterprises (SMEs) in India. *IIMB Management Review*(31), 37-50..
240. Rehan, R., Asghar, M. K., Chhapra, I. U., & Sohail, A. B. (2021). Capital Structure Theories: A Comprehensive Review. *Revista geintec gesta, inovacao e tecnologias*, 11(03), pp. 1562-1574.
241. Reyna, O. T. (2007, December). Panel Data Analysis Fixed and Random Effects using Stata (v. 4.2). USA: princeton university, <https://tertilt.vwl.uni-mannheim.de/bachelor/Panel101.pdf>.
242. Rifki, S., & Abdessadeq, S. (2001). un essai de synthèse des débats théoriques à propos de la structure financière des entreprises. (131), pp. 10-30.
243. Rizqia, D. A., & Sumiati, S. A. (2013). Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and. *Research Journal of Finance and Accounting*, 04(11), 120-130.
244. Rohov, H., Kolodiziev, O., & Shulga, N. (2020). Factors affecting the dividend policy of non-financial joint-stock companies in Ukraine. *Investment Management and Financial Innovations*, 17(3), 40-53.
245. Roiston, T. A., & Harymawan, I. (2020). Firm Size, Firm Age and the Readability of the MD&A Report. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 12(7), 135-149.
246. Rosemary, I., Prince, A., & Jack, A. (2021). Cash Flow Management and Industrial Firms Performance in Nigeria. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 9(4), 701-711.
247. Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.

248. Rossi, M. (2014). Capital structure of small and medium enterprises: the Italian case. *International Journal of Globalisation and Small Business*, 6(2), 130-144.
249. Rossi, M. (2014). Capital structure of small and medium enterprises: the Italian case. *International Journal of Globalisation and Small Business*, 6(2), 130-144.
250. Royer, J. (2017). Financing agricultural cooperatives with retained earnings. *Agricultural Finance Review*, 77(3), 393-411.
251. Růčková, P. (2014). Vztah rentability, likvidity a hrubého domácího produktu v podmínkách České republiky. *Český finanční a účetní časopis*, 1, 140-147.
252. Rudiningtyas, D., Soesetio, Y., & Putri Arifin, N. (2023). The Determinants of Capital Structure : The Used of Total Debt, Short Debt, Long Debt, and Bank Debt. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 267, 32-38, doi: 10.2991/978-94-6463-302-3_5.
253. Safitri, J., Fuady, M., & Wahyudi, S. (2020). The Influence Of Dividend Policy, Investment Opportunity And Capital Adequacy To Firm Value: Evidence In Indonesia Banking Companies. *International Journal Of Scientific & Technology Research*, 9(2), 764-767.
254. SAHIN, O. (2018). Firm Specific and Macroeconomic Determinants of Capital Structure: Evidence from Fragile Five Countries. *Eurasian Journal of Business and Economics*, 11(12), 59-81.
255. Salawu, R. O., & Agboola, A. A. (2008). THE DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE OF LARGE NON-FINANCIAL LISTED FIRMS IN NIGERIA. *The International Journal of Business and Finance Research*, 2(2), 75-81.
256. Salim, M., & Yadav, D. (2012). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65, 156 – 166.
257. Salman, A. (2019). Determinants of dividend policy. *Investment Management and Financial Innovations*, 16(1), 167-177.
258. Salvator, E., Robiyanto, R., & Harijono, H. (2020). An analysis of the relationship between earnings and corporate taxes on dividend policy of companies in sri-kehati index. *Journal of Management and Entrepreneurship Research*, 1(1), 1-12.
259. Santos, L. A., & Barrios, E. B. (2011). Small Sample Estimation in Dynamic Panel Data Models: A Simulation Study. *American Open Journal of Statistics*, 1(2), 58-73.
260. Saputri, P., Fitriyana, E., & Yusoff, M. (2021). The Effect of Short Term Debt To Profitability In The Pratama Clinic of Kosasih Rajabasa (Kosasih Group) Period 2016-2018. *Bina Bangsa International Journal of Business and Management (BBIJBM)*, 1(1), 13-27.

261. Scholz, A., Rochdi, K., & Schaefer, W. (2015). Does asset liquidity matter? Evidence from real estate stock markets. *Journal of European Real Estate Research*, 8(3), 220-242.
262. Sekolastika, Giriati, & Pebrianti, W. (2023). The effect of interest rates exchange rates and capital structure on share prices in tourism sub-sector companies. *International Journal of Applied Finance and Business Studies*, 11(3), 473-481.
263. Šeligová, M. (2018). The Impact of Selected Financial Indicators Related to the Structure of Funding Sources on Corporate Liquidity in Energy Sector in the Czech Republic and Slovak Republic. *Scientific Papers of the University of Pardubice – Series D*, 26(1), 223-234.
264. Šeligová, M., & Košťuríková, I. (2019). The Impact of Debt Funding Sources on Liquidity of Companies in Food Industry. *AGRIS on-line Papers in Economics and Informatics*, 11(3), 91-104.
265. Serrasqueiro, Z., Matias, F., & Salsa, L. (2016). Determinants of capital structure: New evidence from Portuguese small firms. *Dos Algarves: A Multidisciplinary e-Journal*, 28, 13-28.
266. Sethi, P., & Tiwari, R. (2016). New Evidences On Determinants Of Capital Structure From The Indian Manufacturing Industry. *Corporate Ownership and Control Journal*, 13(3), 82-88.
267. Setiawanta, Y., Utomo, D., Ghazali, I., & Jumanto, J. (2020). Financial Performance, Exchange Rate, and Firm Value: The Indonesian Public Companies Case. *Organizations and Markets in Emerging Economies*, 11(2), 348–366.
268. Shannon p, P., & Roger j, G. (2014). *Cost of Capital Applications and Examples* (éd. Fifth Edition). New Jersey: John Wiley & Sons,.
269. Sharif, J., & Muhammad, T. (2019). Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Listed Banks of Bangladesh. *The Cost And Management*, 47(5), 49-57.
270. sharma, s. (2017, July). Financial Management. *COST OF CAPITAL*. India, The Institute of Chartered Accountants of India, Agra: Sahitya Bhawan.
271. Sheikh, N. A., & Qureshi, M. A. (2017). Determinants of capital structure of Islamic and conventional commercial banks: Evidence from Pakistan. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 10(1), 24-41.
272. Sibindi, A. B. (2018). Determinants of Bank Capital Structure: Evidence from South Africa. *Acta Universitatis Danubius. Œconomica*, 14(5), 108-126.
273. SIEGEL, J. G., & SHIM, J. K. (2007). *financial-management* (éd. 3th Edition). USA: The McGraw-Hill Companies.

274. Singh, A. (2017). An Empirical Analysis to Assess the GDP Projection of Gujarat State of India. *Journal of Engineering and Management*, 1(2), 51-58.
275. Sisay, Y. H., & Nongmaithem, R. S. (2019). EFFECT OF FIRM CHARACTERISTICS ON WORKING CAPITAL MANAGEMENT OF MANUFACTURING FIRMS IN AMHARA ETHIOPIA. *Parikalpana - KIIT Journal of Management*, 15(1and2), 9-28.
276. Stoiljkovic, A., Tomic, S., Lekovic, B., & Matic, M. (2022). Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence of Manufacturing Companies in the Republic of Serbia. *Sustainability*, 15(1), 1-19.
277. Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27.
278. Sukma, R., Nurtina, A., & Nainggolan, B. (2022). Effect Of Debt Ratio, Long-Term Debt To Equity, And Firm Size On Profitability (Study On Restaurant and Tourism Hotel Sub-Sector Companies Listed in IDX 2015 – 2020). *Journal of Management and Leadership*, 5(1), 27-37.
279. Sundas, S. (2019). FIRM SIZE AND FINANCIAL-LEVERAGE CHOICE EVIDENCE FROM AN EMERGING ECONOMY. *International Journal of Commerce and Finance*, 5(1), 25-33.
280. Swanson, Z., Srinidhi, B., & Seetharaman, A. (2003). *The capital structure paradigm : evolution of debt/equity choices*. United States of America: Praeger Publishers, Greenwood Publishing Group.
281. Syamsuddin, F. (2023). The Effect Of Cash Flow, Leverage, Growth Opportunities And Company Size On Working Capital Management. *Jurnal Ekonomi*, 12(2), 956-962.
282. Tasneem, S., & Masroor, I. (2024). Capital Structure Determinants In A Developing Economy: Evidence From Bangladesh. *European Journal of Economic and Financial Research*, 8(5), 44-67.
283. Teja, A. (2019). TAX RATE AND NON-DEBT TAX SHIELD. *Jurnal Riset Manajemen dan Bisnis (JRMB) Fakultas Ekonomi UNIAT*, 4(2), 257-268.
284. TenBrink, C., Keller, R., & Gelb, B. (2017). Turnaround Success in High Technology Growth Stage Firms. *Open MenuJournal of Management Policy and Practice*, 18(3), 13-27.
285. Teulié, J., & Topsacalian, P. (1997). *Finance* (2nd édition ed.). Paris: Vuibert.
286. Teulié, J., & Topsacalian, P. (2000). *Finance* (éd. 3 ème édition). Paris: vuibert.
287. Thanh, L. T., & Huong, d. M. (2017). Determinants Of Capital Structure: An Empirical Study On Vietnamese Listed Firms. *Serbian Journal of Management*, 12(1), 77-92.

288. Toumi, K. (2020). Islamic Ethics, Capital Structure and Profitability of Banks, What Makes Islamic Banks Different? *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 13(1), 116-134.
289. Ur-Rahman, S. (2017). MACRO ECONOMY AND CAPITAL STRUCTURE DECISION IN PAKISTANI INSURANCE SECTOR. *City University Research Journal*, 7(2), 242-253.
290. Usman, O., & Olayiwola, K. (2019). Effects of Macroeconomic Variables on Capital Structure in the Nigerian Manufacturing Sector. *Renaissance University Journal of Management and Social Sciences (RUJMASS)*, 5(1), 25-33.
291. Văidean, V. L., & Vaida, R. C. (2017). Corporate Capital Structure Decisions – Empirical Evidences on Determinant Factors. *Review of Economic Studies and Research Virgil Madgearu*, 10(2), 191-209, doi: 10.24193/RVM.2017.10.16.
292. Vijayakumaran, S., & Vijayakumaran, R. (2018). The Determinants of Capital Structure Decisions: Evidence from Chinese Listed Companies. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 10(2), 63-81.
293. Vintilă, G., Gherghina, S., & Toader, D. (2019). Exploring the Determinants of Financial Structure in the Technology Industry: Panel Data Evidence from the New York Stock Exchange Listed Companies. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(4), 1-16.
294. Vo, X. (2017). : Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40, 105-113.
295. Wahjudi, E. (2020). Factors affecting dividend policy in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Management Development*, 39(1), 4-17.
296. Walker, J. S. (1997). *A financial- agency analysis of privatization*. New Jersey: Associated university press.
297. Wasiuzzaman, S. (2018). Determinants of liquidity in Malaysian SMEs: a quantile regression approach. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 67(9), 1566-1584.
298. Wezo, M. N. (2023, February 03). *TANGIBLE ASSETS*. Retrieved Décembre 01, 2023, from SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4346457>
299. Whitehurst, D. (2003). *Fundamentals of Corporate Finance* (éd. Sixth Edition, Alternate Edition, Vol. Volume 1). USA: The McGraw–Hill Companies.
300. Windmeijer, F. (2005). *Journal of Econometrics*(126), 25 – 51.
301. Winter, S., & Zülch, H. (2019). Determinants of strategy disclosure quality: empirical evidence from Germany. *Problems and Perspectives in Management*, 17(4), 104-120.

302. Wooldridge, J. M. (2009). *Introductory Econometrics A Modern Approach* (4th ed.). USA: South-Western, a part of Cengage Learning.
303. Wooldridge, J. M. (2013). *Introductory Econometrics A Modern Approach* (5th Edition ed.). USA: Cengage Learning.
304. Wulandari, I., & Wulandari, I. (2024). The Effect of Profitability, Liquidity and Company Size on Capital Structure in Companies Listed on the Indonesian Stock Exchange. *Jurnal Syntax Admiration*, 5(7), 2577-2588.
305. Xu, X., & Xu, H. (2018). Investment-internal capital sensitivity, investment-cash flow sensitivity and dividend payment. *China Finance Review International*, 9(2), 183-207.
306. Yadav, A., & Panda, A. (14 Apr 2023). Impact of exchange rate fluctuation on capital structure decision; An empirical analysis on manufacturing firms. *SSRN's Research Paper Series*, 1-25.
307. Yarba, I., & Güner, Z. (2019). Leverage dynamics: Do financial development and government leverage matter? Evidence from a major developing economy. *Empirical Economics*, 59(5), 2473-2507.
308. Yazdanfar, D., Öhman, P., & Homayoun, S. (2019). Financial crisis and SME capital structure: Swedish empirical evidence. *Journal of Economic Studies*, 46(4), 925-941.
309. Yeboah, M., Yeboah, B., Atuahene, S., & Darko, E. (2024). Macroeconomic And Firm-Specific Determinants Of Capital Structure Of Listed Firms In Emerging Markets. *Risk Governance & Control: Financial Markets & Institutions*, 14(4), 136–148.
310. Yildiz, Y. (2018). Adjustment to Target Capital Structure and Global Financial Crisis: Evidence from Turkey. *Business and Economics Research Journal*, 9(3), 543-557.
311. Yuan, L., Qian, X., & Pangarkar, N. (2016). Market Timing and Internationalization Decisions: A Contingency Perspective. *Journal of Management Studies*, 53(4), 497-519.
312. Zein, A., & Ångström, P. (2016). Can macroeconomic factors explain the choice of capital structure? - A study of listed non-financial firms in Sweden. *Master's Thesis 30 credits*. Department of Business Studies: Uppsala University.
313. Zhang, D., & Liu, D. (2017). Determinants of the capital structure of Chinese non-listed enterprises: Is TFP efficient? *Economic Systems*, 41(2), 1-75.

قائمة الملاحق

الملاحق

الملحق رقم 01: المخرجات الخاصة بالمؤسسات العمومية

الاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

```
. summarize TD STD LTD TANG SIZE PROF LIQ NDTs
```

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
TD	1,080	.5977699	.6152706	.0058673	11.09752
STD	1,080	.3386079	.4973332	.0009992	9.301119
LTD	1,080	.2592126	.275342	0	2.593725
TANG	1,080	.4688026	.2390583	.0000514	.9834913
SIZE	1,080	9.759037	.7784752	7.375792	13.10225
PROF	1,080	.0176925	.1165245	-1.12732	1.751745
LIQ	1,080	5.431544	24.35079	.0171264	540.0592
NDTS	1,080	.220919	.2781156	-.0040855	2.647029

الارتباط

```
. corr TD STD LTD TANG SIZE PROF LIQ NDTs
(obs=1,080)
```

	LTD	STD	TD	TANG	SIZE	PROF	LIQ
NDTS							
LTD	1.0000						
STD	0.2021*	1.0000					
TD	0.6110*	0.8988*	1.0000				
TANG	0.2186*	-0.2032*	-0.0664*	1.0000			
SIZE	-0.0978*	-0.1085*	-0.1315*	0.0189	1.0000		
PROF	-0.3282*	-0.3634*	-0.4408*	-0.1145*	0.1320*	1.0000	
LIQ	0.1360*	-0.1081*	-0.0265	-0.0309	0.0290	0.0390	1.0000
NDTS	-0.1377*	0.0938*	0.0142	-0.2157*	-0.1089*	0.1249*	-0.0941*

```
. vif
```

Variable	VIF	1/VIF
STD	1.31	0.763735
PROF	1.31	0.765370
LTD	1.25	0.801991
TANG	1.19	0.840573
NDTS	1.10	0.906871
LIQ	1.06	0.944004
SIZE	1.04	0.959543
Mean VIF	1.18	

. xtunitroot llc TD

Levinâ€Linâ€Chu unit-root test for TD

H0: Panels contain unit roots

Number of panels = 90

Ha: Panels are stationary

Number of periods = 12

AR parameter: Common

Asymptotics: N/T -> 0

Panel means: Included

Time trend: Not included

ADF regressions: 1 lag

LR variance: Bartlett kernel, 7.00 lags average (chosen by LLC)

Statistic p-value

Unadjusted t -28.6810

Adjusted t* -23.2205 0.0000

.

. xtunitroot llc STD

Levinâ€Linâ€Chu unit-root test for STD

H0: Panels contain unit roots

Number of panels = 90

Ha: Panels are stationary

Number of periods = 12

AR parameter: Common

Asymptotics: N/T -> 0

Panel means: Included

Time trend: Not included

ADF regressions: 1 lag

LR variance: Bartlett kernel, 7.00 lags average (chosen by LLC)

Statistic p-value

Unadjusted t -45.7401

Adjusted t* -42.9303 0.0000

.

. xtunitroot llc LTD

Levinâ€Linâ€Chu unit-root test for LTD

H0: Panels contain unit roots

Number of panels = 90

Ha: Panels are stationary

Number of periods = 12

Asymptotics: $N/T \rightarrow 0$

Levin-Lin-Chu unit-root test for TANG

AR parameter: Common Asymptotics: N/T -> 0
Panel means: Included
Time trend: Not included

Levin-Lin-Chu unit-root test for SIZE

AR parameter: Common Asymptotics: N/T -> 0
Panel means: Included
Time trend: Not included

الملاحق

	Statistic	p-value

Unadjusted t	-21.3062	
Adjusted t*	-17.4160	0.0000

.

. xtunitroot llc PROF

Levinâ€Linâ€Chu unit-root test for PROF

H0: Panels contain unit roots	Number of panels =	90
Ha: Panels are stationary	Number of periods =	12

AR parameter: Common	Asymptotics: N/T -> 0
Panel means: Included	
Time trend: Not included	

ADF regressions: 1 lag

LR variance: Bartlett kernel, 7.00 lags average (chosen by LLC)

	Statistic	p-value

Unadjusted t	-24.6368	
Adjusted t*	-15.9787	0.0000

.

. xtunitroot llc LIQ

Levinâ€Linâ€Chu unit-root test for LIQ

H0: Panels contain unit roots	Number of panels =	90
Ha: Panels are stationary	Number of periods =	12

AR parameter: Common	Asymptotics: N/T -> 0
Panel means: Included	
Time trend: Not included	

ADF regressions: 1 lag

LR variance: Bartlett kernel, 7.00 lags average (chosen by LLC)

	Statistic	p-value

Unadjusted t	-19.7806	
Adjusted t*	-5.0266	0.0000

.

. xtunitroot llc NDTs

Levin-Chu unit-root test for NDTs

H0: Panels contain unit roots Number of panels = 90
Ha: Panels are stationary Number of periods = 12

AR parameter: Common Asymptotics: N/T -> 0
Panel means: Included
Time trend: Not included

ADF regressions: 1 lag
LR variance: Bartlett kernel, 7.00 lags average (chosen by LLC)

	Statistic	p-value
Unadjusted t	-18.5046	
Adjusted t*	-9.0911	0.0000

.
. xtunitroot ips TD

Im-Pesaran-Shin unit-root test for TD

H0: All panels contain unit roots Number of panels = 90
Ha: Some panels are stationary Number of periods = 12

AR parameter: Panel-specific Asymptotics: T,N ->
Infinity
Panel means: Included
sequentially
Time trend: Not included

ADF regressions: No lags included

	Statistic	p-value	Fixed-N exact critical values		
			1%	5%	10%
t-bar	-2.2338		-1.740	-1.670	-1.640
t-tilde-bar	-1.6213				
Z-t-tilde-bar	-4.1021	0.0000			

.
. xtunitroot ips STD

Im-Pesaran-Shin unit-root test for STD

الملاحق

```

-----
H0: All panels contain unit roots          Number of panels =      90
Ha: Some panels are stationary             Number of periods =     12

```

```

AR parameter: Panel-specific              Asymptotics: T,N ->
Infinity
Panel means:   Included
sequentially
Time trend:    Not included

```

ADF regressions: No lags included

```

-----
values                                     Fixed-N exact critical
Statistic      p-value      1%      5%      10%
-----
t-bar          -2.2865          -1.740  -1.670  -1.640
t-tilde-bar    -1.6626
Z-t-tilde-bar  -4.6360          0.0000
-----

```

```

.
. xtunitroot ips LTD

Imâ€Pesaranâ€Shin unit-root test for LTD
-----

```

```

H0: All panels contain unit roots          Number of panels =      90
Ha: Some panels are stationary             Number of periods =     12

```

```

AR parameter: Panel-specific              Asymptotics: T,N ->
Infinity
Panel means:   Included
sequentially
Time trend:    Not included

```

ADF regressions: No lags included

```

-----
values                                     Fixed-N exact critical
Statistic      p-value      1%      5%      10%
-----
t-bar          -3.1616          -1.740  -1.670  -1.640
t-tilde-bar    -1.5980
Z-t-tilde-bar  -3.8001          0.0001
-----

```

```

.
.
.
. xtunitroot ips TANG

```

الملاحق

Imâ€Pesaranâ€Shin unit-root test for TANG

H0: All panels contain unit roots Number of panels = 90
Ha: Some panels are stationary Number of periods = 12

AR parameter: Panel-specific Asymptotics: T,N ->
Infinity
Panel means: Included
sequentially
Time trend: Not included

ADF regressions: No lags included

values	Statistic	p-value	Fixed-N exact critical		
			1%	5%	10%
t-bar	-1.9873		-1.740	-1.670	-1.640
t-tilde-bar	-1.5157				
Z-t-tilde-bar	-2.7364	0.0031			

.
. xtunitroot ips SIZE

Imâ€Pesaranâ€Shin unit-root test for SIZE

H0: All panels contain unit roots Number of panels = 90
Ha: Some panels are stationary Number of periods = 12

AR parameter: Panel-specific Asymptotics: T,N ->
Infinity
Panel means: Included
sequentially
Time trend: Not included

ADF regressions: No lags included

values	Statistic	p-value	Fixed-N exact critical		
			1%	5%	10%
t-bar	-1.7039		-1.740	-1.670	-1.640
t-tilde-bar	-1.2784				
Z-t-tilde-bar	-1.3305	0.0995			

.
. xtunitroot ips PROF

Imâ€Pesaranâ€Shin unit-root test for PROF

الملاحق

```
-----
H0: All panels contain unit roots          Number of panels =      90
Ha: Some panels are stationary             Number of periods =     12
```

```
AR parameter: Panel-specific              Asymptotics: T,N ->
Infinity
Panel means:   Included
sequentially
Time trend:    Not included
```

```
ADF regressions: No lags included
-----
```

```
-----
values                                     Fixed-N exact critical
Statistic      p-value      1%      5%      10%
-----
t-bar          -2.2888          -1.740  -1.670  -1.640
t-tilde-bar    -1.8063
Z-t-tilde-bar  -6.4929          0.0000
-----
```

```
.
.
.
. xtunitroot ips LIQ
```

```
Imâ€“Pesaranâ€“Shin unit-root test for LIQ
-----
```

```
H0: All panels contain unit roots          Number of panels =      90
Ha: Some panels are stationary             Number of periods =     12
```

```
AR parameter: Panel-specific              Asymptotics: T,N ->
Infinity
Panel means:   Included
sequentially
Time trend:    Not included
```

```
ADF regressions: No lags included
-----
```

```
-----
values                                     Fixed-N exact critical
Statistic      p-value      1%      5%      10%
-----
t-bar          -3.0936          -1.740  -1.670  -1.640
t-tilde-bar    -1.6450
Z-t-tilde-bar  -4.4075          0.0000
-----
```

```
.
. xtunitroot ips NDTs
```

الملاحق

Imâ€Pesaranâ€Shin unit-root test for NDTs

H0: All panels contain unit roots Number of panels = 90
Ha: Some panels are stationary Number of periods = 12

AR parameter: Panel-specific Asymptotics: T,N ->
Infinity
Panel means: Included
sequentially
Time trend: Not included

ADF regressions: No lags included

values	Statistic	p-value	Fixed-N exact critical		
			1%	5%	10%
t-bar	-2.1646		-1.740	-1.670	-1.640
t-tilde-bar	-1.4738				
Z-t-tilde-bar	-2.1948	0.0141			

.
. xtunitroot fisher TD, dfuller lags(0)

Fisher-type unit-root test for TD
Based on augmented Dickeyâ€Fuller tests

H0: All panels contain unit roots Number of panels = 90
Ha: At least one panel is stationary Number of periods = 12

AR parameter: Panel-specific Asymptotics: T -> Infinity
Panel means: Included
Time trend: Not included
Drift term: Not included ADF regressions: 0 lags

	Statistic	p-value
Inverse chi-squared(180) P	538.1963	0.0000
Inverse normal Z	-7.5387	0.0000
Inverse logit t(454) L*	-11.6582	0.0000
Modified inv. chi-squared Pm	18.8786	0.0000

P statistic requires number of panels to be finite.
Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.

.
. xtunitroot fisher STD, dfuller lags(0)

الملاحق

Fisher-type unit-root test for STD
Based on augmented Dickey-Fuller tests

H0: All panels contain unit roots Number of panels = 90
Ha: At least one panel is stationary Number of periods = 12

AR parameter: Panel-specific Asymptotics: T -> Infinity
Panel means: Included
Time trend: Not included
Drift term: Not included ADF regressions: 0 lags

		Statistic	p-value
Inverse chi-squared(180)	P	571.0231	0.0000
Inverse normal	Z	-8.9443	0.0000
Inverse logit t(449)	L*	-13.3873	0.0000
Modified inv. chi-squared	Pm	20.6087	0.0000

P statistic requires number of panels to be finite.
Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.

.
. xtunitroot fisher LTD, dfuller lags(0)

Fisher-type unit-root test for LTD
Based on augmented Dickey-Fuller tests

H0: All panels contain unit roots Number of panels = 90
Ha: At least one panel is stationary Number of periods = 12

AR parameter: Panel-specific Asymptotics: T -> Infinity
Panel means: Included
Time trend: Not included
Drift term: Not included ADF regressions: 0 lags

		Statistic	p-value
Inverse chi-squared(180)	P	690.6864	0.0000
Inverse normal	Z	-7.9569	0.0000
Inverse logit t(454)	L*	-15.9930	0.0000
Modified inv. chi-squared	Pm	26.9155	0.0000

P statistic requires number of panels to be finite.
Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.

.
. xtunitroot fisher TANG , dfuller lags(0)

Fisher-type unit-root test for TANG
Based on augmented Dickey-Fuller tests

H0: All panels contain unit roots Number of panels = 90
Ha: At least one panel is stationary Number of periods = 12

AR parameter: Panel-specific Asymptotics: T -> Infinity
Panel means: Included
Time trend: Not included
Drift term: Not included ADF regressions: 0 lags

		Statistic	p-value
Inverse chi-squared(180)	P	429.4121	0.0000
Inverse normal	Z	-4.7648	0.0000
Inverse logit t(454)	L*	-8.0384	0.0000
Modified inv. chi-squared	Pm	13.1452	0.0000

P statistic requires number of panels to be finite.
Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.

xtunitroot fisher SIZE , dfuller lags(0)

Fisher-type unit-root test for SIZE
Based on augmented Dickey-Fuller tests

H0: All panels contain unit roots Number of panels = 90
Ha: At least one panel is stationary Number of periods = 12

AR parameter: Panel-specific Asymptotics: T -> Infinity
Panel means: Included
Time trend: Not included
Drift term: Not included ADF regressions: 0 lags

		Statistic	p-value
Inverse chi-squared(180)	P	395.4207	0.0000
Inverse normal	Z	-2.8368	0.0023
Inverse logit t(449)	L*	-5.2411	0.0000
Modified inv. chi-squared	Pm	11.3537	0.0000

P statistic requires number of panels to be finite.
Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.

.
. xtunitroot fisher PROF , dfuller lags(0)

Fisher-type unit-root test for PROF
Based on augmented Dickey-Fuller tests

H0: All panels contain unit roots Number of panels = 90
Ha: At least one panel is stationary Number of periods = 12

AR parameter: Panel-specific Asymptotics: T -> Infinity
Panel means: Included
Time trend: Not included
Drift term: Not included ADF regressions: 0 lags

		Statistic	p-value
Inverse chi-squared(180)	P	411.9286	0.0000
Inverse normal	Z	-8.6369	0.0000
Inverse logit t(454)	L*	-9.6487	0.0000
Modified inv. chi-squared	Pm	12.2237	0.0000

P statistic requires number of panels to be finite.
Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.

.
.
.
. xtunitroot fisher LIQ , dfuller lags(0)

Fisher-type unit-root test for LIQ
Based on augmented Dickey-Fuller tests

H0: All panels contain unit roots Number of panels = 90
Ha: At least one panel is stationary Number of periods = 12

AR parameter: Panel-specific Asymptotics: T -> Infinity
Panel means: Included
Time trend: Not included
Drift term: Not included ADF regressions: 0 lags

		Statistic	p-value
Inverse chi-squared(180)	P	481.4607	0.0000
Inverse normal	Z	-7.2428	0.0000
Inverse logit t(454)	L*	-10.2725	0.0000
Modified inv. chi-squared	Pm	15.8884	0.0000

P statistic requires number of panels to be finite.
Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.

الملاحق

```
.
. xtunitroot fisher NDTs , dfuller lags(0)

Fisher-type unit-root test for NDTs
Based on augmented Dickey-Fuller tests
-----
H0: All panels contain unit roots          Number of panels =      90
Ha: At least one panel is stationary       Number of periods =     12

AR parameter: Panel-specific              Asymptotics: T -> Infinity
Panel means:   Included
Time trend:    Not included
Drift term:    Not included                ADF regressions: 0 lags
-----
-----
                        Statistic      p-value
-----
-----
Inverse chi-squared(180)  P          536.1870      0.0000
Inverse normal           Z          -5.2568      0.0000
Inverse logit t(454)     L*        -10.6572      0.0000
Modified inv. chi-squared Pm      18.7727      0.0000
-----
-----
P statistic requires number of panels to be finite.
Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.
-----
-----
```

اختبار الفرضيات اجمالي الديون

```
.
. reg TD TANG SIZE PROF LIQ NDTs

Source |      SS          df           MS       Number of obs =
-----+-----
Model | 114.284178          6      19.047363       F(6, 1073) = 69.47
Residual | 294.179773       1,073      .274165678       Prob > F = 0.0000
-----+-----
Total | 408.463951       1,079      .378557878       R-squared = 0.2798
Adj R-squared = 0.2758
Root MSE = .52361

-----
-----
      TD | Coefficient  Std. err.      t    P>|t|    [95% conf. interval]
-----+-----
TANG | -.2932858   .0686665    -4.27   0.000    - .4280217    - .1585499
SIZE | -.0362646   .0208898    -1.74   0.083    - .077254    .0047248
PROF | -1.272729   .1790171    -7.11   0.000    -1.623992   -.9214653
LIQ  | .0000655    .0006597     0.10   0.921    - .0012288    .0013599
NDTs | 2.063467    .2092068     9.86   0.000     1.652966    2.473968
_cons | 1.108885    .208805      5.31   0.000     .6991729    1.518598
```

الملاحق

```

.
. xtreg TD TANG SIZE PROF LIQ NDTs, fe

Fixed-effects (within) regression              Number of obs = 1,080
Group variable: B                             Number of groups = 90

R-squared:                                     Obs per group:
Within   = 0.1750                             min = 12
Between  = 0.3419                             avg = 12.0
Overall  = 0.2432                             max = 12

corr(u_i, Xb) = 0.0246                        F(6,984) = 34.78
                                              Prob > F = 0.0000

```

```

-----+-----
      TD | Coefficient   Std. err.      t    P>|t|    [95% conf.
interval]
-----+-----
      TANG |   -.2732952   .1117018    -2.45   0.015   -.4924964   -
.054094
      SIZE |   -.1339407   .0707576    -1.89   0.059   -.2727938
.0049124
      PROF |   -1.093894   .1682915    -6.50   0.000   -1.424146   -
.7636427
      LIQ  |    .0003072   .0006968     0.44   0.659   -.0010602
.0016745
      NDTs |    1.707915   .2136293     7.99   0.000    1.288693
2.127136
      _cons |    1.999551   .6903742     2.90   0.004    .6447757
3.354326
-----+-----

      sigma_u |   .32113473
      sigma_e |   .44978648
      rho    |   .33764101   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----

```

```

F test that all u_i=0: F(89, 984) = 5.28      Prob > F = 0.0000

```

```

. estimates store fixed

```

```

.
. xtreg TD TANG SIZE PROF LIQ NDTs, re

Random-effects GLS regression              Number of obs = 1,080
Group variable: B                             Number of groups = 90

R-squared:                                     Obs per group:
Within   = 0.1723                             min = 12
Between  = 0.4351                             avg = 12.0
Overall  = 0.2714                             max = 12

```

الملاحق

corr(u_i, X) = 0 (assumed) Wald chi2(6) =271.02
Prob > chi2 = 0.0000

TD	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]	
-----+-----						

TANG		-.2798958	.0898062	-3.12	0.002	-.4559128 -.1038789
SIZE		-.0634913	.035039	-1.81	0.070	-.1321665 .0051839
PROF		-1.153733	.1659175	-6.95	0.000	-1.478925 -.8285403
LIQ		.0003651	.0006515	0.56	0.575	-.0009119 .0016421
NDTS		1.777434	.2035926	8.73	0.000	1.3784 2.176469
_cons		1.334346	.3466892	3.85	0.000	.6548473 2.013844

```

-----
      sigma_u | .25131681
      sigma_e | .44978648
        rho | .23791996 (fraction of variance due to u_i)
-----

```

```

.
. estimates store random

```

```

.
. xttest0

```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

TD[B,t] = Xb + u[B] + e[B,t]

Estimated results:

	Var	SD = sqrt(Var)
-----+-----		
TD	.3785579	.6152706
e	.2023079	.4497865
u	.0631601	.2513168

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 341.29
Prob > chibar2 = 0.0000

```

.
. hausman fixed random

```

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	
sqrt(diag(V_b-V_B))				
	fixed	random	Difference	Std. err.
-----+-----				
TANG	-.2732952	-.2798958	.0066006	.066424
SIZE	-.1339407	-.0634913	-.0704494	.0614728
PROF	-1.093894	-1.153733	.0598383	.0281678
LIQ	.0003072	.0003651	-.000058	.000247
NDTS	1.707915	1.777434	-.0695194	.0647112

```
-----
-----
b = Consistent under H0 and Ha; obtained from
xtreg.
B = Inconsistent under Ha, efficient under H0; obtained from xtreg.
```

Test of H0: Difference in coefficients not systematic

```
chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
          = 31.27
Prob > chi2 = 0.0000
```

```
.
. xtreg TD TANG SIZE PROF LIQ NDTS, fe robust
```

```
Fixed-effects (within) regression          Number of obs =1,080
Group variable: B                          Number of groups= 90
```

```
R-squared:                                Obs per group:
Within   = 0.1750                          min =    12
Between  = 0.3419                          avg =   12.0
Overall  = 0.2432                          max =    12
```

```
corr(u_i, Xb) = 0.0246                     F(6,89) = 1.71
                                           Prob > F  = 0.1267
```

(Std. err. adjusted for 90 clusters in B)

			Robust			
TD	Coefficient	std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
TANG	-.2732952	.4682196	-0.58	0.561	-1.203637	.6570471
SIZE	-.1339407	.1627537	-0.82	0.413	-.4573288	.1894475
PROF	-1.093894	.9465413	-1.16	0.251	-2.974652	.7868632
LIQ	.0003072	.0008197	0.37	0.709	-.0013215	.0019358
NDTS	1.707915	1.477975	1.16	0.251	-1.228791	4.644621
_cons	1.999551	1.677627	1.19	0.236	-1.333859	5.33296

```
-----
sigma_u | .32113473
sigma_e | .44978648
rho     | .33764101 (fraction of variance due to u_i)
```

```
. xtabond2 lnTD L.lnTD lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ lnNDTS, twostep
robust nomata iv(lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ lnNDT
> S) gmm(L.lnTD, collapse)
Building GMM instruments..
Estimating.
Computing Windmeijer finite-sample
correction.....
> .....
Performing specification tests.
```

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

الملاحق

```

-----
Group variable: B                               Number of obs = 670
Time variable : D                               Number of groups = 85
Number of instruments = 18                     Obs per group: min = 1
Wald chi2(6) = 137.67                          avg =
7.88
Prob > chi2 = 0.000                          max = 11
-----

```

```

-----
|                               Corrected
lnTD | Coefficient  std. err.      z    P>|z|    [95% conf. interval]
-----+-----
lnTD |
L1. |   .5048321   .1886565     2.68   0.007    .1350721    .874592
|
lnTANG|  -.0937258   .0660394    -1.42   0.056   -.2231607    .035709
lnPROF| -.0242677   .0142151    -1.71   0.088   -.0521288    .0035934
lnSIZE| -.2565091   .4600737    -0.56   0.077   -1.158237    .6452188
lnLIQ | -.2129329   .0948496    -2.24   0.025   -.3988348   -.027031
lnNDTS|  .1747305   .1358312     1.29   0.098   -.0914937    .4409548
_cons |  .1706937   1.113441     0.15   0.878   -2.01161    2.352997
-----

```

```

-----
Instruments for first differences equation
Standard
D.(lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ lnNDTS)
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless
collapsed)
L(1/.)L.lnTD collapsed
Instruments for levels equation
Standard
_cons
lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ lnNDTS
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless
collapsed)
D.L.lnTD collapsed
-----

```

```

-----
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.73 Pr > z
=0.006
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.53 Pr > z
=0.593
-----

```

```

-----
Sargan test of overid. restrictions: chi2(10) = 30.21 Prob > chi2
=0.151
(Not robust, but not weakened by many instruments.)
Hansen test of overid. restrictions: chi2(10) = 11.66 Prob > chi2
=0.309
(Robust, but weakened by many instruments.)

```

الملاحق

الديون قصيرة الاجل

```
.
. . reg STD TANG SIZE PROF LIQ NDTs

Source |           SS           df           MS      Number of obs= 1,080
-----+-----
Model | 69.4304686           6      11.5717448      F(6, 1073) = 62.88
Residual | 197.449709        1,073      .184016505      Prob > F= 0.0000
-----+-----
Total | 266.880178        1,079      .247340295      R-squared = 0.2602
Adj R-squared=
0.2560
Root MSE =.42897
```

```
-----
STD | Coefficient   Std. err.      t    P>|t|    [95% conf. interval]
-----+-----
TANG |   -.4945978   .0562557    -8.79   0.000    -.6049815    -.384214
SIZE |   -.015315   .0171142    -0.89   0.371    -.048896     .018266
PROF |  -.8999633   .1466616    -6.14   0.000    -1.187739    -.6121873
LIQ |  -.0017006   .0005404    -3.15   0.002    -.002761    -.0006402
NDTS |   1.525584   .1713948     8.90   0.000     1.189277     1.861891
_cons|   .7254015   .1710657     4.24   0.000     .3897403     1.061063
-----
```

```
.
. xtreg STD TANG SIZE PROF LIQ NDTs, fe
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs= 1,080
Group variable: B                     Number of groups  =90
```

```
R-squared:
Within   = 0.1835
Between  = 0.3185
Overall  = 0.2256

Obs per group:
min =12
avg  = 12.0
max  =12
```

```
corr(u_i, Xb) = -0.1674
F(6,984) =36.86
Prob > F =0.0000
```

```
-----
STD | Coefficient   Std. err.      t    P>|t|    [95% conf. interval]
-----+-----
TANG |   -.4875458   .0946364    -5.15   0.000    -.6732581    -.3018335
SIZE |   -.1280238   .0599475    -2.14   0.033    -.2456633    -.0103842
PROF |   -.9711742   .1425805    -6.81   0.000    -1.250971    -.6913775
LIQ |  -.0012713   .0005903    -2.15   0.032    -.0024297    -.0001128
NDTS |   1.373181   .1809917     7.59   0.000     1.018007     1.728355
_cons|   1.786645   .5849009     3.05   0.002     .638849     2.934442
-----
```

```
sigma_u | .24785024
sigma_e | .38106945
rho      | .29727378 (fraction of variance due to u_i)
```


الملاحق

 F test that all u_i=0: F(89, 984) = 4.22 Prob > F = 0.0000

.
 . estimates store fixed

.
 . xtreg STD TANG SIZE PROF LIQ NDTs, re

Random-effects GLS regression Number of obs = 1,080
 Group variable: B Number of groups = 90

R-squared: Obs per group:
 Within = 0.1800 min =12
 Between = 0.3979 avg =12.0
 Overall = 0.2549 max =12

corr(u_i, X) = 0 (assumed) Wald chi2(6) = 277.14
 Prob > chi2 = 0.0000

STD Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]	
-----TANG	-.495929	.0734346	-6.75	0.000	-.6398583 - .3519998
SIZE	-.0365748	.0276918	-1.32	0.187	-.0908497 .0177002
PROF	-.9573127	.1395317	-6.86	0.001	-1.23079 -.6838355
LIQ	-.0012527	.0005451	-2.30	0.022	-.002321 -.0001843
NDTS	1.395833	.1704656	8.19	0.000	1.061726 1.729939
_cons	.911755	.2742806	3.32	0.000	.3741748 1.449335

sigma_u | .19034116
 sigma_e | .38106945
 rho | .19967494 (fraction of variance due to u_i)

.
 . estimates store random

.
 . xttest0

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

STD[B,t] = Xb + u[B] + e[B,t]

Estimated results:

	Var	SD = sqrt(Var)
STD	.2473403	.4973332
e	.1452139	.3810695
u	.0362298	.1903412

الملاحق

```

Test: Var(u) = 0
             chibar2(01) =    233.52
             Prob > chibar2 =    0.0000

.
. hausman fixed random

             ---- Coefficients ----
             |             (b)             (B)             (b-B)
sqrt(diag(V_b-V_B))
             |             fixed             random             Difference             Std. err.
-----+-----
-----
      TANG |    -.4875458    -.495929    .0083832    .0596942
      SIZE |    -.1280238    -.0365748    -.091449    .0531682
      PROF |    -.9711742    -.9573127    -.0138615    .0293272
       LIQ |    -.0012713    -.0012527    -.0000186    .0002267
      NDTs |     1.373181     1.395833    -.0226514    .0608232
-----
-----
                                     b = Consistent under H0 and Ha; obtained from
xtreg.
                                     B = Inconsistent under Ha, efficient under H0; obtained from
xtreg.

Test of H0: Difference in coefficients not systematic

      chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
              = 19.62
      Prob > chi2 = 0.0032

.
. xtreg STD TANG SIZE PROF LIQ NDTs, fe robust

Fixed-effects (within) regression                                     Number of obs=   1,080
Group variable: B                                                    Number of groups   =   90

R-squared:                                                            Obs per group:
Within    = 0.1835                                                    min    = 12
Between   = 0.3185                                                    avg    = 12.0
Overall   = 0.2256                                                    max    = 12

corr(u_i, Xb) = -0.1674                                              F(6,89) = 2.16
                                                                    Prob > F = 0.0540

                                                                    (Std. err. adjusted for 90
clusters in B)
-----
-----
             |             Robust
STD | Coefficient  std. err.      t      P>|t|      [95% conf. interval]
-----+-----
-----
      TANG |    -.4875458    .4030746    -1.21    0.230    -1.288446    .3133547
      SIZE |    -.1280238    .1281461    -1.00    0.320    -.3826473    .1265997
      PROF |    -.9711742    .8234302    -1.18    0.241    -2.607312    .6649641
       LIQ |    -.0012713    .0007894    -1.61    0.111    -.0028397    .0002972

```

الملاحق

```

NDTS | 1.373181 1.271424 1.08 0.283 -1.15311 3.899473
_cons| 1.786645 1.359155 1.31 0.192 -.9139659 4.487257
-----+-----
-----
sigma_u | .24785024
sigma_e | .38106945
rho | .29727378 (fraction of variance due to u_i)
-----
-----

.
. xtabond2 lnSTD L. lnSTD lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ lnNDTS, twostep
robust nomata iv( lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ l
> nNDTS) gmm(L.lnSTD, collapse)
Building GMM instruments..
Estimating.
Computing Windmeijer finite-sample
correction.....
.....
> .....
Performing specification tests.

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM
-----
-----
Group variable: B Number of obs= 670
Time variable : D Number of groups= 85
Number of instruments = 18 Obs per group: min = 1
Wald chi2(6) = 950.21 avg =
7.88
Prob > chi2 = 0.000 max = 11
-----
-----
| Corrected
lnSTD | Coefficient std. err. z P>|z| [95% conf. interval]
-----+-----
-----
lnSTD |
L1. | .0224963 .0962136 0.23 0.815 -.1660789 .2110715
|
lnTANG| -.407109 .0987352 -4.12 0.000 -.6006265 -.2135916
lnPROF| -.0117254 .0122763 -0.96 0.040 -.0357865 .0123358
lnSIZE| .434955 .3198852 1.36 0.074 -.1920084 1.061919
lnLIQ | -.9028576 .0498842 -18.10 0.000 -1.000629 -.8050864
lnNDTS| .1063509 .0546492 1.95 0.052 -.0007596 .2134614
_cons | -2.004446 .7164591 -2.80 0.005 -3.40868 -.600212
-----
-----
Instruments for first differences equation
Standard
D.(lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ lnNDTS)
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless
collapsed)
L(1/.).L.lnSTD collapsed
Instruments for levels equation
Standard
_cons

```

الملاحق

```

lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ lnNDTS
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless
collapsed)
D.L.lnSTD collapsed
-----
-----
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -0.41 Pr > z
=0.000
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -1.49 Pr > z
=0.136
-----
-----
Sargan test of overid. restrictions: chi2(10) = 70.82 Prob > chi2
=0.682
(Not robust, but not weakened by many instruments.)
Hansen test of overid. restrictions: chi2(10) = 12.78 Prob > chi2
=0.236
(Robust, but weakened by many instruments.)

```

الديون طويلة الأجل

```
. reg LTD TANG SIZE PROF LIQ NDTS
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =1,080
Model	16.4460679	6	2.74101131	F(6, 1073) =45.00
Residual	65.3563895	1,073	.060909962	Prob > F = 0.0000
				R-squared =0.2010
				Adj R-squared
				=0.1966
Total	81.8024574	1,079	.075813214	Root MSE = .2468

LTD	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]
TANG	.2012479	.0323655	6.22	0.000	.137741 .2647548
SIZE	-.0209097	.0098463	-2.12	0.034	-.0402298 -.0015896
PROF	-.3725038	.0843786	-4.41	0.000	-.5380695 -.2069381
LIQ	.0017662	.0003109	5.68	0.000	.0011561 .0023763
NDTS	.5377888	.0986083	5.45	0.000	.3443018 .7312758
_cons	.3831417	.0984189	3.89	0.000	.1900264 .5762571

```
.
. xtreg LTD TANG SIZE PROF LIQ NDTs, fe
```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: B

Number of obs = 1,080
Number of groups =90

R-squared:
Within = 0.0934

Obs per group:
min =12

الملاحق

```

Between = 0.2498                                avg = 12.0
Overall = 0.1755                                max = 12

                                                    F(6,984) = 16.91
                                                    Prob > F = 0.0000

corr(u_i, Xb) = 0.1854

-----
----
LTD | Coefficient   Std. err.      t    P>|t|    [95% conf. interval]
-----+-----
----
TANG |   .2139832   .0426988     5.01   0.000    .1301921   .2977743
SIZE |  -.0059057   .0270476    -0.22   0.827   -.0589832   .0471718
PROF |  -.1225927   .0643305    -1.91   0.057   -.2488336   .0036481
LIQ  |   .001578    .0002664     5.92   0.000    .0010553   .0021006
NDTS |   .3345253   .0816612     4.10   0.000    .1742751   .4947755
_cons|   .2129822   .2639001     0.81   0.420   -.3048894   .7308539
-----+-----
----
      sigma_u |   .19285744
      sigma_e |   .17193384
          rho |   .55716964   (fraction of variance due to u_i)
-----
-----
F test that all u_i=0: F(89, 984) = 13.79      Prob > F = 0.0000

.
. estimates store fixed

.
. xtreg LTD TANG SIZE PROF LIQ NDTS, re

Random-effects GLS regression                                Number of obs = 1,080
Group variable: B                                           Number of groups  =90

R-squared:                                                  Obs per group:
    Within   = 0.0929                                         min = 12
    Between  = 0.2679                                         avg  =
12.0
    Overall  = 0.1849                                         max = 12

                                                    Wald chi2(6) = 127.87
                                                    Prob > chi2   =

corr(u_i, X) = 0 (assumed)
0.0000

```

```

-----
----
LTD | Coefficient   Std. err.      z    P>|z|    [95% conf. interval]
-----+-----
----TANG |   .2171874   .0389038     5.58   0.000    .1409373
      .2934375
SIZE |  -.019182    .018433    -1.04   0.298   -.05531   .0169461
PROF |  -.150607    .0642134    -2.35   0.019   -.276463  -.0247511
LIQ  |   .0015693    .0002582     6.08   0.000    .0010633   .0020753

```

الملاحق

```

NDTS | .3524171 .080249 4.39 0.000 .195132 .5097022
_cons| .3447985 .1816809 1.90 0.058 -.0112895 .7008864
-----+-----

```

```

-----
sigma_u | .16983926
sigma_e | .17193384
rho | .49387167 (fraction of variance due to u_i)
-----

```

```

.
. estimates store random

```

```

.
. xttest0

```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

LTD[B,t] = Xb + u[B] + e[B,t]

Estimated results:

	Var	SD = sqrt(Var)
LTD	.0758132	.275342
e	.0295612	.1719338
u	.0288454	.1698393

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 1385.03
Prob > chibar2 = 0.0000

```

.
. hausman fixed random

```

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	
sqrt(diag(V_b-V_B))	fixed	random	Difference	Std. err.
TANG	.2139832	.2171874	-.0032042	.0175976
SIZE	-.0059057	-.019182	.0132762	.0197938
PROF	-.1225927	-.150607	.0280143	.0038805
LIQ	.001578	.0015693	8.69e-06	.0000655
NDTS	.3345253	.3524171	-.0178918	.0151215

b = Consistent under H0 and Ha; obtained from xtreg.

B = Inconsistent under Ha, efficient under H0; obtained from xtreg.

Test of H0: Difference in coefficients not systematic

chi2(6) = (b-B)' [(V_b-V_B)^(-1)] (b-B)
= 29.69
Prob > chi2 = 0.0000

الملاحق

(V_b-V_B is not positive definite)

```
.
. xtreg LTD TANG SIZE PROF LIQ NDTs, fe robust
```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: B

Number of obs= 1,080
Number of groups =90

R-squared:

Within = 0.0934
Between = 0.2498
Overall = 0.1755

Obs per group:

min =12
avg =12.0
max =12

corr(u_i, Xb) = 0.1854

F(6,89) = 5.00
Prob > F = 0.1472

(Std. err. adjusted for 90

clusters in B)

			Robust			
LTD	Coefficient	std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
-----+-----						

TANG	.2139832	.1085116	1.97	0.052	-.0016271	.4295935
SIZE	-.0059057	.0720784	-0.08	0.935	-.1491241	.1373126
PROF	-.1225927	.1287228	-0.95	0.343	-.3783622	.1331767
LIQ	.001578	.0004389	3.60	0.001	.0007059	.00245
NDTS	.3345253	.2307705	1.45	0.151	-.1240107	.7930613
_cons	.2129822	.69669	0.31	0.761	-1.171326	1.59729
-----+-----						

sigma_u	.19285744					
sigma_e	.17193384					
rho	.55716964	(fraction of variance due to u i)				


```
.
. xtabond2 lnLTD L. lnLTD lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ lnNDTS, twostep
robust nomata iv( lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ l
> nNDTS) gmm(L.lnLTD, collapse)
Building GMM instruments..
Estimating.
Computing Windmeijer finite-sample
correction.....
>
Performing specification tests.
```

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: B
Time variable : D
85
Number of instruments = 18

Number of obs =670
Number of groups =
Obs per group: min = 1

الملاحق

```

Wald chi2(6) = 319.65 avg =
7.88
Prob > chi2 = 0.000 max =
11
-----
-----
|
| Corrected
lnLTD | Coefficient std. err. z P>|z| [95% conf. interval]
-----+-----
-----lnLTD |
L1. | .7608104 .1425012 5.34 0.000 .4815132 1.040108
|
lnTANG| .1889303 .0962616 1.96 0.050 .000261 .3775996
lnPROF| -.0195913 .0230771 -0.85 0.096 -.0648217 .025639
lnSIZE| -.3158905 .5333096 -0.59 0.054 -1.361158 .7293771
lnLIQ| .0840436 .0500759 1.68 0.093 -.0141034 .1821907
lnNDTS| .1198834 .103928 1.15 0.049 -.0838118 .3235786
_cons | .3314582 1.239898 0.27 0.789 -2.098697 2.761614
-----
-----
Instruments for first differences equation
Standard
D.(lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ lnNDTS)
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless
collapsed)
L(1/.).L.lnLTD collapsed
Instruments for levels equation
Standard
_cons
lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ lnNDTS
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless
collapsed)
D.L.lnLTD collapsed
-----
-----
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.83 Pr > z
=0.005
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.32 Pr > z
=0.749
-----
-----
Sargan test of overid. restrictions: chi2(10) = 21.09 Prob > chi2
=0.169
(Not robust, but not weakened by many instruments.)
Hansen test of overid. restrictions: chi2(10) = 6.34 Prob > chi2
=0.786
(Robust, but weakened by many instruments.)

```


الملاحق

الملحق رقم 02: المخرجات الخاصة بالمؤسسات الخاصة

الاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

```
. summarize TD STD LTD TANG SIZE PROF LIQ NDTs
```

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
TD	960	.6096624	.2784436	.0145167	1.615952
STD	960	.4070019	.2558874	.0027918	1.484637
LTD	960	.2026605	.2182984	-.0003545	1.225373
TANG	960	.3973748	.2366868	.0001057	.9696766
SIZE	960	9.322598	.7499872	7.361936	11.51477
PROF	960	.052107	.1015276	-.5133616	.6353643
LIQ	960	3.054661	6.477533	.082282	102.6529
NDTS	960	.4169918	.4300582	.000036	2.968351

الارتباط

```
. corr TD STD LTD TANG SIZE PROF LIQ NDTs
(obs=960)
```

	TD	STD	LTD	TANG	SIZE	PROF	LIQ	NDTS
TD	1.0000							
STD	0.6692*	1.0000						
LTD	0.4911*	-0.3187*	1.0000					
TANG	-0.0531	-0.2498*	0.2250*	1.0000				
SIZE	-0.0528	-0.0487	-0.0102	0.0400	1.0000			
PROF	-0.3749*	-0.2370*	-0.2004*	-0.1520*	0.0877*	1.0000		
LIQ	-0.2098*	-0.3869*	0.1859*	-0.0687*	-0.0151	0.0415	1.0000	
NDTS	-0.0309	0.1560*	-0.2224*	-0.3138*	-0.0407	0.4566*	-0.0772*	1.0000

```
. vif
```

Variable	VIF	1/VIF
STD	1.61	0.619514
PROF	1.56	0.640765
NDTS	1.47	0.682122
LTD	1.24	0.804557
LIQ	1.24	0.806255
TANG	1.24	0.806959
SIZE	1.02	0.982410

```
Mean VIF | 1.34
```

دراسة الاستقرار

```
. xtunitroot llc TD
```

Levin-Lin-Chu unit-root test for TD

H0: Panels contain unit roots
Ha: Panels are stationary

Number of panels = 80
Number of periods = 12

AR parameter: Common
Panel means: Included
Time trend: Not included

Asymptotics: N/T -> 0

الملاحق

```

ADF regressions: 1 lag
LR variance:      Bartlett kernel, 7.00 lags average (chosen by LLC)
-----
Statistic          p-value
-----
Unadjusted t       -30.6860
Adjusted t*        -26.7952      0.0000
-----

.
. xtunitroot llc STD

Levin-Lin-Chu unit-root test for STD
-----
H0: Panels contain unit roots      Number of panels =      80
Ha: Panels are stationary          Number of periods =     12

AR parameter: Common                Asymptotics: N/T -> 0
Panel means:  Included
Time trend:   Not included

ADF regressions: 1 lag
LR variance:      Bartlett kernel, 7.00 lags average (chosen by LLC)
-----
Statistic          p-value
-----
Unadjusted t       -35.3682
Adjusted t*        -31.8320      0.0000
-----

.
. xtunitroot llc LTD

Levin-Lin-Chu unit-root test for LTD
-----
H0: Panels contain unit roots      Number of panels =      80
Ha: Panels are stationary          Number of periods =     12

AR parameter: Common                Asymptotics: N/T -> 0
Panel means:  Included
Time trend:   Not included

ADF regressions: 1 lag
LR variance:      Bartlett kernel, 7.00 lags average (chosen by LLC)
-----
Statistic          p-value
-----
Unadjusted t       -18.0022
Adjusted t*        -10.4623      0.0000
-----

.
. xtunitroot llc TANG

Levin-Lin-Chu unit-root test for TANG
-----
H0: Panels contain unit roots      Number of panels =      80
Ha: Panels are stationary          Number of periods =     12

AR parameter: Common                Asymptotics: N/T -> 0
Panel means:  Included
Time trend:   Not included

ADF regressions: 1 lag
LR variance:      Bartlett kernel, 7.00 lags average (chosen by LLC)
-----
Statistic          p-value
-----

```

Unadjusted t	-21.2859	
Adjusted t*	-16.0066	0.0000

.
. xtunitroot llc SIZE

Levin-Lin-Chu unit-root test for SIZE

H0: Panels contain unit roots	Number of panels =	80
Ha: Panels are stationary	Number of periods =	12

AR parameter: Common	Asymptotics: N/T -> 0
Panel means: Included	
Time trend: Not included	

ADF regressions: 1 lag
LR variance: Bartlett kernel, 7.00 lags average (chosen by LLC)

	Statistic	p-value
Unadjusted t	-14.8655	
Adjusted t*	-9.7607	0.0000

.
. xtunitroot llc PROF

Levin-Lin-Chu unit-root test for PROF

H0: Panels contain unit roots	Number of panels =	80
Ha: Panels are stationary	Number of periods =	12

AR parameter: Common	Asymptotics: N/T -> 0
Panel means: Included	
Time trend: Not included	

ADF regressions: 1 lag
LR variance: Bartlett kernel, 7.00 lags average (chosen by LLC)

	Statistic	p-value
Unadjusted t	-19.0092	
Adjusted t*	-8.2781	0.0000

.
. xtunitroot llc LIQ

Levin-Lin-Chu unit-root test for LIQ

H0: Panels contain unit roots	Number of panels =	80
Ha: Panels are stationary	Number of periods =	12

AR parameter: Common	Asymptotics: N/T -> 0
Panel means: Included	
Time trend: Not included	

ADF regressions: 1 lag
LR variance: Bartlett kernel, 7.00 lags average (chosen by LLC)

	Statistic	p-value
Unadjusted t	-1.1e+02	
Adjusted t*	-1.1e+02	0.0000

```
.
. xtunitroot llc NDTs

Levin-Lin-Chu unit-root test for NDTs
-----
H0: Panels contain unit roots          Number of panels =      80
Ha: Panels are stationary              Number of periods =     12

AR parameter: Common                  Asymptotics: N/T -> 0
Panel means:  Included
Time trend:   Not included

ADF regressions: 1 lag
LR variance:   Bartlett kernel, 7.00 lags average (chosen by LLC)
-----
                Statistic      p-value
-----
Unadjusted t    -14.1348
Adjusted t*     -6.5709        0.0000
-----

.

. xtunitroot ips TD

Im-Pesaran-Shin unit-root test for TD
-----
H0: All panels contain unit roots      Number of panels =      80
Ha: Some panels are stationary         Number of periods =     12

AR parameter: Panel-specific          Asymptotics: T,N -> Infinity
Panel means:  Included                sequentially
Time trend:   Not included

ADF regressions: No lags included
-----
                Statistic      p-value      Fixed-N exact critical values
                Statistic      p-value      1%      5%      10%
-----
t-bar          -1.9409
t-tilde-bar    -1.5103
Z-t-tilde-bar  -2.5146        0.0060
-----

.

. xtunitroot ips STD

Im-Pesaran-Shin unit-root test for STD
-----
H0: All panels contain unit roots      Number of panels =      80
Ha: Some panels are stationary         Number of periods =     12

AR parameter: Panel-specific          Asymptotics: T,N -> Infinity
Panel means:  Included                sequentially
Time trend:   Not included

ADF regressions: No lags included
-----
                Statistic      p-value      Fixed-N exact critical values
                Statistic      p-value      1%      5%      10%
-----
t-bar          -1.9393
t-tilde-bar    -1.4783
Z-t-tilde-bar  -2.1241        0.0168
-----
```

```

.
. xtunitroot ips LTD

Im-Pesaran-Shin unit-root test for LTD
-----
H0: All panels contain unit roots      Number of panels =      80
Ha: Some panels are stationary          Number of periods =     12

AR parameter: Panel-specific            Asymptotics: T,N -> Infinity
Panel means: Included                   sequentially
Time trend: Not included

ADF regressions: No lags included
-----

```

	Statistic	p-value	Fixed-N exact critical values		
			1%	5%	10%
t-bar	-2.1091		-1.740	-1.670	-1.640
t-tilde-bar	-1.5017				
Z-t-tilde-bar	-2.4095	0.0080			

```

-----
.
.
.
. xtunitroot ips TANG

Im-Pesaran-Shin unit-root test for TANG
-----
H0: All panels contain unit roots      Number of panels =      80
Ha: Some panels are stationary          Number of periods =     12

AR parameter: Panel-specific            Asymptotics: T,N -> Infinity
Panel means: Included                   sequentially
Time trend: Not included

ADF regressions: No lags included
-----

```

	Statistic	p-value	Fixed-N exact critical values		
			1%	5%	10%
t-bar	-2.0270		-1.740	-1.670	-1.640
t-tilde-bar	-1.5878				
Z-t-tilde-bar	-3.4591	0.0003			

```

-----
.
. xtunitroot ips SIZE

Im-Pesaran-Shin unit-root test for SIZE
-----
H0: All panels contain unit roots      Number of panels =      80
Ha: Some panels are stationary          Number of periods =     12

AR parameter: Panel-specific            Asymptotics: T,N -> Infinity
Panel means: Included                   sequentially
Time trend: Not included

ADF regressions: No lags included
-----

```

	Statistic	p-value	Fixed-N exact critical values		
			1%	5%	10%
t-bar	-1.9432		-1.740	-1.670	-1.640
t-tilde-bar	-1.4596				
Z-t-tilde-bar	-1.8961	0.0290			

```

-----

```

```
.
. xtunitroot ips PROF

Im-Pesaran-Shin unit-root test for PROF
-----
H0: All panels contain unit roots          Number of panels =      80
Ha: Some panels are stationary              Number of periods =     12

AR parameter: Panel-specific                Asymptotics: T,N -> Infinity
Panel means: Included                       sequentially
Time trend: Not included

ADF regressions: No lags included
-----

```

	Statistic	p-value	Fixed-N exact critical values		
			1%	5%	10%
t-bar	-2.7910		-1.740	-1.670	-1.640
t-tilde-bar	-1.6887				
Z-t-tilde-bar	-4.6890	0.0000			

```
.
.
.
. xtunitroot ips LIQ

Im-Pesaran-Shin unit-root test for LIQ
-----
H0: All panels contain unit roots          Number of panels =      80
Ha: Some panels are stationary              Number of periods =     12

AR parameter: Panel-specific                Asymptotics: T,N -> Infinity
Panel means: Included                       sequentially
Time trend: Not included

ADF regressions: No lags included
-----

```

	Statistic	p-value	Fixed-N exact critical values		
			1%	5%	10%
t-bar	-5.2469		-1.740	-1.670	-1.640
t-tilde-bar	-1.4024				
Z-t-tilde-bar	-1.1987	0.0653			

```
.
. xtunitroot ips NDTS

Im-Pesaran-Shin unit-root test for NDTS
-----
H0: All panels contain unit roots          Number of panels =      80
Ha: Some panels are stationary              Number of periods =     12

AR parameter: Panel-specific                Asymptotics: T,N -> Infinity
Panel means: Included                       sequentially
Time trend: Not included

ADF regressions: No lags included
-----

```

	Statistic	p-value	Fixed-N exact critical values		
			1%	5%	10%
t-bar	-2.0076		-1.740	-1.670	-1.640
t-tilde-bar	-1.5729				
Z-t-tilde-bar	-3.2775	0.0005			

```
. xtunitroot fisher TD, dfuller lags(0)
```

Fisher-type unit-root test for TD
Based on augmented Dickey-Fuller tests

```
-----
H0: All panels contain unit roots      Number of panels =      80
Ha: At least one panel is stationary   Number of periods =     12
```

```
AR parameter: Panel-specific           Asymptotics: T -> Infinity
Panel means:   Included
Time trend:    Not included
Drift term:    Not included             ADF regressions: 0 lags
-----
```

		Statistic	p-value
Inverse chi-squared(160)	P	337.7651	0.0000
Inverse normal	Z	-4.0636	0.0000
Inverse logit t(404)	L*	-6.2146	0.0000
Modified inv. chi-squared	Pm	9.9374	0.0000

```
-----
P statistic requires number of panels to be finite.
Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.
-----
```

```
.
. xtunitroot fisher STD, dfuller lags(0)
```

Fisher-type unit-root test for STD
Based on augmented Dickey-Fuller tests

```
-----
H0: All panels contain unit roots      Number of panels =      80
Ha: At least one panel is stationary   Number of periods =     12
```

```
AR parameter: Panel-specific           Asymptotics: T -> Infinity
Panel means:   Included
Time trend:    Not included
Drift term:    Not included             ADF regressions: 0 lags
-----
```

		Statistic	p-value
Inverse chi-squared(160)	P	331.3030	0.0000
Inverse normal	Z	-3.1280	0.0009
Inverse logit t(404)	L*	-6.0855	0.0000
Modified inv. chi-squared	Pm	9.5761	0.0000

```
-----
P statistic requires number of panels to be finite.
Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.
-----
```

```
.
. xtunitroot fisher LTD, dfuller lags(0)
```

Fisher-type unit-root test for LTD
Based on augmented Dickey-Fuller tests

```
-----
H0: All panels contain unit roots      Number of panels =      80
Ha: At least one panel is stationary   Number of periods =     12
```

```
AR parameter: Panel-specific           Asymptotics: T -> Infinity
Panel means:   Included
Time trend:    Not included
Drift term:    Not included             ADF regressions: 0 lags
-----
```

		Statistic	p-value
Inverse chi-squared(160)	P	369.4164	0.0000

الملاحق

Inverse normal	Z	-4.1817	0.0000
Inverse logit t(404)	L*	-7.1430	0.0000
Modified inv. chi-squared Pm		11.7067	0.0000

P statistic requires number of panels to be finite.
Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.

```
.
. xtunitroot fisher TANG , dfuller lags(0)
```

Fisher-type unit-root test for TANG
Based on augmented Dickey-Fuller tests

H0: All panels contain unit roots	Number of panels = 80
Ha: At least one panel is stationary	Number of periods = 12

AR parameter: Panel-specific	Asymptotics: T -> Infinity
Panel means: Included	
Time trend: Not included	
Drift term: Not included	ADF regressions: 0 lags

		Statistic	p-value
Inverse chi-squared(160)	P	344.6301	0.0000
Inverse normal	Z	-5.2853	0.0000
Inverse logit t(404)	L*	-6.8768	0.0000
Modified inv. chi-squared Pm		10.3211	0.0000

P statistic requires number of panels to be finite.
Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.

```
.
. xtunitroot fisher PROF , dfuller lags(0)
```

Fisher-type unit-root test for PROF
Based on augmented Dickey-Fuller tests

H0: All panels contain unit roots	Number of panels = 80
Ha: At least one panel is stationary	Number of periods = 12

AR parameter: Panel-specific	Asymptotics: T -> Infinity
Panel means: Included	
Time trend: Not included	
Drift term: Not included	ADF regressions: 0 lags

		Statistic	p-value
Inverse chi-squared(160)	P	610.8059	0.0000
Inverse normal	Z	-9.4784	0.0000
Inverse logit t(404)	L*	-15.2479	0.0000
Modified inv. chi-squared Pm		25.2008	0.0000

P statistic requires number of panels to be finite.
Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.

```
.
. xtunitroot fisher SIZE , dfuller lags(0)
```

Fisher-type unit-root test for SIZE
Based on augmented Dickey-Fuller tests

H0: All panels contain unit roots	Number of panels = 80
Ha: At least one panel is stationary	Number of periods = 12

الملاحق

```
AR parameter: Panel-specific           Asymptotics: T -> Infinity
Panel means:   Included
Time trend:    Not included
Drift term:    Not included             ADF regressions: 0 lags
```

		Statistic	p-value
Inverse chi-squared(160)	P	381.1763	0.0000
Inverse normal	Z	-4.2086	0.0000
Inverse logit t(404)	L*	-6.9506	0.0000
Modified inv. chi-squared	Pm	12.3641	0.0000

P statistic requires number of panels to be finite.
Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.

```
.
. xtunitroot fisher LIQ , dfuller lags(0)
```

Fisher-type unit-root test for LIQ
Based on augmented Dickey-Fuller tests

```
-----
H0: All panels contain unit roots      Number of panels =      80
Ha: At least one panel is stationary   Number of periods =     12
```

```
AR parameter: Panel-specific           Asymptotics: T -> Infinity
Panel means:   Included
Time trend:    Not included
Drift term:    Not included             ADF regressions: 0 lags
```

		Statistic	p-value
Inverse chi-squared(160)	P	368.4328	0.0000
Inverse normal	Z	-4.0625	0.0000
Inverse logit t(399)	L*	-6.6075	0.0000
Modified inv. chi-squared	Pm	11.6517	0.0000

P statistic requires number of panels to be finite.
Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.

```
.
. xtunitroot fisher NDTs , dfuller lags(0)
```

Fisher-type unit-root test for NDTs
Based on augmented Dickey-Fuller tests

```
-----
H0: All panels contain unit roots      Number of panels =      80
Ha: At least one panel is stationary   Number of periods =     12
```

```
AR parameter: Panel-specific           Asymptotics: T -> Infinity
Panel means:   Included
Time trend:    Not included
Drift term:    Not included             ADF regressions: 0 lags
```

		Statistic	p-value
Inverse chi-squared(160)	P	340.8564	0.0000
Inverse normal	Z	-5.0697	0.0000
Inverse logit t(404)	L*	-6.6544	0.0000
Modified inv. chi-squared	Pm	10.1102	0.0000

P statistic requires number of panels to be finite.
Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.

الملاحق

```

Within  = 0.0849          min =      12
Between = 0.1481          avg  =     12.0
Overall = 0.1242          max  =      12

corr(u_i, X) = 0 (assumed)      Wald chi2(6)      =      93.83
                                Prob > chi2        =      0.0000

```

```

-----+-----
      TD | Coefficient   Std. err.      z    P>|z|    [95% conf. interval]
-----+-----
      TANG | -.0586482   .0415955   -1.41   0.159   -1.1401739   .0228776
      SIZE | -.0315768   .0180261   -1.75   0.080   -0.0669073   .0037537
      PROF | -.4923112   .1393462   -3.53   0.000   -.7654248   -.2191976
      LIQ  | -.0035485   .000987    -3.60   0.000   -.0054829   -.0016141
      NDTS | .1987024    .1407867    1.41   0.158   -.0772345    .4746394
      _cons | .913304     .1722246    5.30   0.000    .5757501    1.250858
-----+-----
      sigma_u | .1886897
      sigma_e | .14931801
      rho    | .61492239   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----

```

```

.
. estimates store random

```

```

.
. xttest0

```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

TD[B,t] = Xb + u[B] + e[B,t]

Estimated results:

```

      |          Var      SD = sqrt(Var)
-----+-----
      TD | .0775308   .2784436
      e  | .0222959   .149318
      u  | .0356038   .1886897

```

Test: Var(u) = 0

```

      chibar2(01) = 1741.12
      Prob > chibar2 = 0.0000

```

```

.
. hausman fixed random

```

```

      ---- Coefficients ----
      |      (b)      (B)      (b-B)      sqrt(diag(V_b-V_B))
      |      fixed    random    Difference    Std. err.
-----+-----
      TANG | -.0550303   -.0586482    .0036179    .0156907
      SIZE | -.0427371   -.0315768   -.0111603    .0125787
      PROF | -.4271295   -.4923112    .0651817      .
      LIQ  | -.0030957   -.0035485    .0004528    .0001224
      NDTS | .2056333    .1987024    .0069309      .
-----+-----

```

b = Consistent under H0 and Ha; obtained from xtreg.
B = Inconsistent under Ha, efficient under H0; obtained from xtreg.

Test of H0: Difference in coefficients not systematic

```

      chi2(6) = (b-B)' [(V_b-V_B)^(-1)] (b-B)
              = 68.49
      Prob > chi2 = 0.0000
      (V_b-V_B is not positive definite)

```

```

.

```

الملاحق

```
. xtreg TD TANG SIZE PROF LIQ NDTs, fe robust

Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =          960
Group variable: B                             Number of groups =          80

R-squared:                                     Obs per group:
    Within = 0.0869                               min =          12
    Between = 0.0934                             avg  =         12.0
    Overall = 0.0912                             max  =          12

corr(u_i, Xb) = 0.0324                        F(6,79)         =          4.67
                                                Prob > F         =          0.0564

                                         (Std. err. adjusted for 80 clusters in B)

-----+-----
      |               Robust
      |               Coefficient   std. err.      t    P>|t|    [95% conf. interval]
-----+-----
TANG |   -.0550303   .1088556   -0.51   0.615   - .2717019   .1616412
SIZE |   -.0427371   .0642383   -0.67   0.508   - .1706004   .0851261
PROF |   -.4271295   .1424159   -3.00   0.004   - .7106013  -.1436577
LIQ  |   -.0030957   .0035886   -0.86   0.391   - .0102387   .0040472
NDTS |   .2056333   .1542913    1.33   0.186   - .1014758   .5127424
_cons |   1.006412   .6329932    1.59   0.116   - .2535296   2.266353
-----+-----
sigma_u |   .22533682
sigma_e |   .14931801
rho     |   .6948804   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----

. xtabond2 lnTD L.lnTD lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ lnNDTS, twostep robust nomata
iv(lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ lnNDTS
> S ) gmm(L.lnTD, collapse)
Building GMM instruments..
Estimating.
Computing Windmeijer finite-sample
correction.....
..
> .....
Performing specification tests.

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM
-----+-----
Group variable: B                             Number of obs   =          708
Time variable : D                             Number of groups =          79
Number of instruments = 18                     Obs per group: min =          1
Wald chi2(6) = 194.90                          avg  =          8.96
Prob > chi2 = 0.000                             max  =          11
-----+-----
      |               Corrected
      |               Coefficient   std. err.      z    P>|z|    [95% conf. interval]
-----+-----
lnTD |
L1. |   .3822076   .1618292    2.36   0.018   .0650282   .6993871
      |
lnTANG |   .0793758   .0262225   -3.03   0.002   -.1307709  -.0279807
lnPROF |  -.0330487   .0232344   -1.42   0.055   -.0785874   .0124899
lnSIZE |   .2605747   .2487151    1.05   0.095   -.2268979   .7480473
lnLIQ  |  -.2606642   .0712506   -3.66   0.000   -.4003129  -.1210155
lnNDTS |   .1016758   .0379697    2.68   0.007   .0272564   .1760951
_cons |  -1.010073   .602766    -1.68   0.094   -2.191473   .1713268
-----+-----

Instruments for first differences equation
Standard
D.(lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ lnNDTS )
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
L(1/.)L.lnTD collapsed
Instruments for levels equation
```

الملاحق

```
Standard
_cons
lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ lnNDTS
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
D.L.lnTD collapsed

-----
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.42 Pr > z = 0.016
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.39 Pr > z = 0.693
-----
Sargan test of overid. restrictions: chi2(10) = 23.15 Prob > chi2 = 0.060
(Not robust, but not weakened by many instruments.)
Hansen test of overid. restrictions: chi2(10) = 12.07 Prob > chi2 = 0.280
(Robust, but weakened by many instruments.)
```

الديون قصيرة الأجل

```
.
. . reg STD TANG SIZE PROF LIQ NDTs

Source |      SS      df      MS      Number of obs   =      960
-----+-----
Model | 20.5783246      6  3.42972077   F(6, 953)      =      77.42
Residual | 42.215418     953  .044297396   Prob > F        =      0.0000
-----+-----
Total | 62.7937426     959  .065478355   R-squared       =      0.3277
                                           Adj R-squared   =      0.3235
                                           Root MSE       =      .21047
```

```
-----
STD | Coefficient  Std. err.      t    P>|t|    [95% conf. interval]
-----+-----
TANG | -.2852672    .0304681    -9.36  0.000   - .3450594   - .2254749
SIZE | -.0011983    .0091591    -0.13  0.896   - .0191726   .0167761
PROF | -.8315558    .1663035    -5.00  0.000   -1.157919   -.5051926
LIQ  | -.0147798    .0010622   -13.91  0.000   - .0168644   -.0126953
NDTS | .1990087     .1768704     1.13  0.261   - .1480917   .5461091
_cons | .5719086     .0872455     6.56  0.000   .4006931    .743124
-----
```

```
.
. xtreg STD TANG SIZE PROF LIQ NDTs , fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs   =      960
Group variable: B                             Number of groups =      80

R-squared:                                     Obs per group:
  Within = 0.2185                               min =          12
  Between = 0.2225                             avg  =         12.0
  Overall = 0.2208                             max  =          12

                                           F(6,874)      =      40.73
corr(u_i, Xb) = -0.0526                     Prob > F       =      0.0000
```

```
-----
STD | Coefficient  Std. err.      t    P>|t|    [95% conf. interval]
-----+-----
TANG | -.3066508    .0387565    -7.91  0.000   - .3827176   - .230584
SIZE | -.0818858    .0191627    -4.27  0.000   - .119496   -.0442755
PROF | -.3547928    .1214561    -2.92  0.004   - .5931724   -.1164131
LIQ  | -.0092546    .000867    -10.67  0.000   - .0109563   -.007553
NDTS | .1555692     .1219258     1.28  0.202   - .0837323   .3948707
_cons | 1.295563     .1814982     7.14  0.000   .9393398    1.651786
-----
sigma_u | .18997551
sigma_e | .13017313
rho     | .68049762   (fraction of variance due to u_i)
-----
F test that all u_i=0: F(79, 874) = 20.47               Prob > F = 0.0000
```

```
.
. estimates store fixed

.
. xtreg STD TANG SIZE PROF LIQ NDTs , re

Random-effects GLS regression              Number of obs   =          960
Group variable: B                          Number of groups  =          80

R-squared:                                Obs per group:
    Within = 0.2154                        min =          12
    Between = 0.2840                       avg =         12.0
    Overall = 0.2626                       max =          12

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                 Wald chi2(6)      =        272.88
                                           Prob > chi2       =         0.0000
```

	STD	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]	
TANG		-.3019947	.0360253	-8.38	0.000	-.372603	-.2313863
SIZE		-.0518002	.0154927	-3.34	0.001	-.0821654	-.021435
PROF		-.4151576	.1212615	-3.42	0.001	-.6528259	-.1774894
LIQ		-.0096987	.0008583	-11.30	0.000	-.011381	-.0080164
NDTS		.1637213	.1225689	1.34	0.182	-.0765093	.403952
_cons		1.015422	.1479697	6.86	0.000	.7254072	1.305438
sigma_u		.15804831					
sigma_e		.13017313					
rho		.59581819	(fraction of variance due to u_i)				

```
.
. estimates store random
```

```
.
. xttest0
```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$STD[B,t] = Xb + u[B] + e[B,t]$$

Estimated results:

	Var	SD = sqrt(Var)
STD	.0654784	.2558874
e	.016945	.1301731
u	.0249793	.1580483

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 1664.82
Prob > chibar2 = 0.0000

```
.
. hausman fixed random
```

		---- Coefficients ----			
		(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
		fixed	random	Difference	Std. err.
TANG		-.3066508	-.3019947	-.0046561	.0142914
SIZE		-.0818858	-.0518002	-.0300855	.0112775
PROF		-.3547928	-.4151576	.0603649	.0068719
LIQ		-.0092546	-.0096987	.0004441	.0001223
NDTS		.1555692	.1637213	-.0081521	.

الملاحق

```

b = Consistent under H0 and Ha; obtained from xtreg.
B = Inconsistent under Ha, efficient under H0; obtained from xtreg.

Test of H0: Difference in coefficients not systematic

      chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
              = 62.38
Prob > chi2 = 0.0000
(V_b-V_B is not positive definite)

.
. xtreg STD TANG SIZE PROF LIQ NDTS , fe robust

Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =          960
Group variable: B                             Number of groups  =          80

R-squared:                                     Obs per group:
    Within = 0.2185                               min =          12
    Between = 0.2225                             avg  =         12.0
    Overall = 0.2208                             max  =          12

                                         F(6,79)          =          9.27
corr(u_i, Xb) = -0.0526                     Prob > F          =          0.1437

                                         (Std. err. adjusted for 80 clusters in B)
-----+-----
      |               Robust
      | Coefficient  std. err.      t    P>|t|    [95% conf. interval]
-----+-----
TANG |  -.3066508   .0852033   -3.60  0.061   - .4762437   - .1370579
SIZE |  -.0818858   .0388631   -2.11  0.038   - .1592409   - .0045306
PROF |  -.3547928   .1128151   -3.14  0.052   - .5793456   - .1302399
LIQ  |  -.0092546   .003426    -2.70  0.088   - .0160739   - .0024354
NDTS |   .1555692   .1217809    1.28  0.205   - .0868296    .3979681
_cons |   1.295563   .3801885    3.41  0.001    .5388169    2.052309
-----+-----
sigma_u | .18997551
sigma_e | .13017313
rho     | .68049762   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----

.
. xtabond2 lnSTD L. lnSTD lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ lnNDTS , twostep robust
nomata iv( lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ 1
> nNDTS ) gmm(L.lnSTD, collapse)
Building GMM instruments..
Estimating.
Computing Windmeijer finite-sample
correction.....
..
> .....
Performing specification tests.

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM
-----+-----
Group variable: B                             Number of obs   =          708
Time variable : D                             Number of groups  =          79
Number of instruments = 18                     Obs per group: min =           1
Wald chi2(6) = 2057.61                         avg  =          8.96
Prob > chi2 = 0.000                             max  =          11
-----+-----
      |               Corrected
      | Coefficient  std. err.      z    P>|z|    [95% conf. interval]
-----+-----
lnSTD |
L1.   |   .1707184   .0718352    2.38  0.017    .0299239    .3115129
      |

```

الملاحق

```

lnTANG | -.230067 .0845625 -2.72 0.007 -.3958064 -.0643276
lnPROF | .0126966 .0195632 0.65 0.016 -.0256466 .0510398
lnSIZE | .1924216 .4156105 0.46 0.043 -.62216 1.007003
lnLIQ | -.7755381 .0726395 -10.68 0.000 -.9179088 -.6331674
lnNDTS | .0404321 .0369292 1.09 0.074 -.0319478 .1128119
_cons | -1.066309 1.024183 -1.04 0.298 -3.073671 .9410522
-----
Instruments for first differences equation
Standard
D.(lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ lnNDTS)
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
L(1/.) .L.lnSTD collapsed
Instruments for levels equation
Standard
_cons
lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ lnNDTS
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)
D.L.lnSTD collapsed
-----
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.84 Pr > z = 0.004
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.49 Pr > z = 0.621
-----
Sargan test of overid. restrictions: chi2(10) = 7.63 Prob > chi2 = 0.665
(Not robust, but not weakened by many instruments.)
Hansen test of overid. restrictions: chi2(10) = 6.29 Prob > chi2 = 0.790
(Robust, but weakened by many instruments.)

```

الديون طويلة الأجل

```
. reg LTD TANG SIZE PROF LIQ NDTS
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	960
Model	5.79183438	6	.965305731	F(6, 953)	=	23.05
Residual	39.9085477	953	.041876755	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.1267
				Adj R-squared	=	0.1212
Total	45.7003821	959	.047654204	Root MSE	=	.20464

LTD	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]
TANG	.176563	.0296239	5.96	0.000	.1184274 .2346987
SIZE	-.0017016	.0089053	-0.19	0.849	-.019178 .0157747
PROF	-.3057954	.1616958	-1.89	0.059	-.6231163 .0115255
LIQ	.0066861	.0010328	6.47	0.000	.0046593 .0087129
NDTS	-.0443452	.1719699	-0.26	0.797	-.3818287 .2931382
_cons	.1612852	.0848282	1.90	0.058	-.0051865 .3277569

```
. xtreg LTD TANG SIZE PROF LIQ NDTS , fe
```

Fixed-effects (within) regression		Number of obs	=	960
Group variable: B		Number of groups	=	80
R-squared:		Obs per group:		
Within	= 0.0754	min	=	12
Between	= 0.0693	avg	=	12.0
Overall	= 0.0698	max	=	12
		F(6,874)	=	11.88
corr(u_i, Xb) = -0.0960		Prob > F	=	0.0000

الملاحق

LTD	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
TANG	.2516205	.0411391	6.12	0.000	.1708774	.3323635
SIZE	.0391486	.0203407	1.92	0.055	-.0007737	.079071
PROF	-.0723367	.1289228	-0.56	0.575	-.3253711	.1806976
LIQ	.0061589	.0009203	6.69	0.000	.0043527	.0079652
NDTS	.0500641	.1294213	0.39	0.699	-.2039488	.3040769
_cons	-.2891512	.192656	-1.50	0.134	-.6672737	.0889713
sigma_u	.16580806					
sigma_e	.13817569					
rho	.59015584	(fraction of variance due to u_i)				
F test that all u_i=0: F(79, 874) = 15.40 Prob > F = 0.0000						
. estimates store fixed						
. xtreg LTD TANG SIZE PROF LIQ NDTS, re						
Random-effects GLS regression			Number of obs		=	960
Group variable: B			Number of groups		=	80
R-squared:			Obs per group:			
Within = 0.0735			min =			12
Between = 0.1071			avg =			12.0
Overall = 0.0938			max =			12
corr(u_i, X) = 0 (assumed)			Wald chi2(6)		=	78.85
			Prob > chi2		=	0.0000
LTD	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]	
TANG	.2414235	.037329	6.47	0.000	.1682601	.314587
SIZE	.0188542	.0157605	1.20	0.232	-.0120357	.0497442
PROF	-.0846486	.1271514	-0.67	0.506	-.3338607	.1645636
LIQ	.006112	.0008986	6.80	0.000	.0043508	.0078733
NDTS	.0322006	.1286628	0.25	0.802	-.2199739	.284375
_cons	-.0867368	.1504266	-0.58	0.564	-.3815675	.2080938
sigma_u	.15317461					
sigma_e	.13817569					
rho	.55134464	(fraction of variance due to u_i)				
. estimates store random						
. xttest0						
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects						
LTD[B,t] = Xb + u[B] + e[B,t]						
Estimated results:						
		Var	SD = sqrt(Var)			
LTD	.0476542		.2182984			
e	.0190925		.1381757			
u	.0234625		.1531746			
Test: Var(u) = 0						
			chibar2(01) =		1449.32	
			Prob > chibar2 =		0.0000	

282

```

.
. hausman fixed random

      ---- Coefficients ----
      |      (b)      (B)      (b-B)      sqrt(diag(V_b-V_B))
      |      fixed      random      Difference      Std. err.
-----+-----
TANG |      .2516205      .2414235      .0101969      .017291
SIZE |      .0391486      .0188542      .0202944      .0128589
PROF |     -.0723367     -.0846486      .0123118      .0212979
LIQ  |      .0061589      .006112      .0000469      .0001987
NDTS |      .0500641      .0322006      .0178635      .0139913
-----+-----
      b = Consistent under H0 and Ha; obtained from xtreg.
      B = Inconsistent under Ha, efficient under H0; obtained from xtreg.

Test of H0: Difference in coefficients not systematic

      chi2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
              = 11.66
Prob > chi2 = 0.0699

.
.
. xtreg LTD TANG SIZE PROF LIQ NDTS, re robust
(2 missing values generated)

Random-effects GLS regression              Number of obs   =          960
Group variable: B                          Number of groups  =           80

R-squared:                                Obs per group:
      Within = 0.0735                               min =          12
      Between = 0.1071                             avg =         12.0
      Overall = 0.0938                               max =          12

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                  Wald chi2(6)      =          7.78
                                              Prob > chi2       =         0.1861

                                              (Std. err. adjusted for 80 clusters in B)

-----+-----
      |      Robust
      |      Coefficient      std. err.      z      P>|z|      [95% conf. interval]
-----+-----
TANG |      .2414235      .0715498      3.37   0.081      .1011885      .3816586
SIZE |      .0188542      .0342934      0.55   0.582     -.0483595     .0860679
PROF |     -.0846486      .1687002     -0.50   0.616     -.4152949     .2459977
LIQ  |      .006112      .0019211      3.18   0.044      .0023467     .0098774
NDTS |      .0322006      .1879772      0.17   0.864     -.3362281     .4006292
_cons |     -.0867368      .3281656     -0.26   0.792     -.7299295     .5564559
-----+-----
sigma_u |      .15317461
sigma_e |      .13817569
rho     |      .55134464      (fraction of variance due to u_i)
-----+-----

.
. xtabond2 lnLTD L. lnLTD lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ lnNDTS , twostep robust
nomata iv( lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ 1
> nNDTS ) gmm(L.lnLTD, collapse)
Building GMM instruments..
Estimating.
Computing Windmeijer finite-sample
correction.....
..
> .....
```

الملاحق

Performing specification tests.

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

```
-----
Group variable: B                      Number of obs      =      696
Time variable : D                      Number of groups   =       79
Number of instruments = 18              Obs per group: min =        1
Wald chi2(6)  =      324.69              avg =       8.81
Prob > chi2    =       0.000              max =       11
-----
```

	lnLTD	Coefficient	Corrected std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]	
lnLTD	L1.	.9467872	.0626307	15.12	0.000	.8240332	1.069541
lnTANG		.0806492	.0703314	1.15	0.052	-.0571977	.2184961
lnPROF		-.0226109	.0360006	-0.63	0.030	-.0931708	.0479491
lnSIZE		.1288563	.3586385	0.36	0.019	-.5740623	.8317749
lnLIQ		.0650947	.0692517	0.94	0.047	-.0706362	.2008256
lnNDTS		.0690137	.0480681	1.44	0.051	-.0251982	.1632255
_cons		-.4476302	.8774793	-0.51	0.610	-2.167458	1.272198

Instruments for first differences equation

Standard

D.(lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ lnNDTS)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(1/.).L.lnLTD collapsed

Instruments for levels equation

Standard

_cons

lnTANG lnPROF lnSIZE lnLIQ lnNDTS

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.L.lnLTD collapsed

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -3.05 Pr > z = 0.002

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.26 Pr > z = 0.797

Sargan test of overid. restrictions: chi2(10) = 16.17 Prob > chi2 = 0.095

(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(10) = 13.05 Prob > chi2 = 0.221

(Robust, but weakened by many instruments.)

ملخص

هدفت الدراسة إلى دراسة هيكل رأس المال في المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية، وهذا بالاعتماد على المحددات التي تؤثر في اتخاذ قرار هيكل رأس المال، لهذا الغرض استخدمت الدراسة نموذج البيانات اللوحية **The Panel Data model**، نموذج بيانات اللوحة الديناميكية **The dynamic panel data model** باعتبارهما أكثر طريقتين ملائمتين لتفسير بيانات الدراسة، تمت الدراسة على مجموعة من المؤسسات العمومية والمؤسسات الخاصة الجزائرية، تم جمع فيها البيانات عن طريق التقارير المالية للمؤسسات، ثم معالجتها باستخدام برنامج Stata، بهدف تحديد العلاقة بين المتغيرات التابع والمتغيرات المستقلة المستخدمة في الدراسة.

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها أن هناك اختلاف في اتخاذ قرار هيكل رأس المال في كل من المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية، كما بينت الدراسة في المؤسسات العمومية محل الدراسة للحجم **SIZE** تأثير سلبي على كل من الرافعة المالية والديون طويلة الأجل وله تأثير إيجابي على الديون قصيرة الأجل، بينما للربحية **PROF** تأثير سلبي على كل من الرافعة المالية والديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل، في حين لهيكل الأصول **TANG** وللسيولة **LIQ** تأثير سلبي على كل من الرافعة المالية والديون قصيرة الأجل، ولهما تأثير إيجابي على الديون طويلة الأجل، ولإعفاء الضريبي لغير الديون **NDTS** تأثير إيجابي على كل من الرافعة المالية والديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل، وكانت نتائج المؤسسات الخاصة محل الدراسة للحجم **SIZE** تأثير إيجابي على كل من الرافعة المالية والديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل، بينما للربحية **PROF** تأثير سلبي على كل من الرافعة المالية والديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل، في حين لهيكل الأصول **TANG** تأثير إيجابي على كل من الرافعة المالية والديون طويلة الأجل، وتأثير سلبي على الديون قصيرة الأجل، وللسيولة **LIQ** تأثير سلبي على كل من الرافعة المالية والديون قصيرة الأجل، وتأثير إيجابي على الديون طويلة الأجل، ولإعفاء الضريبي لغير الديون **NDTS** تأثير إيجابي على كل من الرافعة المالية والديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل.

الكلمات المفتاحية: هيكل رأس المال، الرافعة المالية، المؤسسات العمومية والخاصة الجزائرية.

Abstract

The study aimed to study the capital structure in Algerian public and private Firms, based on the determinants that affect the decision-making of the capital structure, For this purpose, the study used the Panel Data model and the Dynamic Panel Data model as the two most appropriate methods for interpreting the study data, The study was conducted on a group of Algerian public and private Firms, in which data was collected through the Firms financial reports, Then processed using Stata, with the aim of determining the relationship between the dependent variables and the independent variables used in the study.

The study reached a set of results, the most important of which is that there is a difference in making capital structure decisions in both Algerian public and private Firms, The study also showed that in the public Firms under study, que la taille (SIZE) has a negative effect on both financial leverage and long-term debt and a positive effect on short-term debt, while profitability (PROF) has a negative effect on both financial leverage, long-term debt and short-term debt, while asset structure (TANG) and liquidity (LIQ) have a negative effect on both financial leverage and short-term debt, and a positive effect on long-term debt, and non-debt tax exemption (NDTS) has a positive effect on both financial leverage, long-term debt and short-term debt, The results of the private Firms under study showed that size (SIZE) had a positive impact on both financial leverage, long-term debt and short-term debt, while profitability (PROF) had a negative impact on both financial leverage, long-term debt and short-term debt, while asset structure (TANG) had a positive impact on both financial leverage and long-term debt, and a negative impact on short-term debt, liquidity (LIQ) had a negative impact on both financial leverage and short-term debt, and a positive impact on long-term debt, and non-debt tax exemption (NDTS) had a positive impact on both financial leverage, long-term debt and short-term debt.

Keywords: capital structure, financial leverage, Algerian public and private Firms.

Résumé

L'étude visait à étudier la structure du capital dans les entreprises publiques et privées algériennes, en se basant sur les déterminants qui affectent la prise de décision sur la structure du capital, À cette fin, l'étude a utilisé le modèle de données de panel et le modèle de données de panel dynamique comme les deux méthodes les plus appropriées pour interpréter les données de l'étude, L'étude a été réalisée sur un groupe d'entreprises publiques et privées algériennes, dans laquelle les données ont été collectées à travers les rapports financiers des entreprises, Puis traité à l'aide de Stata, dans le but de déterminer la relation entre les variables dépendantes et les variables indépendantes utilisées dans l'étude.

L'étude a abouti à un ensemble de résultats, dont le plus important est qu'il existe une différence dans la prise de décisions concernant la structure du capital dans les entreprises publiques et privées algériennes, L'étude a également montré que dans les entreprises publiques étudiées, size (size) a un effet négatif sur levier financier et la dette à long terme, et un effet positif sur la dette à court terme, tandis que la rentabilité (PROF) a un effet négatif sur levier financier, la dette à long terme et la dette à court terme, tandis que la structure des actifs (TANG) et la liquidité (LIQ) ont un effet négatif sur levier financier et la dette à court terme, et un effet positif sur la dette à long terme, et l'exemption fiscale non liée à la dette (NDTS) a un effet positif sur levier financier, la dette à long terme et la dette à court terme, Les résultats des institutions privées étudiées ont montré que la taille (SIZE) avait un effet positif à la fois sur l'effet de levier financier, la dette à long terme et la dette à court terme, tandis que la rentabilité (PROF) avait un effet négatif sur l'effet de levier financier, la dette à long terme et la dette à court terme. La structure des actifs (TANG) avait un effet positif à la fois sur l'effet de levier financier et la dette à long terme, et un effet négatif sur la dette à court terme. La liquidité (LIQ) avait un effet négatif à la fois sur l'effet de levier financier et la dette à court terme, et un effet positif sur la dette à long terme. L'exemption fiscale non liée à la dette (NDTS) avait un effet positif à la fois sur l'effet de levier financier, la dette à long terme et la dette à court terme

Mots-clés : capital structure, levier financier, entreprises publiques et privées algériennes