

عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية
دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري (1999-2014)

*The elements of financial structure and their impact on the market
value of the firm economic.
Case study of the debts of Saidal Group (1999-2014)*

أ. نبيلة سهايلية د . جبار بوكثير

جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي - الجزائر

تاريخ قبول النشر: 2017/05/30

تاريخ الاستلام: 2016/12/25

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى توضيح أثر الهيكل المالي للمؤسسة على قيمتها السوقية (السعر السوقي للسهم)، وقد اختلفت المداخل والنظريات في تفسير علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة السوقية، حيث يوجد مؤيدون أيّدوا وجود أثر للهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة، كما أن هناك معارضين عارضوا وجود هذا الأثر، ومن خلال هذه الدراسة قد تم التوصل إلى أن الهيكل المالي يمكن أن يدخل في تفسير التغيرات التي تطرأ على السعر السوقي لسهم المجمع الصناعي صيدال بنسبة 40,09%، كما تبين وجود علاقة عكسية بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة والسعر السوقي لسهم المجمع.

الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي، الديون، الضرائب، القيمة السوقية للمؤسسة.

Abstract:

This study aimed at clarifying the impact of the financial structure of the institution on its market value (market price per share). The approaches and theories differed in the interpretation of the relationship of the financial structure to the value of the market institution. There are supporters who supported the impact of the financial structure on the market value of the institution. This study found that the financial structure could be used to explain the changes in the market price of the industrial share of the industrial compound by 40.09%. It also revealed an inverse relation between the ratio of total debts to private equity and market price of the share the complex.

Key words: Financial structure, debts, taxes, market value of the institution.

I المقدمة:

تقوم المؤسسة بدراسة عدة بدائل تمويلية متاحة لتشكيل هيكلها المالي، وذلك بناءً على معايير متنوعة تتماشى مع طبيعة نشاطها واستراتيجياتها المتبعة، ويتكون الهيكل المالي عموماً من الأموال الخاصة (رأس المال الصادر، الاحتياطات) والديون بشتى أنواعها. ولما كانت المؤسسة تهدف إلى تعظيم قيمتها من خلال تعظيم ثروة المساهمين، ظهرت مجموعة من النظريات والمداخل حاول المفكرون من خلالها دراسة العلاقة بين تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة وقيمتها السوقية، مما أثار الكثير من الجدل بين العديد من التيارات حول وزن أو حجم المصادر التمويلية المكونة لهذا الهيكل.

ومنه، تطرح إشكالية الدراسة من خلال التساؤل الرئيسي التالي:

هل يؤثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية بشكل عام؟ وعلى

القيمة السوقية لمجمع صيدال الجزائري بشكل خاص؟

هذا التساؤل، يقود بدوره إلى طرح جملة من الاستفسارات الفرعية التي مفادها:

✓ هل منحت النظريات التي درست العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة السوقية أهمية كبيرة للديون؟

✓ هل توجد علاقة بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة الموجودة في الهيكل المالي لمجمع صيدال الجزائري وقيمتها السوقية؟

للإجابة على التساؤلات الفرعية المندرجة ضمن هذه الدراسة، سيتم الاعتماد على

الفرضيات التالية:

✓ لقد منحت النظريات التي اهتمت بدراسة العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة أهمية بالغة للديون؛

✓ يتوقع وجود علاقة طردية بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة الموجودة في الهيكل المالي كمتغير مستقل والقيمة السوقية لمجمع صيدال الجزائري كمتغير تابع.

للإحاطة بمختلف جوانب الموضوع واختبار الفرضيات، تم تقسيم الدراسة محورين هما: المحور الأول: الإطار النظري للدراسة.

المحور الثاني: دراسة قياسية لحالة ديون مجمع صيدال الجزائري خلال الفترة 1999-2014.

II المحور الأول: الإطار النظري للدراسة.

أولاً: محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية. والقيمة السوقية للمؤسسة.

يمكن تحديد الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، من خلال؛ تعريفه، سماته ومكوناته.

1- مفهوم الهيكل المالي.

التعريف الأول: يعرف الهيكل المالي على انه هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم في كشف الميزانية العمومية.⁽¹⁾

التعريف الثاني: كما تم تعريف الهيكل المالي على انه تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على الأموال لغرض تمويل استثماراتها، وهو يتضمن جميع العناصر المكونة لجانب الخصوم.⁽²⁾

وبذلك يمكن تعريف الهيكل المالي على أنه توليفة مكونة من مجموع مصادر التمويل التي تم اختيارها من قبل المؤسسة لتغطية استثماراتها، وتتكون من العناصر المكونة لجانب الخصوم في الميزانية.

2- سمات الهيكل المالي الملائم.

ينبغي على المؤسسة التخطيط السليم لبناء الهيكل المالي الملائم الذي يعمل على تعظيم قيمتها ويراعي مصالح الملاك وبقية الأطراف ذات العلاقة بها.

وتتمثل أهم السمات المميزة لهذا الهيكل المالي فيما يلي:⁽³⁾

✓ **الربحية والمرونة:** يجب أن يعمل الهيكل المالي على تحقيق أقصى العوائد وتلبية احتياجات المؤسسة في الوقت المناسب وبأقل تكلفة ممكنة، مع قابليته لتعديل المصادر التمويلية المكونة له .

✓ **القدرة على الوفاء بالديون:** فالمؤسسة ملزمة بالحفاظ على قدرتها للوفاء بالتزاماتها وتجنب الملاك مخاطر مالية إضافية.

✓ **الرقابة:** وتتم من خلال تقليل المخاطر لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة المؤسسة.

3- مكونات الهيكل المالي.

يتكون الهيكل المالي من الأموال الخاصة والديون.

✓ **الأموال الخاصة:** تتمثل في الأموال التي تخص المؤسسة وتملكها، ومن أهم مكوناتها رأس المال الصادر (الأسهم)، الأرباح المحتجزة والاحتياطيات، ويشير رأس المال الصادر إلى ضرب عدد الأسهم والقيمة الاسمية للسهم، ويتعلق بالمؤسسات المصدرة للأسهم بالبورصة.

✓ **الديون:** ويتم التمويل بالديون بموجب شروط وإجراءات تتحدد في ضوء توفر الأموال وعوائد الفرصة البديلة وبعد تقييم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها. وتنقسم الديون بدورها إلى ثلاثة أنواع، هي؛ ديون قصيرة الأجل، ديون متوسطة الأجل وديون طويلة الأجل.

فالديون قصيرة الأجل تمثل الموارد التمويلية التي يتم الحصول عليها لأجل قصير وهو في الغالب يقل عن السنة،⁽⁴⁾ وتنقسم إلى؛ الائتمان التجاري والقروض المصرفية، والديون قصيرة الأجل لا تتيح تدخلا أو تأثيرا من قبل الدائنين على الإدارة إلا أنها قد تهدد سلامة المؤسسة في حالة عدم توفر السيولة اللازمة لسداده عند استحقاقه.

أما **الديون متوسطة الأجل** فتتمدد مدتها من سنة إلى عشر سنوات، ولها عدة أنواع (القروض المصرفية، شراء الآلات والمعدات بالتقسيط، التمويل المحول بمعنى الحصول على الأصول بدون شرائها وذلك عن طريق استئجارها).

وتتراوح آجال استحقاق **الديون طويلة الأجل** من سنة إلى خمسة عشر سنة، لذا فهو يعد بمثابة التمويل الدائم للمؤسسة، ويضم السندات والقروض المصرفية طويلة الأجل.⁽⁵⁾

ثانيا: القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية.

تعد القيمة، من المفاهيم الصعبة وغير الواضحة لكون كل تخصص يحدد مفهومها من الزاوية التي ينظر إليها، كما يختلف تبعاً لطبيعة وأهداف الدراسة، حيث قد يستعمل بصفة عامة أو بصفة دقيقة.

ويمكن التعبير عن القيمة السوقية للمؤسسة، بالقيمة السوقية لأسهمها المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويتم تحديد القيمة السوقية للمؤسسة من خلال تحديد قيمة حملة أسهمها،⁽⁶⁾ وجرى العادة على استخدام سعر السوق للأسهم العادية كمقياس للثروة.⁽⁷⁾ وتمثل القيمة السوقية للأسهم في السعر السوقي للسهم الواحد مضروباً في عدد الأسهم، وهي عبارة عن القيمة الحالية للأرباح النقدية المتوقعة الحصول عليها من قبل المساهمين.⁽⁸⁾

ويتخذ سعر السهم في السوق أفضل مقياس متاح لقيمة المؤسسة، خاصة بالنسبة للمستثمرين الذين ليس لديهم معلومات داخلية عن المؤسسة.⁽⁹⁾

ثالثاً: النظريات المفسرة للعلاقة بين الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية وقيمتها السوقية.

تعددت النظريات والمداخل التي قامت بتفسير العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة بين المداخل في ظل السوق التام، ونظريات في ظل إسقاط فرضيات تحقق السوق التام.

1- مداخل العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل السوق التام.

اشتركت المداخل المفسرة للعلاقة في ظل السوق التام في مجموعة من الفرضيات أهمها:⁽¹⁰⁾

- ✓ عدم وجود ضرائب أو تكلفة الإفلاس ولا تكلفة إصدار أو تكلفة لبيع وشراء الأوراق المالية؛
- ✓ سياسة التوزيعات ثابتة لا تتغير وتقوم المؤسسة بتوزيع كافة الأرباح أي لا توجد أرباح محتجزة، ويهدف هذا الفرض إلى إبعاد أثر التمويل الذاتي على التحليل؛
- ✓ حجم الاستثمار ثابت لا يتغير ويعني ضمناً أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال ثابتة، غير أنه ليس هناك ما يمنع المؤسسة من تغيير الخليط الذي يتكون منه الهيكل ويهدف هذا الفرض إلى تبسيط التحليل مع عدم الإخلال بسلامته؛

✓ السندات التي تصدرها المؤسسة هي من النوع الدائم وهذا لا يمنع بالطبع من إعادة شرائها من السوق، ويهدف هذا الفرض إلى تيسير التحليل مع عدم الإخلال بسلامته؛

✓ القيمة المتوقعة لصافي ربح العمليات ثابتة لا تتغير من سنة لأخرى، كما أن توقعات المستثمرين متجانسة بشأن التوزيع الاحتمالي لصافي ربح العمليات ويهدف هذا الفرض إلى تيسير عملية التحليل.

وتتمثل هذه المداخل في؛ المدخل التقليدي، مدخل صافي الربح، مدخل صافي ربح العمليات والمدخل الأول لموديغلياني وميلر، ويأتي شرحها فيما يلي:

✓ **المدخل التقليدي:** يقر أصحاب هذا المدخل بوجود هيكل مالي أمثل ينشأ عن نقطة إقتراض مثلى تتحقق عند تشكيلة مميزة من الديون والأموال الخاصة تجعل التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل عند حدها الأدنى، لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى وذلك عند مستويات مميزة من الرفع المالي، إضافة إلى إرتفاع تكلفة التمويل الخاص مع كل زيادة في هذه المستويات وذلك نتيجة زيادة درجة الخطر المالي التي يتعرض لها الملاك. (11)

ووجهت لهذا المدخل عدة انتقادات منها؛ تجاهل الضرائب، تكاليف الإفلاس والمراقبة وتجاهل المخاطر المالية الناتجة عن الديون، وثبات معدل العائد المطلوب من المساهمين وهذا غير واقعي فالمساهمون لا ينتظرون المستوى الأقصى للديون للمطالبة بعلاوات المخاطرة تعويضهم عن الخسائر المحتملة. (12)

✓ **مدخل صافي الربح:** حسب مدخل صافي الربح إن إستمرار إرتفاع نسبة الرفع المالي في الهيكل المالي للمؤسسة يعني إستمرار انخفاض التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل (WACC) وإستمرار إرتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، ويعني ذلك من الناحية النظرية الوصول بنسبة الرفع المالي إلى 100% في المؤسسة ستكون التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى، ومن المنطق أن يتحقق ذلك عندما تعتمد المؤسسة كلياً على الديون فقط، رغم أن ذلك لا يسمح به من الناحية القانونية. (13)

وما يعاب على هذا المدخل إهماله للمخاطر المالية الناتجة عن زيادة نسبة الرفع المالي والتي تؤدي إلى إرتفاع تكلفة الديون وتكلفة التمويل الخاص.

✓ **مدخل صافي ربح العمليات:** مدخل صافي ربح العمليات يعارض وجود تأثير للهيكل المالي (لقرار التمويل) على قيمة المؤسسة، حيث يعتقد مؤيدوه أن قيمة المؤسسة مستقلة تماما على أي تغييرات في الهيكل المالي وأنها مستقلة أيضا عن تأثيرات التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل، كما أن هذه الأخيرة لا تتأثر بتغير نسبة الرفع المالي فهي ثابتة، ويشير المضمون العام لهذا المدخل أن المساهمون سيطلبون بزيادة معدل العائد نتيجة زيادة اعتماد المؤسسة على الديون، مما يقود إلى ارتفاع تكلفة التمويل المملاك (K_e) يعوضه الانخفاض في تكلفة الديون (K_{cd})، وهذا ما يؤدي إلى ثبات (WACC) وبذلك فقيمة المؤسسة لا تكون عرضة لأثر تغير تركيبة الهيكل المالي وتظل ثابتة. (14)

✓ **المدخل الأول لموديفلياني وميلر (M&M) في غياب الضرائب:** ويضم هذا المدخل إقتراحين هما:

الإقتراح الأول: مفاده أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة عن تشكيلة هيكلها المالي، حيث أن هذه القيمة لا ينبغي أن تقل أو تزيد عن القيمة السوقية لاستثماراتها سواء تم تمويلها بالديون أو بالأموال الخاصة، وتتحدد قيمة المؤسسة من خلال خصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يمثل معدل العائد المطلوب يتناسب مع درجة المخاطرة بالنسبة للشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة، وهذا يشير إلى أن القيمة السوقية للمؤسسة تمثل انعكاس لقرارات الاستثمار وتتعلق بفعالية هذه القرارات من حيث التوزيع بين استثمارات ثابتة واستثمارات متداولة ولا تتعلق بكيفية تمويل الاستثمارات أي ليس لها علاقة بقرارات التمويل. (15)

ويمكن التعبير عن القيمة السوقية للمؤسسة حسب هذا الاقتراح بالعلاقة الموالية: (16)

$$V_j = (S_j + D_j) = \frac{X_j \text{bar}}{P_K}$$

لأي مؤسسة j تنتمي لفئة المخاطرة K ، حيث أن:

V_j : القيمة السوقية للمؤسسة j ؛

S_j : القيمة السوقية للأموال الخاصة؛

D_j : القيمة السوقية لديون المؤسسة j ؛

X_jbar : ربح العمليات قبل اقتطاع الفوائد؛
 P_K : معدل العائد على الاستثمار في الأسهم بالنسبة للمؤسسة الممولة بالكامل
 بأموال المساهمين وتنتمي لفئة المخاطرة K .

وتعطي التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل حسب الاقتراح الأول بالصيغة الآتية: (17)

$$P_K = Wacc = \frac{X_jbar}{(S_j + D_j)} = \frac{X_jbar}{V_j}$$

من وجهة نظر مودigliاني وميلر أن عملية المراجعة تتحقق وفق فكرة الرفع المالي الشخصي، وتكون المراجعة بين مؤسستين (A) و (B) تنتمي لنفس المجموعة أي لهما نفس درجة المخاطرة وتختلفان فقط في تركيبة الهيكل المالي، حيث يفترض أن المؤسسة (A) تعتمد كلياً على الأموال الخاصة في تمويل استثماراتها، أما الأخرى فهي تمزج بين الديون والأموال الخاصة وبذلك فإن تكلفة التمويل تكون في (B) أقل من (A)، وهذا يدل على أن القيمة السوقية للمؤسسة (B) تكون أكبر من القيمة السوقية للمؤسسة (A). (18)

وإذا ما تمت عملية المراجعة فإن المستثمر سوف يحقق ذات العائد في المؤسسة المقترضة (B) ولكن بمقدار من الاستثمارات أقل، أو أنه يحقق عائد أكبر على ذات استثماراته السابقة.

ومن الإنتقادات الموجهة لهذا المدخل عدم وجود تكاليف للمعاملات، وإفترض تساوي معدل الفائدة على كل من الديون التي يحصل عليها المستثمر و المؤسسة وهذا يصعب تحقيقه إلى حد كبير. تماثل الرافعة المالية للمؤسسة والرافعة المالية الشخصية للمستثمر من حيث الآثار. (19)

للإقتراح الثاني: يشير الاقتراح الثاني إلى أن معدل العائد المطلوب لمؤسسة تعتمد على الديون يعادل معدل العائد المطلوب لمؤسسة أخرى مماثلة تنتمي لنفس فئة المخاطرة لكن لا تعتمد على الديون في التمويل مضافاً إليه عائداً إضافياً (علاوة المخاطرة) لتعويض المخاطرة المالية الناتجة عن الاقتراض. (20)

ويمكن التعبير عن هذا الاقتراح بالمعادلة الآتية: (21)

$$i_j = P_K + (P_K - r) \times \left(\frac{D_j}{S_j}\right)$$

حيث أن: i_j : معدل العائد على أسهم المؤسسة المقترضة وتنتمي لفئة المخاطرة K ،
 r : معدل الفائدة.

وأهم ما يستخلص أن؛ مدخل مودigliاني وميلر في غياب الضرائب يقوم على فكرة جوهرية أساسها أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها وهذا ما يفسر عدم تأثير الهيكل المالي للمؤسسة على قيمتها، وتتوقف قيمة استثمارات المؤسسة على العائد المتوقع منها ودرجة المخاطرة التي تتعرض لها.

2- مداخل العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل السوق غير التام.

من أبرز الانتقادات الموجهة للمداخل المعروضة في العنصر السابق هو عدم واقعية معظم الفرضيات التي قامت عليها، وهذا ما ترتب عليه ظهور عدة نظريات حاولت دراسة العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل وجود عدة عوامل (الضرائب، تكاليف الإصدار والمعاملات، تكاليف الإفلاس والوكالة).

✓ المدخل الثاني لمودigliاني وميلر في حالة وجود الضرائب: لقد اعتبر كلا من

مودigliاني وميلر حسب هذا المدخل، أي ظل وجود ضرائب على دخل المؤسسة أن القيمة السوقية للمؤسسة التي تعتمد على الديون في التمويل أعلى من القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة ولكن ممولة بالأموال الخاصة فقط، على أن لا يزيد الفرق أو يقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة، وإذا زاد أو نقص الفرق عن ذلك فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين المؤسستين. (22)

ويمكن التعبير عن قيمة المؤسسة (B) المستفيدة من المزايا الضريبية بالمعادلة التالية:

(23)

$$V_B = V_A + (D_B \times T)$$

وهذا ما عبر عنه (M&M 1963) وفق المعادلة: (24)

$$V_L = V_U + (D_L \times T)$$

حيث أن: V_L : قيمة المؤسسة المقترضة؛ V_U : قيمة المؤسسة الممولة بالأموال الخاصة بالكامل.

بمعنى أنه قيمة المؤسسة التي تعتمد على الديون تساوي قيمة المؤسسة الممولة بالأموال الخاصة فقط مضافا إليها قيمة الوفورات الضريبية للمؤسسة المقترضة. وتعطى قيمة الوفورات الضريبية بالعلاقة الموالية: (25)

$$\text{الوفر الضريبي} = K_d \times D \times T$$

حيث أن: T: معدل الضريبة على أرباح المؤسسة، K_d : معدل تكلفة الديون،
D: ديون المؤسسة.

لقد أهمل كل من مودigliاني وميلر، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة واعتبرا أن أثرهما صغير جدا على تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة، ولكن في الواقع قد يترتب على الديون عواقب وخيمة.

✓ **مدخل نظرية التوازن:** نظرية التوازن من أعمال Myers (1984) وقد عرفت مرحلتين، حيث أنه في المرحلة الأولى تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس على نموذج مودigliاني وميلر وخلصت إلى تحديد معدل استدانة أمثل، وفي المرحلة الثانية والتي عرفت تعديلا حيث تم أخذ في الاعتبار تكلفة الوكالة.

لـ **تكلفة الإفلاس وقيمة المؤسسة:** يترتب على عدم قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها في مواعيد استحقاقها تحمل المؤسسة لجملة من التكاليف تعرف باسم تكلفة الإفلاس، والتي تتضمن أساسا التكاليف القانونية والإدارية التي تصاحب عملية الإفلاس، والانخفاض المحتمل في كل من قيمة الأصول والأرباح نتيجة لانخفاض كفاءة عمليات المؤسسة قبل وقوع الإفلاس. (26) وتتكون تكاليف الإفلاس من مجموعتين: تكاليف مباشرة (تكاليف إدارية، تكاليف مالية...) وتكاليف غير مباشرة كتكاليف ضياع الفرصة. (27)

وحسب ما أشار إليه Baxter (1967) أن الوضعية التي تكون فيها عملية تحديد الهيكل المالي الأمثل على مستوى المؤسسة توازن بين الامتيازات الضريبية للديون والتكاليف التي قد تتجم عن أي حالة إفلاس ممكنة، حيث تزداد أهمية التكاليف كلما قل حجم المؤسسة. (28)

ويترتب عن مخاطر الإفلاس زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وديون المؤسسة، مما سيرفع من ارتفاع تكلفة التمويل المرجحة وانخفاض القيمة

السوقية للمؤسسة، وتحدد نسبة الاقتراض المثلى بالنقطة التي تكون عندها تكلفة الإفلاس في حدها الأدنى وقيمة المؤسسة في حدها الأقصى.⁽²⁹⁾

للم تكلفة الوكالة وقيمة المؤسسة: تقوم نظرية الوكالة على العلاقة التي

تتشأ بين طرفين هما: الموكل والوكيل، وتحدد هذه الوكالة وفق شروط عقد يكلف الموكل بموجبها الوكيل بالقيام بأنشطة معينة لصالحه كما يفوضه باتخاذ القرارات نيابة عنه، وتصف هذه النظرية المؤسسة على أنها مجموعة من العلاقات التعاقدية بين الأطراف ذوي المصالح فيها.⁽³⁰⁾ وقد أرست مقالات (Jensen & Meckling 1976) قواعد نظرية الوكالة التي تستند حول ترشيد سلوك المسيرين، حيث تتبنى أطراف علاقة الوكالة سلوكاً انتهازيًا فهم يبحثون عن الاستفادة من نقاط الضعف والثغرات في العقود، وينشئ هذا السلوك الانتهازي ما يعرف بتكاليف الوكالة.⁽³¹⁾ كما تصنف تكاليف الوكالة إلى ثلاثة أنواع تتمثل في؛ تكاليف المراقبة، تكلفة التعهد والالتزام والتكاليف الباقية.⁽³²⁾

ويمكن التمييز بين نوعين أساسيين من علاقات الوكالة، هما؛ علاقة الوكالة القائمة بين المساهمين والمسيرين، وعلاقة الوكالة القائمة بين المساهمين والمسيرين من جهة والمقرضين من جهة أخرى.

إن ما يميز نظرية الوكالة، هو أنها ترفض فرضية تطابق المصالح بين كل الأطراف في المؤسسة، وبذلك فهي تقترح إدارة هذه التناقضات بشكل أمثل خاصة بواسطة القرارات المالية المناسبة، فالهيكل المالي الأمثل في ظل تكلفة الوكالة يسمح بحل تنازع المصالح، ويسمح بتعظيم القيمة الإجمالية للمؤسسة عن طريق التقليل من التضارب في المصالح بين المساهمين والمسيرين من جهة، وبين المساهمين والمقرضين من جهة أخرى، وتدنية تكاليف الديون بشكل أمثل، مع الأخذ بعين الاعتبار تكاليف وكالة الأموال الخاصة ووكالة الديون.⁽³³⁾

إلا أنه، وبالرغم من أن نظرية التوازن أخذت بالحسبان متغيرات جديدة مهمة تتمثل في تكلفة الإفلاس والوكالة، غير أنها لم تخلو من عيوب، ومن بين أهم هذه العيوب، عدم تقدير نسبة الاقتراض المثلى بدقة المرتبطة بالموازنة بين تكاليف الإفلاس والوكالة

والوفورات الضريبية، وهذا أدى إلى بروز نظريات حديثة حاولت تجاوز عيوب النظرية السابقة.

رابعاً: النظريات الحديثة لتفسير العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة.

من أهم النظريات الحديثة لتفسي العلاقة بين الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية وقيمتها السوقية؛ نظرية ترتيب مصادر التمويل وتسمى أيضاً بنظرية الالتقاط لمصادر التمويل، نظرية عدم تماثل المعلومات ونظرية الإشارة.

1- نظرية ترتيب مصادر التمويل (نظرية الالتقاط).

بدأت نظرية ترتيب مصادر التمويل مع عدم تماثل المعلومات بمعنى أن المسيرين يملكون معلومات حول قيم مؤسساتهم والمخاطر أكثر من المستثمرين الخارجيين،⁽³⁴⁾ وتبلورت هذه النظرية على يد Myers في الثمانينات، حيث يتلخص مضمونها حول ترتيب وتصنيف مصادر التمويل حسب أفضليتها، وتتشكل هذه النظرية من النماذج التالية:

✓ **نموذج Myers (1984):** يتضمن خيارات التمويل وتشكيل الهيكل المالي، حيث يستند النموذج إلى أن المؤسسة تفضل الاعتماد على التمويل الداخلي، وإذا كان لا بد اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجي فإنه يفضل البدء بالديون، ثم التمويل بالسندات القابلة للتحويل للأسهم ثم إصدار الأسهم كآخر بديل للتمويل.⁽³⁵⁾

✓ **نموذج Williamson (1988):** تضمن النموذج تكلفة المعاملات وتكلفة الوكالة حيث تم اعتبار أنه يتم التعامل مع الديون والأموال الخاصة ليس كمجرد أدوات مالية للتمويل،⁽³⁶⁾ وحسب Williamson فإن درجة خصوصية الأصل المراد تمويله يلعب دوراً هاماً في اختيار نوع مصدر التمويل الذي يتم اللجوء إليه، حيث أنه عندما يتعلق الأمر بتمويل أصل خاص، فمن الأفضل الاعتماد على التمويل بالأسهم عن طريق إصدار حجم مقبول من الأسهم، فمثلاً إذا كان الاستثمار الخاص هو مشروع بحث وتطوير، يكون ذلك مقبولاً أكثر من قبل المساهمين أكثر منه من قبل المقرضين باعتبار أنه لا يولد العوائد المنتظر في المواعيد المحددة، أما إذا تعلق الأمر بتمويل أصول غير خاصة، تكون الديون أكثر ملائمة من باقي مصادر التمويل، على اعتبار أن الاستثمار في هذه الأصول سيولد عوائد منتظمة تتماشى مع مواعيد سداد الفوائد والديون.⁽³⁷⁾

✓ نموذج Myers (1990): حسب هذا النموذج حاول Myers معالجة مختلف القرارات المالية التي تستخدمها المؤسسة على المدى البعيد وذلك تحت فرضية أن المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة المؤسسة، حيث من أجل تمويل الاستثمارات تفضل المؤسسة الاحتفاظ بالأرباح بدلا من اللجوء إلى سياسة زيادة رأس المال التي تفرض توزيع مكافآت رأس المال الإضافية، وبذلك وفقا للنموذج تم ترتيب مصادر التمويل كالتالي: التمويل الذاتي ثم زيادة رأس المال وأخيرا الاستدانة. (38)

2- نظرية عدم تماثل المعلومات.

عدم تماثل المعلومات يقصد بها عدم المساواة في كمية ونوعية المعلومات المتحصل عليها بين الأطراف المتعاقدة أي أنه يمكن لأحد الأطراف أن يكتسب معلومات ليست في حوزة الآخر وقد يستغلها لتحقيق مصالحه الشخصية، ويعد Akerlof أول من أشار لهذه النظرية من خلال الدراسة التي قام بها في سوق السيارات سنة 1970. (39)

وتلخص هذه النظرية بأن التمويل بالديون أفضل بكثير من التمويل بالأسهم، وليس بسبب الوفورات الضريبية على فوائد الديون، ولكن بسبب التأثير السلبي لإصدار الأسهم العادية على المساهمين القدامى، فإصدار أسهم عادية لا ينبغي أن يكون إلا في حالة وجود فرصة استثمارية غير عادية لا ينبغي تفويتها، أو عندما تترك الإدارة أن مستقبل المؤسسة غير مطمئن أو أن إصدار أسهم جديدة سيكون في صالح المساهمين الحاليين، وتقضي هذه النظرية بالاعتماد على الأرباح المحتجزة في التمويل قبل اللجوء للديون، وإن تم اللجوء إلى الديون فلا ينبغي أن يصل إلى النقطة التي توصي بها نظرية التوازن وذلك للإبقاء على طاقة إقتراضية احتياطية يمكن استخدامها في الظروف الطارئة حتى لا تضطر المؤسسة إلى استخدام البديل غير المرغوب فيه المتمثل في إصدار أسهم عادية جديدة. (40)

3- نظرية الإشارة.

يعود الفضل في ظهور هذه النظرية إلى (Ross) عام 1977م وتقوم على فكرة عدم تماثل المعلومات في الأسواق. تتلخص أهم فرضيات هذه النظرية فيما يلي:
✓ تنطلق نظرية الإشارة من أن المسيرين في المؤسسات الأحسن أداء بإمكانهم إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن المؤسسات الأخرى أقل منها أداء، وينبغي أن تكون هذه الإشارات من الصعب تقليدها من المؤسسات ذات الأداء الضعيف؛

- ✓ نظرية الإشارة تستند إلى فكرتين أساسيتين وهما: نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات حيث أنه يمكن للمسيرين في المؤسسة تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين، وفي حالة ما إذا كانت المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع فإنها لا تدرك ولا تفهم بنفس الطريقة؛⁽⁴¹⁾
- ✓ تكون تلك الإشارات إما كوصف لتكلفة التمويل، سياسة توزيعات الأرباح أو إعادة شراء الأسهم أو إصدار سندات، والتي تعتبر كدليل على قدرة المؤسسة على توليد السيولة؛
- ✓ المستثمر رشيد حيث أنه يستقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك فهو يتساءل أولاً عن الفائدة التي تهدف إليها جهة الإشارة، ويحاول فهم صورة الأعضاء المسيرين للمؤسسة وسياساتهم في الاتصال، كما يراعي مراقبة وحكم السلطات البورصية في حالة نشر معلومات غير صحيحة.⁽⁴²⁾

III المحور الثاني: دراسة قياسية لحالة ديون مجمع صيدال الجزائري خلال الفترة 1999 - 2014.

أنشئ المجمع الصناعي صيدال سنة 1982 عقب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية، وقد استفادت في هذا الإطار من نقل مصانع الحراش والدار البيضاء وجسر قسنطينة، كما حوّل إليها في 1988، مركب المضادات الحيوية للمدية الذي كان على وشك الانتهاء من قبل الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية.

وتعرف صيدال بأنها، مؤسسة ذات أسهم برأسمال قدره 2.500.000.000 دينار جزائري، 80% من رأسمالها ملك للدولة، والـ 20% المتبقية قد تم التنازل عنها في سنة 1999 عن طريق البورصة للمستثمرين من المؤسسات والأشخاص، وتكمن مهمة صيدال في تطوير، إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية الموجهة للاستهلاك البشري.⁽⁴³⁾

أولاً: تحليل الهيكل المالي لمجمع صيدال خلال الفترة (2011-2014).

يتضمن الهيكل المالي لمجمع صيدال العناصر التالية:

1- الأموال الخاصة.

تتكون الأموال الخاصة للمجمع حسب النظام المحاسبي المالي من؛ رأس المال الصادر، علاوات واحتياطات، فرق إعادة التقدير، فارق المعادلة، النتيجة الصافية، رؤوس الأموال الخاصة الأخرى والفوائد ذات الأقلية.

من (الملحق رقم: 01) يتبين أن، الأموال الخاصة عرفت نمواً خلال الفترة (2011-2014)، وبلغت نسبة النمو بين 6,89% سنة 2012 مقارنة بسنة 2011، و13,57% سنة 2013 مقارنة بسنة 2012، ويرجع سبب هذا الارتفاع أساساً إلى وجود ما يسمى بفارق المعادلة لسنة 2013 وانعدامه سنة 2012، إضافة إلى ارتفاع باقي مكونات الأموال الخاصة، ماعدا فرق إعادة التقدير الذي انخفض من 645898000 دج سنة 2012 إلى 435055000 دج سنة 2013، أما في سنة 2014 فكانت نسبة النمو 5,03%، حيث ارتفعت كذلك كل مكونات الأموال الخاصة لسنة 2014 مقارنة بسنة 2013، ماعدا انخفاض فرق إعادة التقدير والنتيجة الصافية.

وبالنسبة لرأس المال الاجتماعي للمجمع فهو تميز بالثبات خلال فترة (2011-2014)، ويتكون رأس المال الاجتماعي للمجمع من 10000000 ملايين سهم عادي، حيث أن 80% منه هي ملك للدولة، ونسبة 20% منه يملكها المساهمون، وتقدر القيمة الاسمية للسهم ب 250 دج.

وقد منح المجمع أهمية للاحتياطيات، حيث شهدت ارتفاعاً مستمراً خلال الفترة (2011-2014)، وكانت أعلى نسبة نمو للاحتياطيات سنة 2014، وهي 19,75% مقارنة بسنة 2013، وتعتبر الاحتياطيات من أهم أسباب ارتفاع الأموال الخاصة خلال هذه الفترة، فهي مثلت نسبة 54,02% من مجموع الأموال الخاصة سنة 2011، كما مثلت الاحتياطيات نسبة 59,45% من مجموع الأموال الخاصة سنة 2012، وفي سنة 2013 بلغت الاحتياطيات نسبة 56,25% من مجموع الأموال الخاصة، أما في سنة 2014 فقد مثلت 64,14% من مجموع الأموال الخاصة، وهذا ما يؤكد أن الاحتياطيات تعد من أهم المكونات التي ساهمت في ارتفاع مقدار الأموال الخاصة للمجمع.

2- الخصوم غير الجارية.

تعتبر الخصوم غير الجارية عن مجموع الديون الطويلة الأجل، والتي تسدد بعد مدة تفوق السنة، وحسب النظام المحاسبي المالي، فإن الخصوم غير الجارية تتضمن؛ قروض وديون مالية، ضرائب مؤجلة، ديون أخرى جارية والمؤونات والمنتجات المحسوبة مسبقاً.

يتضح من (الملحق رقم: 02) أن، الخصوم غير الجارية للمجمع ارتفعت سنة 2012 بنسبة 10,44% مقارنة بسنة 2011، نظراً لارتفاع قيمة كل مكونات الخصوم غير الجارية، وفي سنة 2013 انخفضت الخصوم غير الجارية بنسبة 21,02% مقارنة بسنة

2012، بالرغم من ارتفاع القروض والديون المالية، ووجود ديون أخرى غير جارية، ويعود سبب هذا الانخفاض أساسا إلى انخفاض قيمة المؤنات والمنتجات المحسوبة مسبقا، من 4129700000 دج سنة 2012 إلى 1351120000 دج سنة 2013، وتسديد المجمع لجزء من الضرائب المؤجلة، أما في سنة 2014 فقد عرفت الخصوم غير الجارية ارتفاعا بنسبة معتبرة 69,5% مقارنة بسنة 2013، حيث ارتفعت كل مكونات الخصوم غير الجارية خاصة الديون الأخرى غير الجارية، فهي زادت من 493645000 دج سنة 2013 إلى 3456705000 دج سنة 2014.

وبما أن الخصوم غير الجارية يعتمد عليها المجمع في تمويل الأصول غير الجارية، فيمكن تفسير ارتفاع الخصوم الجارية خلال سنتي 2012 و2014، إلى زيادة المجمع لأصوله غير الجارية الذي يتضمن زيادة الاستثمارات الثابتة للمجمع بغرض رفع الطاقة الإنتاجية حسب متطلبات السوق، وبالنسبة لسنة 2013، فإن الخصوم غير الجارية يرجع لقيام المجمع بتسديد جزء من الضرائب المؤجلة، وانخفاض قيمة المؤنات والمنتجات المحسوبة مسبقا بنسبة كبيرة.

3- الخصوم الجارية.

الخصوم الجارية هي الديون قصيرة الأجل والتي تستحق خلال سنة واحدة، وتتكون الخصوم الجارية وفق النظام المحاسبي المالي من؛ الموردون والحسابات الملحقة، ضرائب، ديون أخرى وخزينة الخصوم.

حسب (الملحق رقم: 03) فإن الخصوم الجارية، والتي تمثل الديون قصيرة الأجل للمجمع، والمتعلقة بدورة الاستغلال، عرفت ارتفاعا بنسبة 15,41% سنة 2012 مقارنة بسنة 2011، وهذا يعود إلى ارتفاع كل مكونات الخصوم الجارية، في حين انخفضت الخصوم الجارية سنة 2013 بنسبة 6,61% مقارنة بسنة 2012، نظرا لانخفاض قيمة كل من الموردون والحسابات الملحقة وخزينة الخصوم، ويفسر ذلك بقيام المجمع بتسديد الموردون، وأيضا في سنة 2014 انخفضت الخصوم الجارية بنسبة معتبرة نوعا ما 33,98% مقارنة بسنة 2013، حيث انخفضت قيمة كل مكونات الخصوم الجارية ماعدا قيمة الموردون والحسابات الملحقة التي ارتفعت من 1227878 دج سنة 2013 إلى 1464434 دج، وانخفاض قيمة الخصوم الجارية يدل على أن المجمع قام بتسديد جزء منها في سنة 2014.

ثانياً: تحليل تطور متغيرات الدراسة في مجمع صيدال خلال الفترة (2011-2014).

يتمثل المتغير المستقل للدراسة في الهيكل المالي لمجمع صيدال ممثلاً بنسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة، أما المتغير التابع فيتمثل في القيمة السوقية للمجمع ممثلة بالسعر السوقي لسهم المجمع في بورصة الجزائر.

من (الملحق رقم: 04)، يتضح أنه خلال الفترة (2011-2014) ارتفعت نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة من 0,98 سنة 2011 إلى 1,03 سنة 2012، ثم انخفضت النسبة إلى 0,8 سنة 2013 واستمرت بالانخفاض إلى 0,79 سنة 2014. كما يبين نفس الجدول تغيرات السعر السوقي لسهم المجمع أن أسعار الإغلاق السوقية للسهم عرفت انخفاضاً خلال سنة 2012 مقارنة بسعر الإغلاق لسنة 2011 بنسبة 13,29%، وانخفاضاً بنسبة 27,42% سنة 2013 مقارنة بسعر الإغلاق لسنة 2012، ثم ارتفع السعر السوقي لسهم المجمع بنسبة 24,44% سنة 2014 مقارنة بسعر الإغلاق لسنة 2013.

ثالثاً: تقدير واختبار النموذج.

لاختبار مدى صحة الفرضيات المطروحة سابقاً، يتم تكوين عدة نماذج قياسية تضم متغيرات الدراسة، وذلك بالاعتماد على برنامج Eviews9.

1- تقدير النموذج.

باستخدام اختبار سنيودنت تم الحصول على نموذج واحد للدراسة، يشتمل هذا النموذج على المتغيرات التالية:

Y : السعر السوقي لسهم المجمع؛

X_1 : نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة.

ويوضح (الملحق رقم: 04) البيانات الإحصائية للمتغيرين خلال الفترة (1999-2014)، بعد معالجتها بالاعتماد على برنامج Eviews 9، تم تشكيل النموذج الإحصائي للدراسة وفق ما يوضحه (الملحق رقم: 05)، والذي يحمل الشكل التالي:

$$Y_i = 877,4 - 350,78X_1 + \varepsilon_i$$

من نفس (الملحق رقم: 05) يتضح أن، قيمة معامل التحديد $R^2 = 40,09\%$ ، ومنه فالقدرة التفسيرية لهذا النموذج مقبولة إلى حد ما، كما أن هذه القيمة تفيد بأن النموذج يفسر $40,09\%$ من التغيرات في السعر السوقي لسهم المجمع.

2- الاختبار الإحصائي للنموذج.

يتم اختبار نموذج الدراسة إحصائياً من خلال:

✓ اختبار المعنوية الإحصائية لمعاملات النموذج المقدرة.

تم اختبار المعنوية الإحصائية لمعاملات الانحدار المقدرة باستخدام اختبار

ستيودنت t ، ويمكن عرض فروض هذا الاختبار كالتالي:

$$\text{بالنسبة لـ: } (\beta_0) \quad H_0: \beta_0 = 0 \quad H_1: \beta_0 \neq 0$$

$$\text{بالنسبة لـ: } (\beta_1) \quad H_0: \beta_1 = 0 \quad H_1: \beta_1 \neq 0$$

وكانت نتائج اختبار ستيودنت وفقاً لما هو موضح في (الملحق رقم: 05) كالتالي:

✓ قيمة الاحتمال للمعامل الثابت β_0 هي: $0,0000$ وهي قيمة أقل من

مستوى المعنوية 5% ، وبذلك فإن المعامل الثابت β_0 ذو دلالة ومعنوية

إحصائية، وعليه ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة H_1 ؛

✓ بالنسبة لمعامل النموذج β_1 قيمة الاحتمال هي $0,0085$ وهي أقل من

مستوى المعنوية 5% ، ومنه فإن المعامل β_1 لديه دلالة ومعنوية

إحصائية، وبذلك ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة H_1 .

✓ اختبار المعنوية الكلية للنموذج.

تم اختبار المعنوية الكلية للنموذج باستخدام اختبار فيشر F ، ويمكن عرض فروض هذا

الاختبار كما يلي:

- $H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0$

- يوجد معامل واحد على الأقل لا يساوي الصفر: H_1

وكانت نتائج اختبار فيشر F ، وفقاً لما هو موضح في (الملحق رقم: 05) أن، قيمة

الاحتمال هي $F\text{-statistic} = 0,008461$ ، هذه القيمة تختلف عن الصفر وأقل من

مستوى المعنوية 5% ، ومنه فإن النموذج له دلالة ومعنوية إحصائية كلية، وبذلك ترفض

فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة H_1 .

بعد تحليل معنوية معاملات النموذج المقدرة ومن النتائج المتوصل إليها من خلال اختبار ستيودنت واختبار فيشر، سيتم تحليل الانحدار الخاص بالنموذج.

3- تحليل الانحدار الخاص بالنموذج.

لتحليل الانحدار سيتم القيام بعدة اختبارات بواسطة برنامج Eviews 9، تتمثل هذه الاختبارات في؛ اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي، اختبار استقلالية البواقي، اختبار تجانس التباين، اختبار التعدد الخطي واختبار استقرارية معاملات النموذج.

✓ اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج.

يعد اختبار Jarque-Bera من أشهر وأهم اختبارات مدى توزيع البواقي طبيعياً، ومن (الملحق رقم: 09) يتضح أن القيمة الاحتمالية: $Pro=0.49 > 5\%$ ، ومنه فإن البواقي موزعة توزيعاً طبيعياً.

✓ اختبار استقلالية بواقي النموذج.

يعرف هذا الاختبار أيضاً باختبار الارتباط الذاتي للبواقي، وقد تم باستخدام اختبار داربين واتسون، حيث كانت نتائج الاختبار كما يلي:

لـ استخراج قيمة الحدين d_L ، d_U من جدول واتسون، وهي كالتالي:

$$d_L=1,10, d_U=1,37$$

لـ حساب قيمة إحصائية واتسون، حسب (الملحق رقم: 05) فهي تساوي:

$$DW= 1,52$$

لـ بمطابقة هذه القيم مع مناطق القبول والرفض لاختبار Durbin-

Watson التالية:

$$d_U > DW > 4 - d_U \text{ بالتطبيق نجد: } 1,10 > DW > 2,63 \text{ وهي محققة، وبذلك}$$

فإن بواقي النموذج مستقلة بمعنى أنه لا يوجد ارتباط ذاتي بين البواقي.

✓ اختبار تجانس التباين.

لاختبار مدى تجانس التباين، تم استخدام اختبار White، وكانت النتائج حسب

(الملحق رقم: 05) كما يلي:

$$\text{ProbabilityF - statistic} = 0,1768 > 5\%$$

$$\text{ProbabilityObs * R - squared} = 0,1538 > 5\%$$

وهذا ما يدل على تجانس تباين بواقي النموذج.

✓ اختبار التعدد الخطي.

للحكم على وجود تعدد خطي من عدمه، تم استخدام معامل تضخم التباين VIF، وكانت النتيجة حسب (الملحق رقم:07) أن: $Centred VIF=1 < 5$ ، وهذا ما يبين عدم وجود تعدد خطي.

✓ اختبار استقرار معاملات النموذج.

في هذا الاختبار سيتم اختيار السنة التي تكون فيها قيمة المتغير التابع (السعر السوقي لسهم المجمع) مرتفعة بنسبة أعلى مقارنة مع قيمة هذا المتغير عبر باقي السنوات، حيث تم اختيار سنة 2011 من السلسلة الزمنية للدراسة، وكانت نتيجة الاختبار حسب (الملحق رقم:08) أن:

$$ProbabilityF - statistic = 0,1441 > \%5$$

ومنه فمعاملات النموذج مستقرة.

خلاصة ما سبق، أن نتائج اختبارات تحليل الانحدار تثبت بأن النموذج مقبول من الناحية القياسية، ومنه القول بأن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل للدراسة والمتغير التابع.

IV خاتمة (نتائج وتوصيات):

من خلال هذه الدراسة، تبين أنه ومنذ فترة غابرة في الزمن حاول العديد من الدارسين والباحثين إيجاد العلاقة بين مختلف عناصر الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية والقيمة السوقية لها، مع محاولة تحديد أكثر هذه العناصر تأثيراً على القيمة السوقية واتجاه هذا الأثر، هذا من الجانب النظري.

أما الجانب التطبيقي، فقد تبين أن الهيكل المالي لمجمع صيدال، يمكن أن يدخل في تفسير التغيرات التي تطرأ على القيمة السوقية لذات المجمع، كما تبين وجود علاقة عكسية بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة والسعر السوقي لسهم المجمع. ومنه يمكن الحكم:

✓ بصحة الفرضية الأولى للدراسة، والتي مفادها؛ لقد منحت النظريات التي اهتمت بدراسة العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة أهمية بالغة للديون، وذلك لاتجاه أغلب النظريات الحديثة إلى منح أهمية معتبرة للديون والضرائب في تحديد وتفسير العلاقة بين الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية وقيمتها السوقية؛

✓ عدم صحة الفرضية الثانية للدراسة، والتي مفادها؛ يتوقع وجود علاقة طردية بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة الموجودة في الهيكل المالي كمتغير مستقل والقيمة السوقية لمجمع صيدال الجزائري كمتغير تابع، حيث تبين من خلال الدراسة القياسية إلى أن العلاقة التي تربط المتغير المستقل للدراسة بالمتغير التابع علاقة عكسية (لوجود إشارة سالبة أمام المتغير المستقل في نموذج الدراسة)، وليست علاقة طردية.

V الملاحق:

الملحق رقم (01) : حجم الأموال الخاصة لمجمع صيدال (2011-2014)

الوحدة:1000دج

البيان	2011	2012	2013	2014
رأس المال الصادر (الاجتماعي)	2500000	2500000	2500000	2500000
علاوات واحتياطات	7452913	8767303	9421690	11282665
فرق إعادة التقدير	900905	645898	435055	218627
فارق المعادلة	/	/	556004	778627
نتيجة صافية	2060480	1965160	2658147	1477751
رؤوس الأموال الخاصة الاخرى	116850	28874	319161	371301
الفوائد ذات الأقلية	764331	839268	858376	961690
المجموع	13795482	14746506	16748436	17590664
نسبة النمو	/	6,89%	13,57%	5,03%

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

الملحق رقم (02) : حجم الخصوم غير الجارية لمجمع صيدال (2011-2014)

الوحدة:1000دج

البيان	2011	2012	2013	2014
قروض وديون مالية	1595341	1851741	2911046	3383163
ضرائب (مؤجلة ومرصود لها)	264218	359962	252388	267823
ديون أخرى غير جارية	/	/	493645	3456705
مؤونات ومنتجات محسوبة مسبقا	3882241	4129700	1351120	1381034
مجموع الخصوم غير الجارية	5741800	6341404	5008200	8488726
نسبة النمو	/	10,44%	-21,02%	69,5%

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

الملحق رقم (03) : حجم الخصوم الجارية لمجمع صيدال (2011-2014)

الوحدة: 1000 دج

2014	2013	2012	2011	البيان
1460434	1227878	3250392	3168135	الموردون والحسابات الملحقة
363939	564464	551586	473910	ضرائب
3055762	5818577	3662731	2943656	ديون أخرى
628175	732016	1468524	1154985	خزينة الخصوم
5508313	8342936	8933235	7740687	مجموع الخصوم الجارية
%-33,98	%-6,61	%15,41	/	نسبة النمو

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

الملحق رقم (04) : البيانات الإحصائية لمتغيرات الدراسة في مجمع صيدال (1999-
2014)

المتغير التابع (السعر السوقي للسهم)	المتغير المستقل (نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة)	السنوات
765	0,51	1999
780	0,70	2000
510	0,79	2001
430	1,03	2002
380	1,14	2003
345	1,21	2004
360	1,40	2005
440	1,33	2006
400	1,30	2007
380	1,39	2008
385	1,08	2009
520	1,4	2010
715	0,98	2011
620	1,03	2012
450	0,8	2013
560	0,79	2014

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على: www.saidalgroup.dz www.sgbv.dz

الملحق رقم (05) : تقدير واختبار النموذج.

$$Y_i = 877,4 - 350,78X_1 + \varepsilon_i$$

Dependent Variable: Y

Method: Least Squares

Date: 11/28/16 Time: 19:11

Sample: 1999 2014

Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	-350.7855	114.5940	-3.061116	0.0085
C	877.4020	125.9166	6.968122	0.0000
R-squared	0.400953	Meandependent var		502.5000
Adjusted R-squared	0.358163	S.D. dependent var		146.0365
S.E. of regression	116.9967	Akaike info criterion		12.47864
Sumsquaredresid	191635.3	Schwarz criterion		12.57521
Log likelihood	-97.82910	Hannan-Quinn criter.		12.48358
F-statistic	9.370434	Durbin-Watson stat		1.523014
Prob(F-statistic)	0.008461			

المصدر: مخرجات برنامج: Eviews 9.

الملحق رقم (06) : نتائج اختبار تجانس التباين.

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.985894	Prob. F(2,13)	0.1768
Obs*R-squared	3.744367	Prob. Chi-Square(2)	0.1538
Scaled explained SS	1.749802	Prob. Chi-Square(2)	0.4169

المصدر: مخرجات برنامج: Eviews 9.

الملحق رقم (07) : نتائج اختبار التعدد الخطي.

Variance Inflation Factors
Date: 11/28/16 Time: 19:31
Sample: 1999 2014
Included observations: 16

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
X1	13131.78	18.53268	1.000000
C	15854.98	18.53268	NA

المصدر: مخرجات برنامج: Eviews 9.

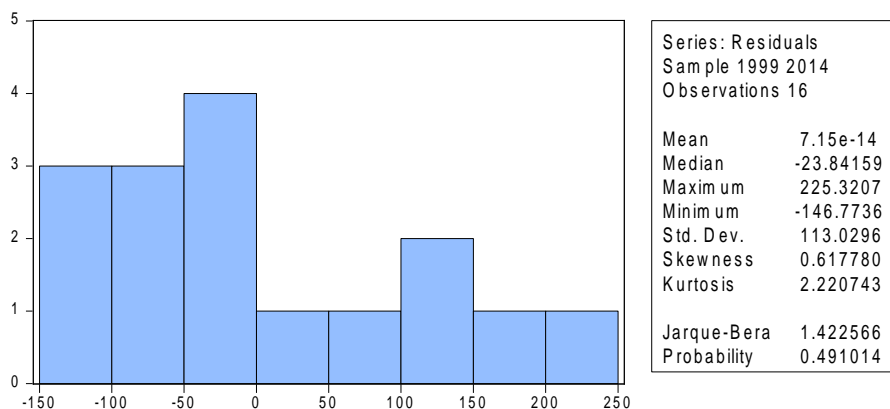
الملحق رقم (08) : نتائج اختبار استقرار معاملات النموذج.

Chow Breakpoint Test: 2011
NullHypothesis: No breaks atspecifiedbreakpoints
Varyingregressors: All equation variables
Equation Sample: 1999 2014

F-statistic	2.286241	Prob. F(2,12)	0.1441
Log likelihood ratio	5.165392	Prob. Chi-Square(2)	0.0756
Wald Statistic	4.572482	Prob. Chi-Square(2)	0.1016

المصدر: مخرجات برنامج: Eviews 9.

الملحق رقم (09) : نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج.



المصدر: مخرجات برنامج: Eviews 9.

VI الإحالات والمراجع:

- (1) عدنان تايه النعيمي وارشاد فؤاد التميمي، المالية المتقدمة، دار اليازوري، الأردن، 2009، ص. 349.
- (2) عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشنة، أساسيات في المالية، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص. 138.
- (3) سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 2006، ص. 217.
- (4) فليح حسن خلف، أساسيات دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2012، ص. 238.
- (5) محمود احمد فياض، مبادئ الإدارة (وظائف المنظمة)، دار صفاء، الأردن، 2010، ص. 185، 186.

- (6) ريم محسن خضير، أثر حوكمة الشركات في القيمة السوقية لأسهم رأس المال في الشركات المصرفية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، كلية العلوم والاقتصاد، جامعة بابل، العدد: 32، 2012، ص. 304.
- (7) حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مؤسسة الوراق، الأردن، 2011، ص. 260.
- (8) مفلح محمد عقل، مقدمة في المالية، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2008، ص. 50.
- (9) سليمان أبو صباحا، الإدارة المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2009، ص. 47.
- (10) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر - المكتب العربي الحديث، مصر، 2008، ص. 621، 622.
- (11) حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، الأردن، 2008، ص. 775.
- (12) إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي - الإدارة المالية - الجزء الثاني، دار وائل، الأردن، 2011، ص. 289.
- (13) حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص. 763.
- (14) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص. 638-641.
- (15) حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص. 790.
- (16) Franco Modigliani & Merton H. Miller, The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, The American economic review, Volume : 48, N : 03, June 1958 , P. 268, pdf.
- (17) Idem.
- (18) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية... مرجع سابق، ص. 634، 635.
- (19) ياسين ضيف، تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة، دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي (2009-2012) مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص مالية كمية، جامعة ورقلة، 2014/2015، غير منشورة، ص. 27، 28.
- (20) نفس المرجع السابق، ص. 25.
- (21) Franco Modigliani & Merton H. Miller, Op-cit, P. 271.
- (22) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر - مرجع سابق، ص. 639.

- (23) إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي...، مرجع سابق، ص. 407.
- (24) Franco Modigliani & Merton H. Miller, Corporate income taxes and the cost of capital –A correction–, The American Economic Review, P. 436, Pdf .
- (25) محمد شعبان، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية – دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال– مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البويرة، 2010/2009، ص. 64.
- (26) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية... مرجع سابق، ص. 667.
- (27) أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية – مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد صناعي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2012/2011، غير منشورة، ص. 29.
- (28) إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي... مرجع سابق، ص. 414.
- (29) مليكة زغيب وسفيان دلفوف، تأثير الإقتراض على القيمة السوقية للمنشأة – دراسة حالة مجمع صيدال– مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، العدد: 12، 2012، ص. 299.
- (30) مؤيد محمد علي الفضل ونوال حربي راضي، العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة في ظل نظرية الوكالة– دراسة حالة في الأردن– مجلة القادسية للعلوم الإدارية والإقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، المجلد 12، العدد 04، 2010، ص. 130.
- (31) مهدي شرقي، مراقبة المديرين التنفيذيين في ضوء نظرية الوكالة – حالة المؤسسات العمومية الاقتصادية في التشريع الجزائري– المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمحاسبية، الجزائر، العدد 01، 2015، ص. 138، 139.
- (32) العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية – دراسة حالة أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، فرع الاقتصاد المالي، جامعة قسنطينة، منشورة، 2010/2011، ص. 43.
- (33) إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، ص. 421، 422.
- (34) صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة– تطبيق عملي لنظرية الانقراط ودورة حياة الشركة/بحث تحليلي... مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، المجلد: 21، العدد: 83، ص. 70، 71.
- (35) Stewart C. Myers, The capital structurpuzzel, The journal of finance, American finance association , Vol:39, No: 03, Jul 1984 , P. 581.

(36) See : Oliver E. Williamson, Corporate finance and corporate governance, The journal of finance, American finance association ,Vol:43, No:03, Jul 1988, P-P. 567-591.

(37) إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، ص، ص. 430،431.

(38) زغود تبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية- دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين بعام والخاص في الجزائر- مذكرة ماجستير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، غير منشورة، 2010/2009، ص، ص: 107، 108.

(39) إلياس بن ساسي وخيرة الصغيرة كمامي، آليات الحوكمة ودورها في الحد من التأثيرات السلبية لعدم تماثل المعلومات، جامعة ورقلة، ص ص. 636 637، تاريخ وساعة الإطلاع: 2016/12/25 ، 19:08، متواجدة في الموقع الإلكتروني:

https://www.google.dz/?gws_rd=cr,=active&q=dSPACE.univ-ouargla.dz

(40) باي مريم، السوق السندي واشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، جامعة قسنطينة، 2008 /2007، ص. 198.

(41) دادن عبد الوهاب ، الجدل القائم حول أمثلية هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 7، 2010/2009، ص. 319.

(42) دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي- الإسهامات النظرية الأساسية- مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 4، 2006، ص. 112.

(43) الموقع الإلكتروني لمجمع صيدال: https://www.saidalgroup.dz