

القرار المالي وأثره على الأداء المالي مقاس بالربحية - دراسة حالة الشركات الجزائرية -

Financial decision and its impact on financial performance measured by profitability

- a case study of Algerian companies-

طارى محمد العربي

عطاري عبد الناصر*

نبرالإصلاحات الاقتصادية، التنمية واستراتيجيات الاندماج في الاقتصاد
العالي، المدرسة العليا للتجارة - الجزائر

tari.med.larbi@gmail.com

abdennasser.attari@hotmail.com

تاريخ النشر: 2024/06/27

تاريخ القبول للنشر: 2024/06/16

تاريخ الاستلام: 2024/06/14

ملخص:

آثار البنية المالية على أداء الشركة العمومية الجزائرية العاملة في قطاع الصناعة والتجارة من منظور نظرية التمويل وهي تقترح على وجه الخصوص، أن اختيار طريقة التمويل، سواء كانت داخلية أو خارجية رأس مال خاص، أو ديون طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، من المرجح أن تكون له آثار مختلفة على الأداء المالي، ومع ذلك يجب تحديد قياس الأداء ويجب أن تتقارب آثار طرق التمويل هذه بغض النظر عن مؤشرات الأداء المختار ترتبط الديون طويلة الأجل بشكل إيجابي بالأداء المالي للشركة، وترتبط الديون قصيرة الأجل سلبا، وأخيرا فإن التمويل الذاتي له أيضا تأثير إيجابي على أداء الشركة. الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي، الأداء المالي، طرق التمويل، الشركة العامة، الربحية. تصنيفات JEL: M310.

Abstract:

The effects of the financial structure on the performance of the Algerian public company operating in the housing sector in the context of the theory of hierarchical financing. They suggest in particular that the choice of a financing method, whether internal or external, debt or equity, long term or short term is likely to have different effects on financial performance. It is still necessary that the performance measure be defined and that the effects of these modes of financing converge whatever the chosen performance indicator. The long-term debt is positively correlated with the financial performance of the company, the debt runs short. In the end, self-financing also has a negative effect on the company's performance.

Key words: Financial Structure, Financial Performance, Financing Methods, State-Owned Company, profitability

Jel Classification Codes: M310

* المؤلف المراسل.

تهدف هذه المقالة إلى دراسة تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي، مقاسا بالربحية المالية والربحية الاقتصادية للشركات الجزائرية العاملة في قطاع التجارة والصناعة من منظور نظرية التمويل الهرمي. تكشف مراجعة الأدبيات عن قصور النظريات التمويلية التقليدية في تفسير الواقع المالي للشركات، حيث تقتصر على تفسير جزء من السياسات التمويلية المتبعة. وقد أظهرت الدراسات حول هذا الموضوع بوضوح أن اختيار طريقة التمويل، سواء كانت داخلية أو خارجية، ديون أو حقوق ملكية، طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، يمكن أن يكون له تأثيرات متفاوتة على الأداء المالي للشركة.

إن التطور في القطاع المالي وتنوع وسائل التمويل المتاحة يفرض على الشركات التدخل في الأسواق المالية، سواء من خلال إصدار الأسهم أو السندات أو الأوراق المالية، أو من خلال التعاقد مع البنوك أو الشركات المالية غير المصرفية. ومع هذا التطور المالي خلال العقود الأخيرة، أصبحت وسائل التمويل متنوعة بشكل كبير. يمكن للشركة التمويل ليس فقط من خلال الوسائل التقليدية كالديون وحقوق الملكية، بل أيضا من خلال أصولها عبر الترتيبات المالية مثل التوريد، التأجير، أو التأجير التمليكي، وهي وسائل شائعة في الوقت الراهن. ومع ذلك، فكل هذه الوسائل تعتبر مقايضة بين الديون وحقوق الملكية.

أمام هذا التنوع المتزايد، يصبح من الضروري فهم تأثير قرار التمويل على أداء الشركة، على الرغم من تناول هذا السؤال في عدة سياقات، إلا أن الإجابات غالبا ما تقتصر على المستوى الأول من التحكيم بين الديون والأسهم. ما يهمنا في هذا المقال هو تأثير كل وسيلة تمويل على حدة، حيث يمكن أن يكون اختيار وسيلة تمويل معينة على حساب أخرى ضارا بالشركة، أو على العكس من ذلك، يمكن أن يساهم بشكل كبير في تحسين أدائها.

لذلك، ولتقديم فهم شامل للموضوع والإجابة على هذا التساؤل، قمنا بتقسيم البحث إلى جزئين:

- جانب نظري يتناول طرق التمويل وتأثيرها على الأداء المالي.

- جانب تطبيقي على الشركات الجزائرية.

1.1. منهج الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة وتوضيح أهمية طرق التمويل على الشركات وأدائها المالي، سيتم استخدام المنهج الوصفي التحليلي، تم تعريف أداء الشركات من خلال نظرية الوكالة كنتيجة للخيارات التنظيمية، يعد أداء الشركة من الأولويات لدى مديريها وشركائها وله أهمية كبيرة عند المستثمرين والموظفين، ولهذا الهدف، عالج العديد من المؤلفين مفهوم أداء الشركة وأفضل الطرق لتحقيق ربحية جيدة وتحسينها.

يعتبر المقال الذي كتبه مايرز (Myers S., 1984) من المقالات التمهيدية التي قدمت تحليلا نظريا لشرح تأثير القرارات المالية، وبخاصة نسبة الدين إلى حقوق الملكية، على قيمة الشركة في سياق السوق المثالي، أثارت مشاكل التمويل والهيكل المالي اهتمام العديد من الباحثين منذ فترة طويلة، حيث منذ مقال موديغلياني ومايرز (Myers S., 1984) اتبعت النظريات بعضها البعض بهدف دراسة تأثير قرار التمويل على الشركة وتطورها، ولكن قبل كل شيء قياس تأثيره على الأداء المالي العام. وفقا لنماذج التسوية، مثل نموذج مايرز (Myers S., 1984) ونظرية المفاضلة (Miller, 1977)، لا يوجد أي شكل من أشكال التمويل مفضل مسبقا، بل تتوقف على الفرص التي توفرها الديون أو حقوق الملكية للاختيار. من ناحية أخرى، تنص نظرية التسلسل الهرمي (Plesko, 2000) على أن التمويل الذاتي مفضل على المديونية.

من جهة أخرى، بمجرد إنشاء الهيكل المالي، يصعب تحديد تأثيره على الأداء نظرا لتعدد العوامل التي ينطوي عليها الدين وقيمة الشركة، مثل تكاليف الوكالة، وتكاليف الإفلاس، والضرائب، وعدم تناسق المعلومات. في ضوء ما سبق، نطرح الإشكالية التالية:

هل يساهم الاختيار بين مصادر التمويل في زيادة الأداء المالي؟.

الإشارة إلى تحليل مايرز (Myers، 1977)، يمكن أن يؤدي استخدام الديون إلى تبني استراتيجية استثمارية دون المستوى الأمثل، مما ينتج عنه أداء اقتصادي ضعيف، من ناحية أخرى، تعتبر نظرية الإشارة أن مستوى الدين يعد إشارة يقدمها مديرو الشركة بخصوص جودة وقيمة مشاريعها المستقبلية (Ross، 1977)، وبالتالي يكون تأثيرها إيجابيا على الأداء بالمقابل، يعتبر إصدار الأسهم إشارة سلبية للمستثمرين، حيث يعتبر فتح رأس المال مرادفا لنقص رأس المال السهمي (Myers، S، 1984).

تنقسم هذه المقالة إلى قسمين رئيسيين: القسم الأول مخصص لعرض الإطار النظري للهيكل المالي واختيار مقياس الأداء، بالإضافة إلى مقاييس تأثير طرق التمويل المختلفة على الأداء المالي، في القسم الثاني، سنختبر الفرضيات المصاغة على عينة من الشركات الجزائرية. سنتناول تأثير كل طريقة تمويل على حدة، حيث سيشمل تحليل العلاقة بين الدين والأداء تحليلا لأثر الديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل، كما ستشمل دراسة العلاقة بين حقوق الملكية والأداء تحليلا لتأثير التمويل الذاتي وزيادة رأس المال من خلال إصدار أسهم جديدة على أداء الشركة.

2. قرار التمويل وأثره على أداء الشركة

التمويل ضروري لتشغيل الشركة وتطويرها واستدامتها، وهو أحد أهم القرارات التي يجب على مديري الشركة اتخاذها لتمكينهم من تنفيذ استراتيجية الاستثمار وتمويل دورة التشغيل. ومع ذلك، لا يقتصر هذا القرار على اختيار طريقة التمويل، بل يتعارض مع قرارات أخرى، مثل قرار توزيع الأرباح. فإذا كان التمويل الداخلي مفضلا، فقد تكون توزيعات الأرباح قليلة أو معدومة (Fama، 1978).

تتمثل الخيارات المتاحة للمديرين من حيث التمويل في التحكيم بين الديون وحقوق الملكية/شبه الأسهم، وبين التمويل الداخلي والخارجي، وأيضا بين استحقاقات الديون المختلفة، من المهم الإشارة إلى أن الاحتياجات طويلة الأجل للشركة يجب أن تمول من الموارد طويلة الأجل، بينما الوظائف قصيرة الأجل تمول من الموارد قصيرة الأجل.

1.2. تمويل الديون

تعمل الديون على تحسين عملية صنع القرار لدى المديرين (Charreaux، 1991)، ومع ذلك، يجب التمييز بين الديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل، حيث قد يختلف سلوك المدير اعتمادا على استحقاق الدين المحتفظ به. لقد ثبت أن الاحتفاظ بالديون قصيرة الأجل في البلدان ذات التنظيم الضعيف يمكن أن يشجع المديرين على التلاعب بالبيانات المالية لتأخير الاعتراف بالأخبار السيئة (Hajar Mouatassim Lahmini، 2015)، كان هذا هو الحال في أزمة شرق آسيا عام 1997، عندما بالغت العديد من الشركات الآسيوية الممولة بديون قصيرة المدى في تقدير أرباحها، مما أدى إلى عدم تمكن المستثمرين والمقرضين من توقع الأزمة بسبب عدم دقة البيانات المالية (Carpentier، 2000).

2.2. الديون متوسطة وطويلة الأجل: (DMLT)

تعتبر الديون وسيلة فعالة لإدارة تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين (Jensen، 1976) تنص نظرية الوكالة على أنه بدون الديون المتعاقد عليها، يمكن للمديرين اتخاذ قرارات تخدم مصالحهم الخاصة على حساب مصالح المساهمين، مع

زيادة الديون، يضطر المديرون إلى تحسين قرارات الاستثمار للوفاء بالتزاماتهم في الوقت المحدد، مما يقلل من تضارب المصالح من خلال تقليل التدفق النقدي المتاح لخدمة الديون. بالإضافة إلى ذلك، تهتم سمعة المدير التي تتأثر في حالة الإفلاس. من ناحية أخرى، تسمح الديون للمساهمين بزيادة قوتهم الاقتصادية من خلال تقليل حصتهم في الأسهم وتقليل السيطرة والانضباط المفروضين من قبل السوق.

وفقا لنظرية التمويل الهرمي، كلما كانت الشركة أكثر ربحية، قل الدين الذي تتحمله (Akerlof, 1970)، تعيد الشركات المربحة استثمار أرباحها بينما تقتصر الشركات الأقل ربحية، مما يخلق علاقة سلبية بين الربحية والديون. الأولوية المعطاة للتمويل الذاتي هي السبب الجذري لهذه العلاقة السلبية بين الدين والأداء. مع ذلك، فإن القيمة السوقية للشركة منخفضة الديون لن تنمو بشكل غير محدود، وعند مستوى معين من الرافعة المالية، تبدأ قيمة الشركة في الانخفاض. (Jani, 2002) في هذه المرحلة، تتجاوز القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس القيمة الحالية للمدخرات الضريبية الناتجة عن الديون. (Scholes, 1988)

وجد كل من (Titman, 1988) و (Titman S. &, 1991) أيضا علاقة سلبية بين الديون طويلة الأجل والربحية، مما يؤكد نتائج نظرية التمويل الهرمي. نتحدث في هذه الدراسات عن الديون طويلة الأجل، حيث نستخدم عادة نسبة الدين إلى حقوق الملكية التي تأخذ في الاعتبار الديون طويلة الأجل فقط.

بناء على هذا التحليل، يمكننا صياغة الفرضية التالية:

1H: هناك علاقة سلبية بين الديون طويلة الأجل وأداء الشركة.

❖ الديون قصيرة الأجل: (DCT)

أثار (Scholes M., 1988) أهمية الديون قصيرة الأجل وأي تمويل آخر لمدة تقل عن عام واحد، حيث جادلا بأن الشركات التي تشك في وضعها الضريبي تفضل الديون قصيرة الأجل عندما يكون معدل الضريبة مرتفعا. في هذه الحالة، لن تكون الديون قصيرة الأجل أقل تكلفة فحسب، بل ستكون أيضا أسهل طريقة للوصول مؤقتا إلى المستوى الأمثل للديون المرغوبة.

وفقا لـ (PLESKO.G.A, 2000)، ينبغي إدراج الديون قصيرة الأجل في جميع تدابير الاستدانة لأنها تساعد في استيعاب متطلبات التدفق النقدي اللازمة لسداد خدمة الدين بالكامل. وعلى عكس الديون الطويلة الأجل التي لا تقدم معلومات عن التدفقات النقدية الحالية الخارجة، فإن الديون قصيرة الأجل تساعد على زيادة أرباح الشركة وإنتاجها، إلا أن الشركة تواجه مخاطر رئيسية مثل مخاطر إعادة التمويل ومخاطر أسعار الفائدة. بناء على ذلك، يمكننا صياغة الفرضية التالية:

2H: هناك علاقة (إيجابية أو سلبية) بين الديون قصيرة الأجل وأداء الشركة.

❖ تمويل الأسهم

وفقا لنظرية التمويل الهرمي (Asquith, 1986)، فإن التمويل الذاتي هو الوسيلة المفضلة للمديرين. يقوم المديرون بتكييف استراتيجية توزيع الأرباح الخاصة بهم وفقا لفرص الاستثمار التي سيتم تمويلها لتحرير أكبر قدر ممكن من التمويل الداخلي. ومع ذلك، إذا كان التمويل الخارجي مطلوباً، فإن المديرين يفضلون رفع الديون والأوراق المالية الهجينة ويلجؤون أخيراً إلى إصدار أسهم جديدة. وقد أثبت نظرياً أن قرار إصدار الأسهم هو الملاذ الأخير للمديرين بسبب كمية المعلومات التي يتعين عليهم مشاركتها مع المساهمين الجدد.

في نموذج (Fama E. &, 1974) الذي يشارك فيه المسؤولون التنفيذيون والمستثمرون نفس المعلومات حول الشركة باستثناء المخاطر، فإن إصدار الأسهم سيمين على إصدار الديون. ويفضل المديرون زيادة الديون عندما يعلمون أن الشركة أكثر خطورة مما يعتقد المستثمرون. بالإضافة إلى ذلك، عندما يتم الإعلان عن إصدار جديد من الأسهم، يتفاعل سعر السهم بشكل سلبي، وتزداد خسارة القيمة السابقة مع حجم الطرح. ومع ذلك، إذا تم تقليل عدم اليقين بشأن الأصل المراد تمويله أو زيادة صافي القيمة الحالية المتوقع للاستثمار، فإن ذلك يؤكد موقف نظرية الإشارة (Myers, 1977)، التي تنص على أن إصدار الأسهم غير المبررة يشير إلى أن الشركة مبالغ فيها، مما يؤدي إلى مراجعة سعر الأسهم قدر الإمكان. على النقيض، تعتبر الديون إشارة إيجابية لأن المدير لن يتحمل الديون إذا كان أداء الشركة ضعيفا (Akerlof, 1970). بناء على نتائج نظرية التمويل الهرمي التي تنص على أن الشركات الأكثر كفاءة تختار التمويل الذاتي، نقترح الفرضية التالية:

3H: هناك علاقة إيجابية بين التمويل الذاتي وأداء الشركة.

❖ متغيرات إضافية للنموذج

بناء على دراسات سابقة، منها دراسة (Bengrich, 2006) ومراجعة الأدبيات، يمكننا إضافة فرضيات جديدة مثل:

4 H : هناك علاقة إيجابية بين احتياجات رأس المال العامل، والاستثمارات، والأداء المالي للشركات الجزائرية العمومية.

بالإضافة إلى ذلك، وجد (Striiba.L, 2013) أن قطاع النشاط يؤثر بشكل إيجابي على الأداء المالي المقاس بالعائد على رأس المال إذا كان قطاعا صناعيا. بناء على ذلك، نضع الفرضية التالية:

5 H : هناك علاقة إيجابية بين القطاع الصناعي للشركات والأداء المالي للشركات الجزائرية العمومية.

يمكننا أيضا إضافة متغير آخر متعلق بحجم الشركة:

6H : هناك علاقة إيجابية بين حجم الشركات مقاسا بحجم الأصول والأداء المالي للشركات الجزائرية العمومية.

3. الجانب التطبيقي

بناء على مراجعة الأدبيات والدراسة السابقة قمنا باقتراح هذا النموذج مع إضافة متغيرات أخرى موجودة في دراسات سابقة:

النموذج

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 AUTACT + \beta_2 BFR + \beta_3 DCT + \beta_4 IMMACT + \beta_5 LOGACT + \beta_6 MLT + \beta_7 SCE$$

بحيث

- نسبة تمويل الأصول من التمويل الذاتي AUT_ACT
- احتياجات راس المال العامل BFR
- الديون القصيرة الأجل DCT
- نسبة التجهيزات من الأصول IMM_ACT
- إجمالي الأصول LOGACT
- الديون طويلة الاجل MLT
- المتغير الثنائي SEC، حيث يأخذ القيمة 1 قطاع صناعي، و 0 قطاع تجارة.

1.3. عرض وتحليل نتائج الدراسة

للإجابة على إشكالية الدراسة والتحقق من الفرضيات، قمنا في هذا الجزء من الدراسة بالتركيز على التحليل الإحصائي لمتغيرات النموذجين، باستخدام نماذج البيانات الطولية (Panel Data والاستعانة بالبرنامج الإحصائي EViews 10. اعتمدنا في تحليل نتائج الدراسة التطبيقية على عدة مراحل، بدءا من التحليل الإحصائي لمتغيرات النموذج وانتهاء بتقدير النموذج باستخدام بيانات Panel Data. وفيما يلي عرض لهذه المراحل. تجدر الإشارة إلى أن عينة الدراسة تضمنت نحو 60 شركة عمومية تتراوح بين القطاعين الصناعي والتجاري.

2.3. تحليل الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

قبل الشروع في تقدير النموذج، نقوم بالمعالجة الإحصائية لبياناتها من خلال حساب بعض المؤشرات الإحصائية الوصفية مثل المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، القيمة الدنيا والقصوى، وهذا قصد إعطاء صورة واضحة ونظرة أولية لمتغيرات الدراسة.

الجدول ادناه يعرض ملخص الإحصاء الوصفي لكل من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع للدراسة

جدول رقم (1): يوضح التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

	ROA	AUT_ACT	BFR	IMM_ACT	DCT	LOGACT	MLT
Mean	0.19492	0.044832	-1617335	0.275227	72047712	6.450041	43371930
Median	0.17540	0.034955	215027.0	0.162619	925484.0	6.263324	439530.5
Maximum	2.02019	0.367849	6.65E+08	0.991228	2.28E+09	9.565066	1.56E+09
Minimum	-1.73812	-0.34960	-7.49E+08	0.000000	0.000000	4.634145	0.000000
Std. Dev.	0.27408	0.094232	1.22E+08	0.283290	2.94E+08	0.988278	2.30E+08
Skewness	-0.16675	-0.51479	-2.76321	0.917089	5.257128	1.233097	5.963796
Kurtosis	24.9870	7.677773	24.11189	2.655648	32.51397	4.596774	37.56641
Jarque-Bera	3747.45	177.7975	3690.964	26.99162	7607.584	66.89643	10362.56
Probability	0.00000	0.000000	0.000000	0.000001	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	36.2556	8.338830	-3.01E+09	51.19214	1.34E+10	1199.708	8.07E+09
Sum Sq. Dev	13.8980	1.642724	2.77E+18	14.84684	1.60E+19	180.6882	9.76E+18
Observations	186	186	186	186	186	186	186

المصدر: من اعداد الباحث، اعتمادا على مخرجات EViews 10

من خلال الجدول اعلاه نلاحظ ما يلي:

بالنسبة لمعدل العائد على حقوق المساهمين ROE نلاحظ ان أدنى قيمة لمعدل العائد على حقوق المساهمين كانت - 335.21%، وترجع هذه القيمة الى مؤسسة الصناعية فيسنة 2020، وكانت اعلى قيمة من نصيب نفس المؤسسة سنة 2021 بقيمة 394.55%، هذا مع متوسط حسابي بنسبة 712.69%، وانحراف معياري بقمة 43.54%.

بالنسبة لنسبة تمويل الأصول من التمويل الذاتي AUT_ACT نلاحظ ان أدنى نسبة لنسبة تمويل الأصول من التمويل الذاتي كانت -0.34960، وترجع هذه القيمة الى مؤسسة تجارية سنة 2019، وكانت اعلى نسبة من نصيب مؤسسة تجارية تعمل في مجال الصيدلة وهي 0.367849، سنة 2020، هذا مع متوسط حسابي بنسبة 0.044832، وانحراف معياري بقمة 1.642724.

بالنسبة لاحتياجات راس المال العامل BFR نلاحظ ان أدنياحتياجات راس المال العامل كانت -749407498، وترجع هذه القيمة الى مؤسسة التجارية تعمل في قطاع غيرالسيارات وهذا في سنة 2020، وكانت اعلى نسبة من نصيب المؤسسة التجارية تعمل في مجال الاستيراد سنة 2021 بقيمة 664906176، هذا مع متوسط حسابي بقيمة -1617335، وانحراف معياري بقيمة $E+18.2.77$

بالنسبة لنسبة التجهيزات من الأصول IMM_ACT نلاحظ ان أدني قيمة لنسبة التجهيزات من الأصول كانت 0.0000، وترجع هذه القيمة الى مؤسستين التجاريتين وهذا في سنة 2019 و2020 و2021، وكانت اعلى نسبة من نصيب المؤسسة التجارية للأجهزة الطبية سنة 2021 بنسبة 0.991228، هذا مع متوسط حسابي بنسبة 0.275227، وانحراف معياري بقيمة 14.84684.

بالنسبة للديون قصيرة الاجل DCT نلاحظ ان أدني قيمة ديون قصيرة الأجل كانت 0.000000، وترجع هذه القيمة الى مؤسسة التجارية في مجال استيراد الحبوب وهذا في سنة 2020 و2021، وكانت اعلى قيمة من نصيب مؤسسة تجارية أيضا وهذا في سنة 2021 بقيمة 2277466509، هذا مع متوسط حسابي بنسبة 72047712، وانحراف معياري بقيمة $E+191.60$ بالنسبة لنسبة لوغاريتم اجمالي الأصول LOGACT نلاحظ ان أدني نسبة لإجمالي الأصول كانت 4.634145، وترجع هذه القيمة الى مؤسسة تجارية سنة 2019، وكانت اعلى نسبة من نصيب المؤسسة صناعية وهي 9.565066، سنة 2019، هذا مع متوسط حسابي بقيمة 6.450041، وانحراف معياري بقيمة 180.6882.

بالنسبة للديون طويلة الاجل MLT نلاحظ ان أدني قيمة ديون طويلة الاجل من الأصول كانت 0.0000، وترجع هذه القيمة الى مؤسستين تجاريتين وهذا في سنة 2021، ومؤسسة الصناعية لأدوات الري وهذا في سنة 2020 و2021 والمؤسسة التجارية المختصة في الأجهزة الإلكترونية ومؤسسة صناعية للألبسة والمنسوجات سنة 2019، وكانت اعلى نسبة من نصيب مؤسسة التجارية للأجهزة الطبية سنة 2021 بنسبة 0.991228، هذا مع متوسط حسابي بنسبة 0.275227، وانحراف معياري بقيمة 14.84684

3.3. اختبار المساواة بين متوسطات المتغيرات

من خلال هذا الاختبار سوف نقوم باختبار المساواة بين متغيرات الدراسة وهذا من خلال اختبار Fisher، من خلال الجدول التالي نوضح نتائج ذلك:

الجدول رقم (2): يوضح نتائج اختبار المساواة بين متوسطات المتغيرات

Method	df	Value	Prob
Anova F-test	(8, 1665)	8.459830	(0.0000)
Welch F-test*	(8, 649.538)	977.3122	(0.0000)

المصدر: من اعداد الباحث، اعتمادا على مخرجات EViews 10

حسب نتائج الاختبار الموضحة في الجدول اعلاه نلاحظ ان قيمة F المحسوبة أكبر من الجدولة وهذا حسب اختبار Anova F-test، وهذا يبدو واضح من خلال الاحتمال المساوي لـ 0.000 فهو اقل من مستوى معنوية 5% إذا يمكن الحكم على ان متوسطات المتغيرات متساوية.

الجدول رقم (3): يوضح مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة بالنسبة للنموذج

	ROE	AUT_ACT	BFR	IMM_ACT	LOGACT	MLT	SEC
ROE	1						
AUT_ACT	0.197	1					
BFR	0.088	-0.019	1				
IMM_ACT	-0.034	0.0015	-0.413	1			
LOGACT	-0.075	-0.282	-0.386	0.144	1		
MLT	-0.082	-0.233	-0.372	0.198	0.546*	1	
SEC	0.002	-0.025	-0.059	-0.016	-0.112	0.097	1

المصدر: نتائج مستخرجة من برنامج EViewse 10

*مشكل الارتباط بين المتغيرات المفسرة أكبر من 50% والذي قد يسبب في مشكلة الارتباط الخطي في النموذج

من خلال الجدول أعلاه لا توجد أي مشكل ارتباط بين المتغيرات مما قد تطرح إشكالا في النمذجة من حيث أن أحد الفرضيات الأساسية قد تكون غير محققة، والمتعلقة بوجود مشكلة التعدد الخط،

1-1 تقدير النماذج والتحقق من الفرضيات

في هذا الجزء من الدراسة سوف نقوم بتقدير النماذج باستخدام نموذج بانل، وهو نموذج الانحدار التجميعي (PRM) (PooledRegression Model) حيث يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج بيانات بانل حيث تكون فيه جميع المعاملات ثابتة لجميع الفترات الزمنية أي يهمل تأثير للزمن، ويكون هذا النموذج وفق الصيغة التالية:

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

من خلال الجدول ادناه نعرض نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي وهذا النموذج تكون فيه جميع المعاملات ثابتة لجميع الفترات الزمنية أي يهمل تأثير للزمن، ونقوم بالمفاضلة بين النماذج الأربع هنا من خلال معامل التحديد بحيث نختار النموذج ذو اكبر معامل تحديد، ومعنوية المقدرات والمعنوية الكلية للنموذج.

الجدول رقم (4): نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي للنماذج

النموذج الثاني C		المتغيرات المستقلة
Prob	Coefficient	
0.607()	0.165	C
0.006*** ()	1.085	AUT_ACT
0.182()	4.69E-10	BFR
0.386()	1.44E-10	DCT
0.959()	0.007	IMM_ACT
0.073* ()	-0.014	LOGACT

MLT	-2.90E-11	0.878)
SEC	0.027	(0.504)
F-statistic	1.965	*(0.055)
R-squared	0.351	
A-R-squared	0.325	

المصدر: نتائج مستخرجة من برنامج EViewse 10

بالنسبة للنموذج جل المقدرات غير مقبولة احصائية عند 01 % و 5 % و 1 %، بينما كانت المقدرات الاخرى ذات دالة احصائية وهي المتغيرة AUT_ACTIF , LOGACT ذات دلالة احصائية عند 01 % و 5 % و 1 %، وعلية يمكن القول بان نسبة تمويل الأصول من التمويل الذاتي و إجمالي الأصول يفسران المتغير التابع ROE (العائد على حقوق المساهمين) حيث اذا ارتفعت نسبة تمويل الأصول من التمويل الذاتي بـ 1 % ادى ذلك الى ارتفاع نسبة العائد على الاصول بـ 108.5 %، واد ارتفاع إجمالي الأصول بـ 1 % ادى الى انخفاض نسبة العائد على الاصول بـ 41 % كما كانت اشارة جل المقدرات موجبة وهذا يدل على العلاقة الطردية بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، بينما فكانت اشارة متغيرة واحدة سالبة.

❖ اختبار المفاضلة بين نموذج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة FEM وتقدير نموذج الانحدار التجميعي PRM:

باستخدام اختبار Fisher تتم المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي PRM ونموذج التأثيرات لثابتة FEM، فإذا كانت قيمة إحصائية F المحسوبة أكبر من قيمة إحصائية الجدولة فإنه يتم رفض فرضية العدم والتي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج المناسب وقبول الفرضية البديلة والتي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج المناسب، والعكس صحيح.

يقوم هذا الاختبار على فرضيتان أساسيتان باستخدام احصائية فيشر المحسوبة وفق العلاقة التالية:

$$F = \frac{(R_{FEM}^2 - R_{PRM}^2) / (N - 1)}{(1 - R_{FEM}^2) / (NT - N - K)} \rightarrow (N - 1, NT - N - K)$$

حيث ان

$$\begin{cases} H_0 : \text{نموذج الانحدار التجميعي (PRM) هو الملائم} \\ H_1 : \text{نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) هو الملائم} \end{cases}$$

حيث ان: K هي عدد المقدرات، و R_{FEM}^2 هو مربع معامل التحديد لنموذج التأثيرات الثابتة و R_{PRM}^2 مربع معامل التحديد لنموذج الانحدار التجميعي، N عدد المقاطع، NT عدد المشاهدات الكلية.

من خلال برنامج EViewse 10 نقوم بحساب اختبار المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي PRM ونموذج التأثيرات الثابتة FEM للنموذج، في الجدول ادناه نعرض نتائج الاختيار للنموذج:

الجدول رقم (5): نتائج اختبار Test cross-section fixed effects للنموذج

	Effects Test	Statistic	d.f	Prob
النموذج الثاني C	Cross-section F	0.455	(61,119)	(0.999)
	Cross-section Chi-square	39.045	61	(0.987)

المصدر: نتائج مستخرجة من برنامج EViewse 10

بالنسبة للنموذج الثاني C حسب اختبار Fisher وبالمقارنة بين إحصائية F-Statistic المحسوبة والمجدولة نجد أن $F_C < F_T$ ، والاحتمال (0.999) أكبر من مستوى معنوية 01% و 5% و 1% أي أن المحسوبة أقل من المجدولة وعليه نقبل الفرضية H_0 القائلة بأن النموذج الملائم هو النموذج التجميعي ونرفض الفرضية H_1 القائلة بأن النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة، وعلى هذا الأساس نتوقف هنا دون المرور إلى تقدير النموذج العشوائي للنموذج الثاني C.

❖ الاختبارات التشخيصية للنموذج المقدر المختار

للتأكد من جودة هذه النماذج المختارة وخلوها من المشاكل القياسية، تم إجراء الاختبارات التشخيصية diagnostic

Tests التالية:

اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

الجدول رقم(6): اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

Residual Cross-Section Dependence Test				
النموذج الثاني C	test	Statistic	d.f	Prob
*(PRM)	Breusch-Pagan LM	2980.028	1891	0.000
	Pesaran scaled LM	17.70835	1891	0.000
	Pesaran CD	8.189712	1891	0.000

المصدر: نتائج مستخرجة من برنامج EViewse 10

يبين اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية LM Test Serial Correlation Breusch-Godfrey أن القيمة الاحتمالية لـ LM قدرت بـ (2980.028) وهي بقيمة احتمالية (0.000) أصغر من 0.01. مما يؤكد قبول فرضية البديلة القائلة إنه توجد مشكلة ارتباط ذاتي للبواقي. مشكلة عدم تباين حد الخطأ:

الجدول رقم (7): مشكلة عدم تباين حد الخطأ

Heteroscedasticity LR Test				
النموذج الأول B	test	Statistic	d.f	Prob
*(PRM)	Likelihood ratio	566.177	62	0.000
	Restricted LogL	-123.942	179	---
	Unrestricted LogL	159.386	179	---

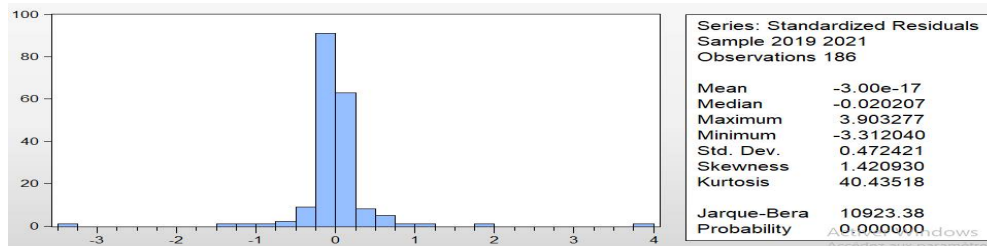
المصدر: نتائج مستخرجة من برنامج EViewse 10

(*) تعني النموذج المختار من خلال المفاضلة بين النموذجين بنماذج بانل

يظهر اختبار ثبات التباين المشروط بالانحدار الذاتي Heteroskedasticity LR Test: قبول فرضية البديلة القائلة بعدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي في النموذج المقدر، حيث بلغت قيمة LR 566.177 والقيمة الاحتمالية لها (0.000)، وهي أصغر من 0.05. أي أن النموذج يعاني من مشكلة اختلاف التباين.

❖ اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء: Jarque-BeraNormality

الشكل رقم (1): يمثل اختبار التوزيع الطبيعي لل أخطاءJarque-BeraNormality



المصدر: نتائج مستخرجة من برنامج EViewse 10

بلغت قيمة Jarque-Bera (10923.38) باحتمالية (0.000)، وهو ما يؤدي إلى رفض فرضية العدم، التي تشير على أن بواقي معادلة الانحدار لا تتبع توزيعاً طبيعياً. أي أن بواقي النموذج تتوزع طبيعياً.

2-5 نتائج الدراسة ومناقشة الفرضيات

أن الهدف الرئيسي من مجموعة الفرضيات البحثية هو دراسة تأثير الآليات الداخلية والخارجية للتمويل على الأداء المالي للشركات الوطنية الجزائرية، في هذا الجزء سنعرض نتائج تقدير نماذج بحثنا ثم سنقوم بتحليل وتفسير النتائج التي تم الحصول عليها والتي تتعلق بتأثير نسبة تمويل الأصول من التمويل الذاتي، واحتياجات رأس المال العامل، الديون قصيرة الأجل، نسبة التجهيزات من الأصول، إجمالي الأصول على الأداء المالي للبنك الذي تم قياسه بالعائد على رأس الأموال وهذا من أجل مناقشة الفرضيات واثبات صحتها أو نفيها، وهذا ما حاولنا عرضه من خلال هذا الجزء.

الجدول (8): نتائج اختبار فرضيات الدراسة للنموذج

المتغيرات المستقلة	الإشارة المتوقعة	النموذج
C		
AUT_ACT	+	1.085
BFR	+	4.69E-10
DCT	-/+	1.44E-10
IMM_ACT	+	0.007
LOGACT	-	-0.014
MLT	-	-2.90E-11
SEC	+	0.027
R-squared		0.351

المصدر: من اعداد الباحث.

وفقا للجدول أعلاه، نلاحظ أن الديون طويلة الأجل تؤثر بشكل سلبي على الأداء المالي للشركات الجزائرية العمومية المقاس بالعائد على رأس المال، مما يؤكد الفرضية H1. في المقابل، تؤثر الديون قصيرة الأجل بشكل إيجابي على الأداء المالي للشركات الجزائرية العمومية، مما يؤكد الفرضية H2. كما نلاحظ أن نسبة تمويل الأصول من التمويل الذاتي تؤثر بشكل إيجابي على الأداء المالي المقاس بمعدل العائد على رأس المال، مما يؤكد الفرضية H3. بالإضافة إلى ذلك، تؤثر احتياجات رأس المال العامل والاستثمارات بشكل إيجابي على الأداء المالي للشركات الجزائرية العمومية، مما يؤكد الفرضية H4. وفيما يتعلق بالقطاع الصناعي، فإن تأثيره الإيجابي على الأداء المالي يؤكد الفرضية H5. في المقابل، يؤثر حجم الأصول بشكل سلبي على العائد على رأس المال، مما ينفي الفرضية H6.

4. الخاتمة

في هذا المقال، ركزنا على تأثيرات اختيار طرق التمويل على الأداء المالي لمجموعة من الشركات الوطنية الجزائرية العاملة في قطاعي الصناعة والتجارة، توصلنا إلى أن هناك على الأقل ثلاثة أطر نظرية يمكن أن تفسر سلوك تمويل الشركة وتأثير أساليب التمويل المختلفة، وخاصة تمويل القروض المصرفية، على الأداء المالي المقاس بالعائد على رأس المال. أظهرت نتائجنا أن كل طريقة تمويل تؤثر على الأداء المالي بشكل مختلف، سواء بشكل إيجابي أو سلبي، وذلك وفقا للمؤشر المستخدم لقياس الأداء المالي. بالنسبة لدراسة الحالة الخاصة بنا، وجدنا أن الديون قصيرة الأجل ونسبة تمويل الأصول من التمويل الذاتي لهما تأثير إيجابي على الأداء المالي، على عكس حجم الأصول الذي أظهر تأثيرا سلبيا. ومع ذلك، تتضمن هذه الدراسة بعض القيود، مثل عدم مراعاة بعض المعايير كالفورات الضريبية وسعر الفائدة المدعوم. لذا، يوصى في الأبحاث المستقبلية بتوسيع العينة لتشمل مؤسسات وشركات أخرى في قطاعات أخرى مثل قطاع الإسكان، لتعزيز دقة النتائج وعموميتها.

5. قائمة المراجع

- Akerlof, G. a. (1970). The Market for "Lemons":QualityUncertainty and the MarketMechanism. The Quarterly Journal of Economics, .
- Asquith, P. &. (1986). Equity issues and offering dilution. Journal of Financial Economics, 15, 61–89.
- Bengrich, M. (2006). Contribution à l'étude du comportement financier des petites et moyennes entreprises marocaines .
- Carpentier, C. (2000). Choix de financement et ratio cible : Le cas français, L'Actualité économique, Revue d'analyse économique, vol. 76, n° 3.
- Charreaux, G. (1991). Structures de propriété, relation d'agence et performance financière Ownership structures, agencyrelationship and financial performance. Revue Économique, 42(3), 521–552.
- Fama, E. &. (1974). The Theory of finance. The Journal of Finance, 29(3), 1031–1033.
- Fama, E. (1978). The effects of a firm'sinvestment and financingdecisions on the welfare of itssecurityholders. The American EconomicReview, 68(3), 272–284.
- HajarMouatassimLahmini, A. I. (2015). Impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise marocaine : Cas des sociétés cotées des secteurs Immobilier et Matériaux de Construction. Colloque international sur la méthodologie.
- Jani, P. G. (2002). Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : une etudeseMPIrique.
- Jensen, M. C. (1976). Theory of the Firm : ManagerialBehavior , Agency Costs and Ownership Structure Theory of the Firm : ManagerialBehavior , Agency Costs and Ownership Structure.
- Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. The Journal of Business, 33(2), 261–275.
- Myers, S. C. (1977). DETERMINANTS OF CORPORATE BORROWING. Journal of Financial Economics, 5, 147–175.
- Myers, S. C. (1984). Corporatefinancing and investmentdecisionswhenfirms have information thatinvestors do not have. Journal of Financial Economics, 13, 187–221. doi:10.1016/0304-405X(84)90023-0.
- Myers, S. C. (1984). (1984). Corporatefinancing and investmentdecisionswhenfirms have information thatinvestors do not have. Journal of Financial Economics, 13, 187–221. doi:10.1016/0304-405X(84)90023-.
- Plesko, G. A. (2000). The role of short termdebt in capital structure. In AnnualConference on Taxation and Minutes of the Annual Meeting of the National Tax Association (pp. 135–140). National Tax Association. Depuis le site web <http://www.jstor.org/s>.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure : the incentive-signallingapproach. THE BELL JOURNAL OF ECONOMICS, 8(1), 23–40.
- Scholes, M. &. (1988). The cost of capital and changes in taxregimes. (pp. 157–194). Washington DC.
- Striiba.L. (2013). Décision de financememnt politique de dividendes et création de la valeur : Essai de modélisation.
- Titman, S. &. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. The Journal of Finance, XLIII(1).
- Titman, S. &. (1991). Financial Policy and Reputation for Product Quality Financial Policy and Reputation for Product QualityUniversity of British Columbia. OXFORD JOURNALS, 4(1), 175–200. 20.