

## خصائص ومحددات سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

دراسة اختبارية تشمل مينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجنوب الشرقي 2004

يوسف قريشي - جامعة ورقلة

عامل الحجم يعتبر شرط ضروري لكنه غير كافي كي نكون فعلا أمام مؤسسة صغيرة ومتوسطة وفق لخصائصها الهيكلية.

### 2- منهج الدراسة :

تقوم الدراسة الحالية على مفردات من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التي أمكن الحصول عليها عن طريق توزيع نموذج استمارة ( انظر الملحق رقم 1 ) على مجموعة من مكاتب المحاسبة في ولايتي ورقلة، الوادي، غرداية و الاغواط.

وقد صممت هذه الاستمارة بالشكل الذي يقلل من هشاشة الأنظمة المحاسبية التي تعتمد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بحيث لم يتم أخذ البيانات المحاسبية لهذه المؤسسات بالشكل الذي تظهر به في سجلاتها المحاسبية، بل تم إعادة ترتيب عناصر الميزانية بالشكل الذي يقلل من حجم المغالطات المحاسبية التي قد تظهرها ميزانيات هذه المؤسسات.

بحيث قمنا بضم حساب القروض الأخرى و الديون اتجاه الشركاء ضمن الأموال الخاصة، وذلك لاعتبارات سوف نعرضها لاحقا. كما اعتمدنا في تصميمنا لاستمارة جمع البيانات شكلا يمكننا من التحقق من صحة البيانات الواردة فيها.

من أجل تحقيق هدف البحث قمنا بجمع عينة من هذا النوع من المؤسسات من خلال بيانها المحاسبية، والتي كان مصدرها مجموعة من مكاتب المحاسبين الخواص، و كان اعتمادنا على مكاتب المحاسبة من أجل جمع بيانات الدراسة هو اعتماد أي مصدر آخر من شأنه توفير بيانات محاسبية فردية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، حيث لا تتوفر الجزائر على بنوك معلومات تضم بيانات محاسبية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كما هو الشأن في باقي دول العالم حتى النامية منها، وقد تمكنا من ذلك بعد أن تعهدنا بأن استعمال هذه البيانات لا يمس مبدأ السرية الذي تحرص عليه مكاتب المحاسبة على اعتبار أنه لا يتم أخذ اسم المؤسسة و لا اسم للمكتب الذي وفر هذه البيانات.

نموذج استمارة جمع المعلومات يحتوي على بيانات محاسبية يتم الحصول عليها من الميزانيات و حسابات جدول النتائج و

ملخص : يقدم هذا التقرير دراسة حول محددات و خصائص أنماط التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، و ذلك بالنظر إلى مجموعة من النظريات و التقنيات التي تضمنتها النظرية المالية الحديثة. إن الأسس و القواعد المعتمدة في التحليل تعتمد على نماذج إحصائية تمكن من تفسير السلوك المالي هذا النوع من المؤسسات، و من ثم وصف مستوى التمويل الأمثل الواجب اعتماده لتفادي الآثار المالية السلبية. الكلمات المفتاح: أنماط التمويل، سلوك التمويل، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

**Résumé :** Cet article analyse les déterminants de la structure du financement d'un échantillon des petites et moyennes entreprises algériennes à la lumière des différentes théories financières. Les tests basés sur des modèles statiques et dynamiques confirment que des éléments de la théorie du financement hiérarchique et de la théorie du niveau de financement optimale sont empiriquement présents.

**Mots-clés :** Structure du capital, comportement du financement, PME.

### 1- مدخل:

لقد حظي موضوع السلوك المالي للمؤسسات باهتمام بالغ خلال الثلاث عقود السابقة بينما لم يبدأ الاهتمام بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كموضوع للبحث في علوم التسيير إلا في منتصف السبعينات، حينه فقط بدأ ينظر هذه المؤسسات كنوع مميز من أشكال التنظيم بحيث لم يعد ينظر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كنموذج مصغر للمؤسسات الكبيرة.

إن عدم قدرة النظريات المالية على تفسير السلوك المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يجد تجريره بالخصوصية التي تتميز بها هذه الأخيرة، فهي تمتاز بخفض الاستغلال المرتفع، وعدم وجود سوق مالي منظم و عدم التناظر في المعلومة التي تتميز به المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

انطلاقا من ذلك و في إطار بحثنا فإن نموذج المؤسسة الصغيرة والمتوسطة للتعتمد كموضوع للبحث هو نموذج عدم الاعتماد المالي **la non - dépendance financier**، و بالتالي تكوين العينة من المؤسسات المستقلة و الصغيرة بالاعتماد على

موقفة عند إجراء التحليل الإحصائي للبيانات، كما وضع السبب في ذلك أن القرارات المتعلقة بالميكمل للمالي عادة تتخذ في ضوء تأثير المتغيرات المستقلة التي تبلورت في السنوات السابقة.

### - الحدود المكانية:

و نقصد به هنا الانحياز الجغرافي للعينه محل الدراسة، فصعب المؤسسات الصغيرة و المتوسطة محل الدراسة الحالية تتركز جغرافيا في منطقة الجنوب الجزائري، الأمر الذي يضعف من قوة الدراسة في حالة تعميم نتائجها على الحالة الجزائرية بصورة عامة.

لكننا ننتقل في دراستنا الحالية من فرضية لا يسعنا القيام للبحث في صدقها، وهي اعتبار أن السلوك نموذج للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية لا يتأثر بالتركز الجغرافي لها، فجميع هذه المؤسسات تعمل في بيئات اقتصادية، مؤسسية و اجتماعية متشابهة، فهي مؤسسات تحمل نفس الخصائص و تواجه نفس القيود؛

و بالتالي فإننا نستبعد عوامل الاختلاف النفسية، الثقافية و الاجتماعية المرتبطة بالمؤسسة الصغيرة و المتوسطة الجزائرية، و نعتبر جميعها متماثل لها كان توأمتها جغرافيا، فبالرغم من أننا نفترض حيادية هذه العوامل، إلا أننا لا نؤكد ذلك بما يستلزم تعميق البحوث لنفي أو تأكيد صحة هذا الافتراض.

### 3- تحليل البيانات و تحديد نموذج الدراسة

وتتضمن هذه المرحلة تحديد للمؤسسات التي تمثل بياناتنا فيما متطرفة **Outliers** و كذلك تحديد متغيرات نموذج الدراسة، و تحليل الارتباط، بالإضافة إلى تحديد الانحراف المتعدد.

#### 1- تحليل القيم المتطرفة **Outliers** :

تحديد المؤسسات ذات القيم للمتطرفة، و التي من شأنها التأثير على نتائج التحليل الإحصائي للبيانات، قمنا بحساب معامل **The Standard Normal Diviate (Z)** لكون متغير من متغيرات الدراسة. حيث تعتبر بيانات المفردة متطرفة، و من شأنها التأثير على سلامة التحليل، إذا كان معامل **Z** لأحد متغيرات هذه المفردة يقع خارج المدى  $3/4$  -5. وقد بلغ عند المؤسسات ذات القيم للمتطرفة بناء على ذلك 12 مؤسسة، و قد تم استبعاد هذه المؤسسات من مجتمع الدراسة البالغ 128 مؤسسة، ليصبح بذلك عدد المؤسسات التي ستخضع للتحليل 116 مؤسسة.

#### 2- تحديد متغيرات نموذج الدراسة:

لقد انتهينا في الفصل الأول من هذا الباب من تحديد المتغيرات المستقلة للدراسة و حصة متغيرات: الحجم المؤسسة

الجدول للملحق للأربع سنوات متعاقبة بين 2000 و 2003 تم إرسال 250 استمارة، حصلنا على إثرها على 198 إجابة، كانت 128 منها فقط تستجيب لشروط الدراسة.

اختيار عينة الدراسة تم بناء على عدة معايير:

- عدد عمال المؤسسة اقل أو يساوي 500 عامل؛
- المعطيات المالية نهائية؛
- توافر الحسابات لثمانية سنوات الدراسة بشكل متالي، و لـ 12 شهر من النشاط؛
- تاريخ أعر الحسابات 2003/12/31.

معيار اختيار هذه العينة دون غيرها هو فقط معيار إمكانية الحصول على المعلومة الذي كان ممكنا فقط في منطقة الجنوب، و مصادفتنا فإن هذه المؤسسات تنشط في حصة من أهم المناطق الصناعية في الجزائر و هي المنطقة الصناعية لحاسي مسعود، للمنطقة الصناعية للوادي، للمنطقة الصناعية لغرداية المنطقة الصناعية لتقمرت و المنطقة الصناعية للاغواط.

حيث تتميز هذه المناطق الصناعية الخمس بحضور كمي و نوعي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة. من أجل القيام بمتطلبات الدراسة، للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة هي كل مؤسسة تتمتع بميكمل قانوني خاص بها و نظم بين 0 و 500 عامل ( معيار الميكمل القانوني يقصي المؤسسات العمومية).

### 3- حدود الدراسة :

تجرى الدراسة الحالية في إطار حدود تتعلق بمعطيات الدراسة، و أخرى بالإطار الزمني و المكاني للدراسة، و آخر مفاهيمية، و هو ما سوف يتم تناوله فيما يلي:

#### - الحدود المتعلقة بمعطيات الدراسة:

علينا أن نشير إلى المحاضر العملية للاعتماد على معطيات محاسبية لمؤسسات خاصة في الجزائر، لان ذلك ينطوي على العديد من الملاحظات التي يمكن تسجيلها على هذه البيانات و التي من شأنها أن تمثل الحدود الفعلية لدراستنا.

هذه الملاحظات تعود في الأساس إلى مصداقية البيانات المحاسبية للمؤسسات الخاصة في الجزائر، وذلك بالنظر إلى الظروف التي تعد فيها هذه البيانات، وهي ظروف تبعث على الكثير من الشك و الريبة في صحة هذه البيانات، باعتبار انتشار ظاهرة التهرب الضريبي في الجزائر.

#### - الحدود الزمنية:

تغطي الدراسة الحالية فترة 8 سنوات تبدأ من سنة 1996 و تنتهي سنة 2003، و يرجع السبب في اختيار ثمانية سنوات إلى أنه في الكثير من الأحيان يتم حساب متوسط المتغير عن 3 أو 5 سنوات حيث يضمن ذلك إضعاف تأثير أي عوامل

الدراسات السابقة في بيئات اقتصادية أخرى مشابهة، إلى أن المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا تؤثر على معدل الاستدانة في الهياكل المالية.

قررات التمويل لدى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عموما تنصف بالعشوائية نظرا لانعدام ارتباط المردودية بالمخاطرة لدى هذا النوع من المؤسسات عموما وفي البيئة الجزائرية على الخصوص.

كما يلاحظ ندرة حالات إعلان الإفلاس للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وهو ما يندفع هذه المؤسسات إلى بناء سياساتها التمويلية بمعزل عن أي اعتبار بالمخاطرة. كل ذلك يندفعنا إلى استبعاد المتغيرات التي تقاس مخاطر الإفلاس والمخاطر العملية وتكلفة الإفلاس.

كذلك نلاحظ وجود تشابه في قياس كل من تكلفة الاستدانة ومعدل المردودية المالية أو معدل مردودية الأموال الخاصة، وباستقراء الواقع في الجزائر، نلاحظ أن معدل مردودية الأموال الخاصة لا يمثل أحد المقاييس التي تعتمد عليها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في اتخاذ قراراتها. فضلا على أنه من الصعوبة بمكان الوقوف على المحم الفعلي للأموال الخاصة المستمرة لدى هذا الصنف من المؤسسات في الجزائر، وذلك نظرا لظروف إعداد ونشر التقارير المالية لهذه المؤسسات.

من ثم نعتقد أن معدل مردودية الأموال الخاصة لا يشغل بال متخذ القرار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر عند اتخاذ قرارات تشكيل الهياكل المالية لهذه المؤسسات وبناء على ذلك ينبغي استبعاد هذه للمتغيرة من بين متغيرات الدراسة الحالية.

أما فيما يتعلق بتكلفة الاستدانة، وهو مقياس بديل، فنعتقد أنه نظرا لعدم مرونة الجهاز المصرفي في الجزائر وزيادة حجم الطلب على القروض مقارنة بحجم العرض قد يندفع مسري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على اتخاذ قرارات التمويل دون الاهتمام بالاقتصاد أو الوفرة في الضريبة المصاحب للاستدانة؛

كما أن العديد من هذه المؤسسات تعتمد بدرجة متناقصة على مصادر التمويل الأقل تكلفة والتي لا ينتج عنها فوائد مثل أرصدة الدائنين مثلا وزيادة اعتمادها على الأموال للاستدانة كل ما أمكن ذلك بالرغم من أنها تولد تكاليف إضافية مرتبطة بالفوائد، وهي حالة نعتقد أنها تعود إلى عدم توافر مصادر أخرى للتمويل أمام هذه المؤسسات، مما يضطرها في النهاية إلى اللجوء إلى الاستدانة برغم ارتفاع تكلفتها. وهو ما نعتقد معه من أن تكلفة الاستدانة قد لا يكون لها تأثير على معدل الاستدانة بالهيكल المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

لمردودية الإقتصادية للمؤسسة، مسعى الضمانات، نحو المؤسسة وطبيعة القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة.

وقد سبقت الإشارة إلى أنه سوف يتم استخدام تحليل الانحدار لتعدد لتحليل البيانات إحصائيا وفي هذا الصدد يشير Fischer & Jordan إلى أنه يجب أن يراعى عند استخدام تحليل الانحدار اختيار المتغيرات المستقلة على أساس علمي ومنطقي. يؤكد على وجود تأثير محتمل لتلك المتغيرات على المتغير التابع.

بناء على ذلك سوف نقوم بتحديد للمتغيرات المستقلة لنموذج الدراسة في ضوء نتائج الدراسات السابقة وظروف قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

تكتف مراجعة الإطار النظري والدراسات السابقة لموضوع الهيكل المالي والتي تم عرضها في الفصل الأول من هذا الباب، عن وجود العديد من المتغيرات التي ينبغي مراعاتها عند دراسة الهيكل المالي. وقد اكتفينا بعرض خمسة متغيرات فقط، وهي للمتغيرات التي رأينا ضرورة دراستها في الدراسة الحالية، لأننا نعتقد بأنها المحددات الأكثر تأثيرا في القرارات المتعلقة بسياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، كما لما نستحب أكثر لعواقب جمع البيانات، وذلك لصعوبة قياس متغيرات أخرى حتى التي يمكن أن يكون لها تأثير على الهياكل المالية لهذه المؤسسات.

قد يلاحظ مثلا أن هناك تشابه في طريقة قياس كل من متغرة درجة التذبذب في النتيجة ومتغرة درجة تذبذب المبيعات ومتغرة للمخاطر العملية، وهو ما يمكن أن ينجم عنه مشكلة الارتباط الخطي بين هذه للمتغيرات، هذا من جهة، ومن جهة ثانية نعتقد أن قرارات التمويل المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر عادة ما تتخذ من جانب هذه المؤسسات ذلما ومن جانب الجهات الممولة دون التأثير بمثل هذه العوامل، التي كثيرا ما تشكل محاور أساسية لقرارات التمويل في البيئات الاقتصادية المتطورة.

فدرجة التذبذب في المبيعات لدى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عادة ما تكون عالية نظرا لخصوصية وطبيعة البيئات الاقتصادية العشوائية، فالعوامل التي تتحكم في الطلب على منتجات هذه المؤسسات عادة ما تكون غير مستقرة، مما ينعكس على تذبذب في رقم أعمالها وبالتالي على تذبذب في نتيجتها الاقتصادية، وهو ما يقودنا إلى استبعاد هذه المتغيرات من نموذج الدراسة.

بالإضافة إلى ذلك نلاحظ كذلك أن بعض المتغيرات قد لا تلعب دورا ملموسا في تفسير نسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، وفي هذا الصدد نعتقد أن للمخاطر عموما التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر لا تدخل في حساب مسري هذه المؤسسات، حيث تشير العديد من المؤشرات، ونتائج

كذلك نجد أن للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية لن  
تتم كثير بالوفورات الضريبية الناجمة عن اللجوء إلى الاستدانة  
مقارنة بالاعتماد على الرفع من رأس المال،  
على ضوء ما تقدم فإننا نخلص إلى المتغيرات التي تضمنتها  
الدراسة الخبالية و هي خمسة متغيرات: الحجم المؤسسة،  
المردودية الاقتصادية للمؤسسة، مستوى الضمانات، نحو  
المؤسسة و طبيعة القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة.

### 3- تحليل مصفوفة معاملات الارتباط:

فما في هذه الخطوة بحساب مصفوفة معاملات الارتباط،  
لنتغيرات الدراسة. حيث نعتقد أن العلاقة بين متغيرين مستقلين  
توجد إذا كان معامل الارتباط بينهما يبلغ 0.8 أو أكثر.  
بينما يرى البعض الآخر أن الشك يثور حول وجود علاقة  
ارتباط قوية بين متغيرين مستقلين إذا كان معامل الارتباط  
بينهما يبلغ 0.7. و نميل هنا إلى الرأي الآخر، إذ أن وجود  
علاقة ارتباط بين متغيرين يبلغ 0.7 يعني أن أيًا من هذين  
المتغيرين يفسر نسبة 49% من التغير في المتغير الآخر، وهي  
نسبة نعتقد أنها مرتفعة.

وقد كشفت مصفوفة معاملات الارتباط عن وجود علاقة  
ارتباط قوية - ازدواج خطي- بين بعض المتغيرات المستقلة.  
إذ تبين أن متغير قطاع الصناعات الغذائية يرتبط - أكثر من  
غيره من متغيرات نوعية القطاع- بعدد من المتغيرات المستقلة.  
فقد كشفت مصفوفة معاملات الارتباط عن وجود علاقة  
ارتباط ذات دلالة إحصائية، بين متغير قطاع الصناعات  
الغذائية و معدل الاقتراض قصير الأجل، حيث بلغ 0.98  
، كذلك فقد بلغ معامل الارتباط 0.79 بين متغير قطاع  
الصناعات الغذائية، ومعدل إجمالي القروض. لذلك نفضل  
استبعاد متغير قطاع الصناعات الغذائية.

كذلك كشفت مصفوفة معاملات الارتباط عن وجود علاقة  
ارتباط قوية بين متغير قطاع الفنادق و الإطعام، و معدل  
الاقتراض الطويل الأجل، حيث بلغ معامل الارتباط بينهما  
0.85 . كذلك كشفت مصفوفة معاملات الارتباط عن  
وجود علاقة ارتباط قوية بين معدل الاقتراض الطويل الأجل،  
و معدل الاقتراض الإجمالي، حيث بلغ معامل الارتباط بينهما  
0.82 .

### 4- تحليل الانحدار للنموذج الكامل:

في هذه الخطوة قمنا بإجراء تحليل الانحدار لنموذج الدراسة  
بالكامل، حيث أسفرت النتائج أنه بالنسبة للمؤشر الأول من  
مؤشرات قياس المتغير التابع وهو معدل الاقتراض الإجمالي DT  
، فقد كشفت نتائج الدراسة عن ظهور أربعة متغيرات

مستقلين لها دلالة إحصائية في علاقتها بالمتغير التابع كما  
يوضح ذلك الجدول.

وهي متغيرات حجم المؤسسة (Taille) ، (المردودية  
Rent) و حجم الضمانات (Gar) أو هيكل الأصول  
ومتغير نوعية القطاع وهو متغير قطاع النقل (Tran) .  
تشير النتائج إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين  
حجم المؤسسة ( مستوى ثقة 90% )، للمردودية ( مستوى  
ثقة 95% ) ومتغير قطاع النقل ( مستوى ثقة 90% ) من  
جهة و المتغير التابع من جهة أخرى. وعلاقة طردية ذات دلالة  
إحصائية بين حجم الضمانات ( مستوى ثقة 99% ) من  
جهة و المتغير التابع من جهة ثانية.

في حين لم يكن لبقية متغيرات النموذج دلالة إحصائية في  
تفسير المتغير التابع، حيث كشفت النتائج عن عدم وجود  
علاقات ذات دلالة إحصائية بين كل من متغيرات معدل نمو  
المؤسسة (Dca) ونوعية القطاع البناء و الأشغال العمومية  
(BTP)، قطاع التجارة (Com) ، الخدمات (Serv) ،  
الفنادق (Hot) و المتغير التابع (معدل الاقتراض الإجمالي).  
كذلك تشير النتائج إلى أن نموذج الدراسة يفسر 24% من  
التغيرات التي تطرأ على للمتغير التابع، وهو ما يشير إلى ضعف  
التحديد لنموذج الدراسة  $R^2$  .

أما فيما يتعلق بالمؤشر الثاني من مؤشرات قياس المتغير التابع  
معدل الاقتراض الطويل الأجل DLT فقد كشفت نتائج  
تحليل الانحدار، التي يوضحها الجدول (3-1) عن ظهور  
خمسة متغيرات مستقلة ذات دلالة إحصائية في علاقتها بالمتغير  
التابع، اثنين منهما يمثلان نوعية القطاع، وهما متغير قطاع  
التجارة، و متغير قطاع الخدمات، أما الثلاث متغيرات  
الأخرى هي حجم المؤسسة، للمردودية و حجم الضمانات  
أما عن بقية متغيرات النموذج، فلم يظهر لها دلالة إحصائية في  
تفسير المتغير التابع، حيث كانت اختبارات T لكل متغير  
هذه المتغيرات يشير إلى عدم وجود دلالة إحصائية لعلاقتها  
بالمتغير التابع.

وتشير النتائج إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية  
بين حجم المؤسسة ( مستوى ثقة 95% )، للمردودية ( مستوى  
ثقة 90% ) ونوعية قطاع النقل ( مستوى ثقة 90% )  
من جهة و للمتغير التابع ( معدل الاقتراض الإجمالي ) من  
جهة ثانية.

كذلك تشير النتائج إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة  
إحصائية بين حجم الضمانات ( مستوى ثقة 95% ) و نوعية  
قطاع التجارة ( مستوى ثقة 90% ) من جهة و للمتغير التابع  
من جهة ثانية ، في حين انعدم وجود علاقة ذات دلالة  
إحصائية بين معدل نمو المؤسسة ونوعية قطاعات البناء  
و الأشغال العمومية، قطاع النقل و قطاع الفنادق و المتغير  
التابع.

فارتفاع معامل الخطأ المعياري لبعض المتغيرات المستقلة يفسر البعض بوجود علاقة امتداد خطي **Multicolinearity** أي علاقة ارتباط قوية بين المتغيرات المستقلة، وفي هذه الحالة ينصح البعض باستخدام أسلوب الانحدار التدرجي **Stepwise Régression**، وذلك للتغلب على مشكلة الامتداد الخطي بين متغيرات الدراسة، وهو ما سوف نقوم به في الخطوة التالية.

**5- تحليل الانحدار التدرجي لنموذج الدراسة:**  
فمنا في هذه الخطوة ب' جراء تحليل الانحدار التدرجي لنموذج الدراسة، حيث كشف تحليل الانحدار التدرجي لنموذج **95%** على النتائج التالية:

بالنسبة للمؤشر الأول من مؤشرات قياس المتغير التابع ( معدل الاقتراض الإجمالي)، عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة **99%** بين المرودية، والمتغير التابع، في حين وجدت علاقة طردية أيضا ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة **95%** بين معدل النمو، والمتغير التابع كذلك أشارت النتائج إلى أن هذين المتغيران يساهمان في تفسير **57%** من التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع، وهو ما يشير إليه معامل التحديد للنموذج.

بينما لم يكن لبقية المتغيرات الأخرى في النموذج تأثير واضح على المتغير التابع، حيث لم يكن لاختبار **T** دلالة إحصائية لهذه المتغيرات.

وفيما يتعلق بالمؤشر الثاني من مؤشرات قياس المتغير التابع ( معدل الاقتراض الطويل الأجل)، فقد كشفت نتائج تحليل الانحدار عن ظهور ثلاثة متغيرات مستقلة ذات دلالة إحصائية في معادلة الانحدار لنموذج الدراسة اثنين من هذه المتغيرات يمثلان نوعية القطاع، وهما متغيري قطاع التجارة، والفندقة والإطعام، أما المتغير الثالث فهو متغير الحجم.

حيث كشفت نتائج عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة **99%** بين متغير الحجم و معدل الاقتراض الطويل الأجل، وعلاقة عكسية أيضا ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة **99%** بين متغير نوعية قطاع الفندقة والإطعام، والمتغير التابع، بينما وجدت علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة **99%** بين نوعية قطاع التجارة والمتغير التابع.

وتساهم المتغيرات الثلاثة السابقة في تفسير **41%** من التغيرات التي تطرأ على نسبة الاقتراض الطويل الأجل، وهو ما يشير إليه معامل التحديد لنموذج الدراسة.

في حين لم يظهر لبقية متغيرات النموذج تأثير واضح على معدل الاقتراض طويل الأجل حيث كانت اختبارات **T** هذه المتغيرات ليس لها دلالة إحصائية.

نتائج إلى أن نموذج الدراسة ذو دلالة إحصائية حسب اختبار **F**. كما تشير النتائج إلى أن نموذج الدراسة يفسر **33%** من التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع ( معدل الاقتراض الإجمالي)، وهو ما يكشف عنه معامل التحديد للنموذج **R<sup>2</sup>**

فيما يتعلق بالمؤشر الثالث من مؤشرات قياس المتغير التابع ( معدل الاقتراض القصير الأجل) **DCT**، فقد أشارت نتائج تحليل الانحدار المتعدد إلى ظهور خمسة متغيرات مستقلة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة ( مستوى ثقة **99%** المرودية ( مستوى ثقة **90%**) و نوعية قطاع النقل ( مستوى ثقة **90%**) من ناحية و معدل الاقتراض القصير الأجل من ناحية أخرى.

فيما تشير النتائج إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين كل من حجم الضمانات ( مستوى ثقة **90%**) و متغير نوعية قطاع البناء والأشغال العمومية ( مستوى ثقة **90%**) من جهة و معدل الاقتراض القصير الأجل من جهة ثانية .

بينما ساهمت متغيرات النموذج في تفسير **14%** من التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع، كما يشير إلى ذلك معامل التحديد لنموذج الدراسة **R<sup>2</sup>**. بينما لم يكن لبقية متغيرات نموذج الدراسة تأثيرا واضحا على نسبة الاقتراض قصير الأجل، حيث كشف اختبار **T** عن عدم وجود دلالة إحصائية لهذه المتغيرات في نموذج الدراسة.

في الإحصائيين في هذا المجال أنه ينبغي ألا يزيد الخطأ المعياري عن **Standard Error** عن **0.50** من قيمة خطأ، ومراجعة معاملات الخطأ المعياري في تحليل الانحدار لنموذج الدراسة، فقد كشفت النتائج عن ارتفاع معاملات خطأ المعياري لبعض المتغيرات.

بالنسبة للمؤشر الأول من مؤشرات قياس المتغير التابع ( معدل الاقتراض الإجمالي)، كان الخطأ المعياري مرتفعا لمتغيرات حجم النمو، البناء، الأشغال العمومية والفندقة والإطعام.

أما بالنسبة للمؤشر الثاني من مؤشرات قياس المتغير التابع ( معدل الاقتراض الطويل الأجل)، فقد كشفت نتائج تحليل الانحدار عن ارتفاع معامل الخطأ المعياري لمتغيرات المرودية، نوعية قطاع البناء والأشغال العمومية والنقل.

فيما يتعلق بالمؤشر الثالث من مؤشرات قياس المتغير التابع ( معدل الاقتراض القصير الأجل)، فقد أشارت نتائج تحليل الانحدار المتعدد، إلى ارتفاع معامل الخطأ المعياري لمتغيرات حجم الضمانات، نوعية قطاع البناء والأشغال العمومية وقطاع التجارة.

وفيما يتعلق بالمؤشر الثالث من مؤشرات قياس المتغير التابع ( معدل الاقتراض القصير الأجل )، فقد أشارت نتائج تحليل الانحدار التدريجي، والتي يوضحها الجدول أعلاه إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة 99% بين النمو ومعدل الاقتراض القصير الأجل، بينما كشفت النتائج عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم الضمانات، ومعدل الاقتراض القصير الأجل، كما تشي النتائج إلى أن هذين المتغيرين يساهمان في تفسير المتغير التابع بنسبة 61%، وهو ما أشار إليه معامل التحديد لنموذج الدراسة.

غير أن البعض يرى أن عند استخدام تحليل الانحدار التدريجي، يمكن اختيار المتغيرات المستقلة عند درجة 75%، بدل 95% على أساس أنه من الأفضل الإبقاء على ذات معنى، وإن كان تأثيرها ضعيف على للمتغير التابع، بدلا من استبعادها والاقتصار على المتغيرات ذات التأثير القوي، لذلك فضلنا إجراء التحليل عند مستوى ثقة قدره 70.

وقد كشفت نتائج تحليل الانحدار التدريجي لنموذج الدراسة عند مستوى ثقة 70% عدة ملاحظات، تتمثل الملاحظة الأولى في ارتفاع القدرة التفسيرية لنموذج الدراسة حيث كشفت النتائج عن ارتفاع معامل التحديد للمؤشر الأول إلى 64% تقريبا كذلك فقد ارتفع معامل التحديد للمؤشر إلى 52%، بينما ارتفع معامل التحديد للمؤشر الثالث إلى 67%.

أما الملاحظة الثانية فتتمثل في دخول متغيرات مستقلة جديدة في دالة الانحدار لنموذج الدراسة، فبالنسبة للمؤشر الأول من مؤشرات قياس المتغير التابع أدى تحليل الانحدار التدريجي إلى دخول متغيرين جديدين تفسر المتغير التابع هما متغير نوعية قطاع البناء و الأشغال العمومية ومتغير نوعية قطاع النقل، أما بالنسبة للمؤشر الثاني من مؤشرات قياس المتغير التابع فقد أدى تحليل الانحدار التدريجي إلى دخول متغير مستقل جديد ضمن معدلات الانحدار وهو متغير نوعية قطاع النقل، وبالنسبة للمؤشر الثالث من مؤشرات قياس المتغير التابع، فقد أدى تحليل الانحدار التدريجي إلى دخول متغير مستقل ضمن معادلة الانحدار هو متغير نوعية قطاع الخدمات.

أخيرا تتمثل الملاحظة الثالثة في أن نموذج الدراسة لمؤشرات قياس المتغير التابع الثلاثة له دلالة إحصائية كما يشير إلى ذلك اختبار F ..

غير أن الشك ينور حول متغير النمو وعلاقته بمؤشرات قياس المتغير التابع الثلاثة، فقد كشفت مصفوفة معاملات الارتباط عن ملاحظتين:

تتمثل الملاحظة الأولى في وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة 99.9% بين متغير النمو والمؤشر الأول لقياس المتغير التابع المتمثل في معدل الاقتراض الإجمالي،

حيث بلغ معامل الارتباط 98.80%، وكذلك وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 99.9% بين المؤشر الثالث لقياس المتغير التابع المتمثل في معدل الاقتراض قصي الأجل و متغير النمو حيث بلغ معامل الارتباط 94.20%.

أما الملاحظة الثانية فتتمثل في عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغير النمو والمؤشر الثاني لقياس المتغير التابع المتمثل في معدل الاقتراض الطويل الأجل، وعلى هذا الأساس نرى انه يجب أن نقوم بتحليل الانحدار التدريجي لسرود الدراسة بعد استبعاد متغير النمو، وذلك للوقوف على أثر استبعاد متغير النمو على نتائج نموذج الدراسة. وقد كشفت نتائج تحليل الانحدار عن عدة ملاحظات:

تتمثل الملاحظة الأولى في انخفاض معامل التحديد للمؤشر الأول من مؤشرات قياس المتغير التابع المتمثل في معدل الاقتراض الإجمالي إلى 57%.

أما الملاحظة الثانية فتتمثل في عدم تأثير معامل التحديد للمؤشر الثاني من مؤشرات قياس المتغير التابع المتمثل في معدل الاقتراض الطويل الأجل، كذلك ظلت التغيرات المفسرة للنموذج كما هي لم تتغير.

أما الملاحظة الثالثة فتتمثل في انخفاض معامل التحديد للمؤشر الثالث من مؤشرات قياس المتغير التابع المتمثل في معدل الاقتراض قصير الأجل إلى 52%.

وعليه فإن التحليل السابق يسفر عن ملاحظتين: تتمثل الملاحظة الأولى في أن متغير النمو لا يلب دورا ملموسا في تفسير معدل الاقتراض الطويل الأجل، حيث أن استبعاده لم يؤثر على قدرة النموذج التفسيرية منتهلة في بعض التحديد.

في حين تتمثل الملاحظة الثانية في أن متغير الحجم يمثل أحد المتغيرات الهامة التي تلعب دورا ملموسا في تفسير كل من معدل الاقتراض الإجمالي ومعدل الاقتراض القصير الأجل نظرا لان استبعاده قد أدى إلى انخفاض القدرة التفسيرية للنموذجين، نظرا لوجود علاقة ارتباط عكسية قوية بين متغير النمو وكل من معدل الاقتراض القصير الأجل ومعدل الاقتراض الإجمالي.

#### 4- تحليل النتائج:

##### - معدل الاقتراض الطويل الأجل:

تكشف نتائج نموذج الدراسة عن أن للتغيرات المستقلة التي يتضمنها النموذج تفسر 64.0 من التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع، كذلك يكشف اختبار F أن النموذج ذو دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 99%.

وقد أسفر تحليل الانحدار التدريجي عن استبعاد خمسة متغيرات مستقلة، ثلاثة منها تمثل نوعية القطاع، وهي قطاع الصناعة

حيث تؤكد هذه النتيجة وجود التقاط تدريجي في التمويل **( Pecking Order Theory )** **hiérarchie des financement**.

حسب هذه النظرية تلجأ المؤسسة مهما كان حجمها في البداية إلى استنفاد مصادر التمويل الداخلية ( التمويل الذاتي) قبل أن تستنجد بالاقتراض بشكل معتد (Myers et Majluf 1984).

أما بالنسبة لنوعية القطاع، فلم يظهر لها تأثير واضح على الهيكل المالي، مقاساً من خلال الاقتراض الإجمالي، حيث كشفت النتائج عن ظهور متغيرين اثنين فقط من بين متغيرات نوعية القطاع لهما دلالة إحصائية عند درجة ثقة 90% في علاقتهما بالمتغير التابع، وهما متغيرا نوعية قطاع البناء والأشغال العمومية وقطاع النقل، وتتفق نتائج الدراسة الحالية مع نتائج العديد من الدراسات والتي كشفت عن عدم وجود تأثير واضح لنوعية القطاع على الهياكل المالية للمؤسسات.

كذلك كشفت النتائج عن عدم وضوح تأثير كل من متغيرات حجم المؤسسة و حجم الضمانات على المتغير التابع، حيث لم يكن لهما دلالة إحصائية في تفسير نسبة الاقتراض الإجمالي عند درجات الثقة المتعارف عليها.

#### - معدل الاقتراض الطويل الأجل:

تكشف نتائج النموذج عن أن المتغيرات المستقلة التي يتضمنها النموذج تفسر 52% من التغير في للمتغير التابع، كذلك يكشف اختبار F أن النموذج ذو دلالة إحصائية عند درجة ثقة 99.9% كما يشير تحليل الانحدار التدريجي عن استبعاد ستة متغيرات مستقلة هي متغير معدل المردودية، ومعدل النمو، وحجم الضمانات، ونوعية قطاع البناء والأشغال العمومية، وقطاع النقل وقطاع الخدمات، حيث كشف التحليل أن اختبار T ليس له دلالة إحصائية عند درجة الثقة المحددة لدخول المتغيرات في مكونات النموذج وهي 70% لكل متغير من هذه المتغيرات، وهو ما يعني أن هذه المتغيرات لا تلعب دوراً ملموساً في تفسير المتغير التابع.

أما المتغيرات المستقلة التي كشف تحليل الانحدار التدريجي عن أنها تساهم في تفسير المتغير التابع فهي حجم المؤسسة، ونوعية قطاع التجارة و قطاع الفنادق والإطعام.

كذلك تشير النتائج إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة 99% بين حجم المؤسسة ومعدل الاقتراض الطويل الأجل بالهيكل المالي.

إذ تتفق نتائج الدراسة الحالية مع ما توصلت إليه نتائج بعض الدراسات التي أجريت على عينات من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بيئات أخرى، فقد وجدت دراسة Najet(2000) علاقة ارتباط عكسي بين متغير الحجم و معدل الاقتراض الطويل الأجل.

في الخدمات وقطاع الفنادق والإطعام، أما المتغيرات النوعية الأخرى فهي متغير حجم المؤسسة ومتغير الضمانات، ذو دلالة إحصائية لهذه المتغيرات عند اختبار T ذو دلالة إحصائية لهذه المتغيرات عند مستوى الثقة المحدد للدخول في مكونات النموذج وهو 70% وهو ما يشير إلى أن هذه المتغيرات لا تلعب دوراً ملموساً في تفسير المتغير التابع.

بالإضافة إلى ذلك تكشف النتائج عن ظهور أربعة متغيرات مستقلة ذات دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع، اثنين منهما يمثلان نوعية قطاع البناء والأشغال العمومية ومتغير قطاع النقل، أما المتغيران الأخران هما المردودية ومعدل النمو.

كما تكشف نتائج الدراسة الحالية عن متغير معدل النمو يلعب دوراً ملموساً في تفسير المتغير التابع، حيث تشير النتائج إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة 99% بين معدل النمو والمتغير التابع معدل الاقتراض الإجمالي، و نتائج الدراسة مؤيدة للمؤشرات ونتائج الدراسات التي أجريت على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البيئة الفرنسية، والتي تكشف عن ارتفاع المخاطر المرتبطة بنشاط هذا الصنف في المؤسسات التي تضطر إلى اللجوء إلى مصادر أخرى لتمويل نموها، كأن تلجأ إلى تدعيم الأموال الخاصة أو أن تلجأ إلى صيغ تمويل خاصة.

توالت في البيئة الجزائرية يعتقد أن المؤسسات التي تمتاز بمعدلات نمو عالية عادة تلجأ لمصادر تمويل أخرى كالاقتراض في إطار النظام المصرفي.

برأى هذه النتيجة تخالف ما توصلت إليه بعض الدراسات في دراسة Najet(2000) حيث وجد أن معدل النمو الإيجابي مرتبطان إيجابياً وقد تم تفسير ذلك على أن مؤسسات التي تعرف معدلات نمو عالية تلجأ أكثر إلى أنماط تمويل الخارجية كالاقتراض المصرفي، وهذا ما يتفق مع نظرية الإشارات (Ross 77) **la théorie de signal** التي تقول أن معدل النمو يمثل مؤشر قوي على الصحة المالية للمؤسسة، في نفس الوقت نتيجة الدراسة الحالية تتفق مع نتيجة (Jensen et Meckling 1977) حيث يعتقد بعض الباحثين أن تكلفة وكالة عقد اقتراض المؤسسة يتغيران مع أفاق تطورها.

نتيجة الدراسة الحالية تفسر إلى حد بعيد عدم قدرة النظام المصرفي على مسايرة معدلات نمو المؤسسات، نتيجة لبطء عملية الإدارة للمقات طلبات الاقتراض.

بالإضافة إلى ذلك تكشف النتائج الواردة في الجدول (4-3) عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة 90% بين معدل المردودية والمتغير التابع معدل الاقتراض، وهو ما يتفق مع ما توصلت إليه معظم الدراسات المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كما يتفق مع الفكر السائد في هذا المجال،

فقد أسفر تحليل الانحدار التدريجي عن استبعاد ستة متغيرات مستقلة، منها أربع متغيرات تمثل نوعية القطاع، وهي قطاع البناء والأشغال العمومية، وقطاع النقل، وقطاع التجارة والمرحلية ورحم المؤسسة.

وهو ما يعني أن هذه المتغيرات لا تلعب دورا ملحوظا في تفسير نسبة الاقتراض قصير الأجل، حيث كانت قيمة  $T$  لكل متغير من هذه المتغيرات ليس لها دلالة إحصائية، يكشف كذلك تحليل الانحدار التدريجي عن اختيار متغيرين مستقلين هما معدل النمو وحجم الضمانات.

كذلك تكشف النتائج عن وجود علاقة عكسية بين معدل النمو ومعدل الاقتراض قصير الأجل وهو ما يأتي متفقاً لنتائج العديد من الدراسات السابقة حيث وجدت علاقة طردية بين معدل النمو ومعدل الاقتراض بمختلف أشكاله، وفي بيئات الاقتصاديات المتقدمة يمثل معدل النمو أحد مؤشرات الأداء، وبالتالي يمثل فهو يعطي إشارة إيجابية للبيئ لا اتخاذ قرارات التمويل.

فوجود العلاقة العكسية بين معدل النمو ومعدل الاقتراض القصير الأجل يدل على عدم كفاية النظام البنكي الجزائري على مسايرة نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وأن هذه الأخيرة لا تأخذ معدل النمو مؤشر في اتخاذ قرارات التمويل. كذلك تكشف الدراسة الحالية على وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند درجة ثقة 99% بين حجم الضمانات ومعدل الاقتراض القصير الأجل وتأتي نتائج الدراسة الحالية متفقة مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة كما تنفق ما الفكر السائد في هذا المجال.

إذ يشير ذلك إلى دور الضمانات المادية ضمن عقود الاقتراض المتعلقة بالمؤسسات، إذ يكاد يستحيل في البيئة الجزائرية تصير حصول مؤسسة على قروض بنكية من دون أن تكون تلك حد أدنى من الضمانات المادية.

أخيرا تكشف النتائج عن عدم وضوح تأثير نوعية القطاع على معدل الاقتراض القصير الأجل، حيث لم يظهر سواء متغير واحد من بين خمسة متغيرات ممثلة لنوعية القطاع وهو متغير قطاع الخدمات في معادلة خط انحدار النموذج، إذ لم يكن لباقي متغيرات نوعية القطاع دلالة إحصائية عند مستوى الثقة المحدد لدخول المتغيرات المستقلة ضمن مكونات نموذج الدراسة وهو 70%، وهو ما يتفق مع نتائج العديد من الدراسات التي أشارت إلى عدم وضوح تأثير نوعية القطاع على الهيكل المالي للمؤسسة.

في نفس الوقت تتعارض نتائج الدراسة الحالية مع نتائج دراسات منها (Philipp et Elion (2002), Rajan et Zingales 1995, Booth et al 2001...etc التي وجدت أن حجم المؤسسة يلعب دورا

قياسيا معاكسا لاحتمالات الإفلاس، فالمؤسسات ذات الحجم الأكبر تتمكن من التمويل البنكي الطويل الأجل بسهولة أكبر. أما في البيئة الجزائرية، يمكن أن تفسر العلاقة العكسية بين حجم المؤسسة ومعدل الاقتراض الطويل الأجل، كون الاستفادة من القروض الطويلة الأجل مقصورة على المؤسسات الكبرى، وبالتالي هذا يمكن أن يقودنا إلى تأكيد وجود علاقة بين المؤسسة وشركائها من خارج النظام البنكي تحدد بشكل كبير السلوك التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

لكننا يمكن أيضا أن نسجل تحفظا على هذه النتيجة على اعتبار أن توسيع العينة إلى عدد أكبر من المؤسسات قد يقود إلى نتائج معاكسة تماما لم ما تم التوصل إليه في هذه الدراسة. كما يمكن أن تعود أسباب اختلاف الدراسة الحالية عن بعض الدراسات السابقة إلى كيفية قياس متغير الحجم التي تم اعتماده في الدراسة الحالية.

كذلك تكشف نتائج تحليل الانحدار التدريجي عن ظهور متغيرين من متغيرات نوعية القطاع ذات دلالة معنوية عند درجة ثقة 99%، في علاقتهما بنسبة الاقتراض الطويل الأجل، وهما متغيرا قطاع التجارة وقطاع الفنادق والإضام، حيث تشير تلك النتائج إلى وضوح تأثير كل من متغيرا قطاع التجارة وقطاع الفنادق والإضام على معدل الاقتراض الطويل الأجل لدى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

إذ تتفق نتيجة الدراسة الحالية مع نتائج بعض الدراسات في هذا المجال التي أكدت عن اختلاف الهياكل المالية للمؤسسات التي تنتمي إلى قطاعات مختلفة.

بينما تشير نتائج الدراسة الحالية إلى عدم وضوح تأثير كل من نوعية قطاع البناء والأشغال العمومية وقطاع النقل وقطاع الخدمات.

هذه نتيجة تتفق مع ما توصلت إليه بعض الدراسات التي أشارت إلى عدم وجود علاقة واضحة بين نوعية القطاع ومعدل الاقتراض بالهيكل المالي.

#### - معدل الاقتراض القصير الأجل:

توضح نتائج تحليل الانحدار التدريجي الخاصة بنموذج الدراسة، والذي يكشف عن أن المتغيرات المستقلة التي يتضمنها النموذج تفسر 67% من التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع، كذلك يكشف اختبار  $F$  أن النموذج ذو دلالة إحصائية عند درجة ثقة تزيد عن 99%.



- 1- Modigliani et Miller, the Cost of Capital - Corporation Finance and The Theory of investment, *Economie Review*, n° 3 Juin 1958 p 261 à 297 . traduction française in F. Girault et R. Zisswiller : *Finances Modigliani et Miller : Théorie et pratique*. Edition Dunod, Paris, 1967.
- 2- Modigliani et Miller , Corporate income taxes and the cost of capital : a correction, *American Economic Review*, vol. 53, 1963, p. 433-434.
- 3- Pierre Vernimmen ; finance d'entreprise; 3è édition, DALLOZ, PARIS, 1998.
- 4- Elie Cohen ; gestion financière de l'entreprise et développement financier; édition UREF, Paris, 1998.
- 5 - H.De Angglo, R.Masulis, Optimal capital structure under corporate and personal taxation, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1972, p. 305-359.
- 6- M.Harris, A.Raviv, The theory of capital structure, *Journal of Finance*, n°1, mars, 1958, p. 305-359.
- 7- N.Baxter, leverage, risk of ruin and the cost of capital, *Journal of Finance*, n°3, septembre, 1978, p. 789-800.
- 8- Chreux G, Structure de propriété, relation d'agence et performance financière ; Actes des journées de Strasbourg, septembre 1998.
- 9- E.Fama, M.Miller, The theory of finance, Holt, Rinchart & Winston, New York, 1972.
- 10- M.C.Jensen, W.H.Meckling, Theory of the firm : Managerial Behavior, Agency Costes and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1976, p. 305-360.
- 11- Samira RIFKI et Abdessadeq Sadq ; un essai de synthèse des débats théoriques à propos de la structure financière des entreprises ; La Revue du FINANCIER N° 131, PARIS 1967, Page 107-112.
- 12- S.Ross, The economic theory of agency : the principal's problem, *American Economic Review*, vol.63, 1973, p. 134-149.

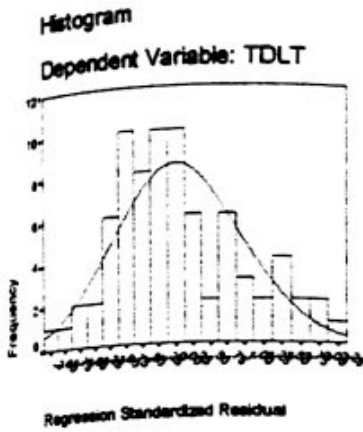
الملاحق :

جدول الانحراف للتدرجي لتموذج الدراسة عند مستوى ثقة 70% بعد استبعاد متغير التمو

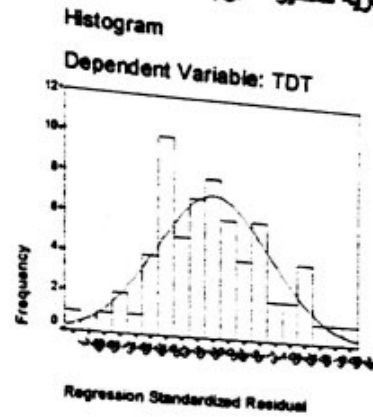
المتغيرات التابعة			نوع المتغير
محل الافتراض القصير الأجل DCT	محل الافتراض الطويل الأجل DLT	محل الافتراض الإجمالي DT	
		0.371(0.024)***	Return
		0.141(0.013)***	Cost
		0.042(0.004)*	BT
		0.302(0.001)*	BT
		-0.241(0.004)***	Cost
		0.017(0.006)**	BT
		-0.101(0.0218)**	BT
		0.482(0.002)***	Cost
		0.088(0.003)**	BT
	0.52	0.53	0.57
	99.99%	99.9%	99.9%

(-) : الانحراف المعياري المقدر  
\* : درجة ثقة تزيد عن 90% وتقل عن 95%  
\*\* : درجة ثقة عند مستوى 95%  
\*\*\* : درجة ثقة تزيد عن مستوى 99%

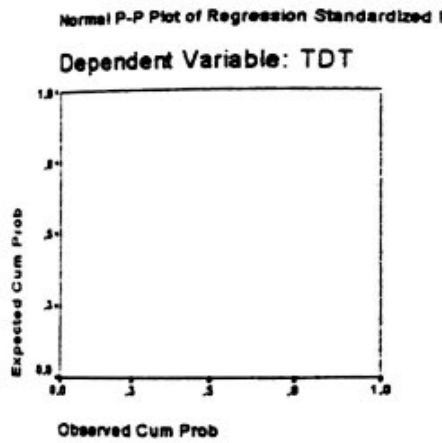
الشكل 2: للمدرج لتكراري لتوزيع الأخطاء المعيارية للمتغير التابع (معدل الافتراض لطول الأجل)



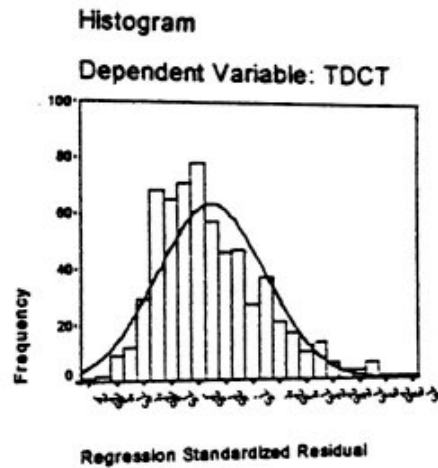
الشكل 1: للمدرج لتكراري لتوزيع الأخطاء المعيارية للمتغير التابع (معدل الافتراض الإجمالي)



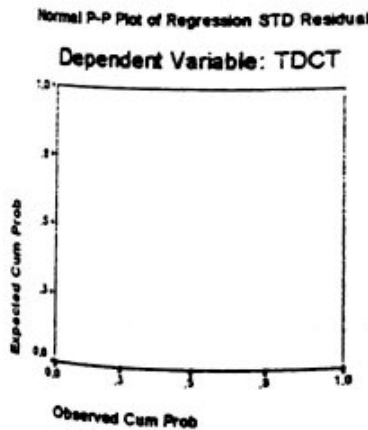
الشكل 4: شكل الانتشار بين الأخطاء المتوقعة والأخطاء المشاهدة للمتغير التابع (معدل الافتراض الإجمالي)



الشكل 3: للمدرج لتكراري لتوزيع الأخطاء المعيارية للمتغير التابع (معدل الافتراض القصير الأجل)



الشكل 6: شكل الانتشار بين الأخطاء المتوقعة والأخطاء المشاهدة للمتغير التابع (معدل الافتراض القصير الأجل)



الشكل 5: شكل الانتشار بين الأخطاء المتوقعة والأخطاء المشاهدة للمتغير التابع (معدل الافتراض لطول الأجل)

